

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

有望实现早周期复苏

事件

中国国航 12 月 13 日发布 11 月经营数据：全月实现运送旅客 395.7 万人，同比增长 2.3%；RPK 同比增长 2.6%，其中国内增长 4.3%、国际增长-0.5%；运力供给 ASK 增长 4.7%，客座率 77.9%，同比下行 1.5 个百分点；货邮运输量 11.7 万吨，同比增长 18%。

评论

国内航线小幅回升：今年国内航线景气度下行，主要与商务需求低迷有关，休闲旅客需求依然较为旺盛；公司商务旅客占比高，受到影响相对较大，需求增速低于其他两大航，更低于行业平均增速，虽然公司明显减少了运力投放，但国内航线客座率仍明显下行。随着国内货币供给的回升以及社会融资总量的增长，近期商务需求呈现企稳回升的态势，但 10 月份和 11 月上半月受到高速公路免收通行费、重大会议等事件性影响，需求回升的态势有所阻滞；需求的低迷导致 11 月国内航线客座率同比下行 3.5 个百分点，下降至近几年的新低 78.7%；根据我们了解，11 月需求呈现前低后高的态势，需求回升的趋势已经开始显现，而公司已经开始把一部分收益情况较低的国际运力调回国内航线，我们预计这个趋势在 12 月份将进一步加强，驱动公司国内航线的需求将进一步回升。

国际航线需求下滑幅度收窄，公司控制运力维持高客座率：9 月下旬以来，国际航线受到中日钓鱼岛事件影响，需求回落显著；由于日本航线占比较高，公司受到影响也较大，加上国际经济形势低迷以及国内重大会议影响，需求增速由 9-10% 降至负增长；11 月 RPK 下滑态势有所缩窄，同比-0.5%；公司采取缩减运力投放的方式应对需求的下滑，ASK 同比下滑 1.7%，使得航线客座率上升 0.9 个百分点，维持在 76.7% 历史同期相对较高位置；

货邮运输回升的态势显著，载运率提升明显：公司 11 月份货邮运输量回升的态势明显，11 月收入货运吨公里同比增速达到 21.8%，其中国内航线同比增速达到 20%，国际航线达到 20%，虽然航空公司同时也加大了运力供给，但需求的快速回升还是使公司货邮运载率明显提升，整体同比增长 4.1 个百分点，其中国内载运率上升 3.6%、国际载运率上升 3.9%，航空货运市场复苏态势已经非常明显。

展望

商务需求有望持续回升，叠加空域瓶颈将有望使公司实现早周期复苏：我们认为随着货币政策的逐步宽松以及积极财政政策的实施，商务活动逐步企稳回升，带动商务需求的复苏，公司商务旅客占比高的特性利好公司需求改善，而休闲旅客需求方面，在人口红利以及刘易斯双拐点的来临的情况下，居民收入有望持续增长，驱动航空消费升级的态势得到延续；由于公司主要航线分布于首都机场、成都机场和深圳机场，这些机场空域资源都比较紧张，一旦商务需求复苏，将驱动公司的供求关系率先好转，从而实现早周期复苏。

国际航线旅游需求可能转弱，但商务也将企稳回升：国际航线短期内可能受到居民收入下降的影响，可能会影响部分旅游航线，但是我们认为随着欧美经济的逐步复苏（这从我国航空货运出现明显回升可见一斑），欧美航线的商务需求也有望好转，这将改变公司目前欧洲航线盈利不佳的状况，而且很多主要欧美长航线同样受到时刻资源的限制，商务需求的复苏也有望提升公司长航线的收益水平。

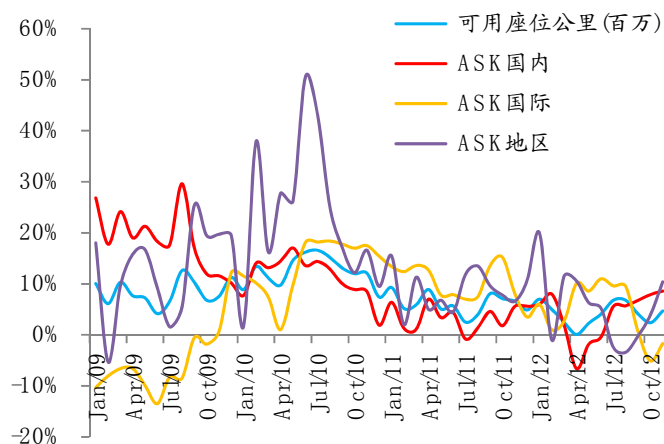
国泰航空经营情况有望出现好转：国泰航空经营状况不佳也是导致今年公司盈利下滑的一个重要原因，我们认为在欧美经济复苏的情况下，预计国泰航空的收益水平将有望好转。

