

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

客座率创新高，预示业绩同比增长可观

事件描述

中国国航今日公布了1月生产数据，其主要内容及点评如下：

- 1月公司净增飞机2架，其中引进3架，退出1架，截至1月底机队总数为284架；
- 供求差距和春运错期，1月客座率创2004年来新高；
- 单位能耗下降幅度大于油价上涨幅度，导致单位航油成本环比下降。

投资建议：

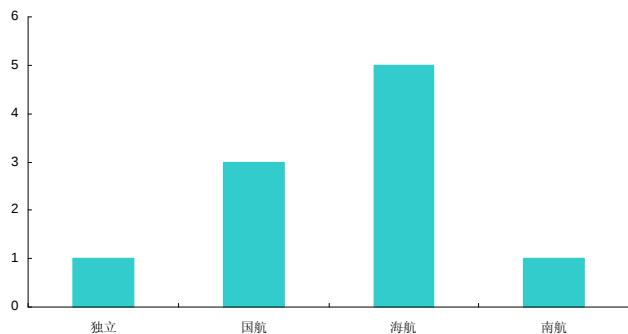
春节黄金周行业旅客运输量同比增长6%，低于市场预期。由于春运错期和历史低基数，将导致公司1月业绩高增速（需求增速虽然仅为11.6%，但叠加票价增速后，业绩增速将较为可观）。若大盘回复，我们认为航空股将凭借低估值而反弹，但春运数据不如预期、京沪高铁提前开通、埃及局势带来油价波动等将限制反弹幅度。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.80元、0.94元和0.95元，对应PE为15.16倍、12.95倍和12.78倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，1月公司净增飞机2架，其中引进3架，退出1架，截至1月底机队总数为284架

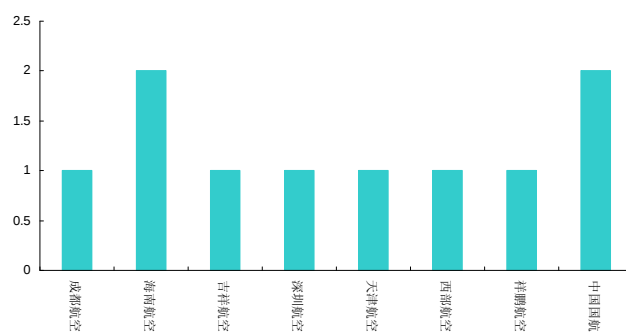
1月公司引进3架，宽体（A330-300）、窄体（B737-800）和公务机各一架。退出飞机1架，型号为B757-200。1月净增飞机2架，高于1.25架的行业平均净增速度。截至1月底，机队总数达284架。

图 1：行业飞机净增情况（集团）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：行业飞机净增情况（公司）



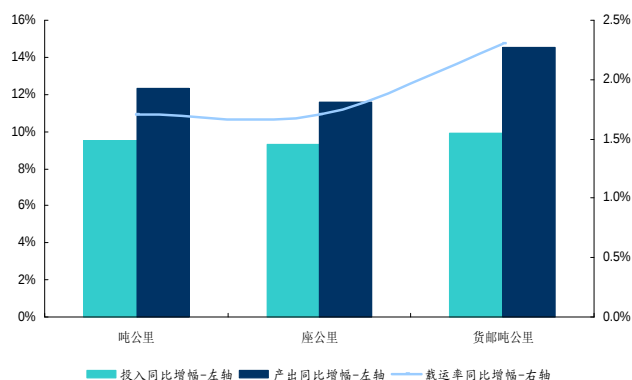
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，供求差距和春运错期，1月客座率创2004年来新高

2011年1月，公司国际、国内、地区旅客周转量及运输量同比继续保持增长；环比，国内受春运拉动影响需求增长较为明显，国际略有上升，地区则有所下降。货运业务，国际、国内和地区货邮周转量及运输量同比均有所增长；环比除国内继续保持小幅增长外，国际和地区均呈下降态势。

