

中国国航 (601111)

综合客座率创历史新高

—2010年5月份运营数据点评

增持/ 维持评级

股价: RMB10.69

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214
021-50106015 lijunyjs@lhzq.com

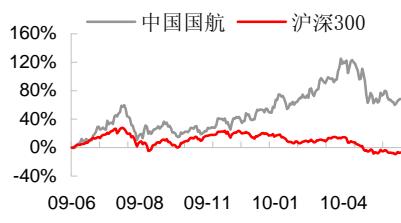
- 5月份旅客吞吐量同比增速创年内新高: 5月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长 25.4%, 其中国内航线同比增长 23.6%, 国际航线同比增长 30.7%, 地区航线同比增长 58.9%, 旅客吞吐量同比增速较前几个月明显提升并创年内新高。
- 从环比增速来看, 国内航线更加健康, 国际航线部分来自基期因素: 从 2005 年以来 5 月份环比 4 月份的环比增速比较来看, 国内航线的环比增速已经超过 2007 年 5 月份环比 4 月份的水平 (2007 年、2010 年 5 月份国内航线环比 4 月份增速分别为 1.32%、1.81%。); 而国际航线的环比增速则依然低于 2007 年 5 月份环比 4 月份的水平 (2007 年、2010 年 5 月份国际航线环比 4 月份增速分别为 1.61%、-0.52%。), 依次可以看出, 目前国内航线依然在延续 2007 年的高速增长, 而国际航线恢复至顶部的健康增速依然需要时间。
- 供给增速保持平稳, 综合客座率创历史新高: 截至 5 月底, 公司在册飞机约为 270 架 (其中全货机为 7 架), 5 月份净增加 2 架客机, 2010 年 5 月份客机架数同比增速约为 10.5%, 运力增长平稳, 在供需增速剪刀差持续存在的情况下, 公司 5 月份综合客座率同比大幅提升至 77.50%, 同比提升 5.1 个点, 并高于 2007 年 5 月份的 75.80%。
- 维持“增持”评级, 建议投资者加仓中国国航: 总体而言, 我们认为在国内航线健康增长, 国际航线低基数的效应下, 公司 5 月份旅客吞吐量同比增速录得较高水平, 并且这种趋势在未来较长一段时间内仍将持续。公司自 4 月底至 5 月中旬的下跌反映了投资者对于全球经济二次探底导致的需求大幅下滑的过度担心, 我们认为航空业国内航线的快速增长仍将持续, 即使在全球经济增速再次下滑的背景下国际航线在 2011 年保持正增长的概率依然较大, 行业供需格局在 2011 年有望持续改善, 我们维持公司 2010 年至 2011 年 0.66 元/股、0.67 元/股的盈利预测, 维持“增持”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	12251
流通 A 股 (百万股)	7846
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	83870

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	52970	51095.4	14696.4	65245.7	72706
(+/-%)	NA	-3.5	30.7	30.5	15.0
归属母公司净利润(百万元)	-9260	5072	2171.7	8242	8346
(+/-%)	NA	155.0	121.3	62.5	31.2
EPS(元)	-0.75	0.40	0.12	0.66	0.67
P/E(倍)	NA	26.0	24.8	21.6	20.6

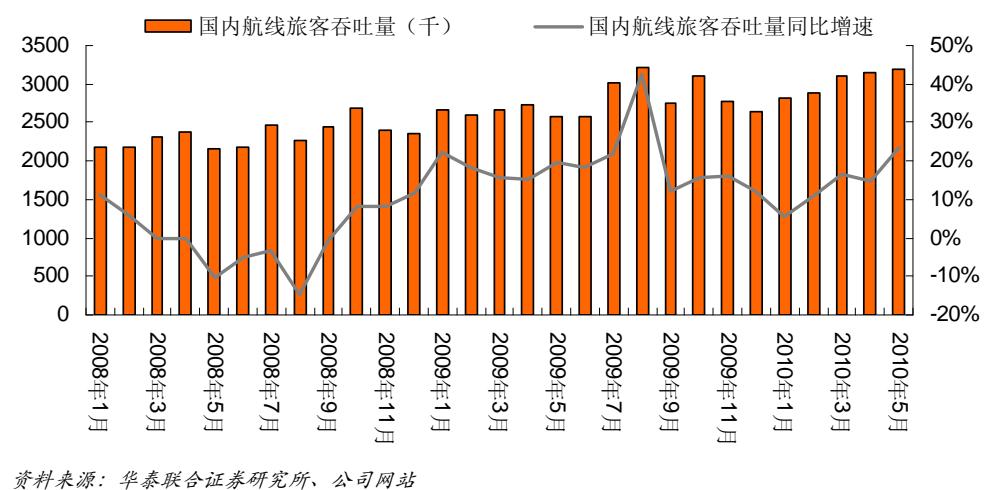
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

