

2010-12-14
航空机场行业

中国国航 601111.SH

市场步入淡季，营运效率依然快速增长

分析师:陈欣(执业证书编号: S0930210060008)

021-22169049

chenxin78@ebscn.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

◆客运需求增长较为平淡, 运力投放仍两位数增长

步入 11 月, 航空客运市场进入淡季, 公司 RPK 同比增长 8.5%, 其中, 国内、国际航线同比增长 9.0%、7.2%, 年内增速首次落入个位数增长范围, 环比分别下降 11.9%、10.7%; 货运仍然维持高增长水平, RFTK 同比增长达 22.3%, 占 78% 的国际货物更是增长 29%。

相对于客运需求的趋淡, 客运运力投放仍保持两位数增长, ASK 同比增长 12.1%, 其中, 国内、国际同比分别增长 8.5%、17.5%, 国际运力的快速增长主要源于公司加密了欧美澳等航线, 但环比仍有所下降; 货运运力 AFTK 同比增长 14.1%, 其中, 国际运力投放更是增长 22.4%, 环比增长 3.4%, 主要源于 11 月新引进的 1 架 B747-400F 货机投入使用。

◆国际航线拖累综合客座率下降 2.5 个百分点, 货载率创单月新高

由于国际客运需求的增速低于运力投放, 致使国际航线客座率下降 7.1 个百分点至 73.5%, 从而拖累综合客座率下降 2.5 个百分点至 76.8%; 由于国内航线运力和需求匹配较好, 国内客座率同比提升 0.4 个百分点至 79.1%, 但由于市场已步入淡季, 国内客座率环比仍下降 6.2 个百分点。

在国际货物需求的高速增长推动下, 货载率、国际货载率分别提升 4.3、3.6 个百分点至 64.6%、70.5%, 均创近年来单月新高。

◆票价两位数提升, 营运效率大幅增长

我们预计, 尽管客座率下降, 但公司票价却保持两位数增长, 其中, 国内航线、国际航线同比分别增长 15% 左右、接近 20%。

更值得注意的是, 我们预计, 最为关键的指标座公里收入同比增长超过 10%, 其中, 国内、国际分别增长 13%、7% 左右, 仍呈快速增长态势。由此我们可以看到, 公司并不是只单纯追求单一指标的增长 (PRK、客座率或票价), 而是追求营运效率 (座公里收入) 的增长, 即保证航班收益的最大化。

◆维持公司“买入”评级

投资逻辑

- (1) **国际需求爆发式增长的最大受益者：**我们预计 2011 年国际客运市场需求将呈 18-20% 的爆发式增长，公司国际航线数目及航班量占中国的航空公司一半，而且收入 50% 左右来自国际市场。
- (2) **国航深航协调效应将在 2011 年大幅显现：**国航加深航在深圳市场份额跃升至 43%，远超过南航的 28%，成为深圳市场份额排名第一的航空公司；在广州，国航加深航达到 20% 的市场份额，仅次于南航的 50% 稳居第二，公司在华南市场竞争力大大加强；此外，在国内市场，国航和深航航线网络重合度较小，互补性较强，据我们测算，2011 年协调效应将达 20 亿元左右。
- (3) **国内航线两舱提价增大收益：**国内航线两舱（头等、商务舱）2010 年 7 月起自主定价，国航多为商务航线，预计 2010 年增加公司利润 8 亿元左右，我们保守测算，2011 年有望增加利润 13-15 亿元。
- (4) **高铁影响较小：**公司 50% 收入来自国际航线；高铁对公司西南市场影响较小；公司在京沪线上旅客量仅占公司国内航线 6%，收入仅占公司国内航线收入 5%。
- (5) **短期催化剂：**2011 年春运需求有望超预期增长，由于航空安全等因素运力投放将较谨慎，运营效率（座公里收入）有望大幅提升，并助推主业利润大幅增长。

