

分析师：李磊
执业证书编号：S0050512080001
王晓艳
S0050510120012
Tel: 010-59355508
Email: yflil@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号



交通运输

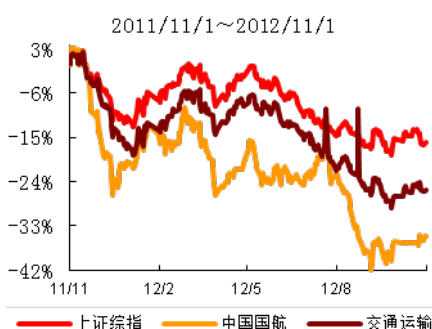
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	7.0

市场数据

市价(元)	5.060
上市的流通 A 股(亿股)	81.99
总股本(亿股)	128.92
52 周股价最高最低(元)	4.52-8.50
上证指数/深证成指	2068.8/8469
2011 年股息率	19.34%

52 周相对市场表现



相关研究

中国国航(601111.SH)

需求“弱反弹”趋势逐步确立

投资要点

公司今日公布 2012 年 3 季报财报，数据显示，三季度随着航空旺季到来，公司盈利能力环比迅速上升，同时月度数据显示国内需求逐步反弹，但受整体供求关系影响，客座率仍同比有所下降，3 季度整体盈利略低于预期。1-9 月公司营业利润同比增长 4.14%，净利润同比下降 46.13%。汇兑净收益和投资收益大幅度下滑是主因。

3 季度国内航空需求受益于政府稳增长措施，重新恢复正增长，需求“弱反弹”趋势逐步确立。

国内航空需求上半年受宏观经济持续下滑影响，增速逐步放缓，公司由于国内航线新增运力有限，导致国内需求二季度出现罕见的负增长，3 季度随着政府一系列稳增长措施出台，国内需求逐步恢复，7 月份以来连续 3 月恢复正增长，但考虑到政府稳增长措施相对保守，需求恢复的幅度较为有限，“弱反弹”是当前行业需求的主要特征。

国际航线受益于美国经济复苏和欧债危机缓解，整体表现好于国内航线，北美航线成为增长亮点，但 9 月中日政治危机对公司国际航线影响较大，预计四季度仍将受到一定程度影响。

2012 年航空市场最大的亮点是国际航线表现远好于预期，其中美国经济的快速反弹是核心驱动因素。

美国经济在经历了 2011 年四季度 GDP4.1%快速反弹之后，进入 2012 年维持温和增长态势，1-3 季度 GDP 增速分别为 2%、1.3%和 2%，3 季度虽然库存投资增速有所放缓，但居民消费和房地产复苏开始持续上升，很好弥补了库存投资增速放缓的不足。

展望 4 季度和 2013 年，我们认为随着 9 月美联储 QE3 推出，房地产陆续走势长达 6 年的低谷，美国经济表现相对乐观。

1-9 月公司国内和国际航线客运周转量分别下跌 0.77%和增长 6.61%，国际航线增速远高于国内航线，其中欧洲、北美、日韩增速分别为 7.7%、5.43%和 14.11%，欧线受欧债危机暂时缓解需求有所恢复，同时新增运力有限，客座率同比上升 0.32 个百分点；北美线需求表现理想，客座率维持在 86.6%的高位，同比上升 0.44 个百分点，同时票价水平大幅度提升高达 15%，成为最大的亮点。日韩线受去年日本大地震基数低因素，增幅较大，但 9 月受中日政治危机影响，需求大幅度下滑，公司 9 月日本线运力大幅度削减 26%，10 月削减 25%，对国际线需求有一定影响。

为应对中日政治危机带来的需求下滑，公司调整运力结构，将部分运力撤回国内市场，投入上海、成都等国内航线，目前中日航线是公司盈利能力相对较高航线，2011年实现利润12个亿左右，占公司全年利润的16%，中日危机对该航线盈利影响较大。但从大的背景来看，近年来随着中国出境游市场的繁荣，年均增速高达20%，预计2012年高达7000万人次，国际航线需求增长空间持续看好。

3 季度公司综合毛利润率同比基本持平，考虑到 3 季度国内航油价格同比有所回落，公司整体定价水平略低于预期。

国内航油均价调整滞后于国际原油一个月，3 季度国内航油均价同比下降 7.71%，国际原油受美联储推出 QE3 刺激以及乐观经济数据支持大幅反弹，WTI 从 85 美元反弹到 100 美元，近期再次回落到 90 美元一线，油价回落整体有利于航空公司盈利改善，但公司三季度毛利 27.73%，同比去年同期基本持平，提升幅度略低于预期。

我们认为主要因素是三季度行业需求（尤其是国内需求）虽有所好转，但仍处于较低水平，属“弱反弹”特征，整体客座率一定幅度下降对公司定价能力有一定抑制作用。同时2012年公司人工费用大幅度上涨也吞噬部分利润（2012年1-9月公司员工现金支持大幅度增长33.97%）。整体公司三季度毛利润水平略低于预期。

