

航空板块有望迎来估值修复行情

——中国国航十月运营数据点评

民生精品---数据月报/交通运输行业

2011 年 11 月 16 日

一、事件概述

中国国航公布 10 月份运营数据。今年 1 至 10 月，国内、国际航线客货运营情况增速普遍下滑，但国内航线整体情况略好于国际航线。公司于 9 月、10 月在国际航线地运力投放大幅增加，国际航线客运实现较高增速，但客座率仍小幅回落。

二、分析与判断

国内航线维持较高景气度，客座率与 85% 的历史同期水平持平

10 月份国内航线高景气度持续，与 07 年和 10 年 10 月客座率全年峰值基本持平。国内航线投入力度不大，但已出现超过收入客公里增速的迹象。由于 11 和 12 月份是国内航线的相对淡季，我们认为未来两个月的客座率水平将维持在 80% 的水平。

国际航线运力投入加大，客座率回落到 78.7%

国际航线客座率从 80% 以上回落到 78.7%，主要是因为国航 9-10 月份国际航线运力投入持续加大。国际航线客座率是否好转主要受到全球经济基本面的影响，人民币升值带来的新增出境游需求只能对国际航线客座率起到部分支撑作用。欧美经济基本面仍然存在不确定性，国际航线短期内大幅增长的概率较低。

人民币升值仍然是未来两年航空公司净利润增长的主要来源

10 月份人民币兑美元升值幅度为 0.42%，继续保持较快升值幅度。由于外围经济的基本面走弱状况尚未改善，贸易逆差化的趋势仍将持续，10 月份的 pmi 新出口订单指数回落到 48.60 已经反映了这一预期，我们仍然维持长期 6.1% 的目标汇率。从中长期角度，人民币升值仍然是未来两年航空公司净利润增长的主要来源。

10 月 WTI 原油出现 19% 的触底反弹，或打开油价上调窗口

在全球经济悲观预期影响下，WTI 原油价格从 4 月 113 美元/桶跌至 9 月 79 美元/桶，跌幅达 43% 以上。10 月份以来，国际油价迅速反弹至 90 美元/桶以上，主要原因是欧债危机逐步趋稳、美国失业数据有所好转及伊朗核危机的短期刺激。我们认为，在航空燃油附加费联动机制确立的背景下，近期油价反弹超预期影响明显被弱化。

目前整个航空运输板块市净率水平接近 2 倍，进入反弹敏感区间

2006 年和 2008 年，航空板块市净率跌入 2 倍区间后，均出现了强劲的估值修复行情。从板块基本面来看，业绩增长基本为市场共识，目前股价更多反应的是对宏观经济的悲观预期。随着通胀和房地产价格的逐步回落，对增长的担忧正在成为政策多空博弈的关键。在政策压力减轻的预期下，航空板块有望迎来估值修复行情。

三、盈利预测与投资建议

预计中国国航 2011、2012 年每股盈利为 0.91 元、1.07 元，对应 PE 为 13.25 倍和 11.19 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

国内经济出现硬着陆、大盘系统性风险。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS				PE			民生评级
	2011-11-16	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
中国国航	7.97	0.95	0.91	1.07	14.45	13.25	11.19	强烈推荐	

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

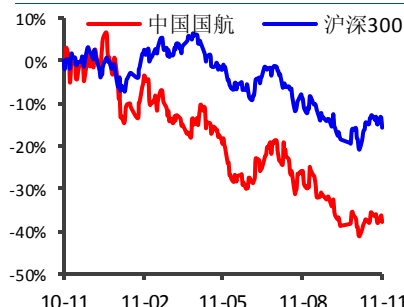
维持评级

合理估值： 10 元

交易数据 (2011-11-16)

收盘价	7.97
近 12 个月最高/最低	17.08/7.50
总股本 (百万股)	12891.95
流通股本 (百万股)	12251.36
流通股比例	95.03%
总市值 (亿元)	1027.49
流通市值 (亿元)	976.43

