



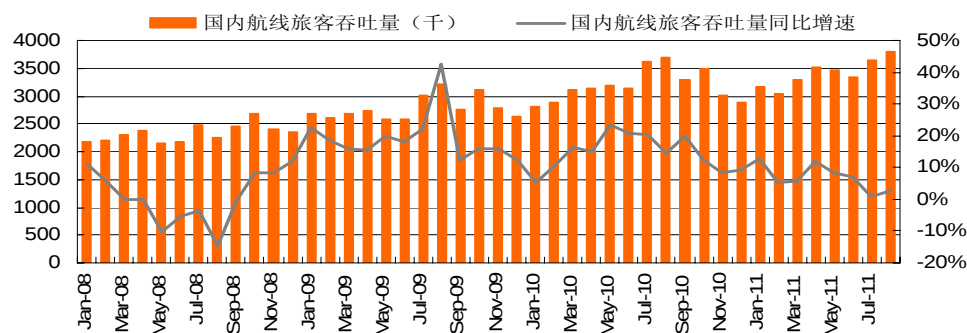
## 8 月份需求增速小幅提升

8 月份旅客吞吐量增速较 7 月份有小幅提升

合计旅客吞吐量同比增长 3.47%

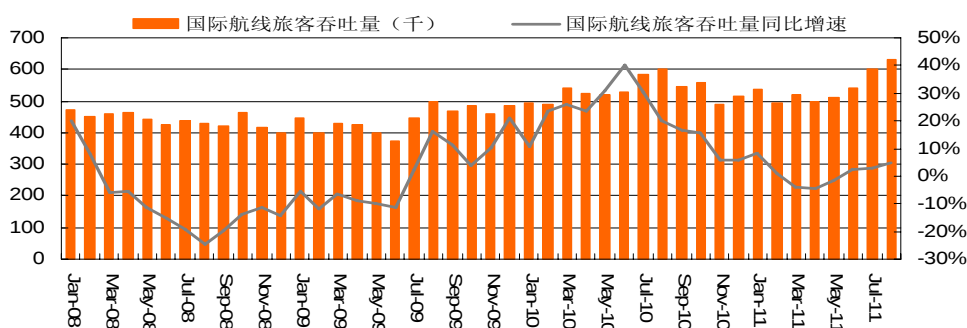
8 月份中国国航合计旅客吞吐量同比增长 3.47%，其中国内航线同比增长 2.79%，国际航线同比增长 4.88%，地区航线同比增长 14.79%，合计旅客吞吐量同比增速较前 7 月有小幅提升。

图 1： 中国国航国内航线旅客吞吐量发展趋势



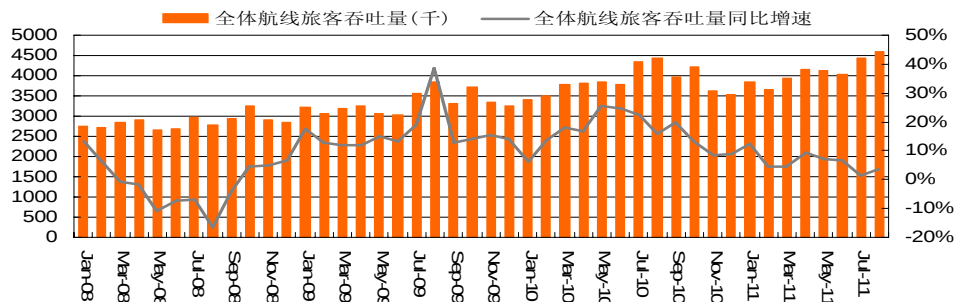
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

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

图 3： 中国国航全体航线旅客吞吐量发展趋势

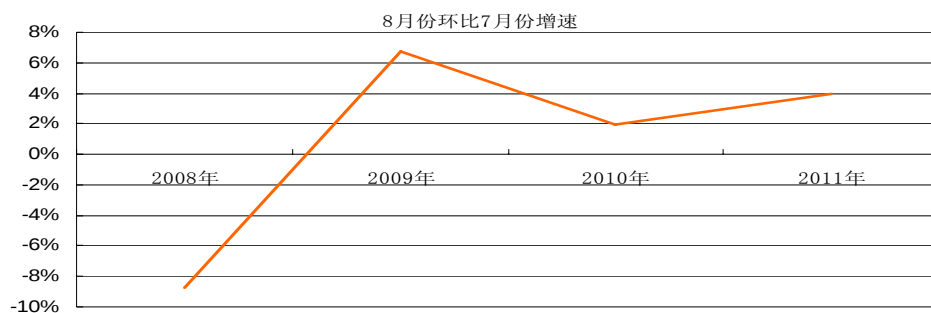


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

考虑到 2010 年世博会以来航空数据的高基数以及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数据增进行历年对比。