投资建议

我们维持前期预测，2010/2011 年 EPS 分别为 0.93/1.15 元，基于上述原因，给予公司 20 元目标价，维持“买入”评级。

◆风险因素

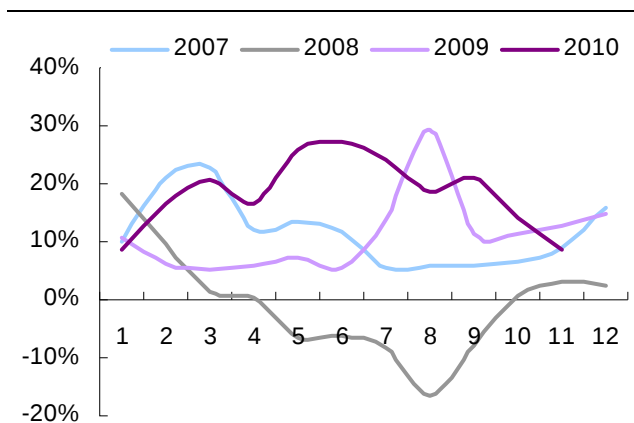
大盘系统性风险，高铁替代效应超出预计，欧洲经济的二次探底，业务量增长低于预期，国际油价持续上涨，非理性价格战，突发性事件或灾害等。

图表 1：11 月综合 RPK 同比增长 8.5%

2009-2010 年各月综合 RPK 增速比较

图表 2：11 月国内航线 RPK 同比增长 9.0%

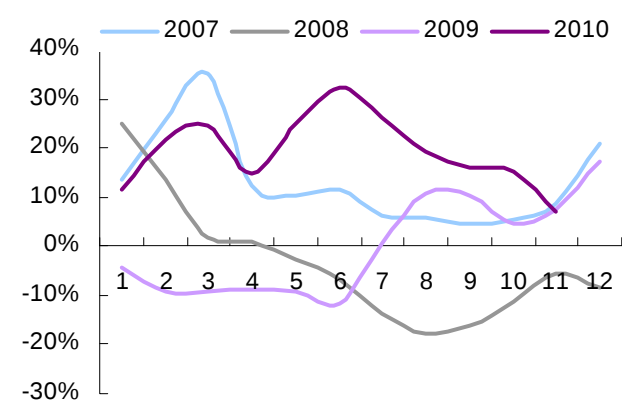
2009-2010 年各月国内航线 RPK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 3：11 月国际航线 RPK 同比增长 7.2%

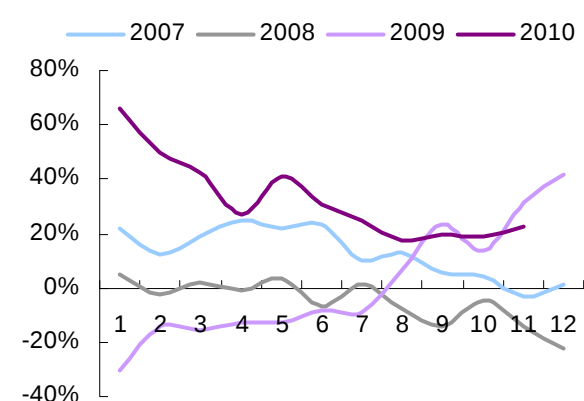
2009-2010 年各月国际航线 RPK 增速比较



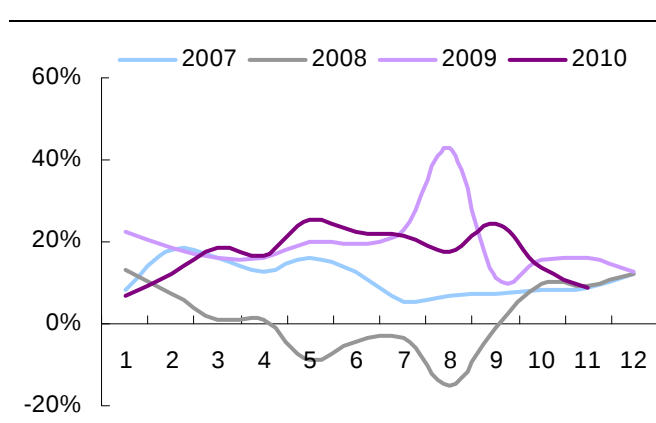
资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 5：11 月综合 RFTK 同比增长 22.3%

