

中国国航 (601111.SH)

航空运输行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：6.58元

航空资源限制助推公司率先复苏；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	8,199.74
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	84,829.06
年内股价最高最低(元)	10.91/5.84
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.411	0.947	0.575	0.536	0.775
每股净资产(元)	1.95	3.23	3.63	4.30	4.67
每股经营性现金流(元)	1.95	3.23	3.63	4.30	4.67
市盈率(倍)	23.65	14.45	11.07	11.66	8.06
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.6	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	142.73%	-38.75%	-6.37%	44.62%	20.96%
净资产收益率(%)	21.02%	29.31%	16.00%	12.48%	16.59%
总股本(百万股)	12,251.36	12,891.95	12,993.00	13,057.96	13,057.96

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 经营主要航线受空域与航权限制，运力投放较慢：公司 80%国内旅客分布在一线机场，64%的国际旅客收入来自欧美等长航线，而我国主要一线机场空域资源非常紧张，国际航线外国航空公司航线资源紧缺，航线资源瓶颈很大程度上屏蔽了各航线快速增长的运力投入；
- 国内需求筑底，欧美渐复苏：国内航空需求随着经济的趋稳而完成筑底，但预期全年货币政策放松节奏偏慢，需求恢复也会经历较长过程，客座率和旅客增速将会逐步回升；国际航线旅客需求将受到美国经济复苏、欧洲经济底部企稳影响，叠加日本地震造成 11 年基数偏低，以及美日放松对华签证政策影响，整体有望得到较快恢复；
- 需求复苏遭遇资源瓶颈，公司有望实现早周期率先复苏：公司主要市场遭遇资源瓶颈，运力供给增速将难以明显增长，需求逐步回升可以明显改善相关航线的供需关系，使得客座率和票价水平率先回升，提振公司边际效益；而即便需求复苏低于预期，市场依然保持低迷，低运力供给也使供需关系不会发生较大变化，为公司业绩提供了安全边际；
- 1 季度业绩利空要素有望消除：国航以商务旅客为主，1 季度假期较多，旅客以探亲出行居多，而在国际航线方面 1 季度休闲旅客的主要目的地也是南半球，商务旅客会受到较大影响，导致公司需求青黄不接，随着商务活动的增多，国航盈利能力将超越行业平均水平；投资收益方面，南航快速增长的运力逐渐趋稳，对国泰航的影响也会减小，其业绩会有所回升。

投资建议

- 我们认为公司全年业绩将保持较好，预计 12 年 EPS 在 0.53 元左右，同比仍有所下滑，但下滑幅度有望逐季缩窄。目前对应 12 倍估值接近历史最低，同时公司 PB、PS 也接近历史最低水平；另外本轮上涨以来，航空为周期股中上涨幅度最小的行业，公司为业内涨幅最低公司；公司有望在行业复苏带动下补涨并凭借资源瓶颈率先提振业绩水平，维持“买入”评级，目标价 8 元。

风险提示

- 全球经济二次探底，影响客运需求，以及中东地区形势动荡，燃油价格高企；

黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

内容目录

供给端：航空资源限制运力投放，边际收益改善.....	4
国内一线机场空域限制运力投放，利好公司边际效益提升.....	4
航线资源限制国际航线运力投放增速.....	6
需求端：国内筑底，国际渐复苏.....	7
国内经济逐步筑底，需求增速逐渐平稳.....	7
外部环境好转，国际航空需求逐渐复苏.....	7
1季度业绩利空因素逐渐消除	8
假期影响渐少，商务旅客回升:	8
国泰航空下滑有望收窄	8
燃油价格逐渐趋稳	9
盈利预测及投资评级	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 首都机场各航空公司的市场份额	4
图表 2: 上海虹桥机场各航空公司市场份额.....	4
图表 3: 白云机场各航空公司的市场份额	5
图表 4: 深圳机场各航空公司的市场份额	5
图表 5: 成都机场各航空公司的市场份额	5
图表 6: 各航空公司一线机场国内航线旅客量占比情况.....	5
图表 7: 国航运力投放分布	5
图表 8: 国航一线机场旅客占整体客运量情况.....	5
图表 9: 国航国内航线运力投放明显慢于行业平均水平	6
图表 10: 三大航预计引进飞机情况	6
图表 11: 国航运力投放分布	7
图表 12: 国航收国际航线运力投放	7
图表 13: 货币投放量处于近十年来的历史底部	7
图表 14: 通胀高位回落，渐进底部	7
图表 15: 美国 PMI 连续处在 50 景气线之上	8
图表 16: 欧洲零售指数趋稳	8
图表 17: 南航大幅增加运力投放	9
图表 18: 2011 年国泰客运经营数据构成	9
图表 19: 国泰航空客运运力投放情况对比	9
图表 20: 国泰航空客运主要生产指标对比	9
图表 21: 燃油价格逐渐趋稳并有回落迹象	10