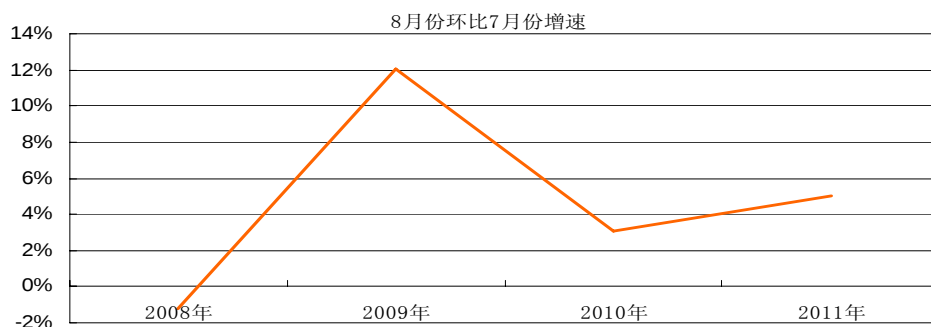
通过比较 2008 年以来的当年 8 月份环比 7 月份增速可以看出，国内航线、国际航线、合计航线今年 8 月份环比 7 月份的增速均比 2010 年有小幅提升，说明今年 8 月份中国国航的旅客吞吐量增速虽然绝对水平依然较低，但相对于 7 月份依然有小幅的改善，总体而言并未使目前市场普遍预期的均衡增速水平进一步降低。

图 4： 中国国航国内航线旅客吞吐量 8 月份环比 7 月份增速发展趋势



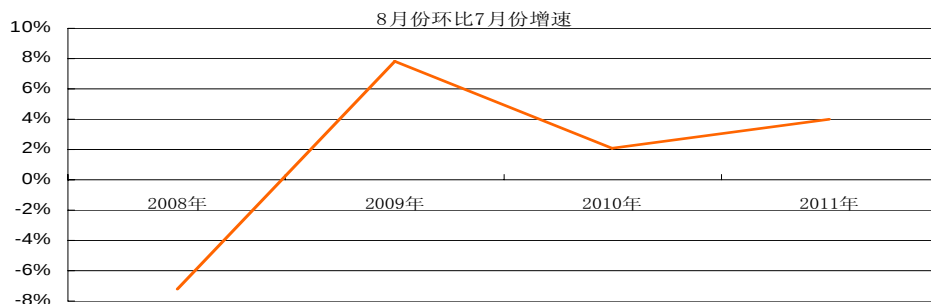
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图 5： 中国国航国际航线旅客吞吐量 8 月份环比 7 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 6： 中国国航全体航线旅客吞吐量 8 月份环比 7 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

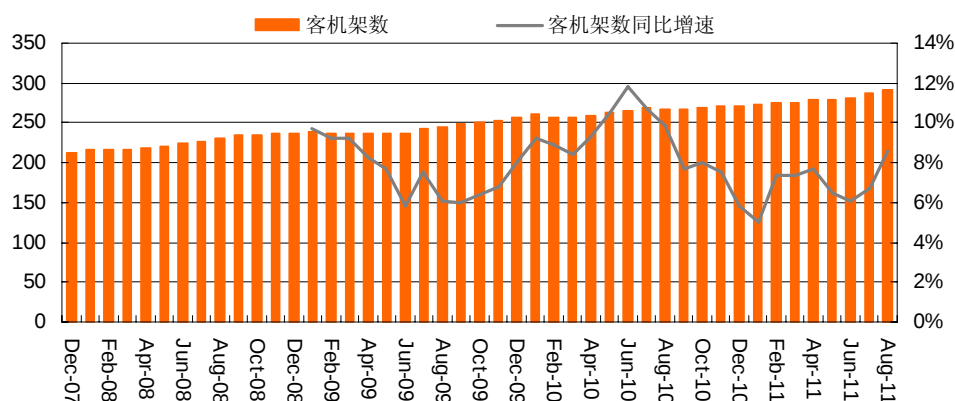
## 8 月份供给增速有所提升，增速约为 8.5%

我们依然从两个维度来衡量航空公司的运力供给，首先观察飞机座位数的同比增速，其次观察 ASK 的同比增速，在航距基本保持不变的前提下，我们认为飞机座位数的同比增速对于真实供给的考量更具意义，具体的内涵我们将在行业 8 月份数据点评中加以详细说明，通过考察 8 月份飞机架数同比增速（用以大概代表飞机座位数同比增速），我们认为国航在 8 月份的供给增速基本保持稳定，增速约为 8.5%。

