

2010-07-13
航空机场行业

中国国航 601111.SH

靓丽数据驱动中报主业有望大幅扭亏为盈

分析师:陈欣 (执业证书编号: S0930210060008)
021-22169049
chenxin78@ebsecn.com

◇事件: 近日, 中国国航公布 2010 年 6 月运营数据, 评论如下:

指标释疑:

运力: ATK-总可用吨公里, ASK-可用座位公里, AFTK-可用货运吨公里

运量: RTK-总收入吨公里 (总周转量), RPK-收入客公里 (旅客周转量), RFTK-收入货运吨公里 (货运周转量)

效率: L/F-载运率, P L/F-客座率, F L/F-货运载运率

◆旅客周转量高速增长, 运力投放适度温和

6 月份, 航空市场逐渐进入旺季, 公司 RPK 同比增长 27.1%, 呈加速增长态势。其中, 国内航线同比增长 22.3%, 增速自 5 月起持续保持在 20% 以上; 受益于出境游及国际商务客的频繁往来对需求的拉动作用, 国际航线增速更是高达 32.1%, 创 07 年下半年以来的新高。

相对于需求的高速增长, 公司的运力投放增速依旧较为温和, 6 月, ASK 同比增长 16.2%, 而环比下降 3.1%。其中, 国内、国际同比分别增长 13.5%、18.1%, 环比分别下降 4.9%、0.2%, 由此可见, 公司对运力投放仍然较为谨慎。

◆客座率大幅提升 7.0 个百分点

运量的高速增长对应运力的温和投放, 6 月份, 公司客座率同比大幅提升 7.0 个百分点至 80.4%, 该客座率甚至超过历史上行业景气的 2007 年同期的 77.5%; 其中, 国内、国际航线客座率分别为 79.7%、82.1%, 同比分别增长 5.7、8.7 个百分点, 而地区航线客座率更是提升 12 个百分点至 72.4%。

1-6 月, 公司客座率为 79.2%, 同比提升 4.5 个百分点。其中, 国内航线客座率提升 2.3 个百分点至 78%, 国际、地区航线客座率分别提升 7.9、8.2 个百分点至 81.7%、75.2%。

◆公司国际航线客公里收入迅猛增长

客座率的大幅提升有利支撑了票价水平, 我们预计, 6 月份公司客公里收入 (含燃油附加费) 同比增长接近 25%, 其中, 国内航线增长接近 20%, 国际航线增长更是接近 40%; 我们预计, 扣除燃油附加费后, 6 月份公司客公里收入 (净票价) 同比增长约为 20%, 其中, 国际航线增速更是超过了 35%。

◆中报业绩有望创历史新高

我们预计, 公司 1-6 月利润总额为 52 亿元, 同比增长接近 1 倍; 其中, 我们预计, 主业税前利润约为 30 亿元, 较 2009 年同期大幅扭亏为盈; 按所得税率 25% 测算, 公司净利润约为 40 亿元左右, 同比增长 37%; EPS 为 0.33 元, 明显高于 2009 年同期的 0.25 元。

◆国航控股深航, 增大华南市场竞争力

控股深航后, 国航在深圳市场份额跃升至 43%, 远超过南航的 28%, 在深圳市场位居第一; 在广州, 国航达到 20% 的市场份额, 仅次于南航的 50% 稳居第二, 由此, 国航在华南市场控制力大大增强。同时, 公司形成了北京、成都、深圳的三大枢纽结构, 国内网络布局更加完善。据公司测算, 国航深航每年的协调效应将达 13 亿元左右。

◆与国泰航空成立合资货运航空

上海乃至长三角地区是中国经济最繁荣活跃的区域，国际货运量充足，新国货航以上海为主要运营基地可更好的抓住长三角地区的航空货运业务机会，同时还可引入国泰航空先进的货运管理经验，有利于国货航的市场地位，提升市场竞争力。