汇兑净收益和投资收益大幅度下滑是公司利润下滑的重要因素，趋势上看有好转迹象。

1-9 月人民币兑美元贬值 0.64%，而去年同期人民币升值 4.04%，公司财务费用大增 34.67 亿元，同时 2012 年国泰航空受欧债危机影响，盈利能力大幅度下滑，上半年亏损 9.35 亿港元，公司 1-9 月实现投资收益 1.92 亿元，同比减少 10.32 亿元，两项合计较少税前利润 44.99 亿元，占公司 1-9 月利润总额下降的 90%，公司航空主业利润总额仅下降 10%。

从趋势上看，进入10月随着QE3政策影响传导以及中国国内宏观经济出现企稳的迹象，人民币贬值趋势出现逆转，截止到目前人民币贬值幅度已全面收复，现货市场升值幅度已达1%，中期来看，人民币汇率将受制于中国外贸进出口形势以及美国QE3政策效应，维持箱型波动区间，大幅度升值、贬值概率有限，短期受海外资金流入影响维持相对强势。

4 季度受部分日本航线运力调回国内市场，国内航线定价能力受到一定影响，2013 年公司计划运力投入(ASK)增长 9-10%，同比有所扩大，且国内市场运力不足的局面有望改观。

9-10 月公司大幅度削减日本航线运力投放，转向国内市场，4 季度公司国内运力投放预计同比增长 15.4%，同比 1-9 月的 6.59%，提升较大，由于东航和国航均大幅度调整中日航线运力投放，导致 4 季度国内航线运力增长大幅度提高，预计 4 季度国内航线定价能力将受到一定程度影响。有利方面是随着国内宏观稳增长措施的效果逐步累计，四季度国内航线需求有望继续保持“弱反弹”趋势。

公司近年来在运力投入方面相对保守，年均增速低于行业平均水平，2011 年和 2012 年 1-9 月国航本部 ASK 仅增长 6.13%和 4.3%，且大部分集中在国际航线上，国内航线仅增 3.44%和 2.81%，同比东航和南航差异较大，2013 年公司运力投入增速有所加大，受航线调整影响，预计国内航线增速有望三年来首次超过国际航线增速。

当前航空业投资机会选择依赖于对 4 季度以及 2013 年宏观经济趋势的整体判断，我们认为航空业最困难时期已经过去，需求“弱反弹”趋势已逐步得到确认。

三季度运营数据显示对行业盈利影响较大的国内市场需求已逐步有所好转，政府 6 月份之后采取的一系列稳增长措施逐步发挥效用，同时海外市场美国经济在宽松货币政策和房地产走出低谷带动下，维持温和增长态势。近期中日政治危机虽然对 4 季度中日航线构成较大压力，但国民出境游市场的蓬勃发展奠定了国际航线需求的稳步发展。

2012 年对公司盈利下滑构成巨大压力的人民币贬值和国泰航空盈利下滑，3 季度来看已逐步走出低谷，对公司利润构成的拖累已得到缓解。

整体基于对 4 季度中国宏观经济走出低谷和美国经济温和增长的判断，我们对公司未来发展持乐观判断。

投资分析:

公司股价 2012 年受行业需求增速下滑和人民币贬值因素影响,表现持续低迷,跌幅远超过大盘指数,我们认为公司最困难时期已过去,未来随着宏观经济企稳以及美国经济的温和增长,公司盈利拐点已基本得到确认。

投资方面,考虑到公司风险基本得到释放,估值水平处于历史最低位,投资评级,维持增持。对行业需求“弱反弹”的趋势判断是我们推荐公司的主要逻辑依据。

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	97139.11	99,813	106,602	114,372
增长率(%)	19.98	2.75%	6.80%	7.29%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	7476.86	5,082	5,795	6,616
增长率(%)	-38.75	-32.04%	14.04%	14.16%
毛利率(%)	21.04	19.20	18.88	19.34
净资产收益率(%)	16.00	9.31%	9.60%	9.88%
EPS(元)	0.61	0.39	0.45	0.51
P/E(倍)	8.72	12.84	11.26	9.86
P/B(倍)	1.36	1.20	1.08	0.97

来源: 公司年报、民族证券

注: 预测2012-2014年WTI均价均为95美元/桶,国内航油均价分别为7956元/吨、8115元/吨、8115元/吨,人民币兑美元年均升值均为1%,单位客运票价水平分别上涨0.70%、下跌0.45%和下跌0.51%。

分析师简介

李磊：中国人民银行总行金融研究所金融学硕士 交通运输行业研究员，专注于交通运输行业周期性研究以及前瞻性分析，善于把握行业投资机会选择，《中国民用航空》定期撰稿人。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。