## 8 月份飞机引进增速保持稳定

截至 8 月底国航飞机总数为 302 架，其中客机总数为 292 架，客机总架数同比增长 8.58%，客机架数同比增速较 7 月份有所提升。

图 7： 中国国航客机架数发展趋势

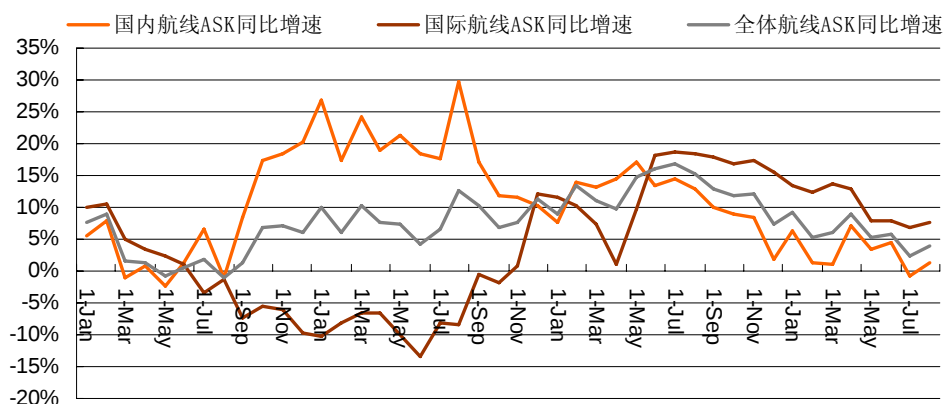


资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 8 月份 ASK 增速小幅提升，同比增长约 4%

2011 年 8 月份中国国航全体航线 ASK 同比增长 3.98%，其中国内航线 ASK 同比增长 1.39%，国际航线同比增长 7.51%，地区航线同比增长 13.51%，8 月份 ASK 同比增速较 7 月份有小幅提升，并进一步延续 2011 年以来国际航线运力大于国内航线运力增速的局面。

图 8： 中国国航 ASK 发展趋势



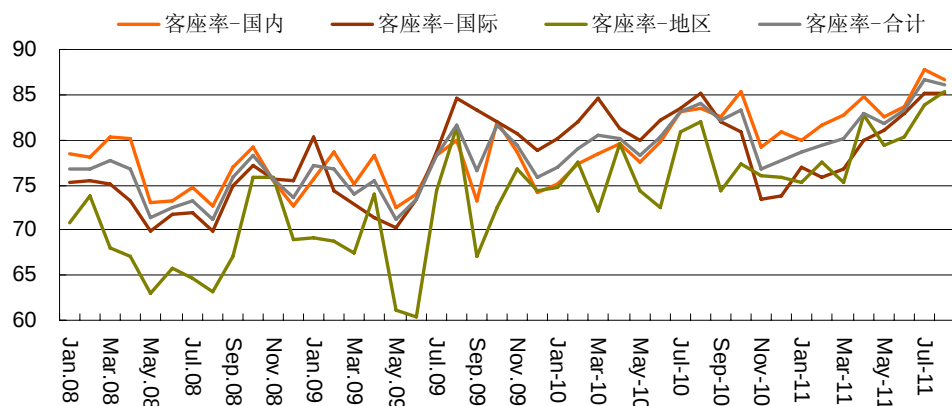
资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 8 月份客座率继续同比提升

从客座率来看，8 月份全体航线平均客座率为 86.10%，环比小幅下降，同比上升，其中国内航线客座率 86.7%，同比提升 3.20 个点，环比下降 1.00 个点。

