

证券研究报告

交通运输

推荐 (维持)

证券分析师

储海
投资咨询资格编号 S1060511010024
电话 021-33830373
邮箱 Chuhai260@pingan.com.cn

联系人

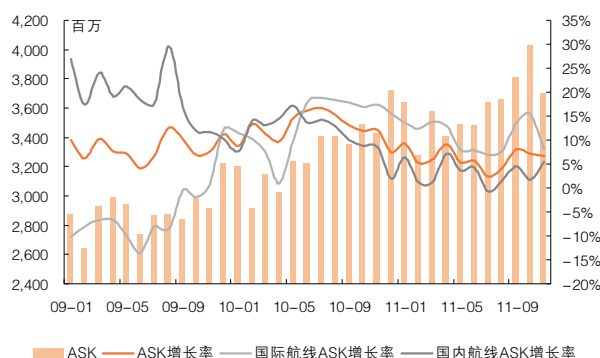
孙超
一般证券从业资格编号 S1060111110011
电话 0755-22625974
邮箱 sunchao484@pingan.com.cn

中国国航 (601111)

增速反弹源于基数效应

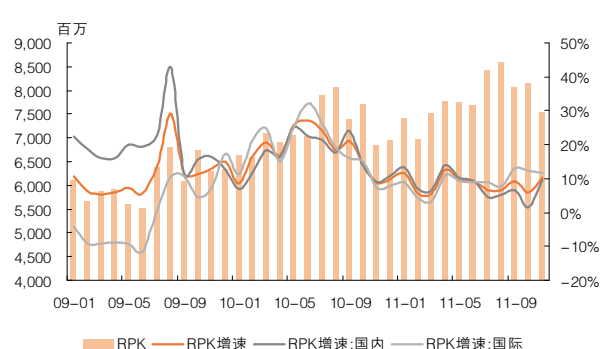
- **事项：**中国国航发布 11 月生产经营数据。公司 11 月 ASK、RPK 分别同比增长 6.58%、10.31%，环比 10 月下滑 4.21%、7.58%。客座率为 79.5%，同比增长 2.7 个百分点，环比下滑 2.9 个百分点，货邮载运率为 57.1%，同比下降 7.5 个百分点，环比上升 1 个百分点。
- **国内运量增速回归正常。**11 月国航国内 RPK 同比增长 9.46%，是下半年以来运量增速的高点。我们认为，11 月增速的明显加快，主要源于去年 11 月世博会结束之后市场处于真空期，国内客流量环比大幅度下降，基数较小所致。公司在国内的运力投放增速虽有所放大，但仍然在 6% 以内，运力增长不足的状况仍然在持续。
- **12 月国内运力增速仍然会保持较低速度。**公司今年实际引进的运力将在 25 架左右，运力低增长已成定局。今年 12 月国内航空市场也受到需求不足的影响，运力相比 11 月也在持续缩减，因此预计公司 12 月国内运力增速会继续保持在 6% 以内的低增长。
- **国际运力运量小幅放缓。**公司国际运力的增速再次回落至 10% 以内，而运量的增长也存在着与国内相同的情况，去年 11 月市场明显降温使运量增速明显快于下半年以来的其它各月。公司国际航线客座率仅为 75.8%，是今年以来的最低点，我们认为国际航线目前的盈利状况并不理想，是国际运力增长减速的主要原因。
- **国际航线运力增速将继续回落。**目前国际航线票价仍然处于低点，预计公司不会加大在国际线的运力投入。去年 12 月公司国际运力环比 11 月增长超过 8%，预计今年 12 月国际运力环比将持平，因此 12 月国际运力同比增速将继续放缓。相对应，运量的增长也将放缓，国际航线客座率维持在 75%-77% 之间。
- **国际货运业务仍然处于低迷状态。**目前欧美国际航空货运的需求仍然疲软，而运力的供给却十分充足，导致公司国际货运的载运率仅为 62%，同比下降了 8 个百分点。国际货运业务受到国际经济的影响，预计短期内景气度难以恢复。
- **明年业绩增长不确定性增加。**公司受到人民币贬值的影响预计四季度汇兑收益将明显减少。国内国际航线由于票价增长幅度较小，而成本同比上升明显，将导致 11、12 月公司业绩有可能负增长。在目前宏观经济下，明年航空需求增长也将受到影响，加上人民币升值等利好因素的消失，公司业绩增长的不确定性明显增加。
- **维持对公司“推荐”的投资评级。**公司业绩受到外界经济环境影响，可能有明显回落的过程。但目前公司估值水平相对偏低，欧美再次释放流动性的可能性较大，有可能带动国际航线的需求增长。预计 11-13 年 EPS 分别为 0.76、0.69、0.74，对应 12 月 12 日收盘价的 PE 为 8.5、9.4、8.7，维持对公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**宏观紧缩政策持续以及航空公司发生意外事件，有可能影响公司生产量及业绩增长。

