

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)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

国际客货供给增速快于需求，导致载运率同比下降

事件描述

（1）中国国航今日公布了3月生产数据：1）本月公司引进和退出飞机各2架，截至月底机队总数维持287架不变；2）三个载运率同比均下降，主要是占比一半的国际业务供给增速大于需求；3）能耗效率和载运率双升，即使油价上涨，单位航油成本还是环比下降8.6%；4）以年初为基数，公司弱于大盘和指数。

（2）投资建议：

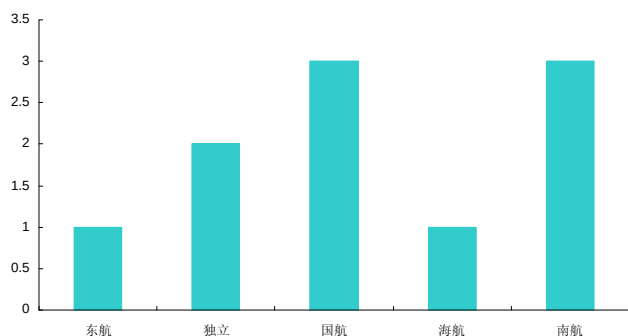
日本地震后期，避难客归国后，中日航线需求可能下滑，导致运力剩余。对美国和日本经济的悲观预期，导致对未来自来油需求下滑的担忧，虽然中东局势暂不明朗，美元对其他货币维持弱势，但纽交所原油期货近日还是出现了小幅回落。若油价回落趋势确定，航空后续盈利稳定性将增强。此外，国深整合效应逐渐展现、国际业务维持强势，将保障公司未来实现稳定的收入增长。我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.01元、0.85元和0.91元，对应PE为11.11倍、13.19倍和12.38倍。维持“推荐”评级。

事件评论

第一，本月公司引进和退出飞机各2架，截至月底机队总数维持287架不变。

3月公司引进窄体客机2架，分别为B737-800和A321-231，退出窄体客机2架，分别为B737-300和A320。因此维持机队总数287架不变。

图 1：行业飞机净增情况（集团）



资料来源：长江证券研究部

图 2：行业飞机净增情况（公司）



资料来源：长江证券研究部

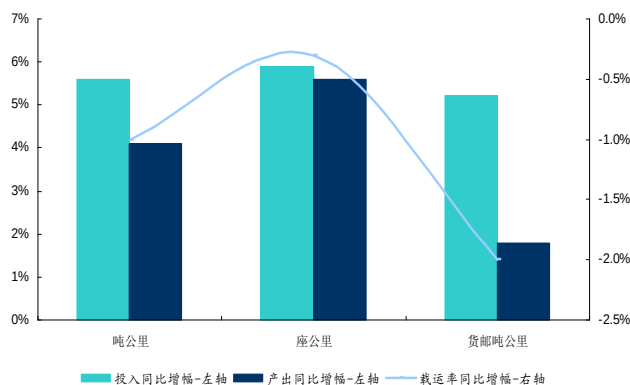
第二，三个载运率同比均下降，主要是占比一半的国际业务供给增速大于需求。

2011年3月，公司国际、国内、地区旅客周转量及运输量同比保持稳步增长，旅客运输量方面同比仅国际略有下降；环比，除地区外，国内、国际旅客周转量和运输量均有所上升。货运业务，国际、国内和地区货邮周转量同比均有不同程度上升，运输量仅地区有所下降，环比由于2月低基数，周转量和运输量均有大幅上升。

三个载运率均同比出现负增长。其中客座率同比下降0.3pts，主要由于占比37%的国际出现供给大于需求，两者同比增幅相差10.3pts；货邮载运率同比下降2pts，主要由于占比78%的国际和17%的地区供给同比增幅大于需求，分别为6.2pts和8.6pts；客座率和货邮载运率的双双下降，导致总载运率同比下降1pts。

