

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘江渝

Tel: 021-68634518-8278

ljy2775@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8059

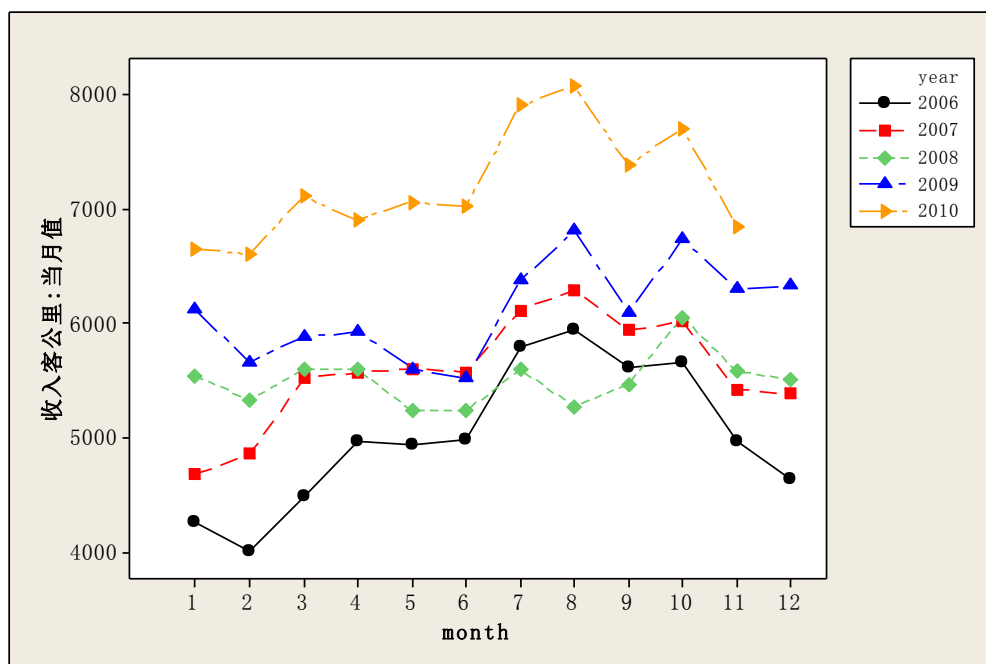
lz2941@xcsc.com

□ 事件

中国国航公布 2010 年 11 月份生产经营快报, 报告显示, 公司本月完成收入客公里 6839 百万客公里, 同比增长 8.53%, 收入货运吨公里 431.7 百万吨公里, 同比增长 22.3%, 客座率为 76.8%, 同比降低 3.15%。

□ 点评

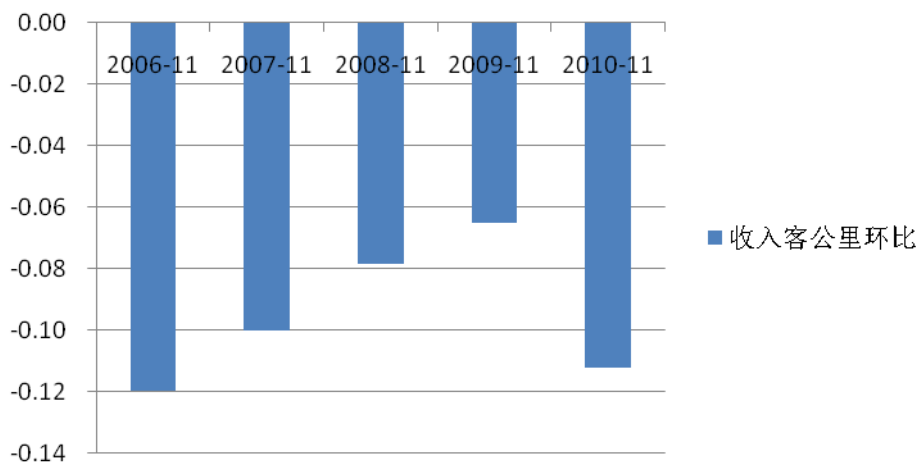
在旅客周转量上, 本月完成收入客公里 6839 百万客公里, 从下图我们可以看到旅客周转量本月的表现与近几年基本相同, 在经过 7、8 月旺季的持续攀升后 9 月旅客周转量出现下降, 10 月有所回升, 本月则又出现下降。