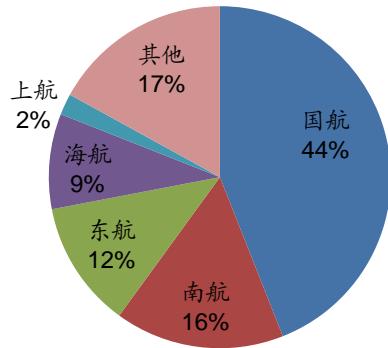
图表 22: 公司市净率接近历史低位	10
图表 23: 公司 PS 处于历史地位	10
图表 24: 航空股低于主要周期股涨幅	11
图表 25: 公司为行业内累计涨幅最低	11

供给端：航空资源限制运力投放，边际收益改善

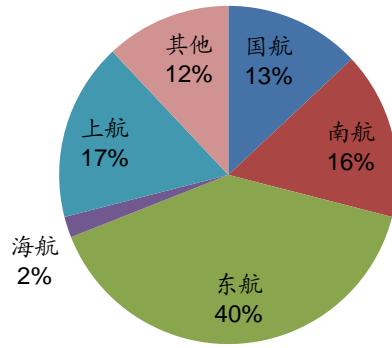
国内一线机场空域限制运力投放，利好公司边际效益提升

- 在我国国内航线市场中，接近 60%的旅客由一线机场（如首都机场、上海虹桥、白云机场、深圳机场和成都机场等）发送；国航的航线分布与一线机场重叠度在主要航空公司中最高，在首都机场、深圳机场（含深航）、成都机场的占比均很高，分别达到了 44%、43% 和 35%，而且在一线机场的旅客量占其国内新航线的旅客量比重达到了 70%-80%；
- 2011 年国航运送旅客量 5939.1 万人（含深航、澳航等），公司首都机场、虹桥机场、白云机场、深圳机场、成都机场等一线机场旅客占公司整体旅客分别达到 44.3%，7.25%，11.17%，18.0%，15.4%。
- 我国一线机场普遍存在空域紧张的情况，并且在 3-5 年里无法得到完全解决，尤其是近几年，一线机场只能挤牙膏一样的挤出部分航班时刻，特别是国内航线，预计未来几年起降架次的增速将比较缓慢。
- 一线机场空域紧张，快速增长的运力无法投放到相关航线，在航空需求疲弱的情况下，避免了过快的运力对这些航线的冲击；一旦行业进入复苏期后，在本地消费升级和中转旅客的双重驱动下，潜在需求增速仍将保持较高水平，但运力供给并不会有太大改变，从而带动这些机场相关航线的客座率和票价水平水涨船高，因此在复苏初期运力投放以一线机场为主的国航将更加具有业绩的稳定性及向上的弹性；
- 二三线机场国内航线供需关系的改善将不明显：行业的运力将更多地将投放于二三线机场，这将使二三线机场国内航线的供需改善不明显，虽然经济将筑底回升，但由于今年预计回升力度将比较缓慢，这将导致这些航线有可能继续供需逆转。
- 我们认为公司主要国内航线市场均分布于一线机场以及一线机场空域紧张，将使公司国内航线的业绩具有较大的稳定性，即使经济复苏不达预期，其业绩也有望持续增长。我们判断其国内航线虽然盈利能力已经很高，但其客座率和票价水平还有上涨空间。
- 尽管从表观上看来，空域紧张将限制公司的流量增长，但是由于航空公司属于低利润率、高收入规模的行业，流量的增长对业绩的弹性很小，而客座率和票价水平的提升直接提升利润率。因此，公司流量增长缓慢甚至个别月份可能负增长，反而使公司会有更好的业绩弹性，因此我们建议对于公司而言，无需过多在意公司的需求增速，尤其是对于国内航线。