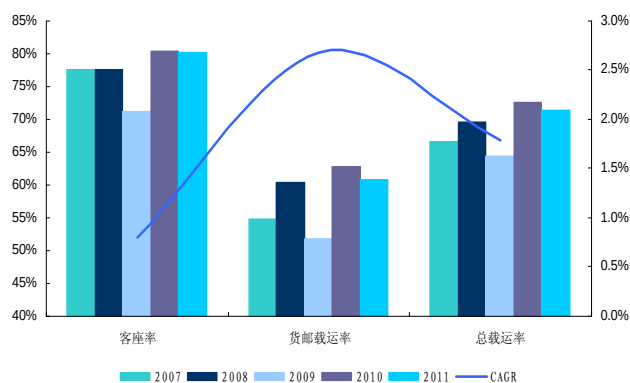
公司自2009年7月以来维持的供求局面被打破，在保持了20个月的供小于求后，上月出现首次倒挂，供给同比增幅首次大于需求增幅，本月继续倒挂。上月由于春节因素导致数据可比性不强，而本月由于去年淡季如旺季拉高需求的历史基数。因此我们认为上半年传统旺季4月的供求变化，将更具参考意义。

图 3：本月生产指标同比



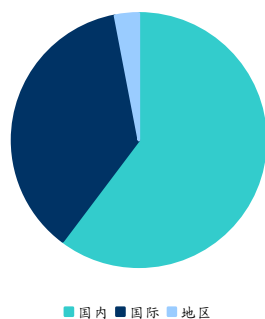
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：历史同期载运率对比



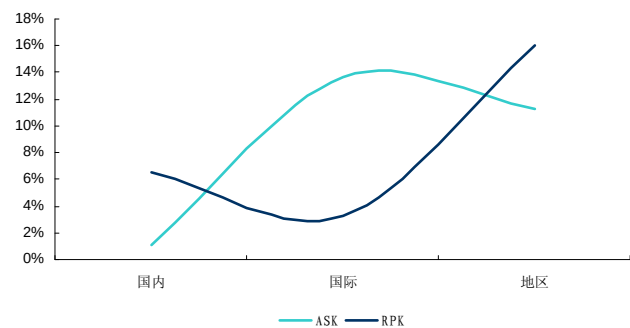
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：中国国航客运业务分地区比重（RPK）



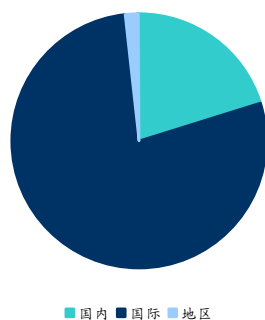
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：中国国航客运分地区供求同比增幅



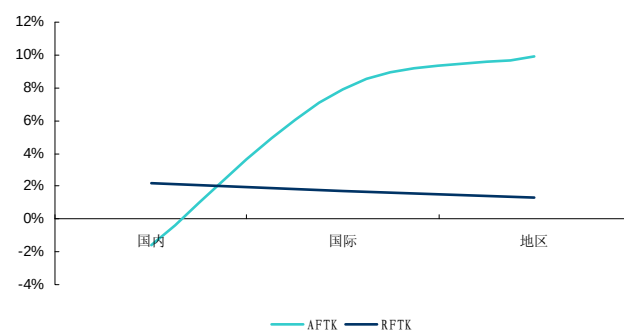
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：中国国航货运业务分地区比重（RFTK）



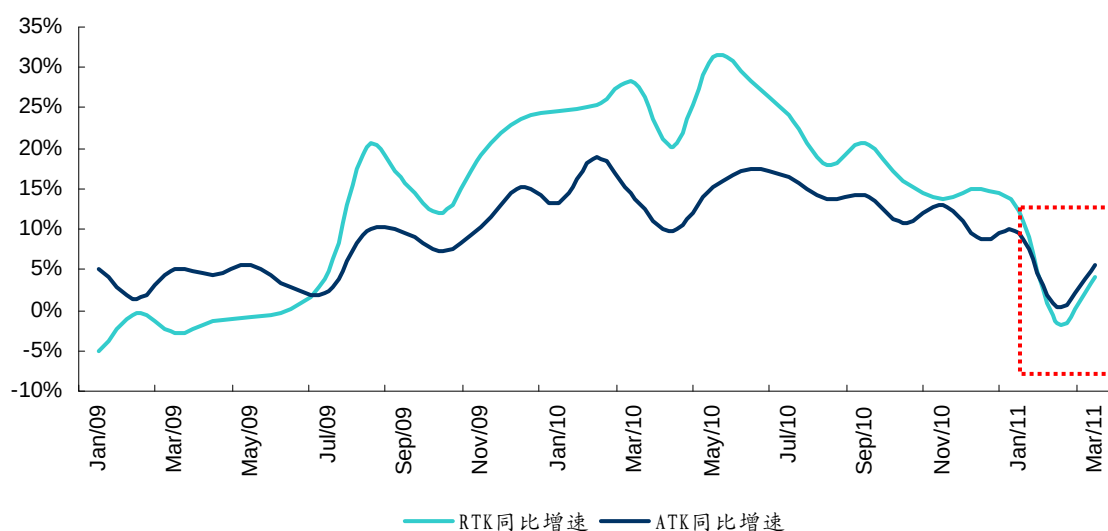
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：中国国航货运分地区供求同比增幅