2009-2010 年各月综合 RFTK 增速比较



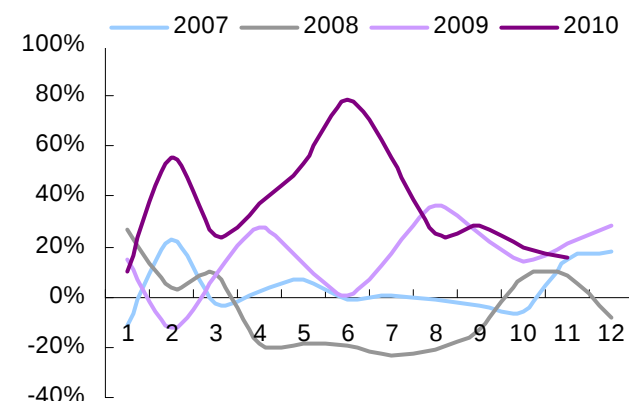
资料来源：公司资料，光大证券研究所



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 4：11 月地区航线 RPK 同比增长 15.5%

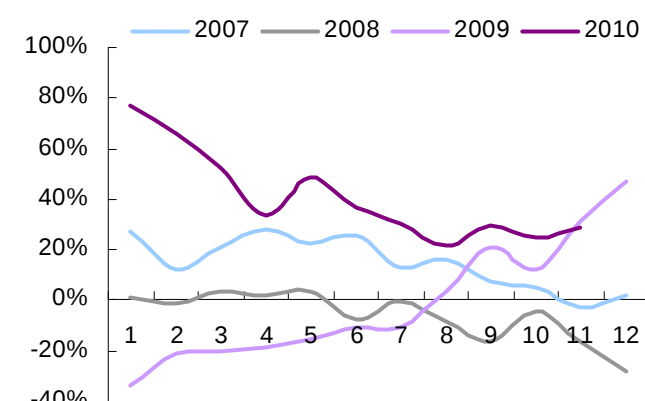
2009-2010 年各月地区航线 RPK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 6：11 月国际航线 RFTK 同比增长 29.0%

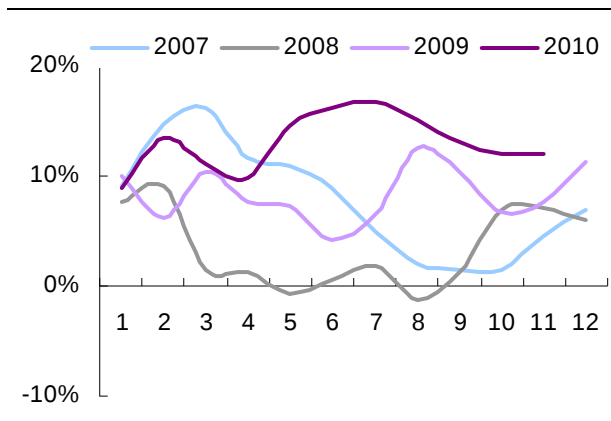
2009-2010 年各月国际航线 RFTK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 7：11 月综合 ASK 同比增长 12.1%

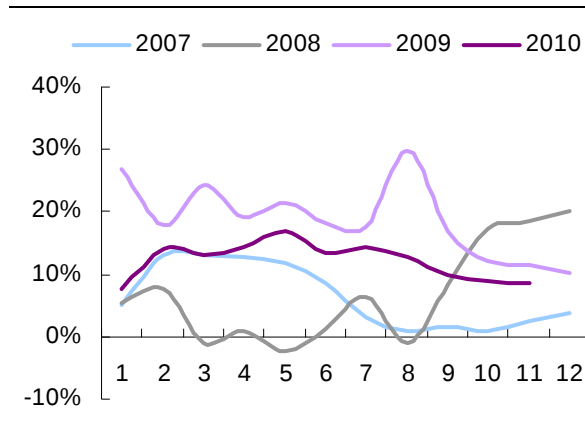
2009-2010 年各月综合 ASK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 8：11 月国内航线 ASK 同比增长 8.5%