图表1：首都机场各航空公司的市场份额

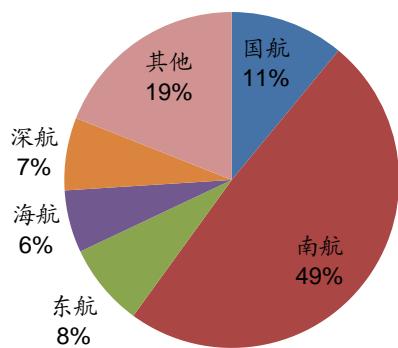


图表2：上海虹桥机场各航空公司市场份额

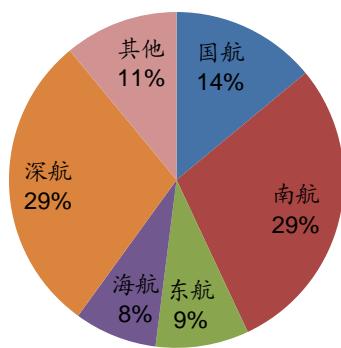


来源：国金证券研究所

图表3：白云机场各航空公司的市场份额

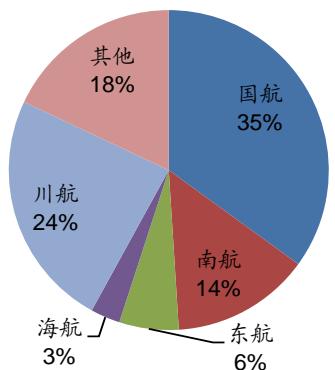


图表4：深圳机场各航空公司的市场份额



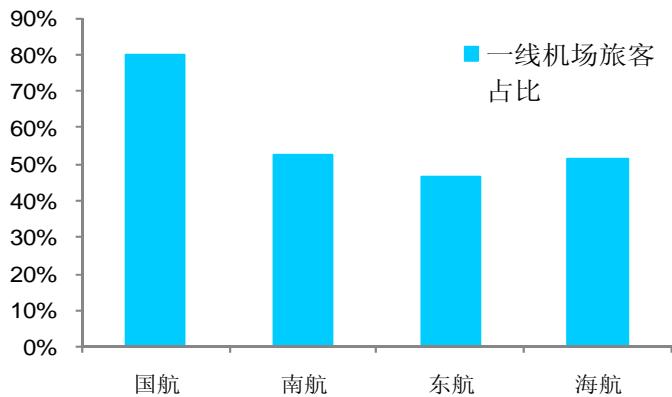
来源：国金证券研究所

图表5：成都机场各航空公司的市场份额

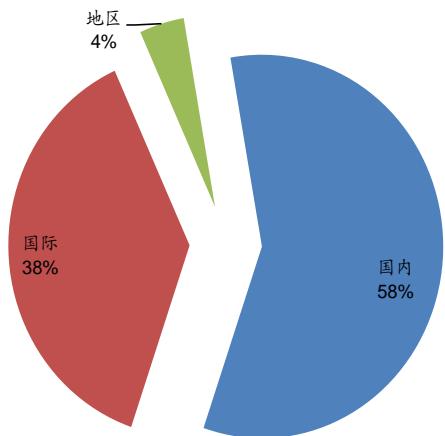


来源：国金证券研究所

图表6：各航空公司一线机场国内航线旅客量占比情况

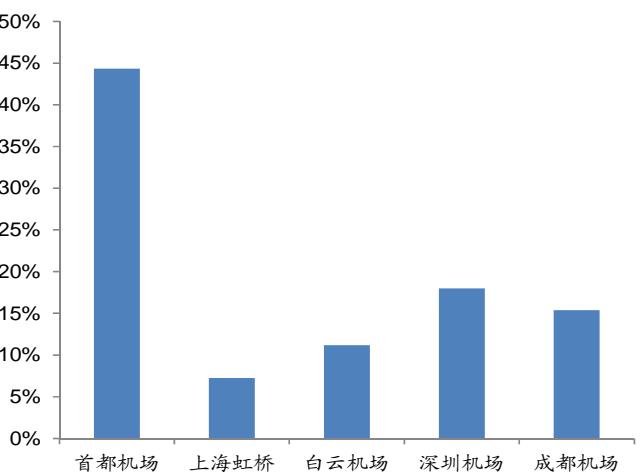


图表7：国航运力投放分布

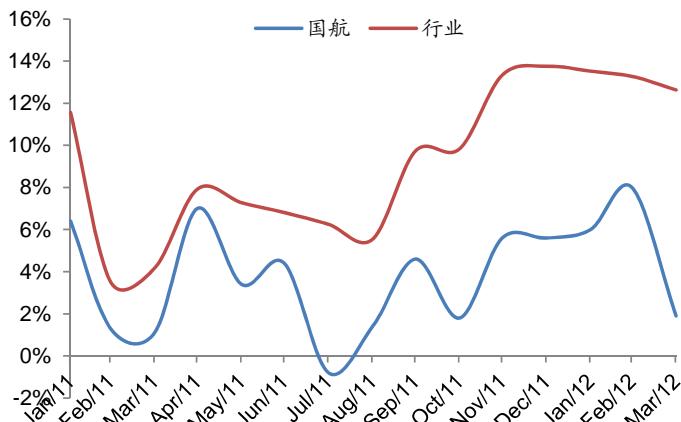


来源：国金证券研究所，公司公告

图表8：国航一线机场旅客占整体客运量情况

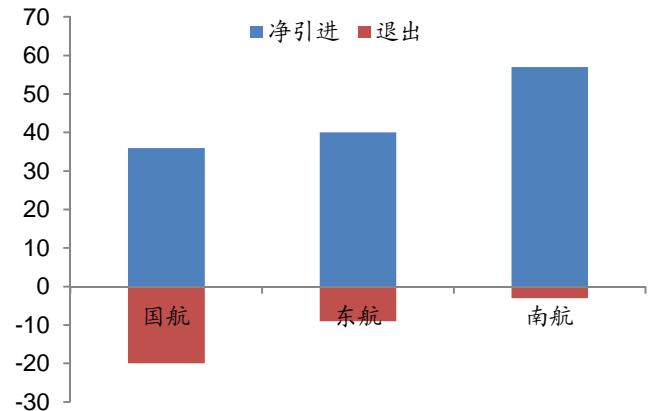


图表9：国航国内航线运力投放明显慢于行业平均水平



来源：国金证券研究所。CAAC，公司公告

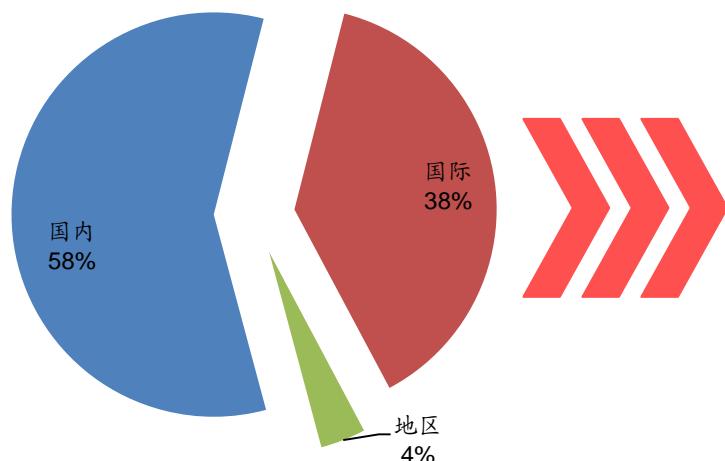
图表10：三大航预计引进飞机情况



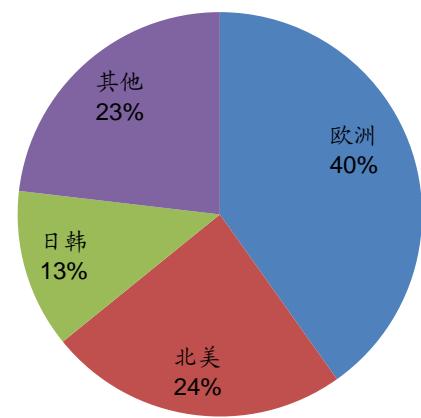
