



# 成本高企下多元盈利驱动

## ——中国国航（601111）调研快报

2012年4月16日

推荐/维持

中国国航

调研快报

王明德	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 陈蹊	chenchen@dxzq.net.cn 010-66555181

### 事件:

近日，我们走访了中国国航，就公司成本增速过快，货运、国际航线发展，汇兑收益及高铁影响等，进行实地调研。

### 关注 1:

成本增速较快的主因仍是油料成本高涨。2011 年公司的油料成本整体上升超过 40%，已经回升且超过经济危机前的油价高点，油料成本在总成本中占比从 34%上升到 37%以上，预计今年油价将会持续攀升，在总成本中占比可能达到 39%左右，可以说油料价格的上涨仍将是吞噬公司今年盈利的罪魁祸首。

### 关注 2:

货运下半年有反转向好可能。受到全球经济不景气影响，公司的货运业务去年增速放缓，告别了经济危机前每年接近 20%-30%的需求增速，目前可以说是航空货运业务发展的低谷，预计从今年下半年开始，货运业务将会有反转向好可能。

### 关注 3:

国际航线看好日本航线。地区及国际航线的发展。去年由于受日本地震影响，公司国际航线中最为盈利的日本航线的表现欠佳，今年正值中日邦交正常化 40 周年，各类纪念及旅游活动相对频繁，预计今年该条线路的收益情况会好于上年。

### 关注 4:

公司加快老旧机型淘汰力度。公司从 2005 年开始对现有的机队展开了大刀阔斧的革新，近年预计将淘汰的机型涉及 B-757, B-767, B-737 以及 B-747 等机型，拟引进包括 B-777, A-330 等新机型以替代即将退役的老旧机型，机队调整的初衷一方面是考虑到机队结构与航线和市场的匹配度，尤其是未来宽体机引进力度加大后，需要有合适的航线和市场与之相匹配，二方面是老旧机型的燃油效率和经济性较差。目前国航机队的平均年龄为 7.5 年。

### 关注 5:

汇兑损益将较上年有所减少。业内普遍认为 2012 年中国人民币告别了单边大幅升值的态势，转而呈现出宽幅震荡的行情，预计 2012 年人民币升值约在 1%-2%左右，根据公司目前以外币计价的负债约折合人民币 600 亿元计算，2012 年公司的汇兑收益应在 6-12 亿元之间。

**关注 6:**

高铁的影响主要取决于需求增速。从目前的收益指标情况来看，高铁的运营对公司重点线路影响不甚大，主要是现有的供需紧张局面。以目前关注度最高的京沪线为例，该条线路属于国内最典型的商务航线，高端旅客的占比较高，且旅客周转量呈逐年递增态势，面对基本饱和的航班数量，这种供小于求的增速关系，使得该条航线目前仍然保持了较高的客座率和票价水平。

**关注 7:**

“新两舱”收入仍有较大提升空间。自两舱票价放开之后，公司从服务质量和硬件匹配两方面着手打造新两舱收入。目前高峰时期的商务舱票价约合经济舱基准票价的 4 倍左右，头等舱约合基准票价的 8 倍左右。新两舱收入在总体收入中的占比也有所提升：其中国内航线占比为 14% 左右，中短程国际航线占比为 21% 左右，远程国际航线占比为 40%。相较于国际先进航空公司的两舱收入占比而言，公司的两舱收入仍有较大的提升空间。

**结论：**

国航作为国内民航企业的“龙头”，在运力投放方面一直采取的是适度从紧的策略，以保障较高的客座率和载运率水平和景气的票价指数。在秉承先天优势的同时，国航通过积极开拓针对性较强的产品绑定客户粘性。我们预计中国国航 2012、2013 年 EPS 约为 0.56 元,0.67 元，对应的 PE 为 11.02 倍, 9.30 倍。给予“推荐”评级。

**表 1：中国国航盈利预测和估值**

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	80,962.68	97,139.11	106,978.68	119,972.37
(+/-)%	58.45%	19.98%	10.13%	12.15%
经营利润（EBIT）	16,133	11,320	12,067	13,290
净利润	12,208.05	7,476.86	7,242.95	8,581.74
(+/-)%	142.73%	-38.75%	-3.13%	18.48%
每股净收益（元）	1.05	0.61	0.56	0.67
PE	14.45	10.98	11.02	9.30

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

### 陈蹊

2008 年进入东兴证券，2012 年加盟东兴证券研究所，从事航空机场研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。