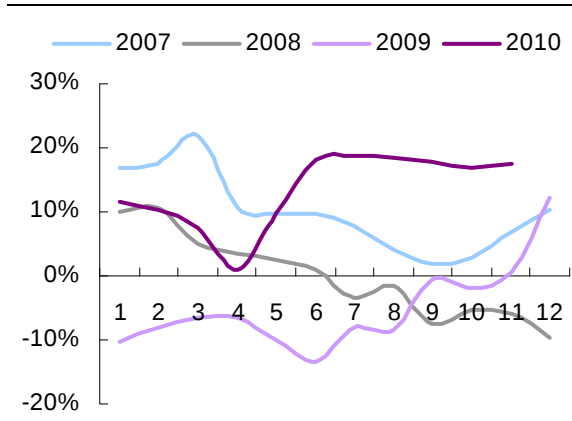
2009-2010 年各月国内航线 ASK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 9：11 月国际航线 ASK 同比增长 17.5%

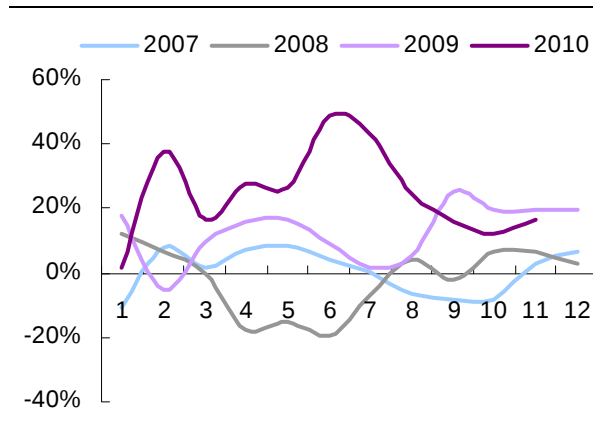
2009-2010 年各月国际航线 ASK 增速比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 10：11 月地区航线 ASK 同比增长 16.6%

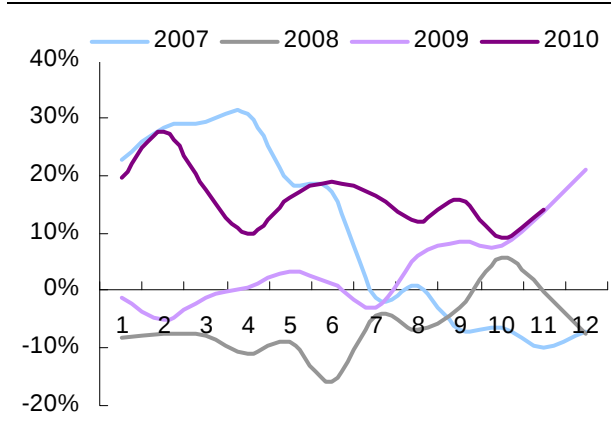
2009-2010 年各月地区航线 ASK 增速比较



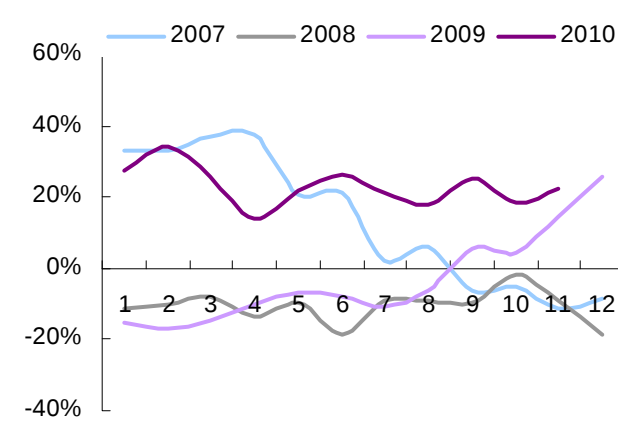
资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 11：11 月综合 AFTK 同比增长 14.1%