航线资源限制国际航线运力投放增速

- 11 年国航在国际航线运力投放占比达到 38%，欧洲占其中 40%，北美为 24%，日韩方面也占到 13%；国际航线同国内情况有些类似，一线机场间也存在资源性的限制，一线机场的空域资源就比较紧张（当然一般情况下会优先保障国际航线的开拓），导致运力增长将相对缓慢，当然，更重要的是航线资源问题，特别是在欧美等长距离航线方面，资源限制性更加明显；公司欧美等长航线占比超过 64%，在需求逐渐恢复期，客座率与票价水平将会得到明显的提升，边际效益得到大幅提升。
- 一般航权开放都是对等开放，即中国和外国航空公司可以使用同等多的时刻资源，但是由于我国航空公司在国际航线的竞争劣势——国外航空公司两舱竞争力很强，这部分的票价水平往往是经济舱的 5-10 倍，使得外国航空公司可以放出来更多低价经济舱，这导致中国航空公司在重服务的两舱和重价格的经济舱都不具有很强的竞争优势，这种现象导致我国航空公司在国际航线、尤其是欧美长航线的竞争力弱，市场份额明显下降，我们预计已经在 40% 左右。
- 这种现象持续累计，到现在面临新的情况，欧美航空公司在一线机场到一线机场的航班时刻资源已经基本用完，而我国航空公司在很多航线上尚没有充分利用。
- 这导致很多国际航线同样出现了类似国内一线机场空域紧张一样的资源瓶颈，这在目前国际航线需求疲弱的情况下，只是使国际航线的盈利不至于出现亏损，但一旦国际航线出现需求复苏，则有望出现一票难求的情况，从而持续提升客座率和票价水平。
- 据我们的了解，目前我国尚未有和欧美地区进一步开放航权的动作，这将使我国航空公司国际航线的市场份额逐步提升，在消化行业运力的同时明显提升国际航线的盈利能力。