图表1 国航运力增速保持在较低水平



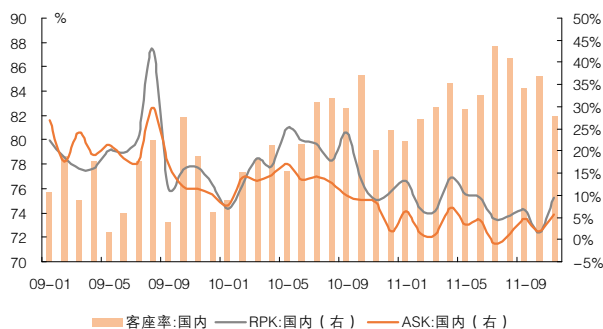
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 国航国内运量增速小幅回升



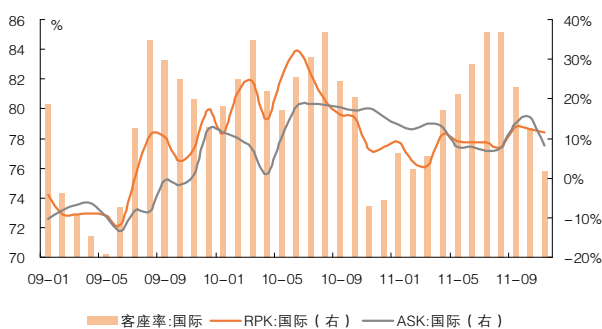
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 国内运力供给增速保持低水平



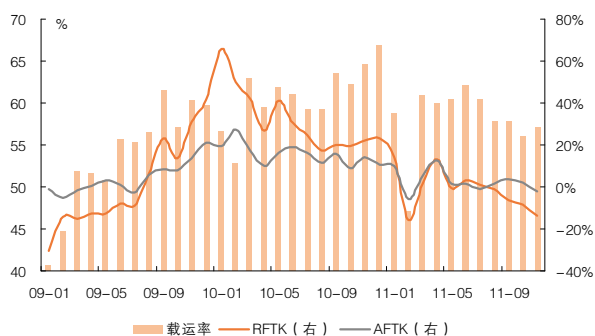
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 国际航线客座率处于较低水平



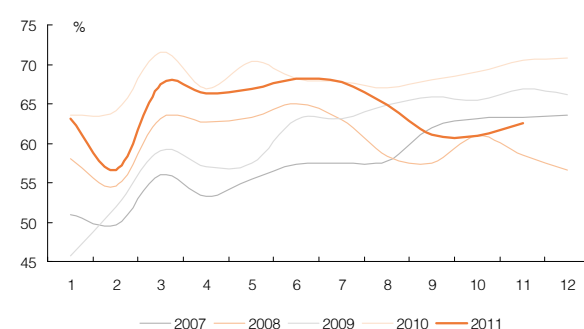
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 航空货运处于下滑通道



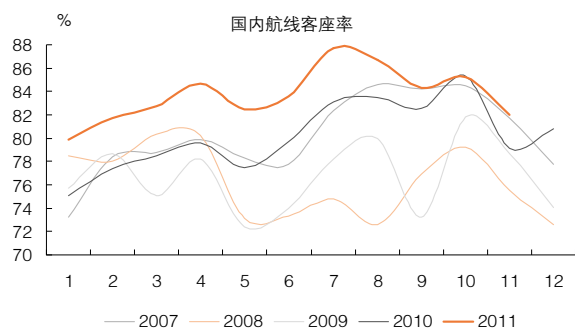
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 国际货邮载运率处于历史低位