◆ 风险因素

大盘系统性风险，高铁替代效应，欧洲经济的二次探底，业务量增长低于预期，国际油价持续上涨，非理性价格战，突发性事件或灾害等。

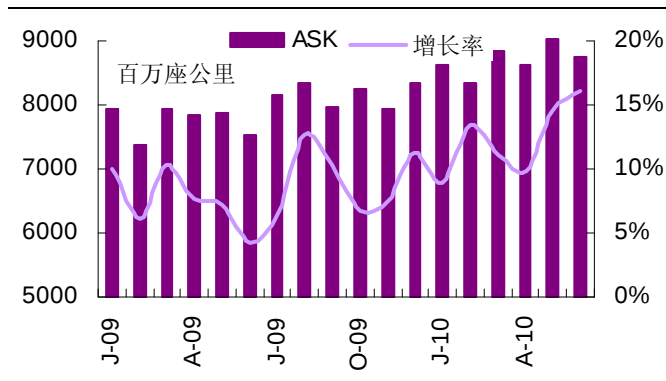
◆ 维持公司“买入”评级

当前，行业已步入暑期旺季，各项数据将更加靓丽，主业盈利有望创历史新高；在目前股价下，航空股PE估值处于历史低位；并且，7月下旬，市场有望迎来一轮中报行情，航空股中报业绩大幅增长是大概率事件。我们认为航空板块有望持续获得超额收益。

我们预测中国国航 2010/2011 年 EPS 分别为 0.75 元/0.84 元，考虑到公司的行业龙头地位、控股深航后更趋完善的国内航线网络布局、合资货运公司未来对公司业绩贡献的提升能力以及公司为国际航线复苏的最大受益者，维持公司“买入”评级，目标价 15 元。

图表 1：6 月 ASK 增速 16.2%，运力投放较为温和

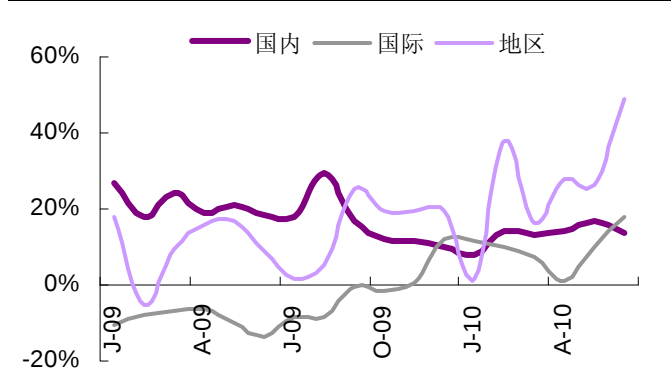
2009 年来月度 ASK 增速比较



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 2：6 月公司国内、国际 ASK 同比增长 13.5%、18.1%

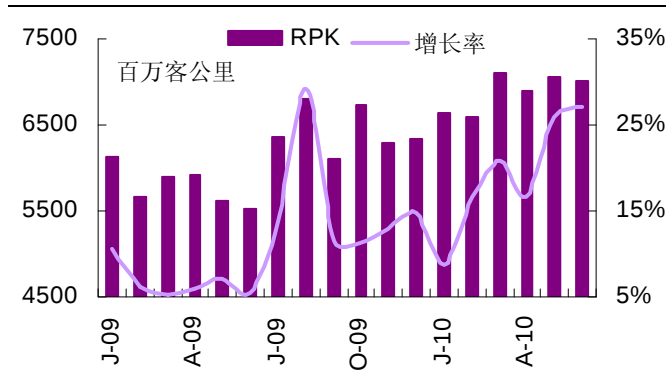
2009 年来月度各航线 ASK 增速比较



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 3：6 月 RPK 增速接近 27.1%，呈加速增长态势

