

华泰联合证券  
2011-01-14

交通运输/航空



## 中国国航 (601111)

增持/维持评级

股价: RMB13.09

## 分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

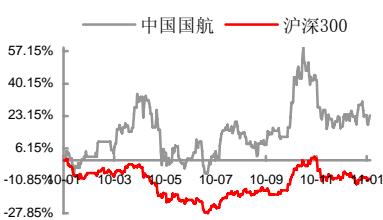
lijunyjs@mail.hthsc.com.cn

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	12,892
流通 A 股 (百万股)	8,329
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	109,030

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 客座率水平创同期历史新高

## —国航 2010 年 12 月份运营数据点评

- 12 月份客座率水平创同期历史新高: 12 月份全体航线平均客座率为 77.70%, 创历史新高, 其中国内航线 12 月份客座率为 80.80%, 同比提升 6.7 个百分点, 接近了小旺季的水平, 但 12 月份国际航线客座率仅为 73.80%, 低于 2009 年同期 5 个百分点, 反映了实际需求未能跟上国际航线 15.44% 增速的 ASK 投放。
- 12 月份旅客吞吐量增速较前几个月有所降低: 12 月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长 8.73%, 其中国内航线同比增长 9.02%, 国际航线同比增长 5.81%, 地区航线同比增长 14.24%, 旅客吞吐量同比增速较前几个月有所降低, 但较 11 月份有所提升。
- 考虑到航空数据的季节性波动, 单纯的同比增速数据很难对实际的内在增速高低进行判断, 我们通过采用一贯的环比上月数据增速来进行历年对比, 发现今年 12 月份的增速仍然相对较好, 主要支撑点在于如下三个方面: 一、从近年来 12 月份环比 11 月份的增速来看, 今年 12 月份环比 11 月份增速处在较高水平; 二、从运力投放来看, 旅客吞吐量增速低于 10% 的大部分原因为运力投放增速更低(其中 ASK 同比增长 7.36%, 客机架数同比增长 8.26%, 均低于旅客吞吐量同比增速 8.73%); 三、从最能反映运营结果的客座率指标来看, 12 月份全体航线平均客座率为 77.70%, 创历史新高, 其中国内航线 12 月份客座率为 80.80%, 同比提升 6.7 个百分点, 接近了小旺季的水平。
- 维持“增持”评级, 看好航空股反弹: 总体而言, 我们认为公司 12 月份运营数据依然较好, 其中国内超出预期, 国际低于预期, 值得关注, 我们维持公司 2010 年至 2011 年 0.92 元/股、1.14 元/股的盈利预测, 维持“增持”的投资评级。
- 投资风险: 燃油价格大幅上升, 偶然事件导致的需求快速下降。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	51095.4	81091.0	90891.0	99980.0
(+/-%)	-3.5	58.7	12.1	10.0
归属母公司净利润(百万元)	5029.5	11633.0	14612.0	8998.0
(+/-%)	155.0	131.3	25.6	-38.4
EPS(元)	0.39	0.91	1.15	0.71
P/E(倍)	33.6	14.3	11.4	18.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

