

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 沈晓峰 (8621)65751772 shenxf@cjsc.com.cn

中国国航 12 月生产数据点评

事件描述

中国国航今日公布了 12 月生产数据，其主要内容及点评如下：

- 12 月公司引进飞机 1 架，全年共引进 26 架，累计增速行业第二；
- 客座率同比止跌回升，12 月出现 2004 年以来的首次环比正增长，预示着春运旺季效应在公司身上将提前获得体现；
- 油价和单位能耗指标双涨，导致单位航油成本环比增速自 9 月起持续上升。

投资建议：

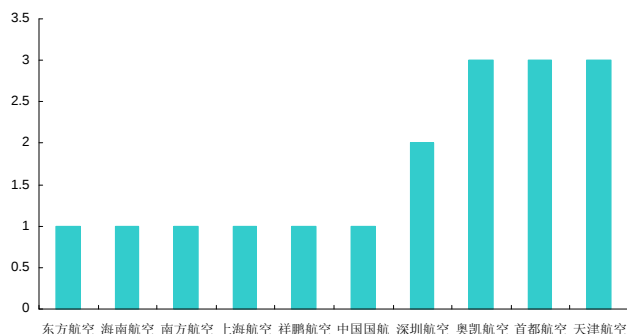
1 月航空需求增幅恢复至两位数，票价、客座率同比均出现明显上涨，春运旺季特征初显；主席即将访美带来人民币升值预期；原油套保和燃油附加费双保险，有效规避油价上涨风险。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.11 元和 1.12 元，对应 PE 为 13.36 倍、11.64 倍和 11.51 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，12 月公司引进飞机 1 架，全年共引进 26 架，累计增速行业第二。

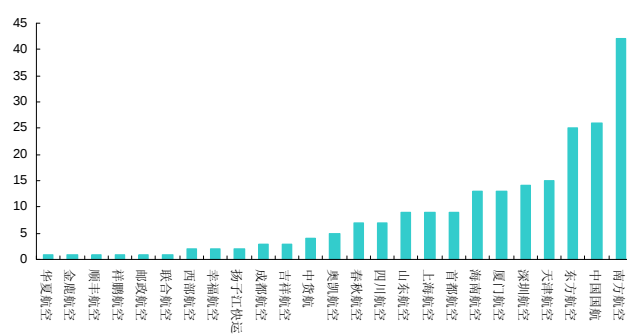
12 月公司引进 1 架 A321-200 飞机，低于 1.7 架的行业平均引进速度；退出 1 架 A321-100 飞机。截至 12 月底，国航引进 26 架飞机，引进速度仅低于南航，机队总数达 282 架。

图 1：行业飞机引进情况（12 月）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：行业飞机引进情况（累计）

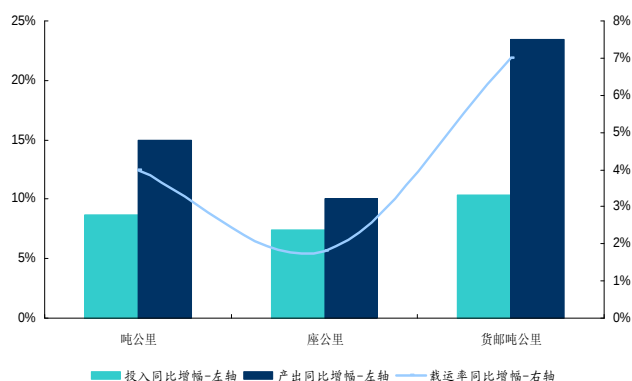


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，客座率同比止跌回升，12月出现2004年以来的首次环比正增长，预示着春运旺季效应在公司身上将提前获得体现。

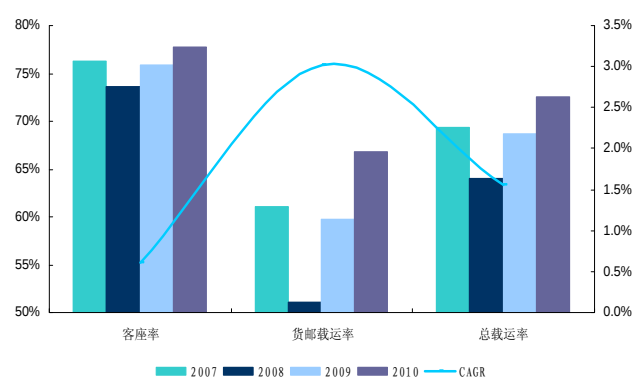
12月公司供给和市场需求维持2009年7月以来的趋势不变，客运、货邮及总体需求同比增幅均高于供给。客座率在上月出现同比负增长后恢复至77.7%，同比上升1.8个百分点，环比上升0.9个百分点，货邮载运率、总载运率分别实现7和3.9个百分点的同比增幅；同比历史高点2007年，分别提升了1.8、5.7和3.3个百分点，产投效率继续维持高位。自有跟踪数据的2004年开始，12月客座率环比增速首次出现上涨，我们认为与今年全行业范围的供不应求有关，同时也预示着春运旺季效应在公司身上将提前获得体现。全年公司可供吨公里同比增幅低于收费吨公里9个百分点，供求差距依旧存在。

图 3：中国国航 12 月生产指标同比



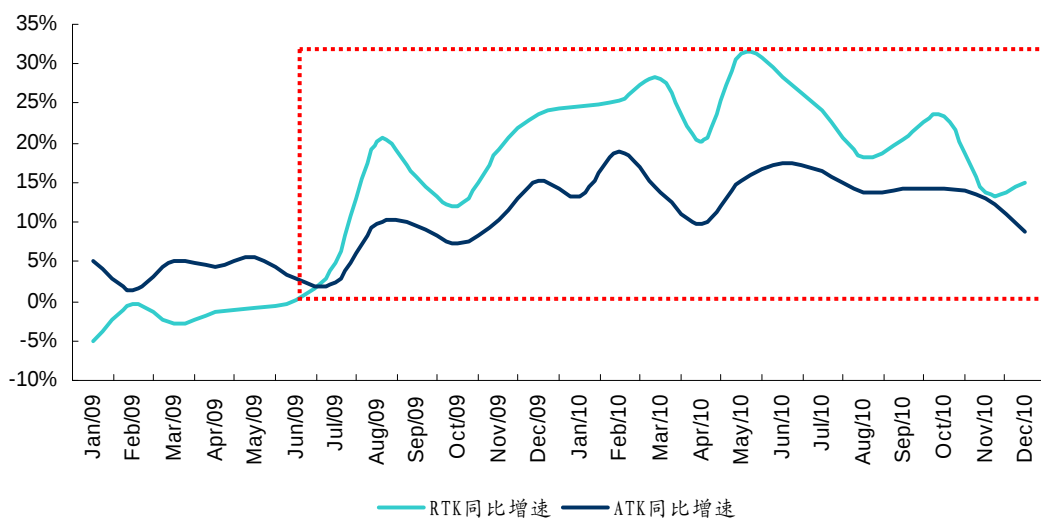
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：中国国航 2007-2010 年 12 月载运率同比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：中国国航可供吨公里和收费吨公里同比增幅

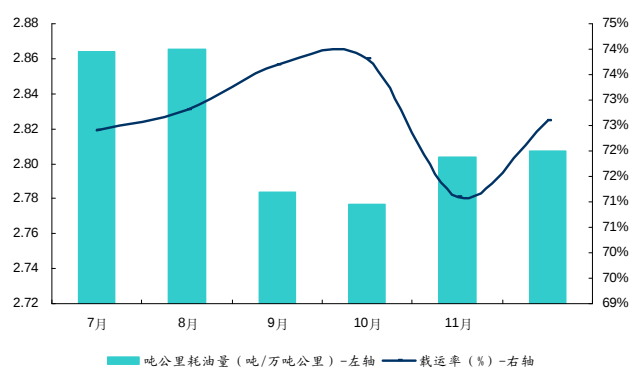


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，油价和单位能耗指标双涨，导致单位航油成本环比增速自 9 月起持续上升。

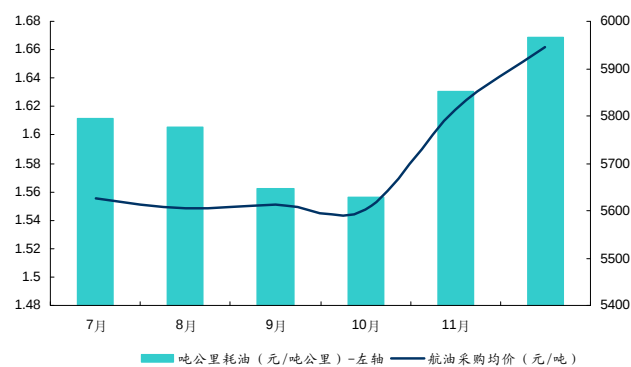
12 月载运率环比上升 2 个百分点，每收费吨公里耗油上升 0.1 个百分点至 2.81 吨/万吨公里，航油综合采购成本比上月上升 2.27 个百分点至 5946 元/吨（12 月 22 日凌晨国内航油出厂价上涨 300 元/吨至 5990 元/吨），导致收费吨公里油耗成本上升 2.38 个百分点至 1.669 元/吨。（注：以上数据包括国货航运营数据，不包括深圳航空、澳门航空运营数据）

图 6：中国国航收费吨公里油耗 vs 载运率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中国国航收费吨公里油耗 vs 油价



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级。

1 月航空需求增幅恢复至两位数，票价、客座率同比均出现明显上涨，春运旺季特征初显；主席即将访美带来人民币升值预期；原油套保和燃油附加费双保险，有效规避油价上涨风险。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.11 元和 1.12 元，对应 PE 为 13.36 倍、11.64 倍和 11.51 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

京沪线提前至今年 6 月通车，国际原油价格快速上涨，疾病、自然灾害等突发事件。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	51095	74148	86201	92433	货币资金	3202	7415	8620	16345
营业成本	41947	55886	63212	67909	交易性金融资产	0	1400	2100	2100
毛利	9148	18262	22989	24525	应收账款	2693	3981	4628	4962
% 营业收入	17.9%	24.6%	26.7%	26.5%	存货	931	1196	1352	1453
营业税金及附加	1505	1312	1526	1636	预付账款	350	491	555	596
% 营业收入	2.9%	1.8%	1.8%	1.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	3813	5227	5948	6285	流动资产合计	7179	14483	17625	25826
% 营业收入	7.5%	7.1%	6.9%	6.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1620	2002	2327	2496	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	13236	16936	20636	25113
财务费用	1206	125	-333	-670	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	0.2%	-0.4%	-0.7%	固定资产合计	80879	82239	83622	85178
资产减值损失	161	27	14	7	无形资产	2576	2447	2325	2209
公允价值变动收益	2760	1400	700	0	商誉	349	349	349	349
投资收益	610	3700	4070	4477	递延所得税资产	1552	5	3	2
营业利润	4213	14668	18277	19248	其他非流动资产	392	392	392	392
% 营业收入	8.2%	19.8%	21.2%	20.8%	资产总计	106163	116851	124953	139069
营业外收支	1101	400	400	400	短期贷款	20175	14006	405	0
利润总额	5315	15068	18677	19648	应付款项	7876	10636	12022	12916
% 营业收入	10.4%	20.3%	21.7%	21.3%	预收账款	38	74	86	92
所得税费用	336	3014	4109	4912	应付职工薪酬	348	491	555	596
净利润	4978	12054	14568	14736	应交税费	720	1691	2203	2560
归属于母公司所有者					其他流动负债	7236	9765	11054	11858
的净利润	5029.5	11813.4	14269.2	14421.5	流动负债合计	36394	36663	26326	28024
少数股东损益	-51	241	299	314	长期借款	18321	18321	18321	18321
EPS (元/股)	0.41	0.96	1.11	1.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	143	280	154	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	27343	27343	27343	27343
经营活动现金流净额	6895	20821	19918	19985	负债合计	82202	82607	72144	73688
取得投资收益	63	0	0	0	归属于母公司	23923	33964	52230	64488
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-3	0	0	0	少数股东权益	39	280	578	893
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	23961	34244	52808	65381
固定资产投资	-7686	-8541	-9442	-10362	负债及股东权益	106163	116851	124953	139069
其他	20271	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	12582	-8541	-9442	-10362		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.411	0.964	1.107	1.119
股权融资	0	0	6137	0	BVPS	1.95	2.77	4.26	5.26
银行贷款增加 (减少)	11750	-6169	-13601	-405	PE	31.37	13.36	11.64	11.51
筹资成本	1386	-1897	-1807	-1493	PEG	0.75	0.32	0.28	0.27
其他	-7709	0	0	0	PB	6.60	4.65	3.02	2.45
筹资活动现金流净额	5427	-8067	-9271	-1898	EV/EBITDA	15.72	8.27	6.43	5.81
现金净流量	24904	4213	1205	7725	ROE	21.0%	34.8%	27.3%	22.4%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。