

寡头垄断格局固化，航空公司明年业绩有望大幅改善



投资要点

- **寡头垄断格局固化，价格水平稳步提升。**在经历了 2008 年的金融危机之后，行业格局出现重大变化，行业的集中度大幅提高。四大航空集团所占市场份额达到了 91%，各航空公司在主基地的市场份额更是大幅提高，形成了较稳定的寡头垄断格局。在新的行业格局下，国内机票价格连年上涨，即使是在 2012 年市场需求增速下降的情况下，机票价格仍然保持高位。
- **中长期行业仍处于上升阶段，未来稳定增长无悬念。**航空运输的增速一直高于 GDP 的增速，随着非公出行和国际旅行在航空出行的比重越来越高，未来个人消费驱动的航空运输总量增长的主要动因，从与其它国家对比来看，目前我国的人均乘机次数只相当于美国的 9.2%，增长潜力较大。
- **需求减缓和汇率影响盈利，预计明年业绩将有望大幅改善。**受宏观经济不振影响，今年上半年航空市场需求萎靡，行业增速有所下降。1-6 月份，旅客周转量同比增长 11.06%，旅客承运量增长 8.86%，拖累全行业客座率水平下滑 0.46 个百分点至 80.82%。虽然行业整体增速有所下滑，但是今年以来票价水平有所上升，我们认为寡头垄断格局下的价格形成机制已经相当成熟，明年的票价水平预期将继续维持高位，客座率水平在今年下跌之后有望触底反弹。带动整个行业毛利率水平提升。人民币汇率在今年贬值达到一定幅度之后预期明年企稳或者反转的概率加大，两大因素有望推动航空行业明年业绩大幅回升，我们认为航空业相关公司在股价大幅调整后已经显现投资价值。

投资策略与建议：

- 我们认为中国国航（601111，增持）拥有最好的航线网络资源和结构，公司各项经营指标长期高于竞争对手的情况有实际资源支撑，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.24、0.37、0.56 元，参考历史相对估值，给予目标价格 6.5 元，首次给予增持评级。
- 东方航空（600115，增持）拥有较好的航线资源，行业整合之后在主基地的优势明显，公司经营管理纵比改善较大，是近年来唯一一家客座率水平保持增长的企业，未来业绩持续提高有行业结构改善和内部经营水平提高的支撑，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.19、0.32、0.44 元，根据可比公司估值法，目标价格 4 元，首次给予增持评级。

风险提示

航空行业受宏观需求面、汇率变动和燃油价格变动等不可控因素的影响较大，公司短期盈利具有较大的不确定性。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

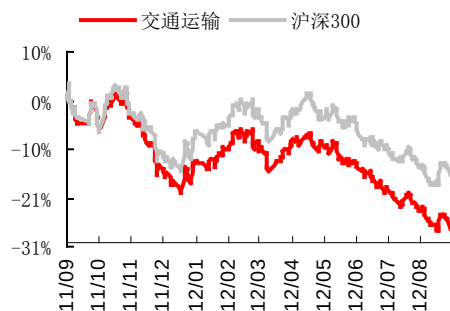
行业

交通运输

报告发布日期

2012 年 09 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2011	2012E	2013E	2014E	目标价	评级
中国国航	4.71	0.58	0.24	0.37	0.56	6.50	增持
东方航空	3.23	0.43	0.19	0.32	0.44	4.00	增持
南方航空	3.32	3.70	0.52	0.14	0.23	0.30	中性