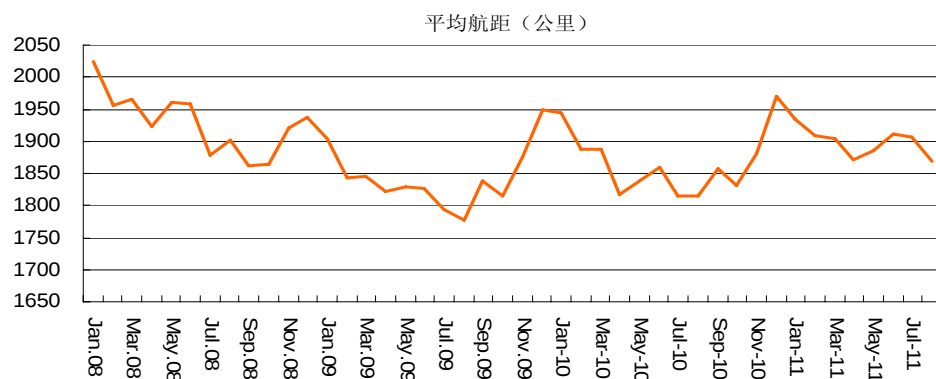
由于客座率由 RPK/ASK 计算得出，因此客座率指标只能在一定程度上衡量公司的产能利用率指标，由于 8 月份座位数增速超过 ASK 增速，而公司的平均航距也没有明显下降，因此我们估计公司在 8 月份的飞机利用小时是同比下降的，导致公司的 ASK 增速低于座位数增速，在此基础上，我们认为公司今年以来持续的客座率同比提升在衡量公司产能利用率提升这一点上是打了一定折扣的。

图 9： 中国国航客座率发展趋势



仍资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

图 10： 中国国航平均航距发展趋势



仍资料来源：华泰联合证券研究所、公司网站

## 投资建议：增持

### 维持“增持”评级

我们维持关于行业“增持”的投资评级，但观点较前段时间趋于谨慎，原因一方面在于本月以来需求数据虽有小幅提升，但未明显改善，座位数增速大于旅客吞吐量增速的格局依旧，同时我们认为今年以来客座率同比持续提升的局面大部分原因可能是由于时刻限制、机场拥堵造成利用小时下降，从而导致 ASK 增速低于座位数增速所造

成，进而导致毛利率提升与客座率提升并不同步，这一点从今年上半年行业客座率提升，但毛利率同比下降来证明（当然毛利率同比下降的部分原因在于油价的大幅上涨），公司方面，我们维持公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.92 元/股、0.80 元/股、0.95 元/股，维持“增持”的投资评级。