数据来源: WIND

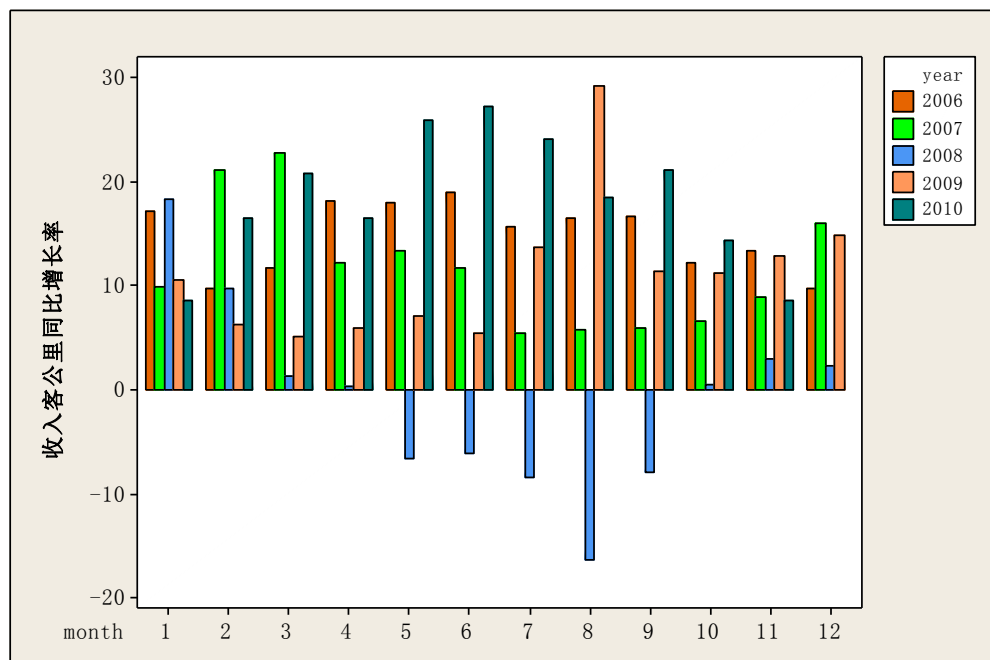
我们将国航近几年 11 月旅客周转量的环比下降速度作图如下, 从图中可以看到, 今年 11 月环比下降为 11%, 下降幅度仅比 06 年 11 月小, 但高于以往各年同期, 我们认为环比下降幅度较大主要由于今年旺季旅客周转量增长较快并且位于比较高的位置所致。