客货继续保持快速增长

5月份旅客吞吐量同比增速创年内新高

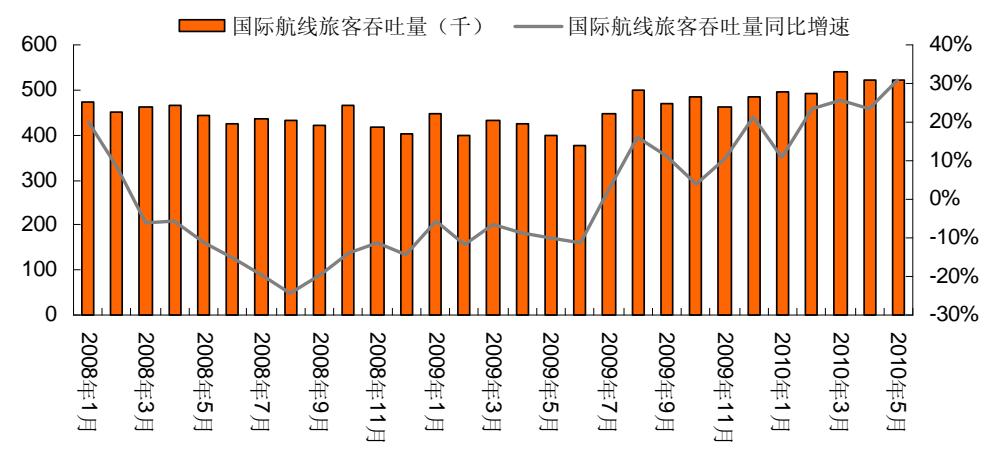
5月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长25.4%，其中国内航线同比增长23.6%，国际航线同比增长30.7%，地区航线同比增长58.9%，旅客吞吐量同比增速较前几个月明显提升。

图1：中国国航国内航线旅客吞吐量发展趋势



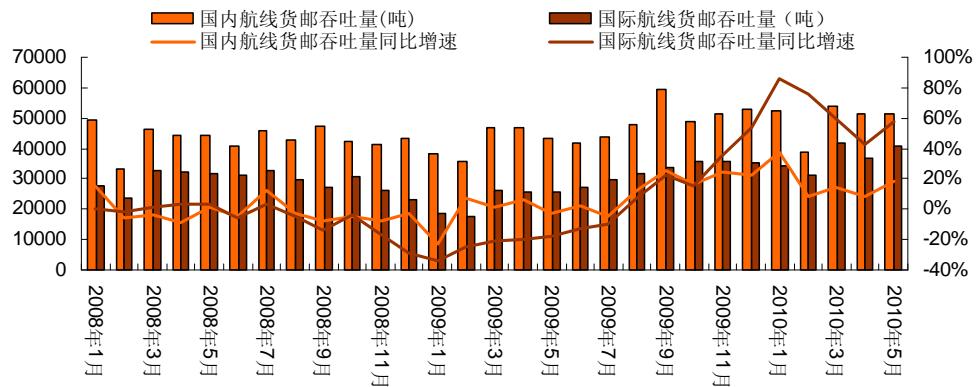
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图2：中国国航国际航线旅客吞吐量发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

5月份中国国货合计货邮吞吐量同比增长35.5%，其中国内航线同比增长18.9%，国际航线同比增长57.3%，地区航线同比增长94.1%，货运量同比增长较前几个月的高增长进一步加速。