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师

杨宝峰

021-63325888*6099

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120005

联系人

蒋必武

021-63325888*6067

jiangbiwu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

行业重回寡头垄断，国内票价水平稳步提升	5
市场化改革波折不断，行业准入门槛高	5
行业高度集中，寡头垄断格局固化	6
新格局下价格不断提升	9
高价格水平有利于提高盈利水平	11
稳定格局下价格形成机制趋于成熟，高票价将长期持续	12
行业仍处于上升阶段，未来稳定增长将持续	14
航空运输行业将直接收益于经济转型	14
增长来源于枢纽机场国际航线和二线城市网络扩张	16
增长方式以规模扩张为主，行业结构稳定	18
2012 年业绩下滑夯实周期底部，明年有望触底反弹	18
人民币贬值是造成今年业绩下滑主要原因，明年影响将降低	19
客座率下滑是运营收益下滑主要原因，明年有望企稳回升	21
明年高票价仍将维持	22
燃油波动已形成较成熟传导机制，对企业盈利影响下降	23
估值及建议	26
市盈率和市净率估值	26
相对沪深 300 估值	27
建议	28
风险提示	28
市场风险	28
政策风险	28
运营管理风险	28
图 1：中国民航业改革历程回顾	5
表 1：近年行业整合历史回顾	5
图 2：航空产业链开放程度	6
图 3：2011 年各航空（集团）公司运输总周转量比重	6
图 4：行业内主要公司（央企）	7
图 5：行业内主要公司（地方系）	8
图 6：行业内主要公司（民营）	8
表 2：主要机场市场集中度水平（前三个航空公司市场份额总和）	9
图 7：95-11 年美国国内航线价格变动	9
图 8：07-11 国际航线（亚洲及港澳）综合票价变化情况	10
图 9：07-11 国内航线综合票价变化情况	10

图 10: 各航空公司客公里收益 (预估值)	11
图 11: 毛利率与油价变化关系图	11
表 3: 毛利率与油价变化关系图	12
图 12: 02-11 年各公司利润水平变化	12
图 13: 航空运输行业市场与价格传导机制	12
图 14: 08 年客座率与价格的变化图	13
图 15: 2012 年客座率与价格的变化图	13
图 17: 中国旅客运输量增速与 GDP 增速关系	14
图 18: 美国旅客运输量增速与 GDP 增速关系	15
图 19: 城镇居民可支配收入	15
图 20: 航空出行目的分析	15
图 21: 国内旅游人次对比	16
图 22: 国内居民出境总人数	16
图 23: 2010 年中美航空运输量对比	16
表 4: 国内各大机场国内与国际运力对比	17
表 5: 国内机场与国际枢纽机场航点对比	17
图 24: 航空公司规模对比 (按旅客承运量, 百万人次)	18
图 25: 航空公司规模对比 (按飞机架数)	18
图 26: 中国国航 2012 年上半年盈利与去年同期对比	18
图 27: 东方航空 2012 年上半年盈利与去年同期对比	19
图 28: 南方航空 2012 年上半年盈利与去年同期对比	19
表 6: 汇率成本变动对公司业绩影响	20
图 29: 人民币兑美元变动情况	20
表 7: 2012 年上半年汇率变动对各公司业绩影响	20
表 8: 客座率变动对公司业绩影响敏感性分析*	21
表 9: 飞机利用率变动对公司业绩影响敏感性分析*	21
图 30: 2012 年民航业客座率与去年对比	22
图 31: 2012 年国航客座率与去年对比	22
图 32: 2012 年东航客座率与去年对比	22
图 33: 2012 年南航客座率与去年对比	22
表 10: 票价变动对公司业绩影响敏感性分析*	22
图 34: 07-12 年国内航线价格指数变化	23
图 35: 国内航空煤油与新加坡航油价格联动机制	24
图 36: 航空公司燃油成本与燃油附加费联动机制	24
表 11: 燃油成本变动对公司业绩影响	25
图 37: 新加坡航油离岸价格变动情况 (美元/桶)	25