收入客公里环比



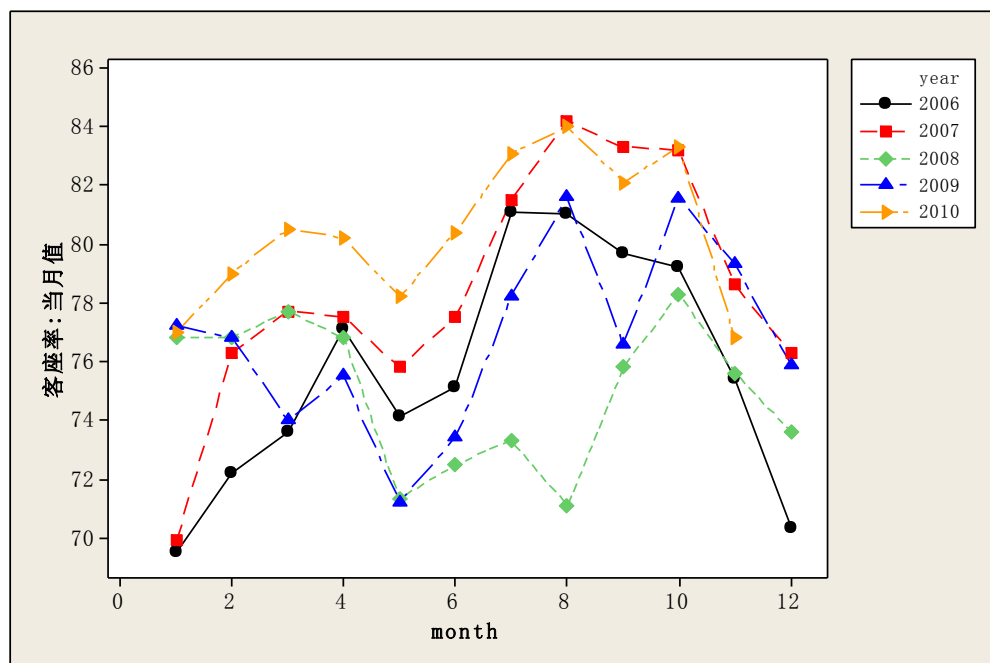
数据来源: WIND

我们将旅客周转量的各月同比增长率情况作图如下, 今年 11 月国航的旅客周转量同比增长率仅为 8.53%, 从下图可以看到今年 5 月以来各月旅客周转量同比增长率都为近年来同期最高, 这种情况一直持续到 10 月, 本月同比增速则出现比较大的下降, 世博会对公司的影响也比较明显。



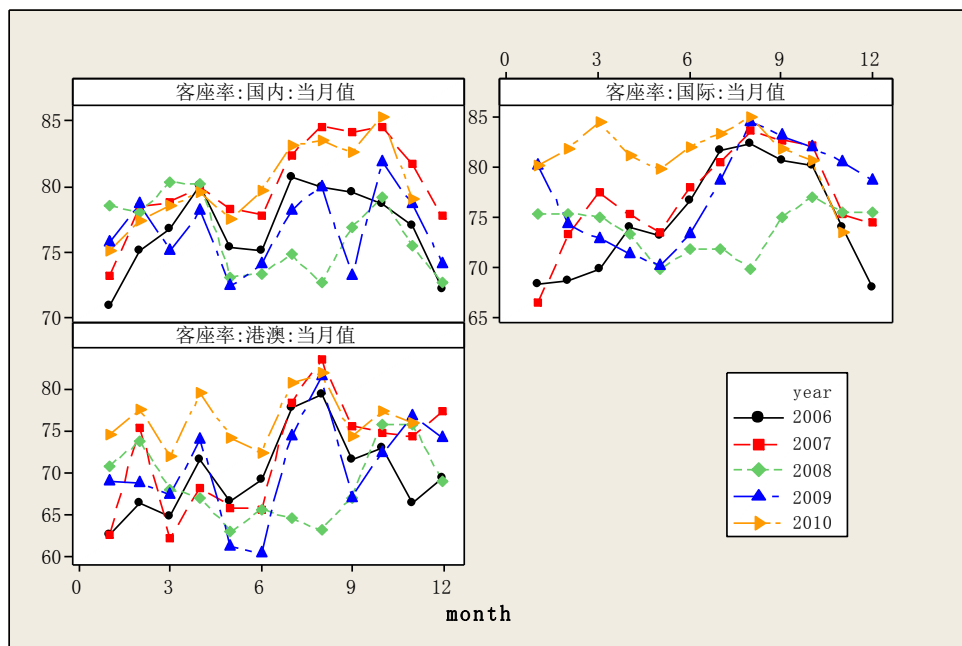
数据来源: WIND

在客座率方面，本月客座率为 76.8%，同比降低 3.15%，客座率的表现不仅低于行业景气度高的 2007 年，也比去年 11 月的水平低，公司客座率环比下降非常快。