2009-2010 年各月综合 AFTK 增速比较

**图表 12：11 月国际航线 AFTK 同比增长 22.4%**

2009-2010 年各月国际航线 AFTK 增速比较

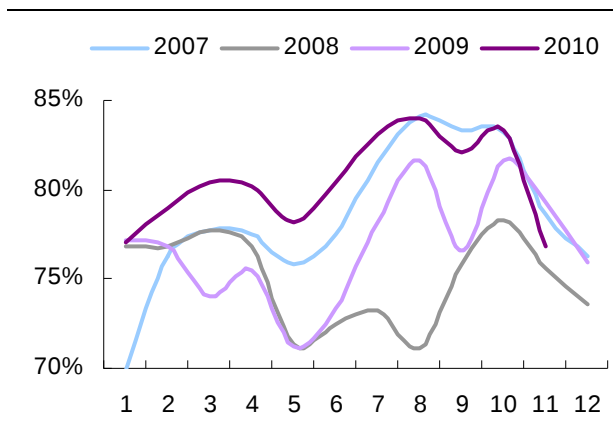


资料来源：公司资料，光大证券研究所

资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 13：11 月综合客座率降 2.5ppt. 至 76.8%

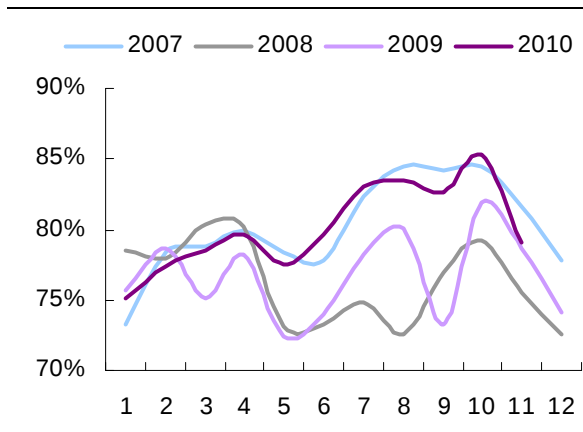
2007-2010 年各月综合客座率比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 14：11 月国内航线客座率升 0.4ppt. 至 79.1%

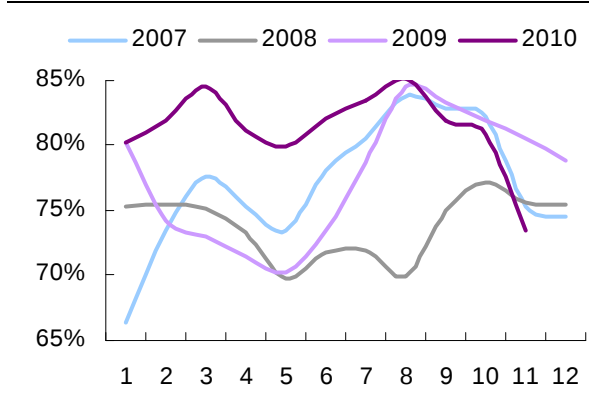
2007-2010 年各月国内航线客座率比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 15：11 月国际航线客座率降 7.1ppt. 至 73.5%

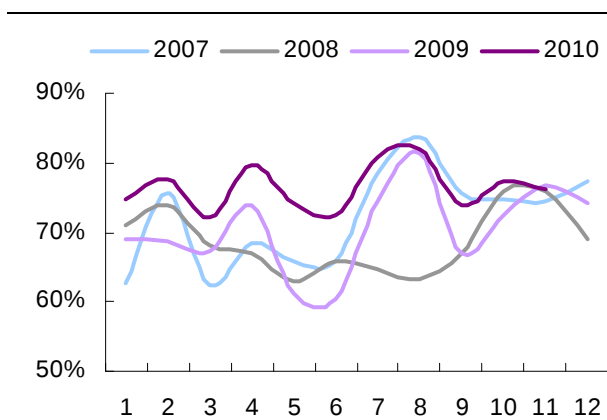
2007-2010 年各月国际客座率比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 16：11 月地区航线客座率升 0.7ppt. 至 76.1%