图表11：国航运力投放分布



图表12：国航收国际航线运力投放



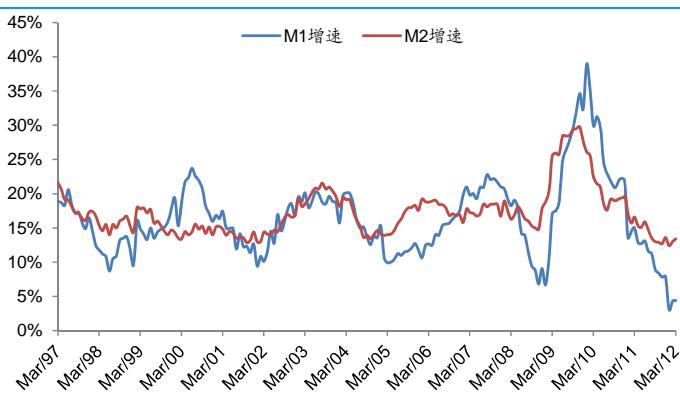
来源：国金证券研究所，公司公告

需求端：国内筑底，国际渐复苏

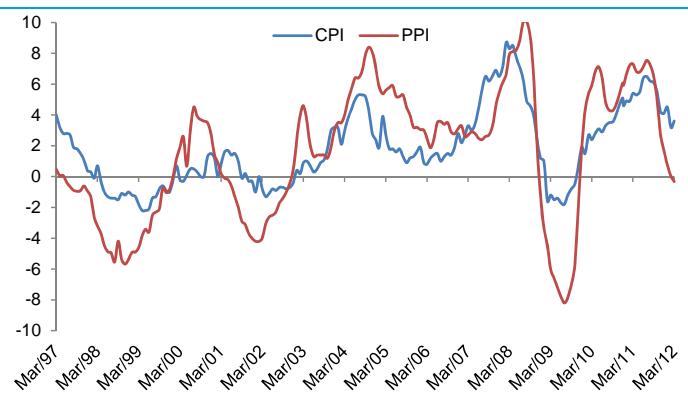
国内经济逐步筑底，需求增速逐渐平稳

- 3月份国内旅客增速同比增加8.3%，尽管尚未达到10%的景气标准，考虑到航空需求增速对经济的领先性，在经济逐步筑底的情况下，航空需求继续下滑的可能性不大；同时受到货币政策放松节奏偏慢影响，全年经济复苏也将经历一个相对较长的一段时间，预计随着货币政策的放松，国内航空需求将逐步回升。
- 目前CPI从高位回落，逐渐趋于合理空间，尽管3月份CPI依然在3%以上，但仍然处于下降通道，整体通胀水平实际得到了较为有效的控制，而货币供应量M1，M2增速处于十多年来最低点，我们宏观认为经济大幅下滑的可能性不大，经济筑底基本完成。

图表13：货币投放量处于近十年来的历史底部



图表14：通胀高位回落，渐进底部



来源：国金证券研究所，Wind 资讯

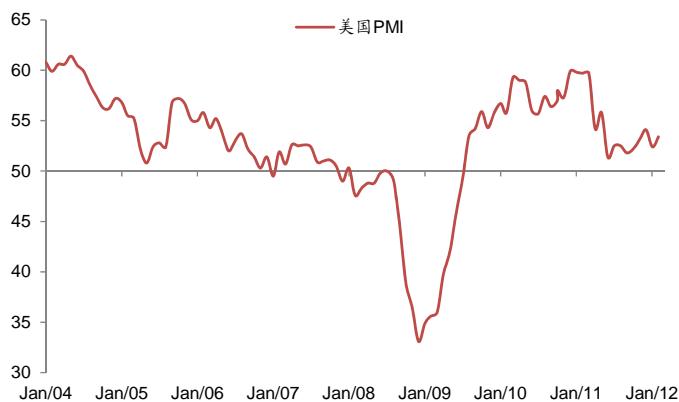
外部环境好转，国际航空需求逐渐复苏

- 3月份，国际航线旅客增速已经重新站上10%，达到12.8%，复苏十分明显，外部经济环境相较国内情况会更加乐观，美国经济已经开始复苏，欧

洲经济底部企稳，加上日本地震影响逐渐散尽，预计国际航线将会率先复苏，改善公司收益状况；

- 目前美国经济已经开始复苏，PMI 连续 32 个月处于 50 点景气线之上，首次领取救济金人数持续下滑，失业率回落至 8.2%，非农业就业人口持续上升，零售总额已经超过 08 年金融危机爆发前的最高水平，各项经济数据均表明世界经济的火车头已经开始复苏。
- 相对于美国，欧洲方面情况要差一些，但整体呈现底部企稳的态势，特别是在消费方面，零售指数以及消费者信心指数（经济信心指数）均有回升；
- 美国、日本相继宣布放松中国公民签证尺度，增加发放数量，也利好国际航线经营；一方面美国将进一步简化签证难度，另一方面则是增加签证发放量，继 11 年发放签证突破百万后，预计 12 财年赴美签证发放量将达到 130 万，增加将近 30%；而日本方面在签证申请难度、有效期、停留时间等都作出了较大的放松。
- 目前公司正在积极调整进内售票比例，由于国际航线出境票价较国外票价高出近 30%，出境人数增多将会明显提振公司收入。