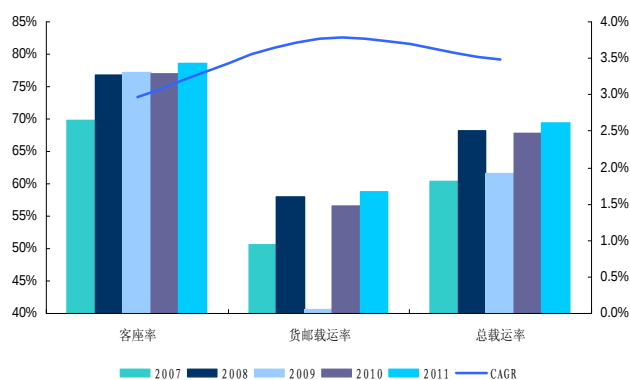
公司的供给和市场的需求维持2009年7月以来的趋势不变，即客运、货邮及总体需求同比增幅均高于供给。由于行业供不应求的状态累计了18个月，加上1月春运错期（今年1月中有12天属于春运，去年同期仅为2天），客座率创出2004年以来的最高纪录，达78.60%，同比上升1.6个百分点，环比上升0.9个百分点。货邮载运率、总载运率分别实现2.2和1.6个百分点的同比增幅；产投效率继续维持高位。

图 3：中国国航1月生产指标同比



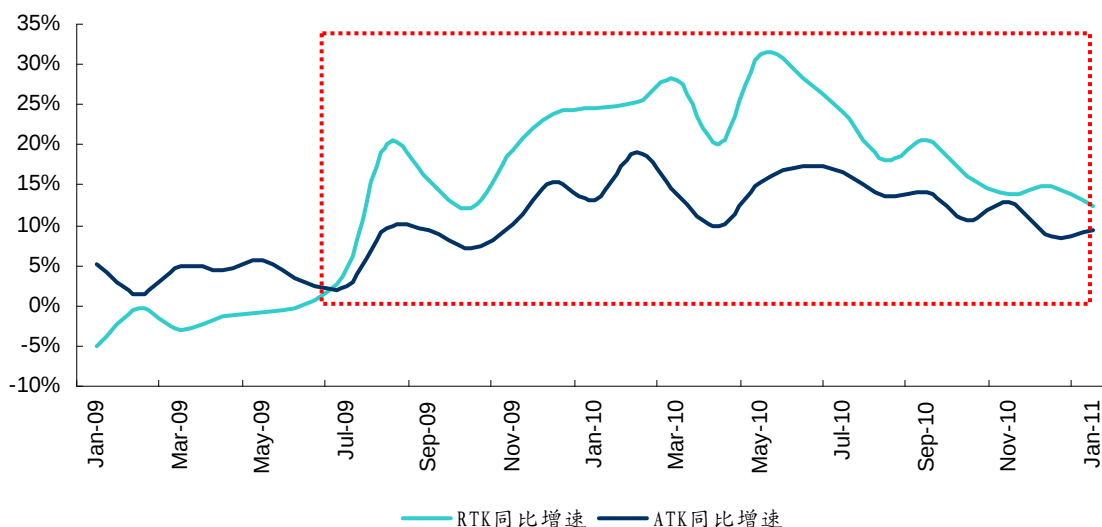
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：中国国航2007-2011年1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

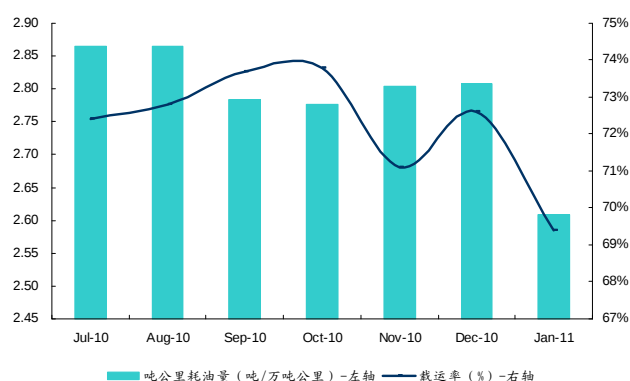


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，单位能耗下降幅度大于油价上涨幅度，导致单位航油成本环比下降

