

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级：增持 维持评级

公司点评

黄金香

分析师 SAC 执业编号：S1130511030022

(8621)61038325

huangjx@gjzq.com.cn

六月数据点评：旺季特征开始显现

事件

中国国航发布经营数据显示，6月运送旅客数增速-0.2%左右，RPK 增长 2.4%，ASK 增长 4.1%，客座率达到 81.9%，环比上升 2.4 个百分点，但同比下行 1.3 个百分点，货邮运输量增长 2.2%。

评论

国际航线增长较快：一方面公司加大了国际航线的运力投放，6月 ASK 增速达到 11%，同时美国日本经济的复苏以及出境游的爆发使国际航线需求增速也实现了较快增长，6月份公司国际航线 RPK 增速达到 9.9%，整体上，由于公司新开辟的一些航线尚处于培育期，而且日本航线客座率预计同比有所下滑，公司国际航线的客座率有所下滑，6月客座率为 82.2%，同比下滑 0.8 个百分点，但环比上升了 3.3 个百分点，已经开始逐步进入旺季；

国内航线需求增速较慢，预计票价维持水平较高：6月国内航线需求增速依然缓慢，同比下行 2.1%，公司出现负增长的主要原因是初以来经济低迷造成商务活动减少明显，而公司旅客结构中商务旅客占比很高，因而商务出行旅客减少对公司负面影响较大；在面临需求不足的情况下，公司加大了运力退出力度，积极主动采取“控量保价”措施，同时减少了飞机利用小时，这使得公司客座率仍明显超过行业水平，但由于去年客座率的基数很高，6月客座率仍下行 1.8 个百分点。

航空货运依然低迷，但有所恢复：货邮运输量增速转正，有所回升，但依然处于低迷，6月公司货邮运输量同比增长 2.2%，ATFK 增长 7%，货邮装载率下行 2.1 个百分点；

展望

三季度国内需求增速有望恢复至正增长，但增速预计仍将明显低于行业水平：随着旺季来临，休闲旅客占比将快速回升，因此我们认为公司三季度国内航线将恢复正增长，但是由于一方面公司运力增长较慢，同时也受到空域的限制，运力投放同比增速将明显低于行业水平，另一方面商务需求的疲软仍将对公司带来一定拖累，我们认为公司国内航线增速仍将明显低于行业平均水平，但空域限制有利于使公司国内航线客座率仍明显高于行业水平；公司国内航线基地机场——北京、深圳和成都都有比较严重的空域问题，这将导致公司客座率环比改善明显，同比降幅也将进一步明显缩窄，公司仍有望获取明显高于行业平均的客座率水平，预计三季度将达到 85%-86%，在客座率高企的情况下，预计今年票价水平同比提升幅度仍将非常明显，预计整体提升幅度将达到 3-5%。

出境游火爆将促使公司国际航线客座率继续得以提升：今年行业显著特点是出境游增长迅速，我们认为公司也将受益于此，另外，由于欧美和日本主要干线时刻资源比较紧张，这使得旅客增速将超过运力增速，我们预计三季度公司国际航线客座率将同比有所提升，而票价水平预计欧线仍将比较疲软，但美国和日本航线票价水平的提升将有望弥补欧洲航线两仓收益的下降，我们预计三季度整体票价水平将略微负增长。

油价下行减轻公司成本，利好公司业绩改善：由于航空公司票价水平维持在较好水平，成本端的改善作用较为显著，自 4 月下旬以来，油价进入下行区间，有利于成本端的改善，特别是近期国际航线受到需求快速增长利好，附加费往下调整的幅度将明显低于油价下降幅度，业绩改善更加的显著；以静态测算，我们预计油价下行 10% 将有望增加毛利 18% 左右，我们判断三季度油价将同比下降 10% 左右；