图表15：美国 PMI 连续处在 50 景气线之上



来源：国金证券研究所，Wind 资讯

图表16：欧洲零售指数趋稳



1 季度业绩利空因素逐渐消除

假期影响渐少，商务旅客回升：

- 1 季度假期较多，特别是春节包含其中，期间旅客以探亲旅客为主，大部分航空公司都会因此受益，特别是南航方面，而国航旅客以商务出行为主，探亲旅客的增加并不能有效提升公司旅客量，反而造成商务活动的减少，而减缓商务出行旅客增速，因此 1 季度国航旅客增速偏慢，影响公司业绩。
- 自去年以来，受到通胀问题影响，经济出现下滑，航空行业景气度持续下降，从历史情况来看，经济下滑期，因为商务活动的减少，会影响国航客座率水平；
- 但在市场逐步恢复的情况下，随着经济活动的增加，商务出行旅客将会明显的回升，公司客座率与票价水平有望得到提振；

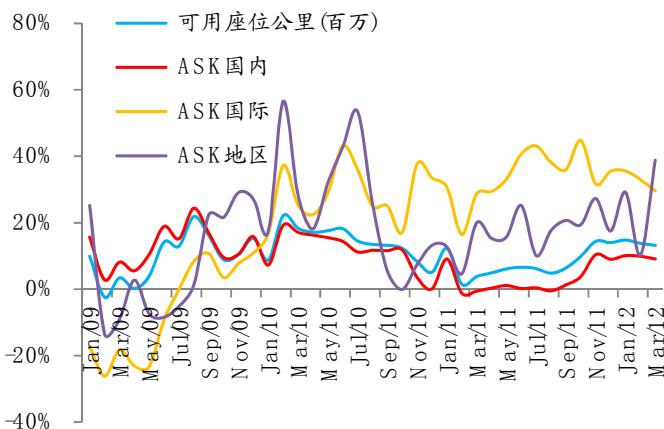
国泰航空下滑有望收窄

- 1 季度国航投资收益跌幅较为明显，其中国泰航空方面下滑幅度较大，我们认为其主要原因与南航大幅增加运力供给有关，近年来，以广州、深圳等为主要基地南航运力投放增速较快，国际航线投放运力增速超过 30%，

大幅影响了以香港为主要基地的国泰航空市场份额，也是造成 1 季度国泰航空业绩下滑的主要原因；但随着南航运力投放势头逐渐趋稳，加上公司的积极调整，国泰航空下滑幅度将逐渐收窄；

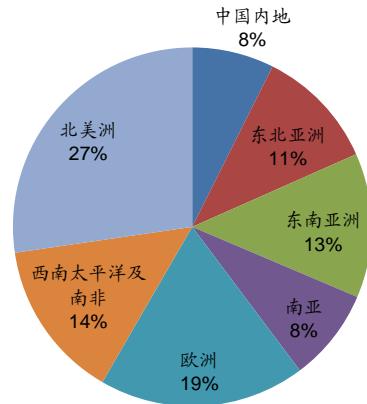
- 1 季度国泰航空积极调整，大幅减少欧洲航线运力供给，调整了货运力，已经取得了比较有效的成果，在生产业绩上（除去货运外）已经出现了比较明显的回升，特别是随着美国经济逐渐复苏，以及欧洲经济逐步筑底，将会带动整体客运需求的恢复，扭转货运需求不足的状况。