### 风险因素：

需求持续低于预期、油价大幅上涨、偶然因素导致的需求大幅下降。

**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          | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>   | 20988       | 16254        | 17722        | 32609        | <b>营业收入</b>     | 80963       | 90891        | 99805        | 10978        |
| 现金            | 15011       | 9089         | 9980         | 24089        | 营业成本            | 61005       | 72258        | 80842        | 86731        |
| 应收账款          | 3181        | 4454         | 4892         | 5381         | 营业税金及附加         | 1608        | 2105         | 2495         | 2745         |
| 其他应收款         | 1139        | 905          | 828          | 972          | 营业费用            | 5503        | 5635         | 6188         | 6807         |
| 预付账款          | 684         | 361          | 404          | 434          | 管理费用            | 2340        | 2712         | 2994         | 3294         |
| 存货            | 932         | 1445         | 1617         | 1735         | 财务费用            | -540        | -1316        | 67           | 800          |
| 其他流动资产        | 42          | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失          | 2098        | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>  | 13423       | 13775        | 14036        | 14132        | 公允价值变动收         | 1744        | 1000         | 600          | 0            |
| 长期投资          | 15523       | 15523        | 15523        | 15523        | 投资净收益           | 3573        | 2000         | 3000         | 3500         |
| 固定资产          | 88225       | 10261        | 11012        | 11354        | <b>营业利润</b>     | 14264       | 12496        | 10819        | 12910        |
| 无形资产          | 2868        | 2803         | 2738         | 2673         | 营业外收入           | 848         | 350          | 350          | 350          |
| 其他非流动资产       | 27616       | 16819        | 11984        | 9594         | 营业外支出           | 87          | 8            | 8            | 8            |
| <b>资产总计</b>   | 15522       | 15401        | 15808        | 17393        | <b>利润总额</b>     | 15025       | 12838        | 11161        | 13252        |
| <b>流动负债</b>   | 50633       | 37422        | 33765        | 35103        | 所得税             | 2570        | 1926         | 1674         | 1988         |
| 短期借款          | 15703       | 4289         | 232          | 0            | 净利润             | 12455       | 10912        | 9487         | 11264        |
| 应付账款          | 9426        | 10839        | 12126        | 13010        | 少数股东损益          | 247         | 257          | 223          | 265          |
| 其他流动负债        | 25503       | 22295        | 21407        | 22094        | 归属母公司净利         | 12208       | 10655        | 9264         | 10999        |
| <b>非流动负债</b>  | 62887       | 64856        | 64696        | 69777        | EBITDA          | 22300       | 20618        | 22320        | 26797        |
| 长期借款          | 31923       | 0            | 31923        | 31923        | EPS (元)         | 1.05        | 0.92         | 0.80         | 0.95         |
| 其他非流动负        | 30964       | 32933        | 32773        | 37853        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 11352       | 10227        | 98461        | 10488        | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益        | 47          | 303          | 527          | 792          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本            | 12892       | 12203        | 12203        | 12203        | 营业收入            | 58.5%       | 12.3%        | 9.8%         | 10.0%        |
| 资本公积          | 16245       | 16245        | 16245        | 16245        | 营业利润            | 238.6       | -12.4%       | -13.4%       | 19.3%        |
| 留存收益          | 14694       | 23978        | 31111        | 40257        | 归属母公司净利         | 142.7       | -12.7%       | -13.1%       | 18.7%        |
| 归属母公司股        | 41653       | 51428        | 59100        | 68267        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 15522       | 15401        | 15808        | 17393        | 毛利率(%)          | 24.7%       | 20.5%        | 19.0%        | 21.0%        |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)          | 15.1%       | 11.7%        | 9.3%         | 10.0%        |
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | ROE(%)          | 29.3%       | 20.7%        | 15.7%        | 16.1%        |
| <b>会计年度</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 11.7%       | 10.7%        | 10.5%        | 13.6%        |
| <b>经营活动现金</b> | 19667       | 21998        | 19717        | 28103        | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润           | 12455       | 10912        | 9487         | 11264        | 资产负债率(%)        | 73.1%       | 66.4%        | 62.3%        | 60.3%        |
| 折旧摊销          | 8575        | 9438         | 11434        | 13087        | 净负债比率(%)        | 52.02       | 44.84        | 40.86        | 37.56        |
| 财务费用          | -540        | -1316        | 67           | 800          | 流动比率            | 0.41        | 0.43         | 0.52         | 0.93         |
| 投资损失          | -3573       | -2000        | -3000        | -3500        | 速动比率            | 0.40        | 0.40         | 0.48         | 0.88         |
| 营运资金变动        | 2624        | 14803        | 2958         | 3349         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 126         | -9839        | -1229        | 3102         | 总资产周转率          | 0.62        | 0.59         | 0.64         | 0.66         |
| <b>投资活动现金</b> | -14074      | -10874       | -11000       | -10500       | 应收账款周转率         | 29          | 23           | 21           | 21           |
| 资本支出          | 17324       | 14000        | 14000        | 14000        | 应付账款周转率         | 6.43        | 7.13         | 7.04         | 6.90         |
| 长期投资          | -287        | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | 2962        | 3126         | 3000         | 3500         | 每股收益(最新)        | 1.05        | 0.92         | 0.80         | 0.95         |
| <b>筹资活动现金</b> | 6074        | -17046       | -7825        | -3495        | 每股经营现金流         | 1.61        | 1.80         | 1.62         | 2.30         |
| 短期借款          | 6833        | -11414       | -4057        | -232         | 每股净资产(最         | 3.41        | 4.21         | 4.84         | 5.59         |
| 长期借款          | 13602       | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 641         | -689         | 0            | 0            | P/E             | 9.54        | 10.93        | 12.57        | 10.58        |
| 资本公积增加        | 5422        | 0            | 0            | 0            | P/B             | 2.79        | 2.26         | 1.97         | 1.71         |
| 其他筹资现金        | -20423      | -4943        | -3768        | -3263        | EV/EBITDA       | 7           | 8            | 7            | 6            |
| <b>现金净增加额</b> | 11568       | -5922        | 891          | 14108        |                 |             |              |              |              |

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

#### 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

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