投资建议

我们维持 12-13 年 EPS0.37 元、0.49 元的预测，目前股价分别对应 13X12PE、10.3X13PE，处于较低水平，近期 1.25XPB 与 0.6XPS 创下的历史最低估值；12 年公司净利率在 4.8%，较低的净利率使得公司在客座率与票价水平小幅回升的情况下，业绩存在明显上升的可能，而且低估值使得公司向下的空间相对有限，而业绩回升情况下股价向上的空间很大，风险收益比具有很高的吸引力；商务需求的回升和空域资源的限制使公司有望实现早周期复苏，业绩率先好转，因此我们维持公司“增持”评级。

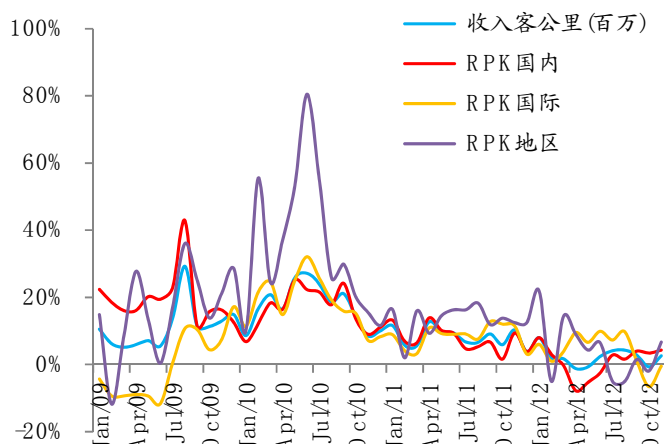
公司主要经营数据

图表1: 09年以来公司ASK增速

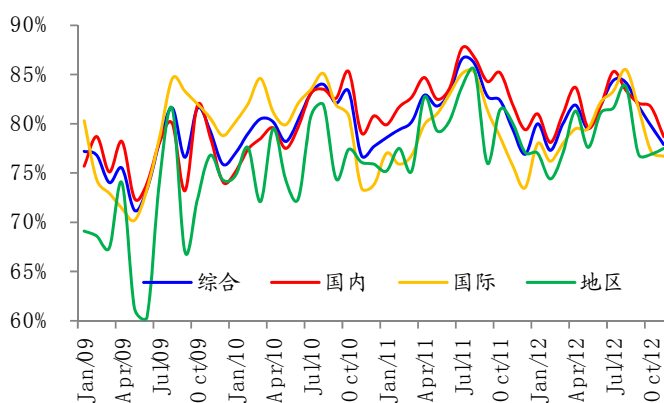


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表2: 09年以来公司RPK增速

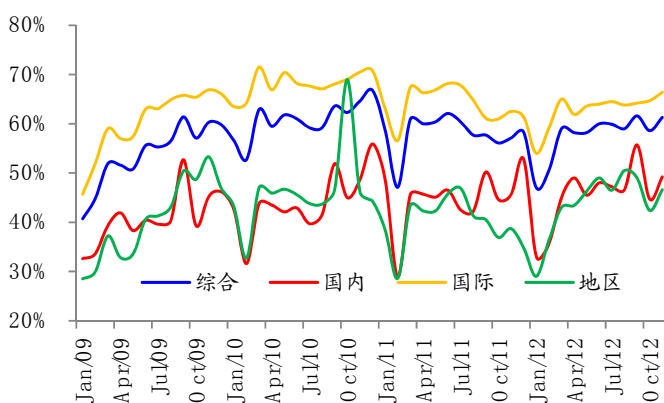


图表3: 公司国内、国际和地区客座率变化情况

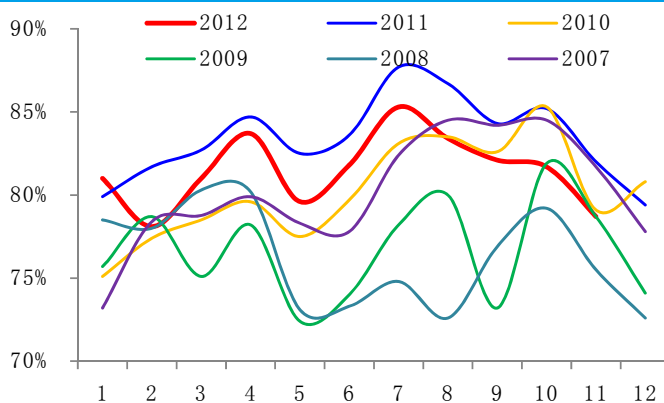


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司货邮载运率的变化情况

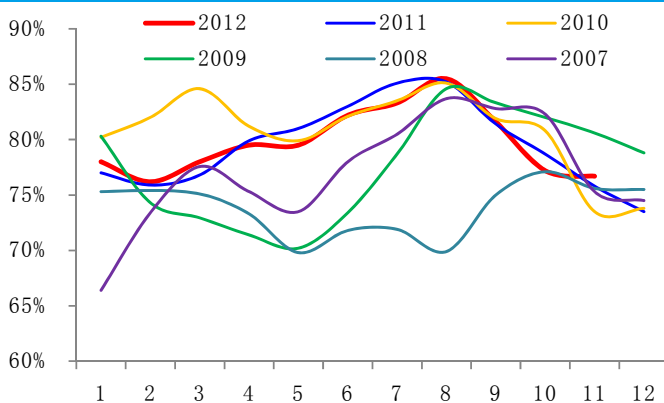


图表5: 公司各年度国内航线的客座率比较



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

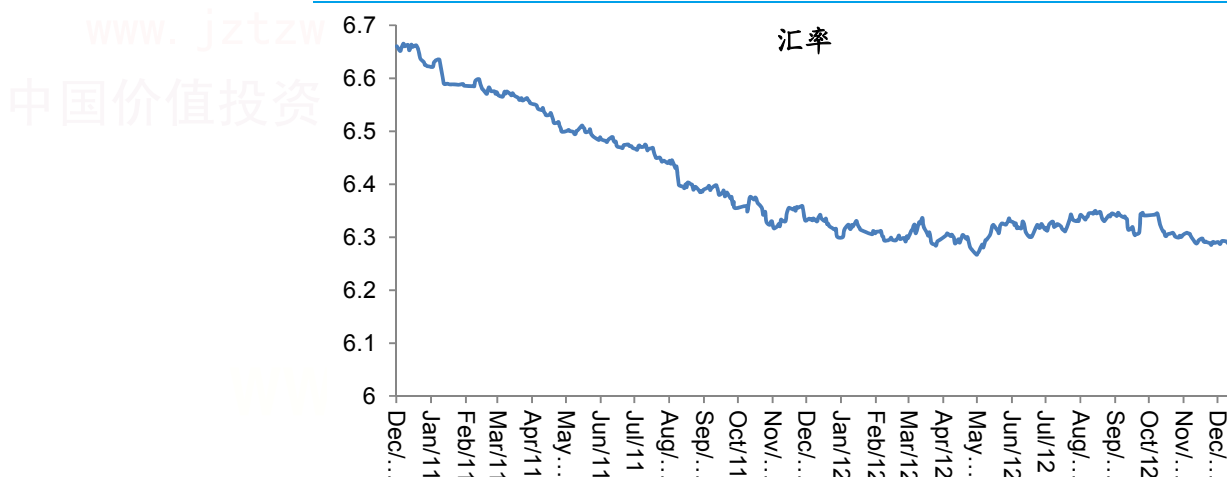


图表7: 燃油走势图



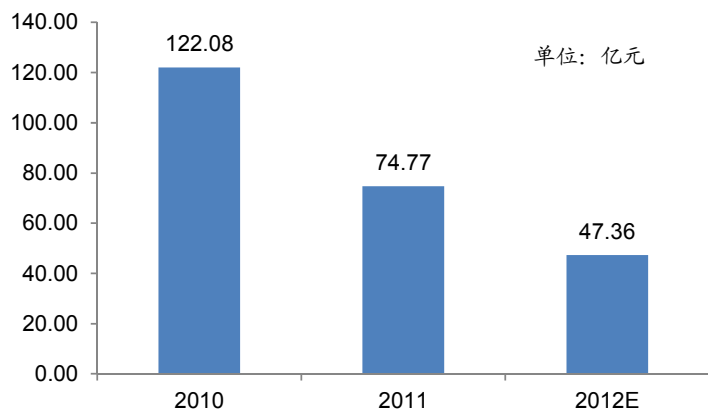
来源: 国金证券研究所

图表8: 汇率走势



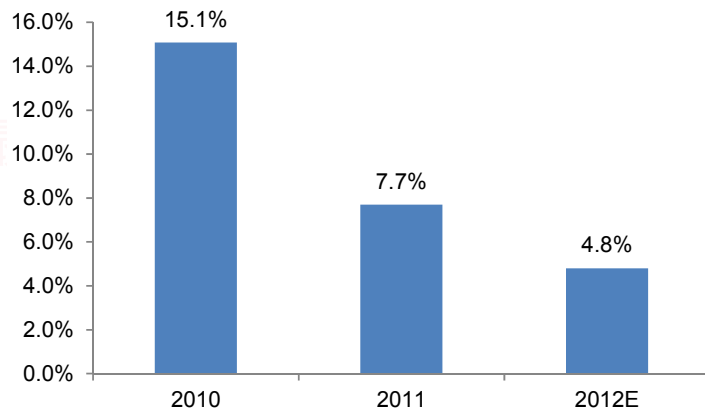
来源: 国金证券研究所

图表9: 12年盈利下滑较为明显