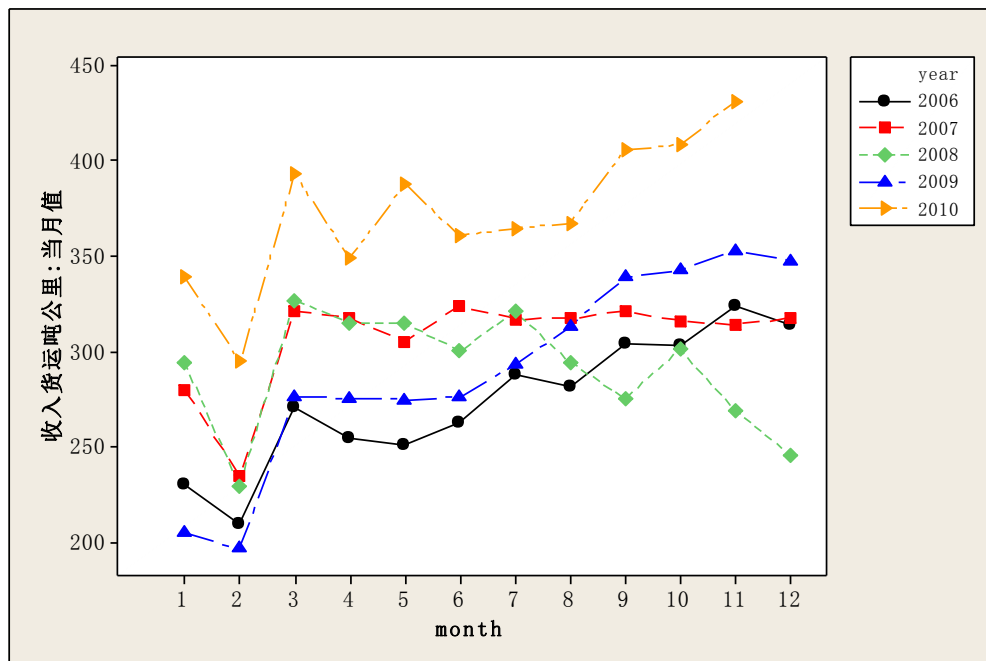
数据来源: WIND

我们将各子航线的客座率情况对比如下，从图中可以看到国内航线 11 月份的客座率虽然相对 09 年有所增长，但低于 07 年同期，国际航线下降较快，低于去年同期和 2007 年，港澳地区航线好于 2007 年，但略低于 09 年同期，因此公司本月总客座率下降较多，主要由国际航线下降较快所致。



数据来源: WIND

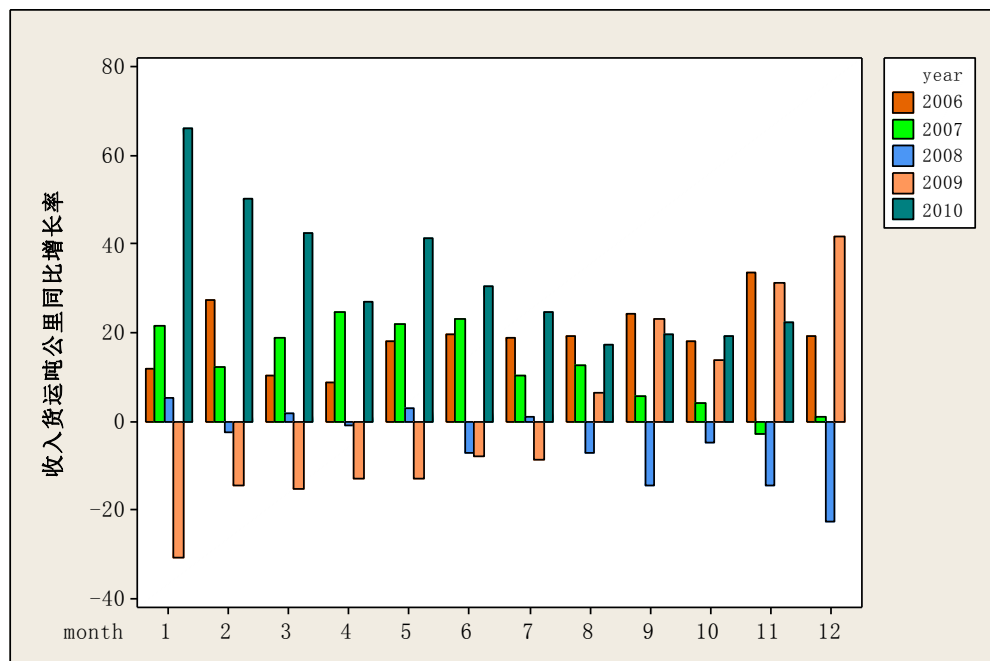
货运表现仍然非常好, 从公司的收入货运吨公里来看, 今年以来一直维持高位运行, 而且 11 月环比还出现比较大的上升, 不断创下新高。



数据来源: WIND

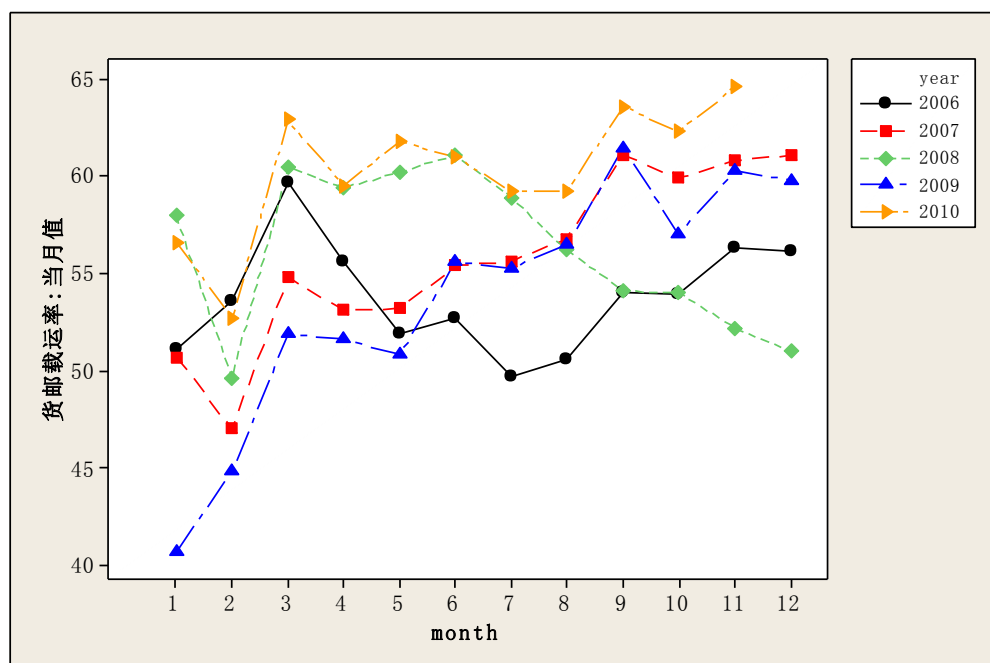
从月同比增长率的表现来看, 今年以来的增速非常高, 但随着基数逐步升高,

呈现逐渐下降的趋势，本月的货运同比增长率并没有随基数的快速升高而降低，反而出现回升。



数据来源: WIND

从货邮载运率来看今年各月都好于去年，与 07 年相比好于当年，而且不断创下新高，目前呈现上升态势，景气度非常高。



数据来源：WIND

综合以上情况，公司 11 月的客运环比下降较大，同比增速及客座率出现下降，而货运不管从量上还是增长率方面则依然维持比较好的状态，货邮载运率不断创下新高，景气度非常高。

盈利预测：

预计公司 2010-2012 年每股收益（合并深航数据）分别为 0.83 元、0.87 元、0.79 元，对应动态市盈率分别为 16 倍、15 倍、17 倍，考虑到公司经营的稳定性，我们仍然维持“买入”投资评级，建议投资者逢低介入。

盈利风险：油价大幅波动，世界经济复苏缓慢，重大突发事件影响

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	51095	77154	88951	96325
营业成本	41947	59046	68412	77060
营业税金及附加	1505	1878	2167	2369
营业费用	3813	5431	5826	6466
管理费用	1620	1554	1579	1577
财务费用	1206	993	868	215
资产减值损失	161	123	149	173
公允价值变动收益	2760	576	300	200

投资净收益	610	2900	1892	2228
营业利润	4213	11605	12141	10891
营业外收入	1169	634	532	607
营业外支出	67	105	105	109
利润总额	5315	12134	12568	11389
所得税	336	1771	1747	1557
净利润	4978	10363	10821	9831
少数股东损益	-51	191	197	179
归属母公司净利润	5029	10172	10624	9652
EBITDA	12333	17497	18206	16454
EPS（元）	0.41	0.83	0.87	0.79

数据来源：湘财证券研究所 WIND

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。