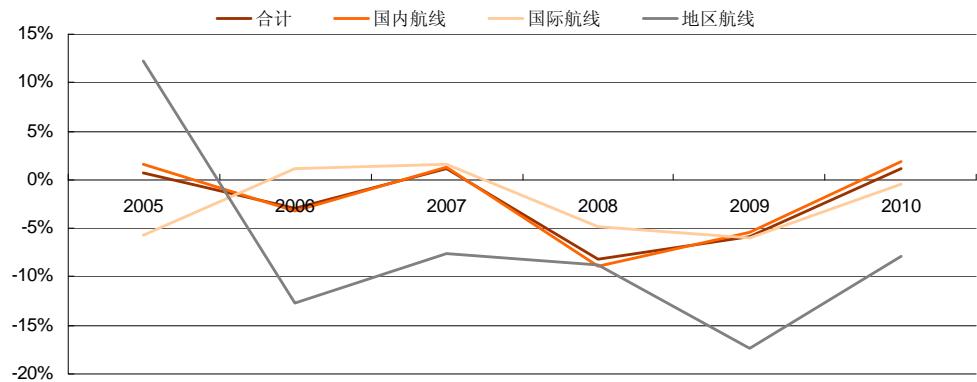
图3：中国国航货邮吞吐量发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

从环比增速来看，国内航线更加健康，国际航线部分来自基期因素

从同比数据来看，5月份的25.4%的增速可以令人满意，因为在2009年5月份合计旅客吞吐量同比增速就高达14.79%（其中国内航线旅客吞吐量同比增速为19.74%），

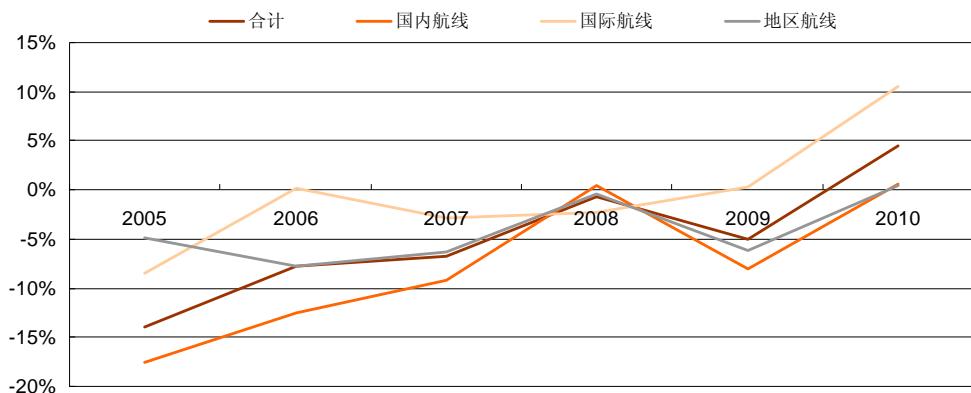
从2005年以来5月份环比4月份的环比增速比较来看，国内航线的环比增速已经超过了2007年5月份环比4月份的水平（2007年、2010年5月份国内航线环比4月份增速分别为1.32%、1.81%。）；而国际航线的环比增速则依然低于2007年5月份环比4月份的水平（2007年、2010年5月份国际航线环比4月份增速分别为1.61%、-0.52%。），依次可以看出，目前国内航线依然在延续2007年的高速增长，而国际航线恢复至顶部的健康增速依然需要时间。

图4：国航合计、国内、国际、地区航线2005年以来5月份环比4月份增速发展趋势-旅客


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

从货运量的环比数据来看，目前航空货运的恢复程度已经到达了一个比较高的程度，合计、国内、国际、地区2010年5月份环比4月份增速基本上达到了近年来的新高，说明航空货运的复苏更为迅速。

图5：国航合计、国内、国际、地区航线 2005 年以来 5 月份环比 4 月份增速发展趋势-货邮



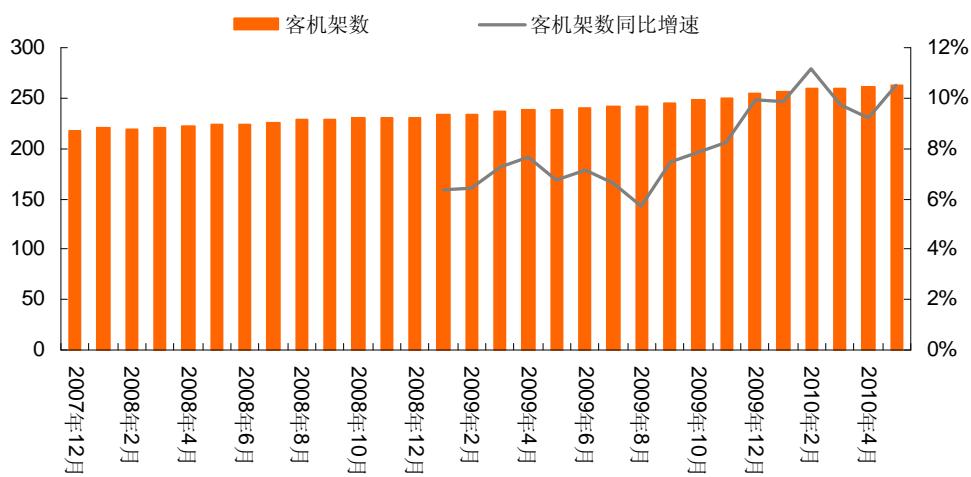
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

