

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

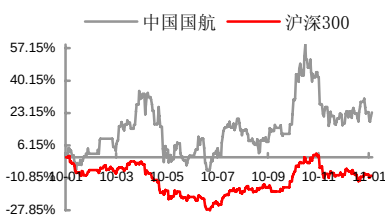
lijunyjs@mail.htlthsc.com.cn

## 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

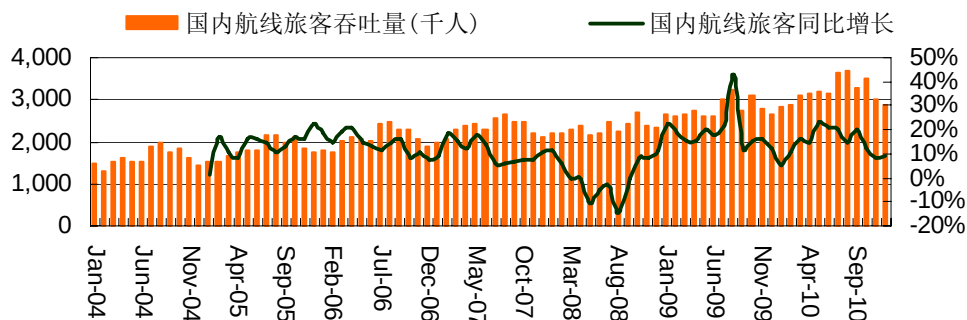
## 12 月份客座率创历史新高

### 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%

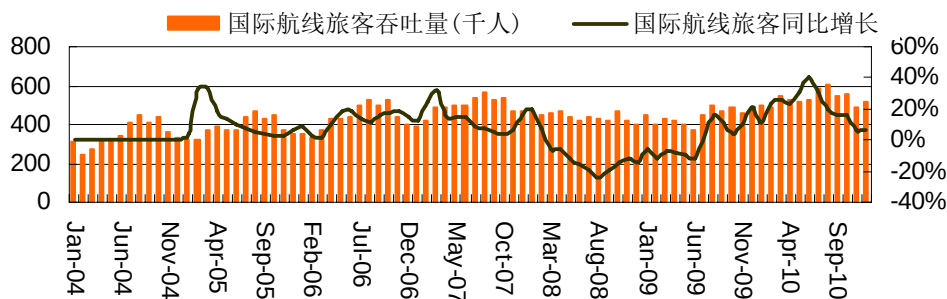
12 月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长 8.73%，其中国内航线同比增长 9.02%，国际航线同比增长 5.81%，地区航线同比增长 14.24%，旅客吞吐量同比增速较前几个月有所降低，但较 11 月份有所提升。

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



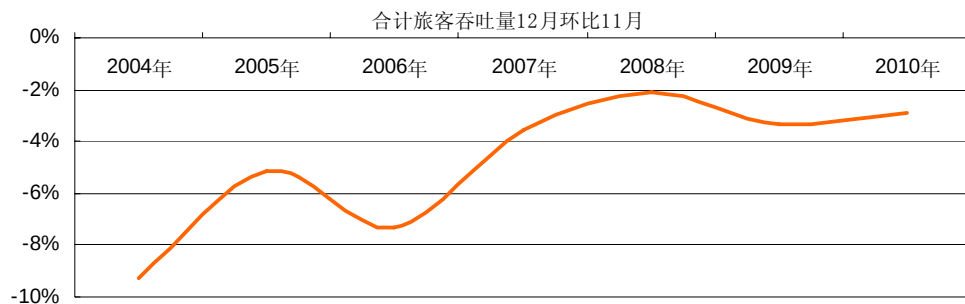
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