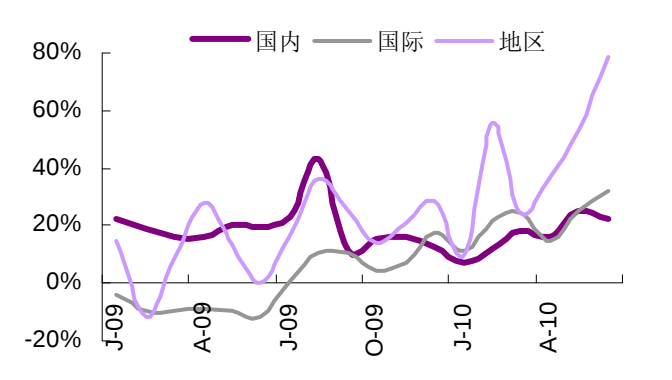
2009 年来月度 RPK 增速比较



资料来源：公司资料、光大证券研究所

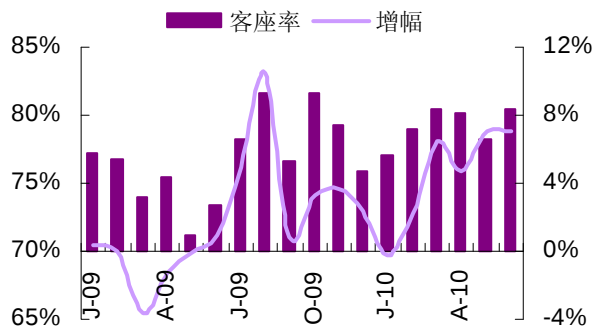
图表 4：6 月公司国际 RPK 增速达 32.1%，创近年新高

2009 年来月度各航线 RPK 增速比较



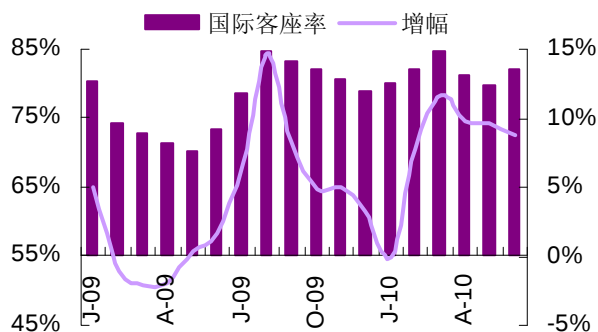
资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 5：6 月公司客座率同比提升 7 个百分点至 80.4%
2009 年来月度客座率及提升幅度比较



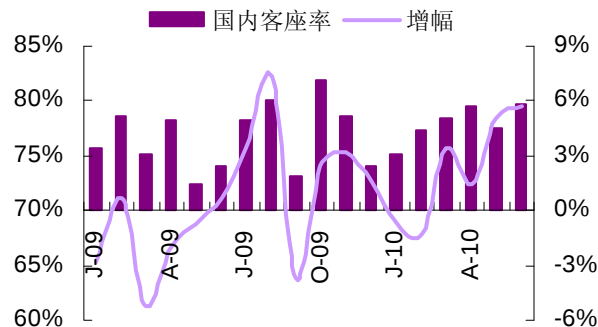
资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 7：6 月公司国际航线客座率 82.1%
2009 年来月度国际航线客座率及提升幅度比较



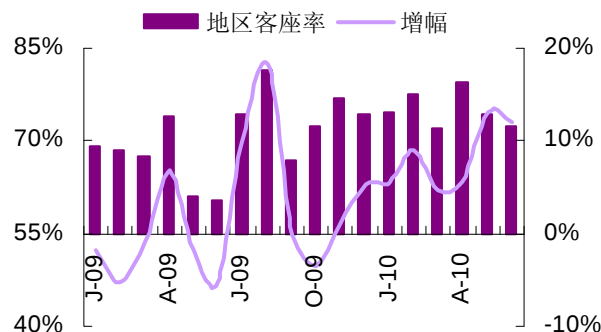
资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 6：6 月公司国内航线客座率达 79.7%
2009 年来月度国内航线客座率及提升幅度比较



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 8：6 月公司地区航线客座率 72.4%
2009 年来月度地区航线客座率及提升幅度比较



资料来源：公司资料、光大证券研究所

分析师介绍

陈欣，硕士，2010 年 6 月加盟光大证券研究所，现主要负责航空机场行业研究。曾就职于上海航空股份有限公司商务部、中信证券研究部和投资银行部。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。