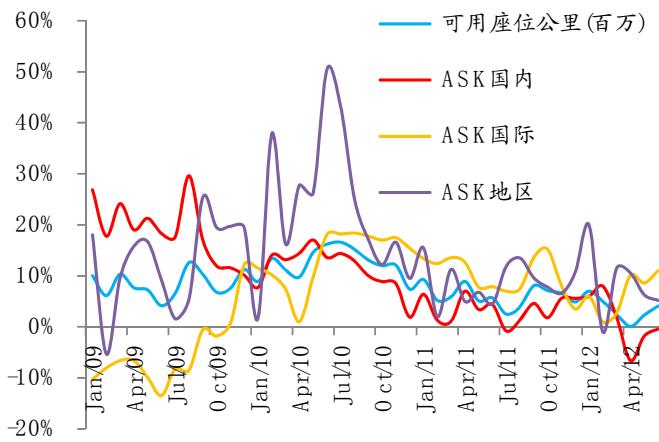
汇兑收益减少，暂无催化作用：近期人民币汇率出现小幅贬值，预计全年贬值幅度达到 1%，这使得会对收益损失 6.5 亿元左右；但由于汇兑收益对于航空股而言主要起到催化剂的作用，核心依然是航空主业经营情况

投资建议

维持 12 年 EPS0.45 元的盈利预测，目前股价对应 14.4x2012PE 接近历史低点，旺季旅客结构变化将使得年初需求低迷的状态有所改善，航线资源的限制有利于提升公司边际效益，因为我们维持“增持”评级。