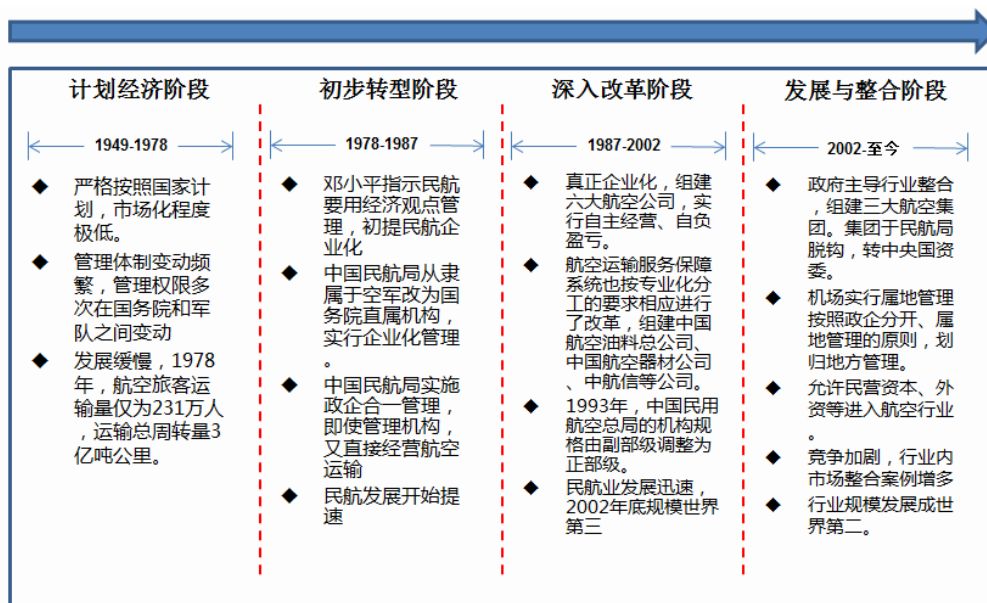
表 13：各公司历史及未来市盈率.....	26
表 14：各公司历史及未来市净率.....	26
图 38：各公司市盈率水平（剔除过高或负数值）	26
图 39：各公司市净率水平	27
表 12：各公司相对沪深 300 估值情况	27
图 40：中国国航相对沪深 300 估值.....	28
图 41：东方航空相对沪深 300 估值.....	28
图 42：南方航空相对沪深 300 估值.....	28

行业重回寡头垄断，国内票价水平稳步提升

市场化改革波折不断，行业准入门槛高

我国航空运输行业的市场化改革开始于上世纪 90 年代初期，改革的主要特征是确立航空企业的市场主体身份和运营与监管分开的运行机制。在行业运行机制大致确定以后，本世纪的前十年先后经历了两次大的行业整合，每次行业整合的直接结果是行业集中度大幅上升和行业的盈利水平明显改善。随着航空企业在市场氛围下的运行日益娴熟，行业结构的稳定使得航空企业自 2009 年以来进入历史最好的盈利时期。