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

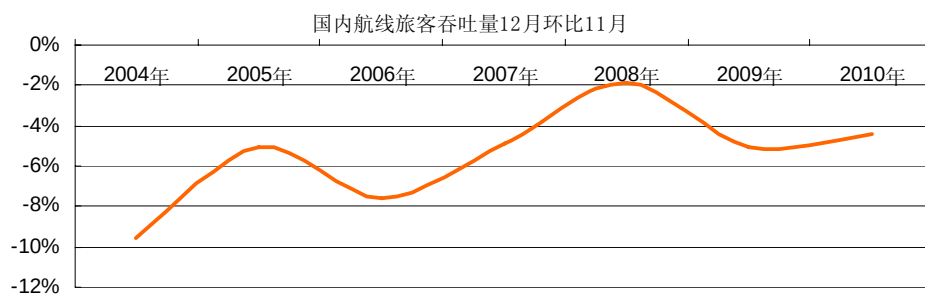
从近年来 12 月份环比 11 月份的增速来看,今年 12 月份环比 11 月份增速处在较高水平。

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



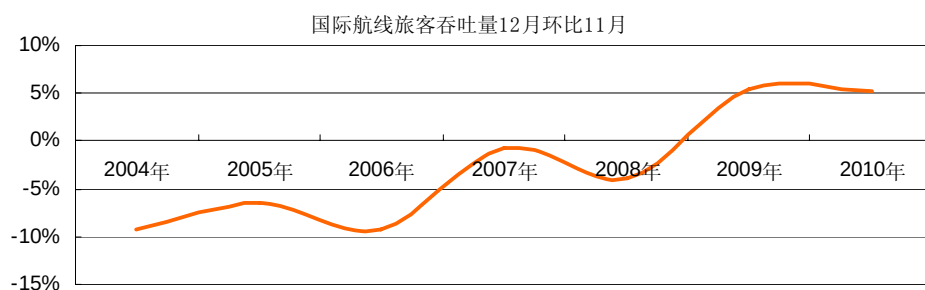
资料来源: 华泰联合证券研究所、公司网站

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



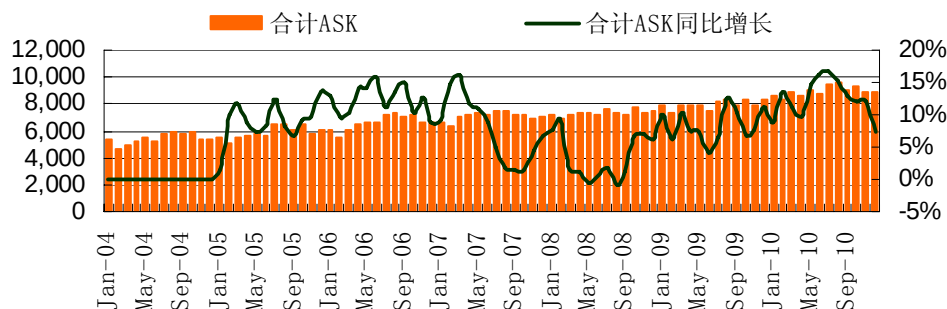
资料来源: 华泰联合证券研究所、公司网站

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%

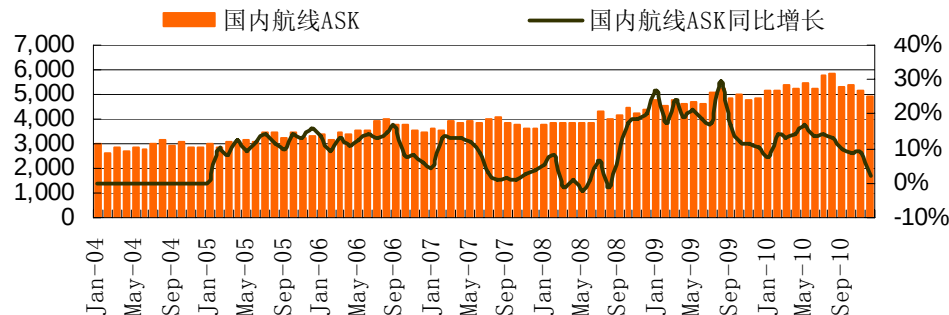
2010 年 12 月份中国国航全体航线 ASK 同比增长 7.36%，其中国内航线同比增长 1.83%，国际航线同比增长 15.44%，地区航线同比增长 9.17%。