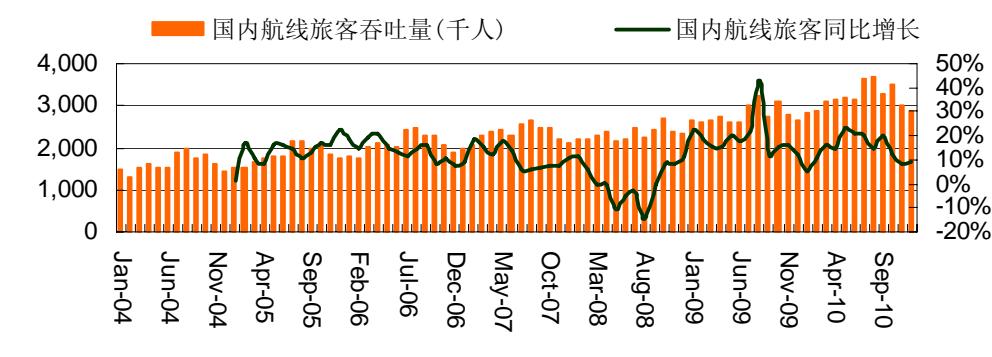
## 12月份客座率创历史新高

12月份旅客吞吐量增速较前几个月有所降低

旅客吞吐量增速降至10%

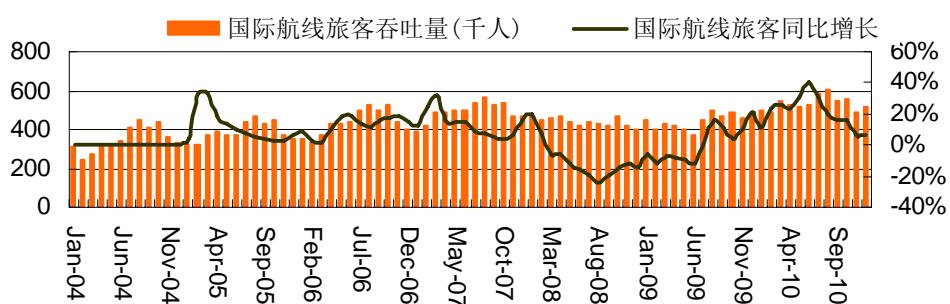
12月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长8.73%，其中国内航线同比增长9.02%，国际航线同比增长5.81%，地区航线同比增长14.24%，旅客吞吐量同比增速较前几个月有所降低，但较11月份有所提升。

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

考虑到航空数据的季节性波动，单纯的同比增速数据很难对实际的内在增速高低进行判断，我们通过采用一贯的环比上月数据增速来进行历年对比，发现今年12月份的增速仍然相对较好，主要支撑点在于如下三个方面：一、从近年来12月份环比11月份的增速来看，今年12月份环比11月份增速处在较高水平；二、从运力投放来看，旅客吞吐量增速低于10%的大部分原因为运力投放增速更低（其中ASK同比增长7.36%，客机架数同比增长8.26%，均低于旅客吞吐量同比增速8.73%）；三、从最能反映运营结果的客座率指标来看，12月份全体航线平均客座率为77.70%，创历史新高，其中国内航线12月份客座率为80.80%，同比提升6.7个百分点，接近了小旺季的水平。

### 旅客吞吐量 12 月份环比 11 月份增速处于近年来较高水平

从近年来 12 月份环比 11 月份的增速来看，今年 12 月份环比 11 月份增速处在较高水平。

图 3：中国国航合计旅客吞吐量 12 月份环比 11 月份增速发展趋势



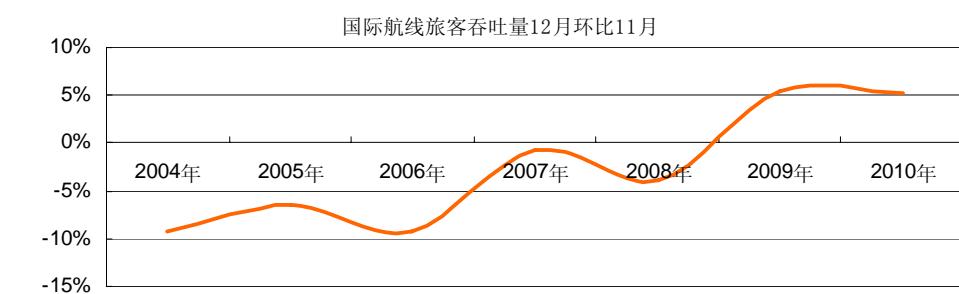
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图 4：中国国航国内航线旅客吞吐量 12 月份环比 11 月份增速发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图 5：中国国航国际航线旅客吞吐量 12 月份环比 11 月份增速发展趋势