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9：可供吨公里和收费吨公里同比增幅

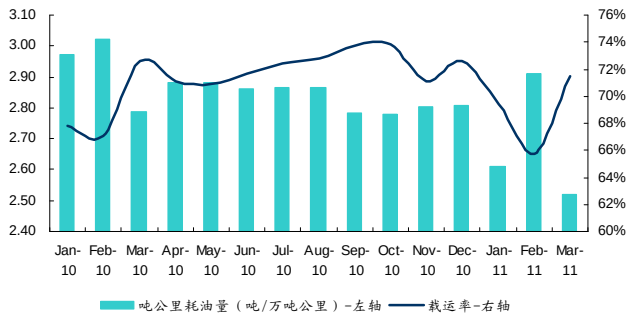


资料来源：公司公告，长江证券研究部

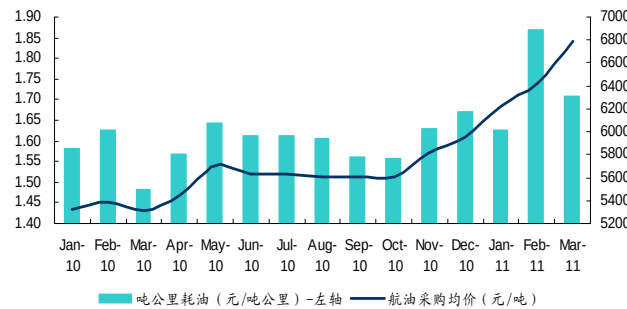
第三，能耗效率和载运率双升，即使油价上涨，单位航油成本还是环比下降 8.6%。

3 月载运率环比大幅上升，增幅为 5.8pts 至 71.5%，每收费吨公里耗油下降 13.5 个百分点至 2.52 吨/万吨公里，低于去年 12 月的 2.81 吨/万吨公里（当月载运率高于本月 1.1pts，为 72.6%），可见公司单位能耗水平一直处于下降期。

航油综合采购成本连续 6 个月上涨，涨至 6789 元/吨，即使如此，受益载运率和能耗水平提升，收费吨公里油耗成本依然下降至 1.71 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 10：收费吨公里油耗 vs 载运率


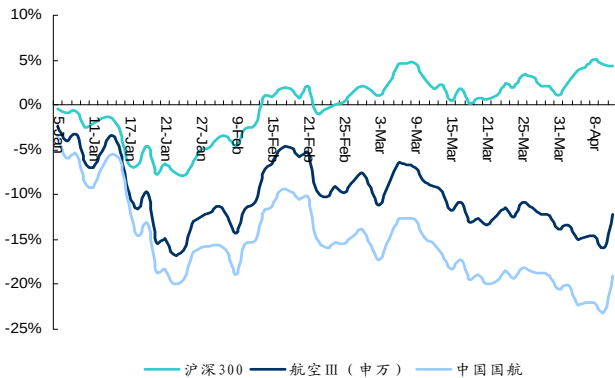
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：收费吨公里油耗 vs 油价


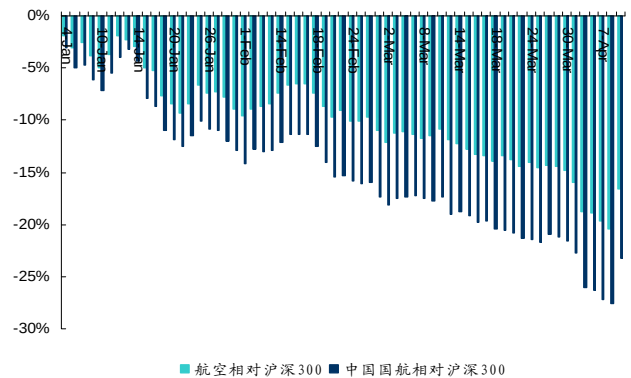
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，航空弱于大盘，公司股价弱于行业指数。