图 1：中国民航业改革历程回顾



来源：东方证券研究所

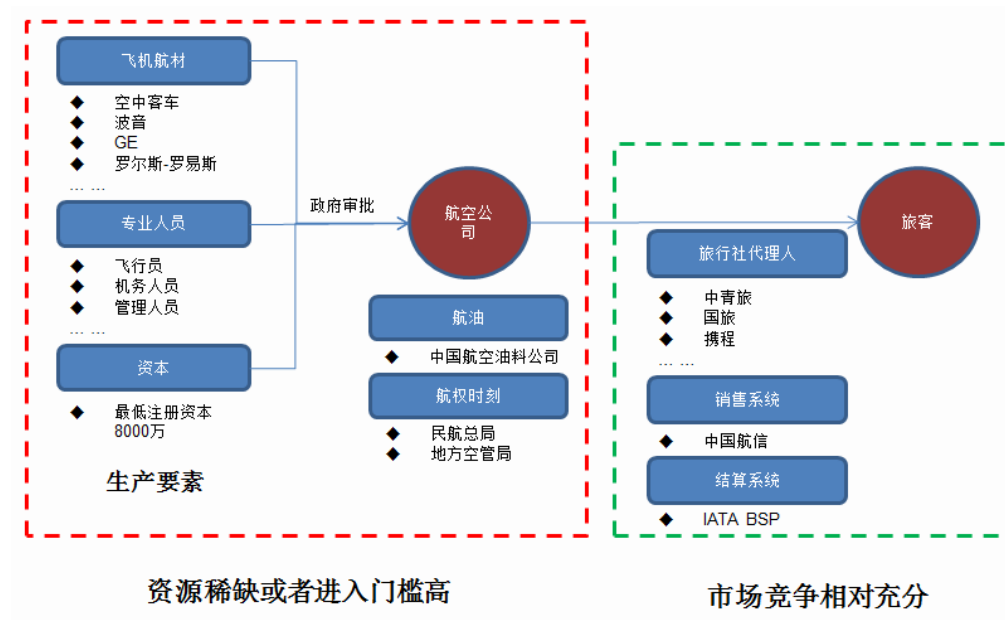
表 1：近年行业整合历史回顾

	2002	2009-2010
中国国际航空公司	联合中国航空总公司，西南航空	国家注资，重组东星航空，控股深圳航空
中国东方航空公司	兼并西北航空，联合云南航	国家注资，兼并上海航空
中国南方航空公司	联合北方航空公司，新疆航空公司	国家注资，组建重庆航空、珠海航空
其它	上规模的独立航空企业只剩下海南航空、上海航空、四川航空和深圳航空	上规模的独立航空只剩下海南航空、四川航空，另新出现规模较小的民营吉祥航空和春秋航空，行业格局奠定。

资料来源：东方证券研究所

从航空运输的产业链来看，航空企业的前端要素市场化程度较低，尤其是航空专业人员在供给上受制于培养机制的限制，收到严重制约。企业在申请和运营的各个环节需要面临较多的政府审批等限制，尤其是民航总局自 2007 年开始暂停新航空公司申请的受理，之后又大幅提高现有航空公司设立分子公司的门槛，使得该行业面临非常高的市场准入门槛。新的行业监管政策环境固化了现有的行业基本格局。

图 2：航空产业链开放程度

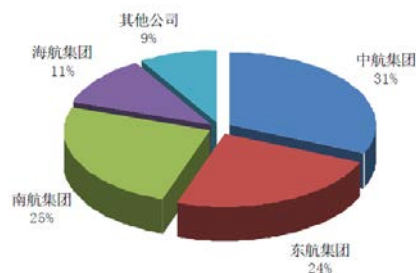


来源：东方证券研究所

行业高度集中，寡头垄断格局固化

经过 2008-09 年的行业整合，航空行业的集中度大幅提升。2011 年四大航空集团占据市场总量的 91%。由于航空公司的成长需要一个较长的自然积累期，目前行业内的小公司自然成长到能够对该四大集团构成挑战尚要较长时期，预计行业格局在未来的 3-5 年之内将维持现状，行业的集中度水平将得到维持，甚至进一步提高。