图表17：南航大幅增加运力投放

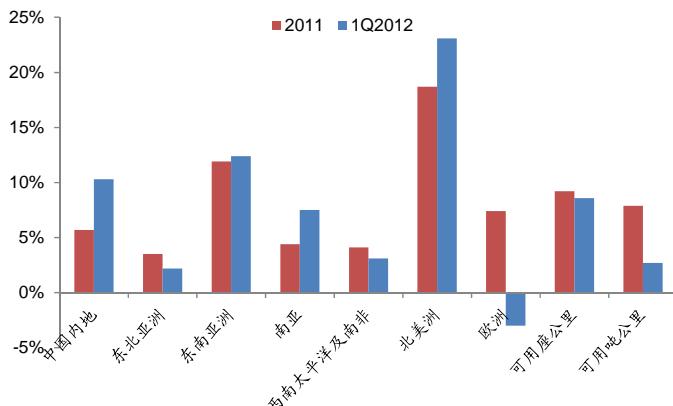


来源：国金证券研究所，公司公告

图表18：2011年国泰客运经营数据构成

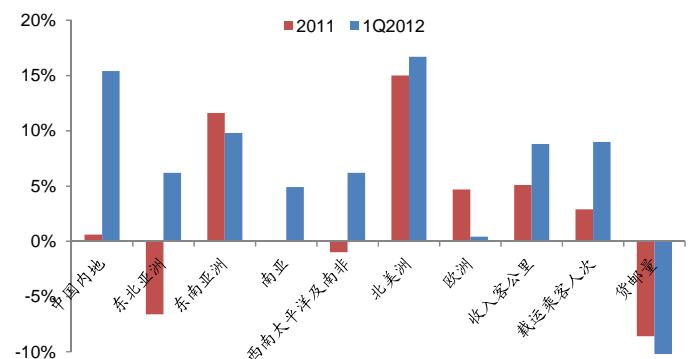


图表19：国泰航空客运运力投放情况对比



来源：国金证券研究所，公司公告

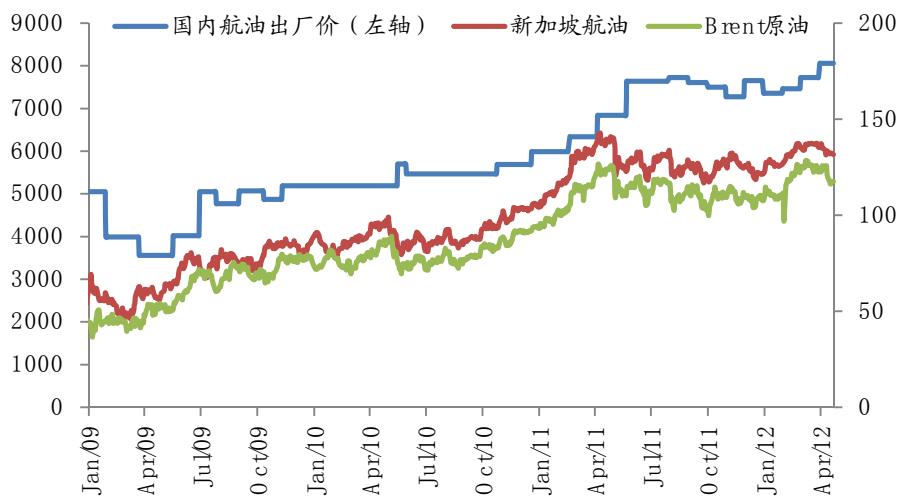
图表20：国泰航空客运主要生产指标对比



燃油价格逐渐趋稳

- 1 季度公司燃油价格采购单价上升 16%，造成燃油成本支出大幅上升，近期燃油价格逐步趋稳，Brent 原油价格与新加坡航油价格均出现了一定程度的回落，预计在国际形势不会发生重大变化的情况下，全年燃油基本稳定。
- 11 年燃油价格上涨受到中东地区“阿拉伯之春”影响，且涨幅主要发生在 1 季度，同年 2 季国航燃油采购价格均价环比上升 15%，5 月之后形势基本趋稳，燃油价格相对平稳；综合今年与去年两年的情况，从同比角度来看，2 季度上升幅度有限。