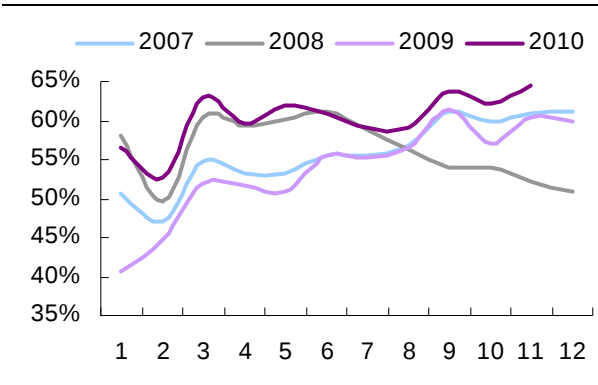
2007-2010 年各月地区航线客座率比较



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图表 17: 11 月综合货载率降 4.3ppt. 至 64.6%

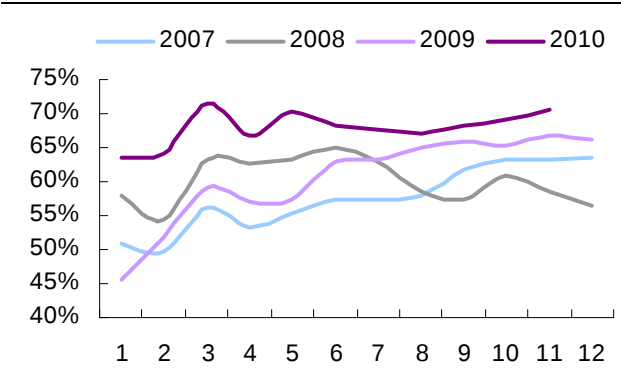
2007-2010 年各月综合货载率比较



资料来源: 公司资料, 光大证券研究所

图表 18: 11 月国际航线货载率升 3.6ppt. 至 70.5%

2007-2010 年各月国内航线货载率比较



资料来源: 公司资料, 光大证券研究所

分析师介绍

陈欣，硕士，从业4年，2010年6月加盟光大证券研究所，现主要负责交通运输行业研究。

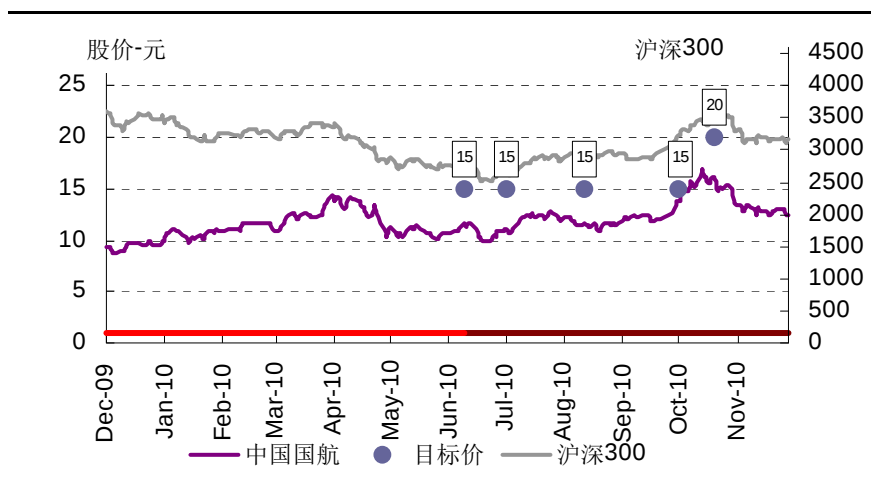
分析师声明

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。

投资建议历史表现图

中国国航（601111）

分析师：陈欣



日期	股价	目标	评级
2007-07-25	12.02	-	增持
2007-08-29	17.40	20.00	增持
2010-06-22	11.73	15.00	买入
2010-07-14	10.96	15.00	买入
2010-08-24	10.96	15.00	买入
2010-10-13	10.96	15.00	买入
2010-11-01	15.58	20.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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
	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	lix1@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。