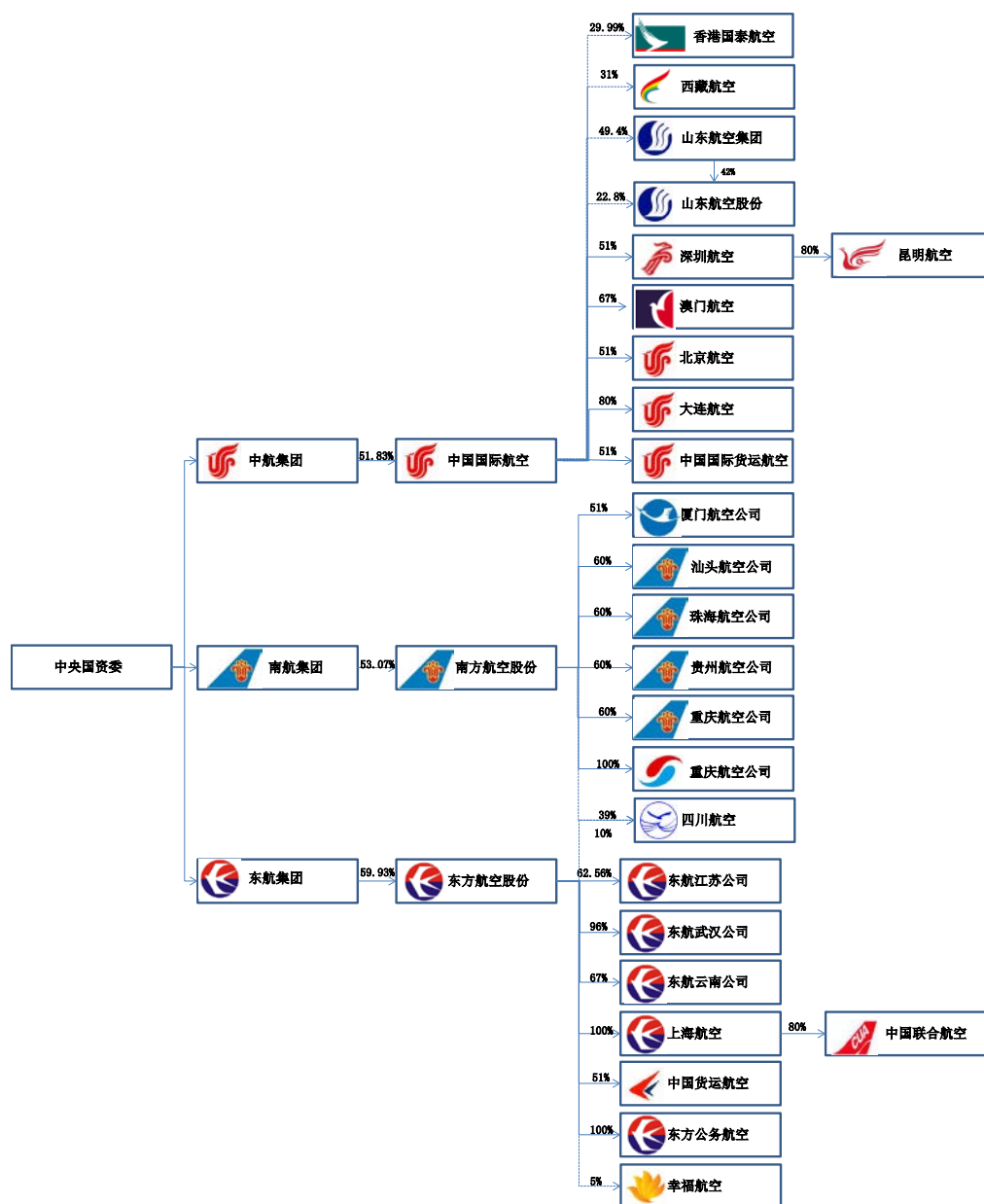
图 3：2011 年各航空（集团）公司运输总周转量比重



数据来源：中国民航总局

直属于中央国资委的三大航空集团是行业内的主要参与者，占据市场份额总数的 80%，在经历了 2008 年的经营危机之后，各公司的运营水平和财务状况都大幅改善，三大集团作为市场主力的状况在未来 3-5 年内将进一步巩固。