供给增速保持平稳

总体运力增长继续保持平稳

截至 5 月底，公司在册飞机约为 270 架（其中全货机为 7 架），5 月份净增加 2 架客机，2010 年 5 月份客机架数同比增速约为 10.5%，运力增长平稳。

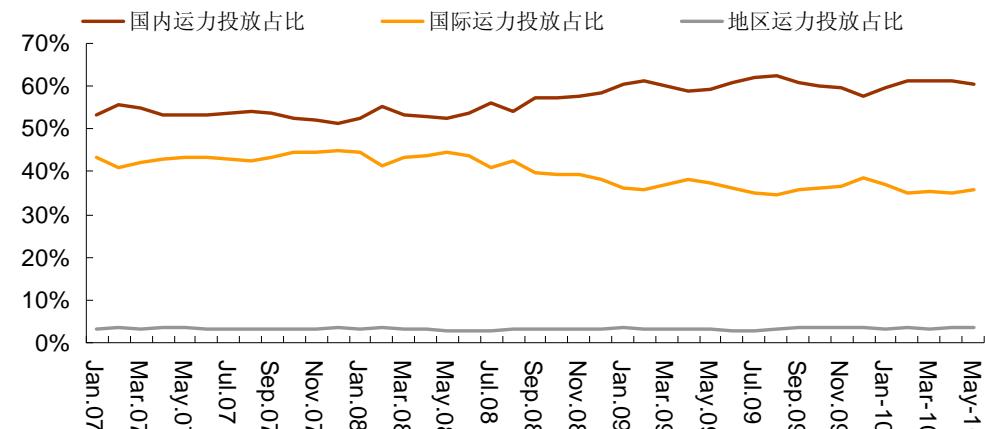
图6：中国国航在册客机发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

国际、国内航线运力分配保持稳定

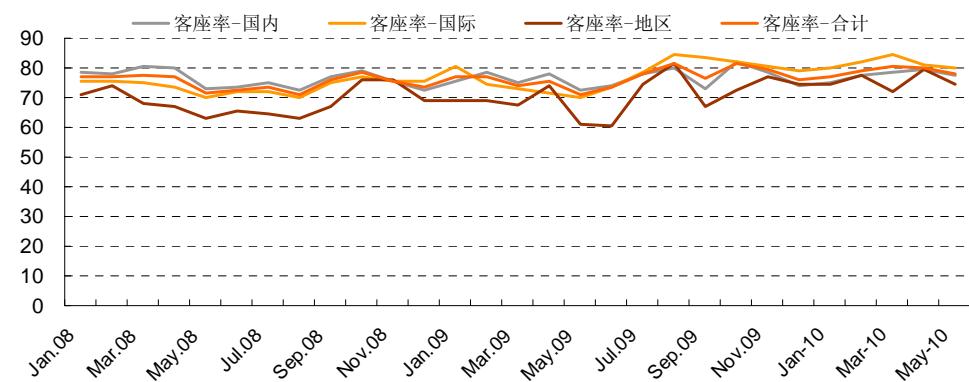
5 月份国际航线 ASK 投放占总体 ASK 投放占比为 35.86%，2010 年以来此比例基本保持稳定，相对于 2009 年 4 季度略有提升，2007 年此比例约为 43% 至 45%。

图 7：中国国航 ASK 分区域投放占比发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、民航总局

客座率：同比大幅提升

从客座率来看，2010年以来同比大幅提升，并超过了历史最高的2007年水平，其中国内航线5月份客座率为77.50%，同比提升5.1个点，略低于2007年5月份的78.3%。