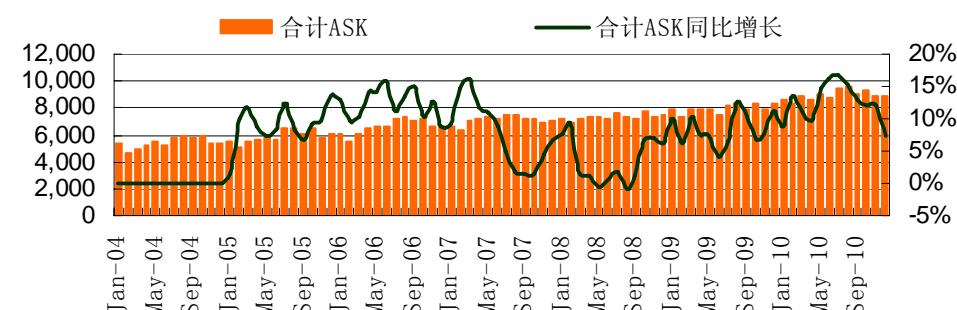
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

12月份供给增速较前几个月也有所降低

12月份ASK增速显著降低至7.36%

2010年12月份中国国航全体航线ASK同比增长7.36%，其中国内航线同比增长1.83%，国际航线同比增长15.44%，地区航线同比增长9.17%。

图6：中国国航全体航线ASK发展趋势



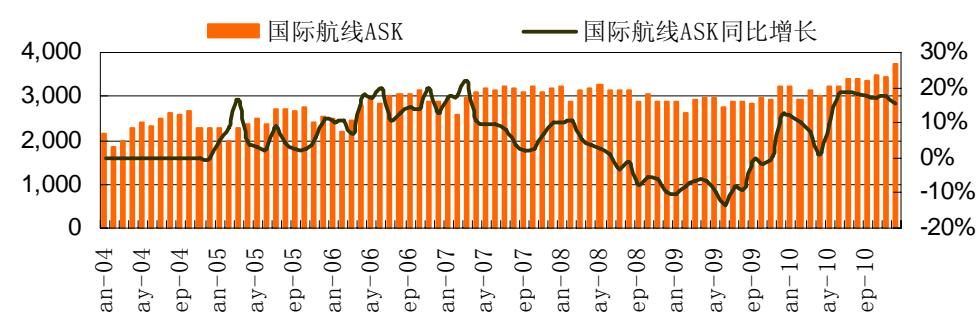
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图7：中国国航国内航线ASK发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图8：中国国航国际航线ASK发展趋势