图 6： 中国国航全体航线 ASK 发展趋势



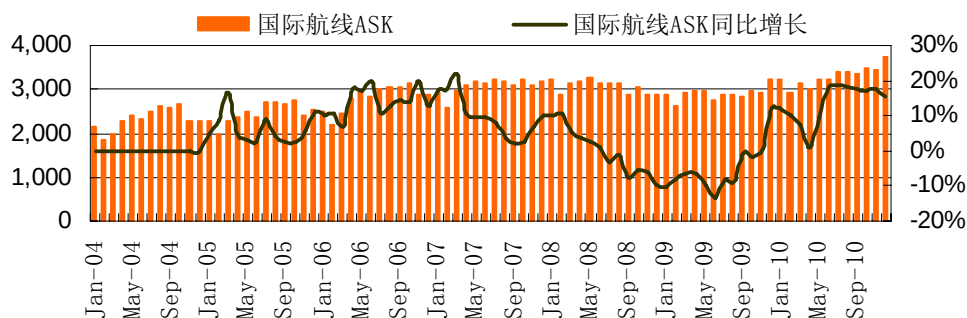
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

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

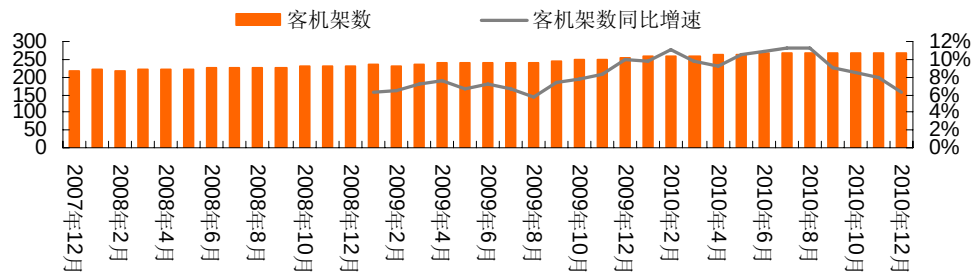


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 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

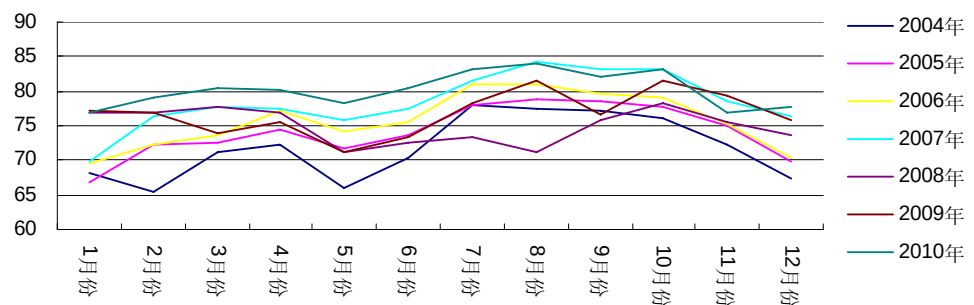


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 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

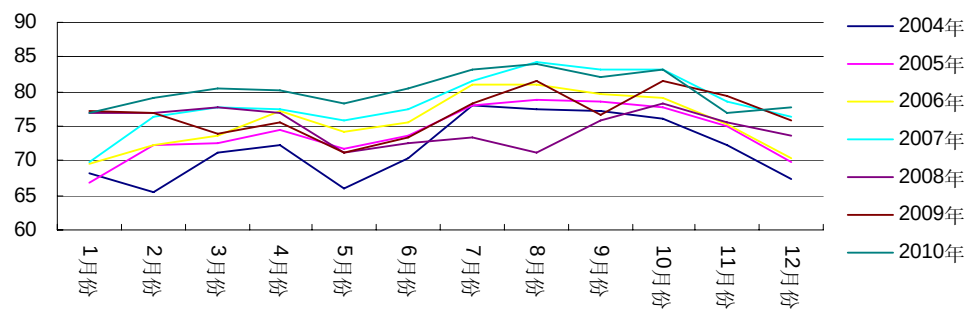
从客座率来看，12 月份全体航线平均客座率为 77.70%，创历史新高，其中国内航线 12 月份客座率为 80.80%，同比提升 6.7 个点，接近了小旺季的水平，但 12 月份国际航线客座率仅为 73.80%，低于 2009 年同期 5 个点，反映了实际需求未能跟上国际航线 15.44% 增速的 ASK 投放。