该股与沪深 300 走势比较



分析师

策略分析师：张琢

执业证号：S0100511010002

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

邮箱：sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

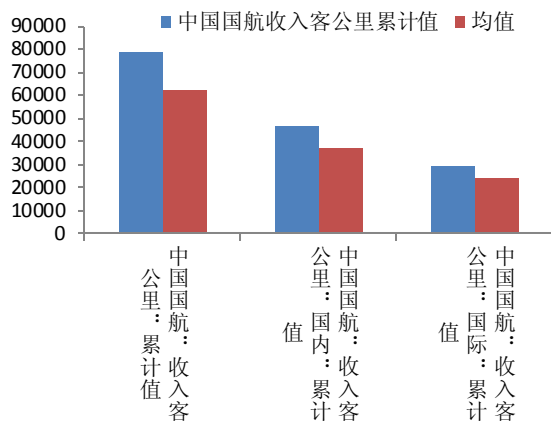
相关研究

《交通运输行业专题研究：航空运输板块期待超跌反弹——交通运输行业基本面&趋势分析》 2011-09-23

《交通运输行业专题报告——2011 年半年报杜邦分析》 2011-09-07

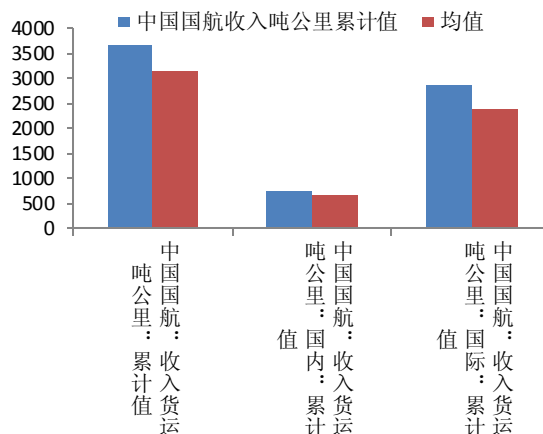
《上半场布局，下半场收获——航空业中报点评&业绩展望》 2011-08-30

图 1: 国航收入客公里累计值好于历史平均水平



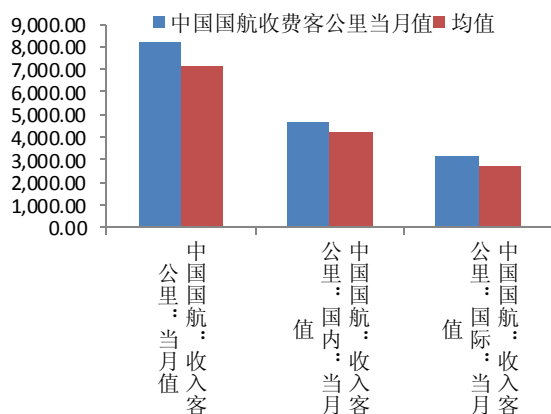
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 2: 国航收入货运吨公里累计值好于历史平均水平



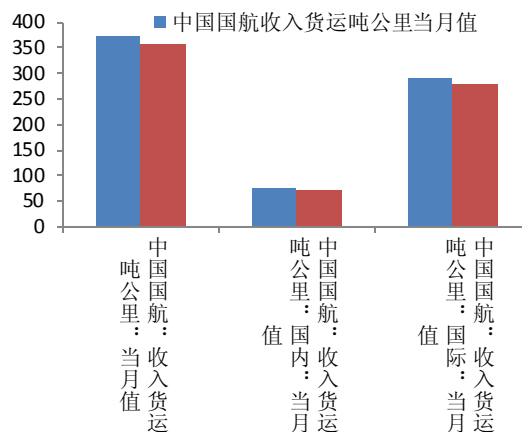
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 3: 国航收入客公里当月值好于历史平均水平



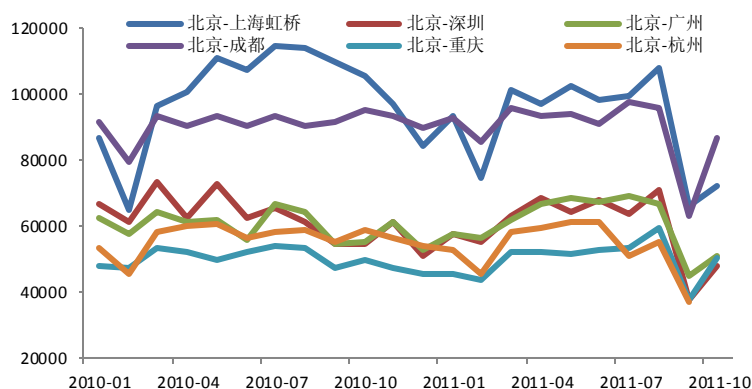
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 4: 国航收入货运吨公里当月值好于历史平均水平