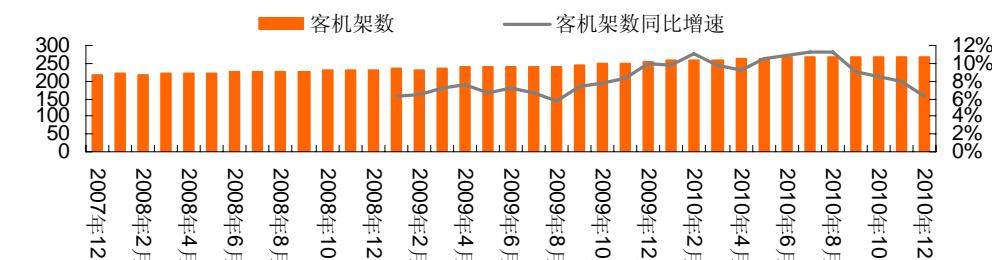


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 12月份客机架数同比增速降至8.2%

截至12月底国航机队总数为282架，飞机总架数同比增长7.6%，其中客机总数为275架，客机架数同比增长8.2%。

图9：中国国航客机架数发展趋势

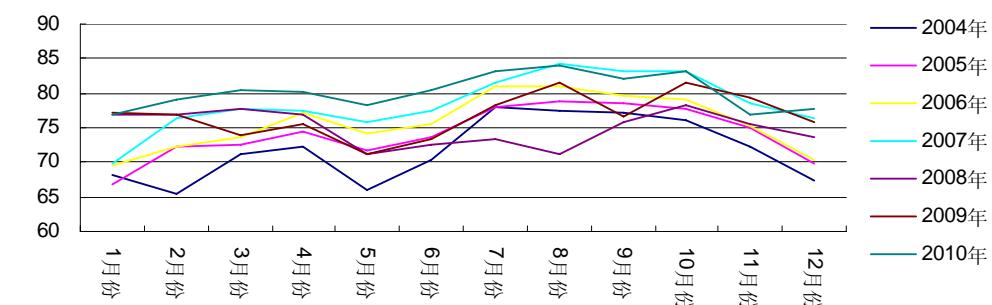


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 12月份国内航线客座率创历史新高，国际航线客座率表现欠佳

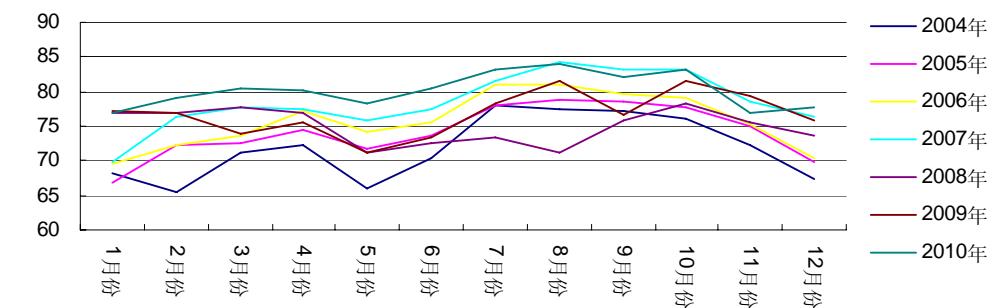
从客座率来看，12月份全体航线平均客座率为77.70%，创历史新高，其中国内航线12月份客座率为80.80%，同比提升6.7个百分点，接近了小旺季的水平，但12月份国际航线客座率仅为73.80%，低于2009年同期5个百分点，反映了实际需求未能跟上国际航线15.44%增速的ASK投放。

图10：中国国航全体航线平均客座率发展趋势



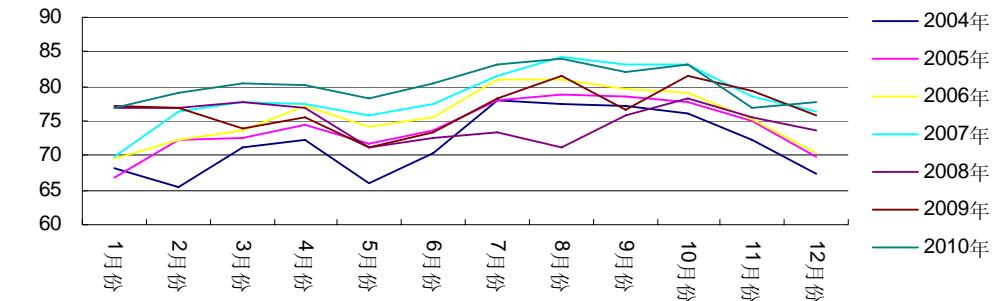
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图11：中国国航国内航线客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图 12：中国国航国际航线客座率发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 投资建议：增持，看好1季度反弹

### 维持“增持”评级，看好1季度反弹

总体而言，我们认为公司12月份运营数据依然较好，其中国内超出预期，国际低于预期，值得关注。

我们维持公司2010年至2011年0.92元/股、1.14元/股的盈利预测，维持“增持”的投资评级。

我们维持前期观点，看好航空股反弹，主要逻辑依然在于：1、我们认为12月份公司运营数据是较好的；2、春运期间需求增速在整体交运客运运能存在瓶颈的情况下会表现较好；3、我们一贯的观点是2011年上半年尤其1季度航空业主营利润会同比增长明显（主要逻辑在于航空业客座率在跨过78%之后毛利率提升明显）。

盈利预测

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±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 2011 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@mail.hthsc.com.cn

### 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@mail.hthsc.com.cn