图表21：燃油价格逐渐趋稳并有回落迹象

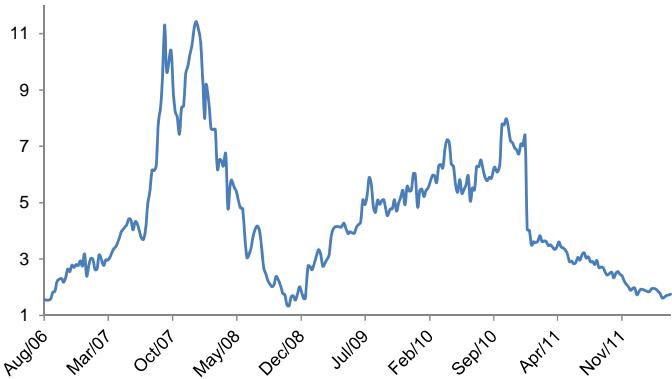


来源：国金证券研究所，Wind 资讯

盈利预测及投资评级

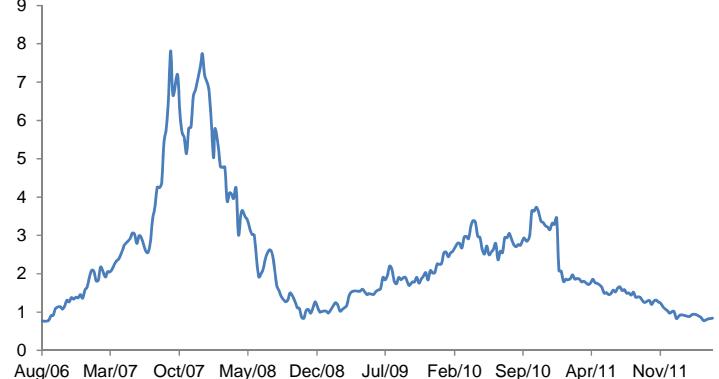
- 我们重申一下我们的主要逻辑：受到航空资源限制，国航相关航线运力增速偏低，而需求端，国内航线基本筑底，但复苏速度受到货币政策放松节奏影响偏慢，国际航线受到欧美经济复苏、美日对华签证政策放松以及日本地震影响逐渐消除利好，逐步开始复苏；在目前需求逐步改善的情况下，国航经营航线供需关系率先得到改善，客座率与票价水平能够有效提升；同时较慢的运力增速使得即便出现市场需求低于预期，供需关系也不会发生较大的变化，为公司业绩提供安全保障；
- 目前公司 1.75 倍的公司估值为历史低位，0.84 倍市销率为历史最低点，从估值情况来看公司下行的空间十分有限，公司的估值接近 2008 年和 2005 年的两次周期底部，但我们认为集中度的提升将使行业盈利能力有本质提升，因此目前的估值水平可能反映了一个过度悲观的预期；而自 1 月 6 日本轮股市上涨以来，航空业累计上涨 7.6%，跑输大盘 4.3 个百分点，为周期股中上涨幅度最小的行业，公司为业内涨幅最低公司（-0.5%），预计后期会有估值修复的机会。
- 我们认为公司全年业绩保持较好，预计 12 年 EPS 在 0.53 元左右，对应目前股价为 12 倍市盈率，接近历史低点，后续随着航空需求的回升，公司高弹性特性将逐步体现。维持“买入”评级

图表22：公司市净率接近历史低位

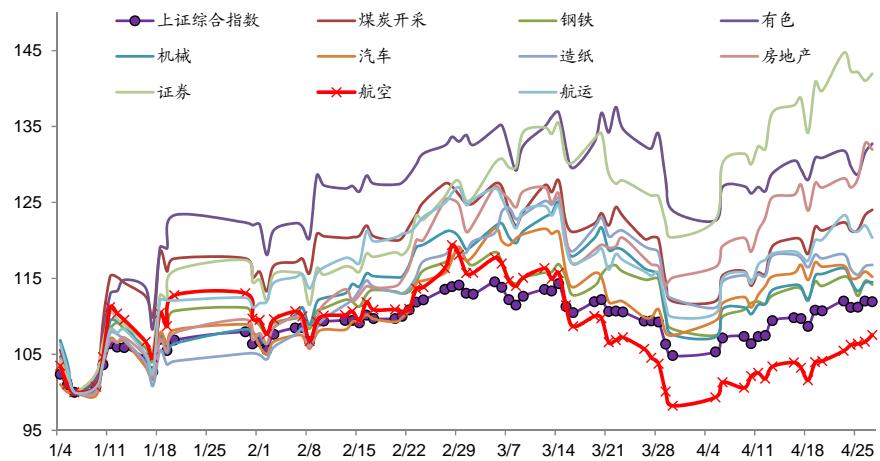


来源：国金证券研究所 Wind 资讯

图表23：公司PS处于历史地位

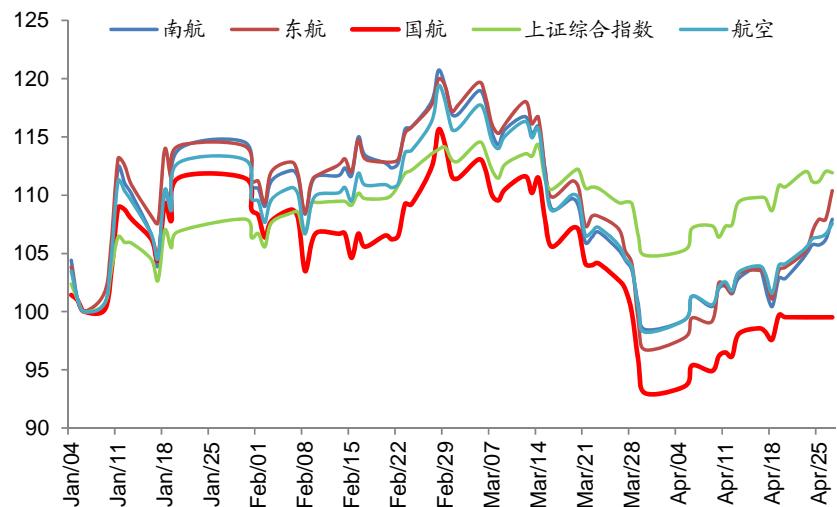


图表24：航空股低于主要周期股涨幅



来源：国金证券研究所，Wind 资讯

图表25：公司为行业内累计涨幅最低



来源：国金证券研究所，Wind 资讯

风险提示

- 全球经济二次探底，影响客运需求，以及中东地区形势动荡，燃油价格高企；

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B