图 10： 中国国航全体航线平均客座率发展趋势



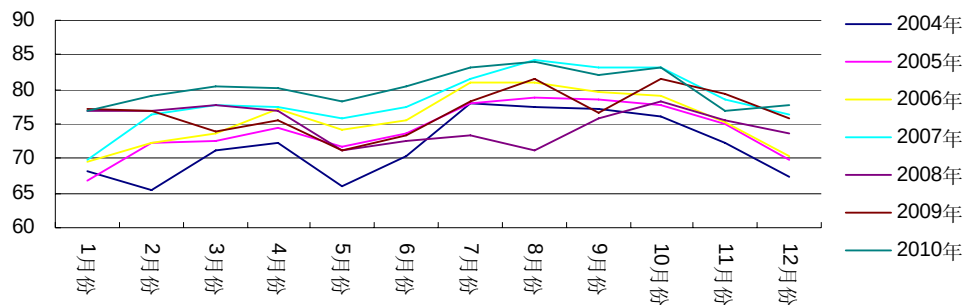
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

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客运运力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**

| 资产负债表         |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度          | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>   | 7179        | 15285        | 22431        | 25378        | <b>营业收入</b>     | 51095       | 81091        | 90891        | 99980        |
| 现金            | 3202        | 8109         | 14447        | 16444        | 营业成本            | 41947       | 63656        | 69077        | 81984        |
| 应收账款          | 2201        | 3971         | 4450         | 4895         | 营业税金及附加         | 1505        | 2075         | 2272         | 2500         |
| 其他应收款         | 492         | 1613         | 1808         | 1989         | 营业费用            | 3813        | 5028         | 5635         | 6199         |
| 预付账款          | 350         | 318          | 345          | 410          | 管理费用            | 1620        | 2518         | 2727         | 2999         |
| 存货            | 931         | 1273         | 1382         | 1640         | 财务费用            | 1206        | -260         | -423         | 800          |
| 其他流动资产        | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | 161         | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>  | 98984       | 10589        | 111156       | 11499        | 公允价值变动收         | 2760        | 1000         | 600          | 0            |
| 长期投资          | 13236       | 13236        | 13236        | 13236        | 投资净收益           | 610         | 4600         | 5060         | 5000         |
| 固定资产          | 69148       | 79840        | 87047        | 91868        | <b>营业利润</b>     | 4213        | 13674        | 17263        | 10499        |
| 无形资产          | 2576        | 2511         | 2446         | 2381         | 营业外收入           | 0           | 350          | 350          | 350          |
| 其他非流动资产       | 0           | 10312        | 8428         | 7507         | 营业外支出           | 67          | 8            | 8            | 8            |
| <b>资产总计</b>   | 10616       | 12118        | 13358        | 14036        | <b>利润总额</b>     | 5315        | 14016        | 17605        | 10841        |
| <b>流动负债</b>   | 36394       | 33307        | 28676        | 30301        | 所得税             | 336         | 2102         | 2641         | 1626         |
| 短期借款          | 8870        | 4784         | 0            | 0            | 净利润             | 4978        | 11914        | 14964        | 9215         |
| 应付账款          | 7113        | 9548         | 10362        | 12298        | 少数股东损益          | -51         | 280          | 352          | 217          |
| 其他流动负债        | 0           | 18974        | 18314        | 18004        | 归属母公司净利         | 5029        | 11633        | 14612        | 8998         |
| <b>非流动负债</b>  | 45807       | 45672        | 49473        | 48336        | EBITDA          | 5419        | 20652        | 25630        | 21509        |
| 长期借款          | 18321       | 18321        | 18321        | 18321        | EPS (元)         | 0.60        | 0.91         | 1.15         | 0.71         |
| 其他非流动负        | 0           | 27351        | 31152        | 30015        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 82202       | 78979        | 78149        | 78638        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益        | 39          | 319          | 671          | 888          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本            | 12251       | 12735        | 12735        | 12735        | 营业收入            | -3.5%       | 58.7%        | 12.1%        | 10.0%        |