图 8：中国国航客座率发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

投资建议

维持“增持”评级，建议投资者加仓中国国航

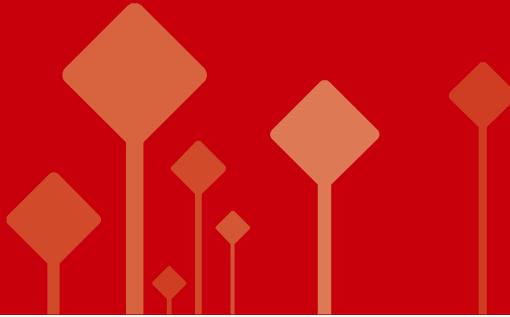
总体而言，我们认为在国内航线健康增长，国际航线低基数的效应下，公司5月份旅客吞吐量同比增速录得较高水平，并且这种趋势在未来较长一段时间内仍将持续。

公司自4月底至5月中旬的下跌反映了投资者对于全球经济二次探底导致的需求大幅下滑的过度担心，我们认为航空业国内航线的快速增长仍将持续，即使在全球经济增速再次下滑的背景下国际航线在2011年保持正增长的概率依然较大，行业供需格局在2011年有望持续改善，我们维持公司2010年至2011年0.66元/股、0.67元/股的盈利预测，维持“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9226	9567	12284	13693	营业收入	52970	49992	65246	72706
现金	4664	4999	6525	7271	营业成本	48607	42297	49363	54984
应收账款	2074	2457	3206	3573	营业税金及附加	1085	1112	1435	1587
其他应收款	1111	998	1302	1451	营业费用	3282	3099	4044	4507
预付账款	310	211	247	275	管理费用	1574	1430	1866	2079
存货	813	846	987	1100	财务费用	376	1231	1583	1322
其他流动资产	255	55	18	24	资产减值损失	259	0	0	0
非流动资产	89671	97727	103206	107847	公允价值变动收益	-7707	2800	1400	0
长期投资	7323	7323	7323	7323	投资净收益	-1152	600	1000	1250
固定资产	66245	77086	84745	90196	营业利润	-11071	4223	9355	9477
无形资产	2564	2499	2434	2369	营业外收入	364	1753	350	350
其他非流动资产	13540	10819	8704	7959	营业外支出	145	8	8	8
资产总计	98898	107294	115490	121540	利润总额	-10852	5968	9697	9819
流动负债	42696	38210	33892	28634	所得税	-1592	895	1455	1473
短期借款	9380	13245	8149	1995	净利润	-9260	5072	8242	8346
应付账款	7793	6345	7404	8248	少数股东损益	-111	119	194	196
其他流动负债	25524	18621	18338	18392	归属母公司净利润	-9149	4953	8048	8150
非流动负债	35914	40722	44652	49200	EBITDA	-4428	12121	19066	20273
长期借款	14110	14110	14110	14110	EPS (元)	-0.75	0.40	0.66	0.67
其他非流动负债	21804	26612	30543	35091					
负债合计	78610	78932	78544	77835					
少数股东权益	514	633	827	1023					
股本	12251	12251	12251	12251					
资本公积	11677	11677	11677	11677					
留存收益	-2544	2409	9467	16007					
归属母公司股东权益	19774	27729	36120	42682					
负债和股东权益	98898	107294	115490	121540					
主要财务比率									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E					
成长能力									
营业收入					6.5%	-5.6%	30.5%	11.4%	
营业利润					-321.7%	-61.9%	121.6%	1.3%	
归属于母公司净利润					-335.7%	-45.9%	62.5%	1.3%	
盈利能力									
毛利率 (%)					8.2%	15.4%	24.3%	24.4%	
净利率 (%)					-17.3%	9.9%	12.3%	11.2%	
ROE (%)					-46.3%	17.9%	22.3%	19.1%	
ROIC (%)					-13.4%	7.5%	14.4%	13.8%	
偿债能力									
资产负债率 (%)					79.5%	73.6%	68.0%	64.0%	
净负债比率 (%)					42.84%	45.27%	37.49%	28.95%	
流动比率					0.22	0.25	0.36	0.48	
速动比率					0.20	0.23	0.33	0.44	
营运能力									
总资产周转率					0.57	0.48	0.59	0.61	
应收账款周转率					21	22	23	21	
应付账款周转率					6.88	5.98	7.18	7.03	
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)					-0.75	0.40	0.66	0.67	
每股经营现金流(最新摊薄)					0.58	1.39	1.91	1.91	
每股净资产(最新摊薄)					1.61	2.26	2.95	3.48	
估值比率									
P/E					-18.97	35.05	21.57	21.30	
P/B					8.78	6.26	4.81	4.07	
EV/EBITDA					-47	17	11	10	

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20% 以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20% 以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com