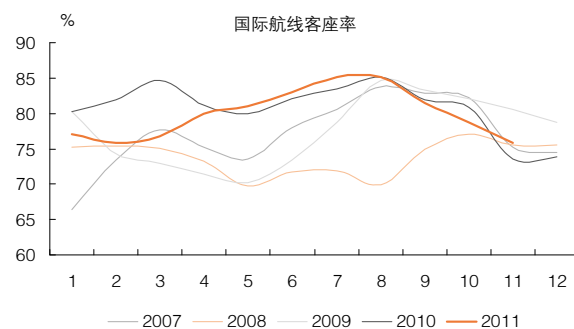
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 国内航线客座率处于历史高点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 国际航线客座率显出颓势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20988	24294	26131	28017
现金	15011	17695	18956	20300
应收账款	3181	3863	4144	4413
其他应收款	1139	832	966	1092
预付账款	684	721	802	864
存货	932	1166	1244	1328
其他流动资产	42	17	18	20
非流动资产	134231	155765	172537	185529
长期投资	15523	15584	15584	15584
固定资产	88225	123556	145234	160322
无形资产	2868	2716	2565	2414
其他非流动资产	27616	13909	9154	7210
资产总计	155220	180058	198668	213545
流动负债	50633	63618	69868	73122
短期借款	15703	27120	32276	34509
应付账款	9426	12248	13027	13844
其他流动负债	25503	24251	24566	24769
非流动负债	62887	66209	71451	76849
长期借款	31923	36923	41923	46923
其他非流动负债	30964	29286	29527	29926
负债合计	113520	129828	141319	149971
少数股东权益	47	251	437	638
股本	12892	12892	12892	12892
资本公积	16245	16245	16245	16245
留存收益	14694	22921	29853	35878
归属母公司股东权益	41653	49980	56912	62936
负债和股东权益	155220	180058	198668	213545

现金流量表

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	19667	8748	10781	11858
净利润	12455	9955	9068	9778
折旧摊销	8575	1198	1463	1640
财务费用	-540	-1282	758	845
投资损失	-3573	-1674	-1674	-1674
营运资金变动	2624	1818	207	283
其他经营现金流	126	-1267	959	986
投资活动现金流	-14074	-21706	-17070	-13340
资本支出	17324	23316	18653	14922
长期投资	-287	0	0	0
其他投资现金流	2962	1610	1582	1582
筹资活动现金流	6074	15642	7551	2825
短期借款	6833	11417	5155	2233
长期借款	13602	5000	5000	5000
普通股增加	641	0	0	0
资本公积增加	5422	0	0	0
其他筹资现金流	-20423	-775	-2604	-4408
现金净增加额	11568	2684	1261	1343

利润表

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	80963	95439	102243	109487
营业成本	61005	76307	81406	86926
营业税金及附加	1608	999	1013	1061
营业费用	5503	6487	6950	7442
管理费用	2340	2758	2955	3164
财务费用	-540	-1282	758	845
资产减值损失	2098	0	0	0
公允价值变动收益	1744	100	0	0
投资净收益	3573	1674	1674	1674
营业利润	14264	11944	10836	11723
营业外收入	848	500	500	500
营业外支出	87	0	0	0
利润总额	15025	12444	11336	12223
所得税	2570	2489	2267	2445
净利润	12455	9955	9068	9778
少数股东损益	247	204	186	201
归属母公司净利润	12208	9751	8882	9578
EBITDA	22300	11860	13057	14208
EPS (元)	0.95	0.76	0.69	0.74

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.5%	17.9%	7.1%	7.1%
营业利润	238.6%	-16.3%	-9.3%	8.2%
归属于母公司净利润	142.7%	-20.1%	-8.9%	7.8%
获利能力				
毛利率(%)	24.7%	20.0%	20.4%	20.6%
净利率(%)	15.1%	10.2%	8.7%	8.7%
ROE(%)	29.3%	19.5%	15.6%	15.2%
ROIC(%)	11.9%	7.4%	7.1%	7.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.1%	72.1%	71.1%	70.2%
净负债比率(%)	52.0%	57.9%	60.5%	61.8%
流动比率	0.41	0.38	0.37	0.38
速动比率	0.39	0.36	0.35	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.57	0.54	0.53
应收账款周转率	29	27	25	25
应付账款周转率	7.38	7.04	6.44	6.47
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.76	0.69	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	0.68	0.84	0.92
每股净资产(最新摊薄)	3.23	3.88	4.41	4.88
估值比率				
P/E	8.4	10.5	11.6	10.7
P/B	2.47	2.06	1.81	1.63
EV/EBITDA	6.3	11.9	10.8	9.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257