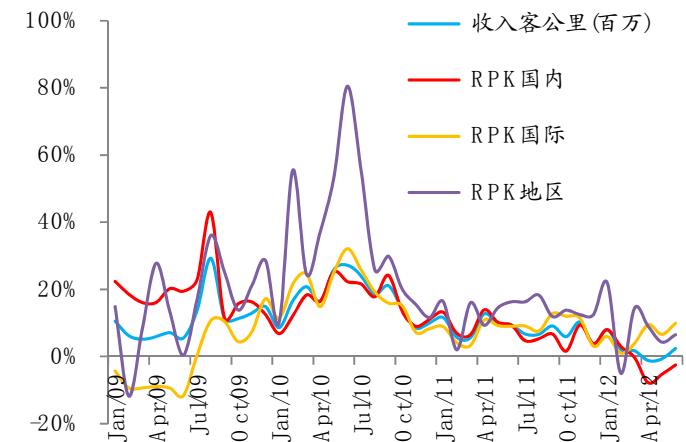
公司主要经营数据

图表1: 09年以来公司ASK增速

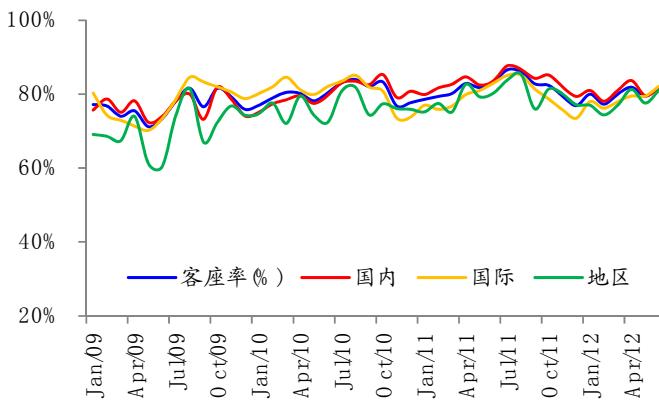


来源：国金证券研究所，公司公告

图表2: 09年以来公司RPK增速

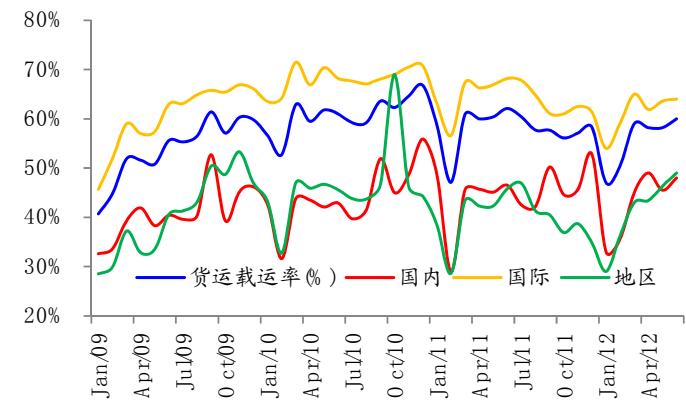


图表3: 公司国内、国际和地区客座率变化情况

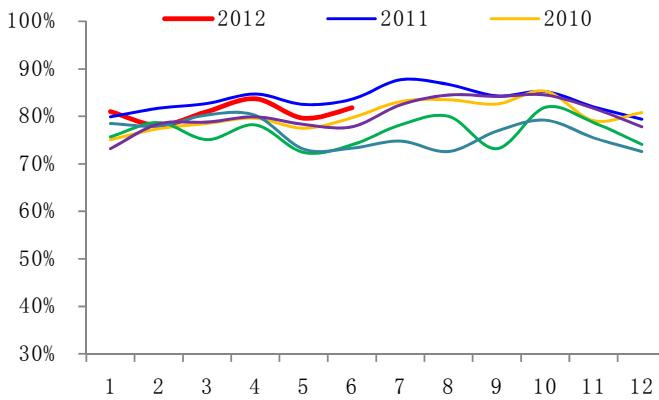


来源：国金证券研究所

图表4: 公司货邮载运率的变化情况

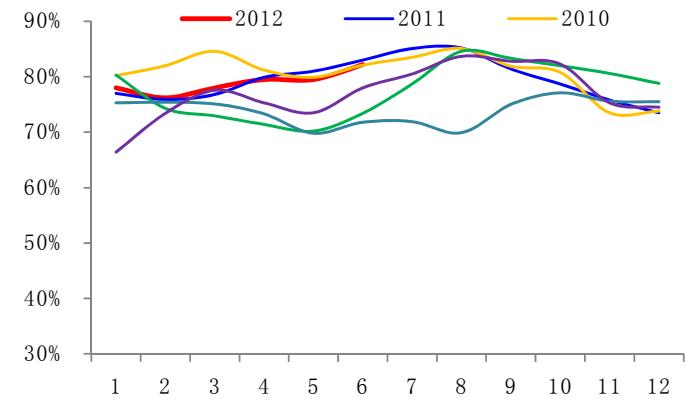


图表5: 公司各年度国内航线的客座率比较

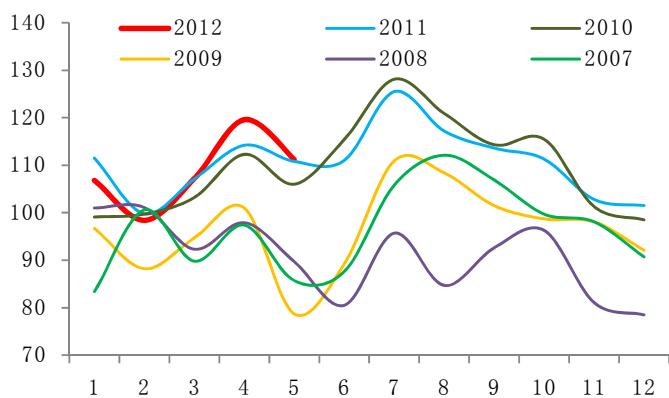


来源：国金证券研究所

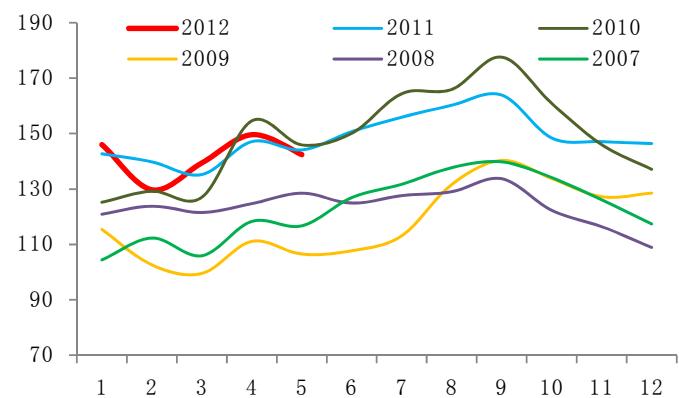
图表6: 公司各年度的国际航线客座率比较



图表7：国内航线综合票价指数



图表8：亚洲外国际航线票价指数



来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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认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