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 5: 相比九月低点, 十月各航线有所反弹



资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	80,963	93,887	110,104	131,182
减：营业成本	61,005	70,156	82,784	99,340
营业税金及附加	1,608	2,184	2,664	2,944
销售费用	5,503	6,666	7,839	9,190
管理费用	2,340	2,028	3,017	3,407
财务费用	(540)	(1,712)	(1,366)	(882)
资产减值损失	2,098	200	200	200
加：投资收益	3,573	700	800	900
二、营业利润	14,264	15,066	15,766	17,883
加：营业外收支净额	761	296	719	592
三、利润总额	15,025	15,362	16,485	18,475
减：所得税费用	2,570	3,602	2,577	3,460
四、净利润	12,455	11,759	13,909	15,015
归属于母公司的利润	12,208	11,675	13,831	14,851
五、基本每股收益 (元)	0.95	0.91	1.07	1.15

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	21.42	13.53	11.53	10.41

成长能力:

营业收入同比	58.45%	15.96%	17.27%	19.14%
营业利润同比	238.6%	5.6%	4.6%	13.4%
净利润同比	150.18%	-5.58%	18.28%	8.0%

营运能力:

应收账款周转率	30.09	26.89	26.49	26.80
存货周转率	86.89	85.35	78.63	80.71
总资产周转率	0.62	0.62	0.71	0.77

盈利能力与收益质量:

毛利率	24.7%	25.3%	24.8%	24.3%
净利率	15.1%	12.4%	12.6%	11.3%
总资产净利率 ROA	9.5%	7.7%	8.9%	8.8%
净资产收益率 ROE	37.9%	24.2%	22.2%	19.5%

资本结构与偿债能力:

流动比率	0.41	0.12	0.26	0.28
资产负债率	73.1%	82.2%	64.6%	64.3%
长期借款/总负债	28.1%	28.0%	39.4%	42.0%

每股指标:

每股收益	0.95	0.91	1.07	1.15
每股经营现金流量	1.53	1.09	1.45	1.66
每股净资产	3.23	4.32	5.39	6.56

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	15,011	0	0	0
应收票据	14	8	11	16
应收账款	3,181	3,803	4,510	5,280
预付账款	684	662	820	1,003
其他应收款	1,139	1,398	1,416	1,828
存货	932	1,268	1,533	1,718
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	20,988	7,138	8,290	9,845
长期股权投资	15,523	17,923	18,163	20,563
固定资产	88,225	94,335	99,837	107,358
在建工程	23,518	27,938	33,622	40,919
无形资产	2,868	2,581	2,294	2,007
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	134,231	142,777	153,916	170,847
资产总计	155,220	149,915	162,206	180,693
短期借款	15,703	40,363	12,335	12,335
应付票据	387	1,291	1,184	1,291
应付账款	9,426	11,328	13,399	15,823
预收账款	125	98	124	169
其他应付款	4,631	3,295	3,383	3,780
应交税费	2,999	1,945	2,000	2,000
其他流动负债	17,361	0	0	0
流动负债合计	50,633	58,320	32,425	35,399
长期借款	31,923	34,460	41,244	48,885
其他非流动负债	30,964	30,421	31,089	31,980
非流动负债合计	62,887	64,881	72,333	80,865
负债合计	113,520	123,202	104,758	116,264
股本	12,892	12,892	12,892	12,892
资本公积	16,245	16,245	16,245	16,245
留存收益	14,694	26,369	40,199	55,050
少数股东权益	47	131	209	373
所有者权益合计	41,699	55,637	69,546	84,560
负债和股东权益合计	155,220	178,839	174,304	200,824
		28,924	12,098	20,132

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	19,667	13,999	18,726	21,340
投资活动现金流量	(14,074)	(17,195)	(16,142)	(22,520)
筹资活动现金流量	6,074	28,366	(19,210)	9,414
现金及等价物净增加	11,568	25,170	(16,626)	8,234

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。