以年初为基数，行业指数跑输大盘。中国国航弱于大盘和指数。

图 12：沪深 300、航空指数、中国国航相对期初的表现


资料来源：wind，长江证券研究部（2011 年 1 月 4 日为基数）

图 13：航空指数、中国国航相对沪深 300 的表现


资料来源：wind，长江证券研究部（2011 年 1 月 4 日为基数）

第五，维持“推荐”评级。

日本地震后期，避难客归国后，中日航线需求可能下滑，导致运力剩余。对美国和日本经济的悲观预期，导致对未来用油需求下滑的担忧，虽然中东局势暂不明朗，美元对其他货币维持弱势，但纽交所原油期货近日还是出现了小幅回落。若油价回落趋势确定，航空后续盈利稳定性将增强。此外，国深整合效应逐渐展现、国际业务维持强势，将保障公司未来实现稳定的收入增长。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.01 元、0.85 元和 0.91 元，对应 PE 为 11.11 倍、13.19 倍和 12.38 倍。维持“推荐”评级。

风险提示

日本核泄漏事件升级，京沪高铁提前至 6 月开通，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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	80963	94457	103939	116062	货币资金	15011	4723	5197	5803
营业成本	61005	71648	81459	91810	交易性金融资产	27	1004	1004	1004
毛利	19958	22809	22480	24252	应收账款	4319	5039	5545	6192
% 营业收入	24.7%	24.1%	21.6%	20.9%	存货	932	1095	1246	1405
营业税金及附加	1608	1876	2064	2305	预付账款	684	803	914	1030
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	5503	6100	6376	6764	流动资产合计	20988	12681	13925	15455
% 营业收入	6.8%	6.5%	6.1%	5.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2340	2730	3004	3355	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	15523	18444	21657	25192
财务费用	-540	767	647	884	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.7%	0.8%	0.6%	0.8%	固定资产合计	113439	126203	140462	156698
资产减值损失	2098	200	220	242	无形资产	2868	2724	2588	2459
公允价值变动收益	1744	977	0	0	商誉	1449	1449	1449	1449
投资收益	3573	2951	3246	3571	递延所得税资产	2074	40	55	61
营业利润	14264	15065	13415	14274	其他非流动资产	-1121	-1121	-1121	-1121
% 营业收入	17.6%	15.9%	12.9%	12.3%	资产总计	155220	160421	179015	200191
营业外收支	761	686	755	830	短期贷款	27125	16397	20922	27021
利润总额	15025	15751	14170	15104	应付款项	9814	11528	13118	14788
% 营业收入	18.6%	16.7%	13.6%	13.0%	预收账款	125	146	161	179
所得税费用	2570	3150	3542	3776	应付职工薪酬	1594	1872	2130	2402
净利润	12455	12601	10627	11328	应交税费	2999	3607	4024	4364
归属于母公司所有者					其他流动负债	8977	10494	11852	13300
的净利润	12208.0	12342.1	10394.6	11079.9	流动负债合计	50633	44044	52206	62055
少数股东损益	247	259	233	248	长期借款	31923	31923	31923	31923
EPS (元/股)	1.05	1.01	0.85	0.91	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1006	195	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	29958	29958	29958	29958
经营活动现金流净额	19667	23375	22044	24623	负债合计	113520	106121	114088	123936
取得投资收益	532	30	33	36	归属于母公司	41653	53995	64389	75469
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	47	305	538	786
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	41699	54300	64927	76255
固定资产投资	-17039	-22198	-25481	-29269	负债及股东权益	155220	160421	179015	200191
其他	2965	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-14074	-22168	-25448	-29233		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.050	1.012	0.852	0.908
股权融资	6421	0	0	0	BVPS	3.23	4.19	4.99	5.85
银行贷款增加 (减少)	4936	-10728	4525	6099	PE	10.70	11.11	13.19	12.38
筹资成本	1600	-767	-647	-884	PEG	-3.37	-3.49	-4.15	-3.89
其他	-6883	0	0	0	PB	3.48	2.68	2.25	1.92
筹资活动现金流净额	6074	-11495	3878	5216	EV/EBITDA	8.16	7.17	7.33	6.78
现金净流量	11666	-10288	474	606	ROE	29.3%	22.9%	16.1%	14.7%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。