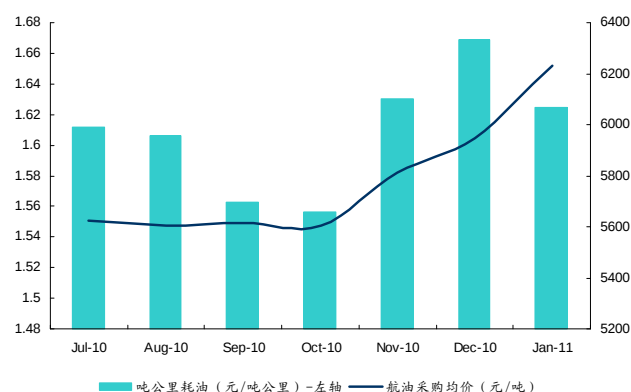
1月载运率环比下降3.2个百分点，每收费吨公里耗油下降7.1个百分点至2.61吨/万吨公里，航油综合采购成本比上月上升4.76个百分点至6229元/吨，导致收费吨公里油耗成本下降2.67个百分点至1.624元/吨。（注：以上数据包括国货航运营数据，不包括深圳航空、澳门航空运营数据）

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

春节黄金周七天行业航班量同比增长5.1%，旅客运输量同比增长6%，平均客座率为72%，与去年同比增加2个百分点，低于市场预期。1月由于春运错期和历史低基数，将导致公司业绩高增速（需求增速为11.6%，但叠加票价增速后，业绩增速将较为可观）。若大盘回复，我们认为航空股将凭借低估值而反弹，但春运同比数据不如预期、高铁提前开通、埃及局势带来油价波动等将限制反弹幅度。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.80元、0.94元和0.95元，对应PE为15.16倍、12.95倍和12.78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	68599	79979	85762	货币资金	3202	6860	7998	10044
营业成本	41947	53428	60354	64763	交易性金融资产	0	1400	2100	2100
毛利	9148	15171	19625	20999	应收账款	2693	3683	4294	4604
% 营业收入	17.9%	22.1%	24.5%	24.5%	存货	931	1144	1292	1386
营业税金及附加	1505	1214	1416	1518	预付账款	350	470	530	569
% 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	4836	5519	5832	流动资产合计	7179	13557	16584	19073
% 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	1852	2159	2316	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	169	-202	-568	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.4%	0.2%	-0.3%	-0.7%	固定资产合计	80879	82185	83511	85008
资产减值损失	161	21	13	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	4	3	2
营业利润	4213	12178	15491	16372	其他非流动资产	392	392	392	392
% 营业收入	8.2%	17.8%	19.4%	19.1%	资产总计	106163	115870	123800	132146
营业外收支	1101	400	400	400	短期贷款	20175	15902	4183	0
利润总额	5315	12578	15891	16772	应付款项	7876	10176	11487	12326
% 营业收入	10.4%	18.3%	19.9%	19.6%	预收账款	38	69	80	86
所得税费用	336	2516	3496	4193	应付职工薪酬	348	470	530	569
净利润	4978	10063	12395	12579	应交税费	720	1458	1920	2233
归属于母公司所有者					其他流动负债	7236	9307	10525	11280
的净利润	5029.5	9861.3	12140.7	12310.8	流动负债合计	36394	37381	28726	26494
少数股东损益	-51	201	254	268	长期借款	18321	18321	18321	18321
EPS (元/股)	0.41	0.80	0.94	0.95	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	18066	17718	17803	负债合计	82202	83326	74544	72158
取得投资收益	63	0	0	0	归属于母公司	23923	32305	48761	59226
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	240	494	762
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	23961	32545	49255	59988
固定资产投资	-7686	-8486	-9380	-10296	负债及股东权益	106163	115870	123800	132146
其他	20271	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	12582	-8486	-9380	-10296		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.411	0.805	0.942	0.955
股权融资	0	0	6137	0	BVPS	1.95	2.64	3.98	4.83
银行贷款增加 (减少)	11750	-4273	-11719	-4183	PE	29.72	15.16	12.95	12.78
筹资成本	1386	-1649	-1619	-1278	PEG	0.85	0.44	0.37	0.37
其他	-7709	0	0	0	PB	6.25	4.63	3.07	2.52
筹资活动现金流净额	5427	-5922	-7200	-5461	EV/EBITDA	15.04	9.00	6.99	6.38
现金净流量	24904	3658	1138	2046	ROE	21.0%	30.5%	24.9%	20.8%

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，资深分析师，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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。