| 资本公积          | 10824       | 15660        | 15660        | 15660        | 营业利润            | 0.0%        | 224.6        | 26.2%        | -39.2%       |
| 留存收益          | 2486        | 14119        | 26404        | 32480        | 归属母公司净利         | 0.0%        | 131.3        | 25.6%        | -38.4%       |
| 归属母公司股        | 23923       | 41886        | 54768        | 60844        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 10616       | 12118        | 13358        | 14036        | 毛利率(%)          | 0.0%        | 21.5%        | 24.0%        | 18.0%        |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)          | 9.8%        | 14.3%        | 16.1%        | 9.0%         |
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | ROE(%)          | 21.0%       | 27.8%        | 26.7%        | 14.8%        |
| <b>会计年度</b>   | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC(%)         | 9.9%        | 17.9%        | 21.7%        | 14.4%        |
| <b>经营活动现金</b> | 6895        | 20440        | 23482        | 15384        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润           | 5029        | 11914        | 14964        | 9215         | 资产负债率(%)        | 77.4%       | 65.2%        | 58.5%        | 56.0%        |
| 折旧摊销          | 0           | 7238         | 8791         | 10210        | 净负债比率(%)        | 77.35       | 40.19        | 32.56        | 31.51        |
| 财务费用          | 1042        | -260         | -423         | 800          | 流动比率            | 0.20        | 0.46         | 0.78         | 0.84         |
| 投资损失          | -611        | -4600        | -5060        | -5000        | 速动比率            | 0.17        | 0.42         | 0.73         | 0.78         |
| 营运资金变动        | 0           | 902          | 2693         | 3328         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 6464        | 5246         | 2518         | -3169        | 总资产周转率          | 0.50        | 0.71         | 0.71         | 0.73         |
| <b>投资活动现金</b> | -12582      | -9401        | -8940        | -9000        | 应收账款周转率         | 24          | 26           | 21           | 21           |
| 资本支出          | 7758        | 14000        | 14000        | 14000        | 应付账款周转率         | 4.89        | 6.67         | 6.94         | 7.24         |
| 长期投资          | -6528       | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | 0           | 4599         | 5060         | 5000         | 每股收益(最新)        | 0.60        | 0.91         | 1.15         | 0.71         |
| <b>筹资活动现金</b> | 5427        | -6131        | -8205        | -4386        | 每股经营现金流         | 0.83        | 1.61         | 1.84         | 1.21         |
| 短期借款          | -509        | -4086        | -4784        | 0            | 每股净资产(最         | 2.88        | 3.29         | 4.30         | 4.78         |
| 长期借款          | 4211        | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 0           | 484          | 0            | 0            | P/E             | 21.68       | 14.33        | 11.41        | 18.53        |
| 资本公积增加        | -853        | 4836         | 0            | 0            | P/B             | 4.55        | 3.98         | 3.04         | 2.74         |
| 其他筹资现金        | 2578        | -7365        | -3421        | -4386        | EV/EBITDA       | 26          | 10           | 8            | 9            |
| <b>现金净增加额</b> | -277        | 4908         | 6338         | 1998         |                 |             |              |              |              |

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  $\pm 10\%$  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

#### 免责声明

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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn