

中国国航(601111)中期业绩交流会纪要

工业/航空运输

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 29 日

投资要点：

上半年，国航归属于母公司股东的净利润为40.63 亿元，下降13.44%。以期末总股本摊薄每股收益0.315元。

与同业南航净利增长三成相比，国航业绩成长落后的主要原因，是国际航线的相对低迷，以及货运业务出现了显著的下滑。

国航管理层认为，下半年及2012年国内市场的旺盛需求应能延续，国际市场的未来还要看国际经济大的趋势变化而定，尚需时间观察，总体上谨慎乐观。

根据国航运力引进计划，至年底可用客公里约增9%。2012-2013年，国航将继续优化机型结构，淘汰老旧飞机。运力安排方面，未来主要的投向是国际市场，国内市场主要寻找一些区域机会。

国航战略发展重点是构建枢纽航线网络，核心为北京，覆盖国内、东南亚、欧美等。对于国际航线，国航的侧重点在于两方面：一是两舱市场；二是提高航权利用效率。

国航立志于做网络型航空公司，并具有较强的资源优势，虽然短期内受到货运业务及国际航线低迷的拖累，但中长期看，受国内市场航空资源受限及高铁中远期分流预期的影响，国际航线的发展仍是一个重要方向，国航国际国内并行的特点，可以一定程度上减低单一市场风险对业绩的影响程度。

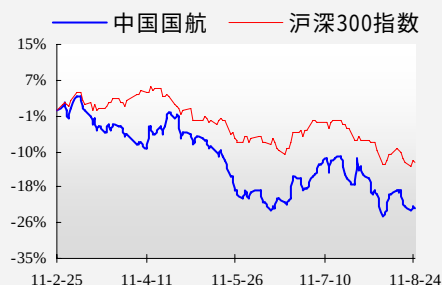
我们维持国航谨慎推荐的投资评级。

风险提示：经济回落、高铁分流、油价上升、升值的反复性、升息、自然灾害、瘟疫等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	8,090,000	58	1,220,000	142	0.95		9.9	
2011E	9,620,000	19	950,000	-22	0.73		12.8	
2012E								
2013E								

走势图



市场数据

2011-8-29

收盘价：	9.38 元
52 周最高价：	17.31 元
52 周最低价：	8.56 元
平均持仓成本：	11.24 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	1,289,195
流通 A 股（万股）：	832,927
每股收益（元）：	0.32
每股净资产（元）：	3.61
每股经营现金流（元）：	0.77
市净率：	2.60

分析师：许祥

执业证书编号：S0550511010006

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xux@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

8月29日，国航就2011年中期业绩召开现场交流会，公司部分高管与大家进行了较充分的交流。

一、上半年净利润下降13%：

上半年，国航实现营业收入451.30亿元，增长31.55%；各项成本费用总计为411.99亿元，增长32.92%；归属于母公司股东的净利润为40.63亿元，下降13.44%。每股收益0.33元，以期末总股本摊薄每股收益0.315元。

营运方面，上半年可用座公里增长23.09%，而收入客公里增长25.99%，可用吨公里增长17.44%，而收入吨公里增长19.64%，平均客座率80.8%，同比上升1.86个百分点，载运率72.3%，提升1.33个百分点。（注2010年比较基数含深航4月20日至6月30日数据）

仅从国航本身看，上半年客运业务表现良好，产出大于投入，客运收入增长16.94%，客座率81.03%，提升1.84个百分点，客运收益水平为0.67元/客公里，同比增7.07%。分航线看，国内航线表现优异，国内客座率提升4.54个百分点，收益水平提升9.89%，而国际航线客座率下降2.72个百分点，但收益水平基本保持了稳定。

国货航方面，上半年投入大于产出，载运率为58.53%，同比下降0.67个百分点，运价收益水平同比下降5.24%。总体上货运业务表现十分低迷，与2010年底的情况相比，业绩降幅较大。

深圳航空经营情况良好，产出明显大于投入，平均客座率达到81.69，提升2.32个百分点，客运收益水平为0.65元/客公里，同比增长11.48%。

澳门航空运营数据不是很好，可用座公里增长9.67%，但收入客公里下降3.27%，平均客座率62.22%，下降8.32个百分点，但是客运收益水平达到0.87元/客公里，增长28.72%，即以运价提升，应对业绩量下滑。

二、交流要点如下

● 民航国内市场、国际市场未来展望

国内市场：上半年国内市场需求旺盛，平均票价水平上升了约10%。预计下半年这一态势将会延续，2012年，国内市场的情况应该也不会有太大的改变。

国际市场：上半年日本地震影响较大，日本航线运力撤减了三成。欧美市场消化了部分运力增长，客座率水平略有下降，但整体收益水平持平，地区收益水平提高了7%。从国际航线未来的订座情况看，9-10月，欧美远程市场订座率应能达到去年的水平，票价正在恢复。日本1-6月客座率只有60%多，7月份以后，已逐步恢复至70%多。对于国际市场2012年的预测为谨慎乐观，但还是要看国际经济大的趋势变化，目前还不能很确定，需要一些时间来观察。

● 货运业务上半年低迷，原因及未来展望

上半年货运业务拖了国航的后腿，与去年底相比，业绩巨幅回落。原因一是油价上升。公司货机燃油成本已占总成本52%。原因二是需求低迷。至6月底，国内货运业务下滑，国际货运业务也下滑，货运需求小于投入增长，上半年公司货运投入增长4%，但产出下降2.8%，经营比较艰难。与国泰航的合资公司于5月份成立，目前处于磨合期，

预期从中长期看，合作的效果会慢慢显现。

- 民航国内市场供应受限的状况何时能改变

目前国内空域资源民航使用 15%，其余 85%均为空军控制。这个问题非民航所能解决，涉及到了中国的空防安全问题，而其最终取决于国家的国防实力。尽管全民航都在关注空域资源开放的问题，但只能说是进展之中。

以北京市场为例，北京的始发航班正常率仅有 70%。从时刻资源看，北京市场可加给正班航班的时刻已越来越少，在北京第二机场启用前，资源的空间比较有限，例如近期给春秋航空增加的航班是晚上十点以后。

- 国际航线运力投放较大，中长期看，会否过度竞争？

国际航线的运力投放取决于需求的状况及国家间航权问题，一般两国间航权谈判会界定参与的航空公司及航班量的变化，因此航权问题会导致国际航线上运力增长受到一定限制。尽管去年底以来，由于对国内市场发展受限及高铁分流的预期，主要航空公司加大了国际航线的投入，但国航认为，对于国际市场的忧虑是偏短期的，从长远角度看，国航对此并不是很担忧，毕竟国航做国际航线已经很多年，已经有了很多经验及合理的定位。

- 国航国际航线收入构成及对国际航线发展的定位与侧重点

大致上，欧洲航线、美国、日本、韩国航线收入占比分别为 9%、5%、5%、2%等。国航战略发展重点是构建枢纽航线网络枢纽核心为北京，覆盖国内、东南亚、欧美等，北京是国际国内很好的中转点，因此国航是国际国内并行。对于国际航线，国航的侧重点在于两方面：一是两舱市场；二是提高航权利用效率。

- 餐食及机务维修成本增长的原因

餐食成本上升并不主要来自物价上涨，主要原因是公司为提高服务水准，配餐标准提升，另外餐具餐车投入也有较大增长，这也是提升服务的一个方面。

机务成本上升，也主要与公司提升服务水平关联。例如在飞机清洁、客舱设施投入方面，都有提高。

- 国航运力增长计划及投放方向

2011 年国航计划引进 55 架飞机，退出 27 架，净增 28 架，至年底可用客公里约增 9%。

2012-2013 年，国航将优化机型结构，解决一些历史包袱，淘汰一些老旧飞机。

运力安排方面，未来主要的投向是国际市场，国内市场主要寻找一些区域机会，如公司成立大连航空主要是为做实东北市场，成立北京航空则是定位公务机市场。

- 关于航油套保

目前还余有约 20 万吨航油套保，至 2011 年 11 月到期。以后国航还会根据需要适时开展一些航油套保。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。