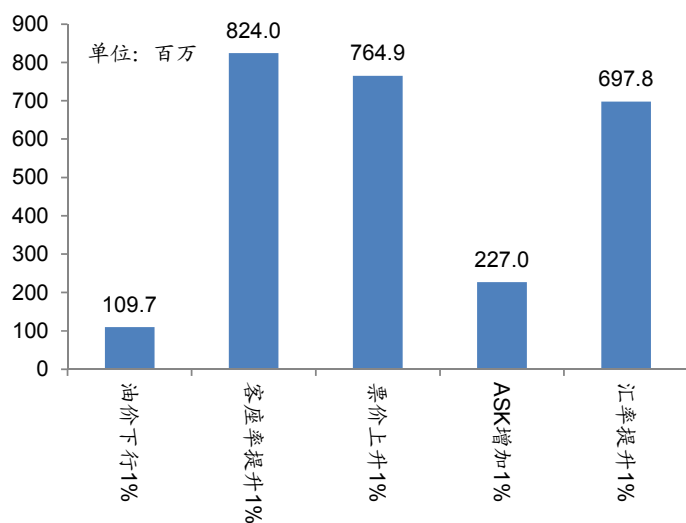


来源: 国金证券研究所

图表10: 预计12年净利润率在4.8%左右

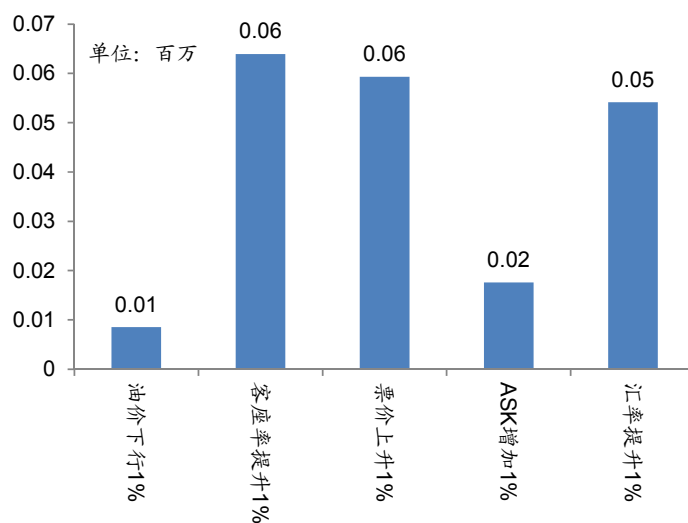


图表11：经营数据变动对业绩影响



来源：国金证券研究所

图表12：EPS 弹性测试



www.jztzw.net
 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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方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信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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net