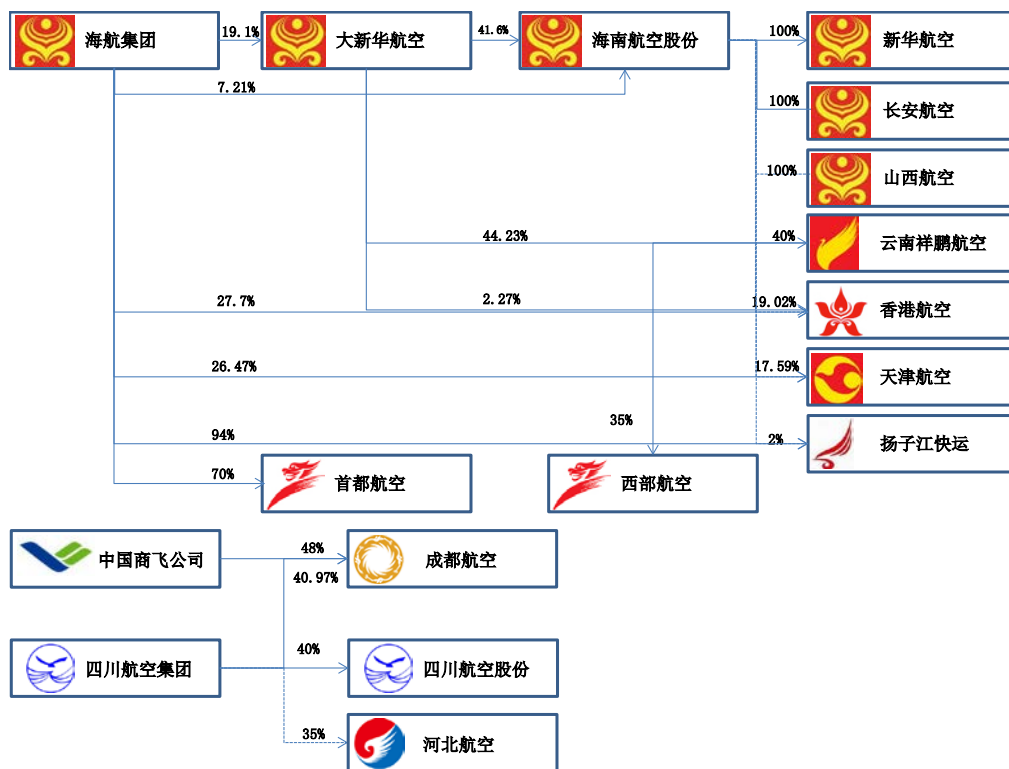
图 4：行业内主要公司（央企）



来源：东方证券研究所

海航集团是硕果仅存拥有独立经营决策权的 90 年代初起步的地方航空公司，目前已经成长为拥有多基地、多主体的集团航空公司，占整航空运输市场份额的 11%，其旗下的上市公司海南航空（600221，未评级）占集团业务总量的 60%左右。

图 5：行业内主要公司（地方系）



来源：东方证券研究所

中国的民营航空公司主要诞生于 2005-2006 年的政策开放窗口期，先后有多家航空公司经历过破产和重组的困难期，目前剩下的主要有上海的吉祥航空和春秋航空，以及几家支线航空和货运航空公司。民航航空公司运营的时期较短，虽然勉强度过最开始的生存期，目前的规模普遍偏小。以吉祥航空为例，其目前运营的飞机架数约为 26 架，只相当于国航集团飞机数量的 6%（按座位数算更低），公司主要以二线城市航线为主，短期内对整个行业格局不构成挑战。

图 6：行业内主要公司（民营）



来源：东方证券研究所

从局部市场上来看，随着 2008-09 年行业整合的结束，各基地航空公司在其所在基地的市场份额大幅提升，以上海为例，东方航空在浦东机场和虹桥机场的市场份额分别从整合前的 25%和 35%

左右提升到 39%和 52%，基本确立了在局部市场的领导地位。行业格局的改变直接影响了价格的形成机制，避免了各势均力敌公司之间激烈的价格战，从根本上改变了行业的盈利环境。

表 2：主要机场市场集中度水平（前三个航空公司市场份额总和）

机场	北京	上海浦东	上海虹桥	广州白云	深圳机场	厦门机场
市场份额	66.6%	56.4%	74.7%	77.3%	74.2%	64.1%

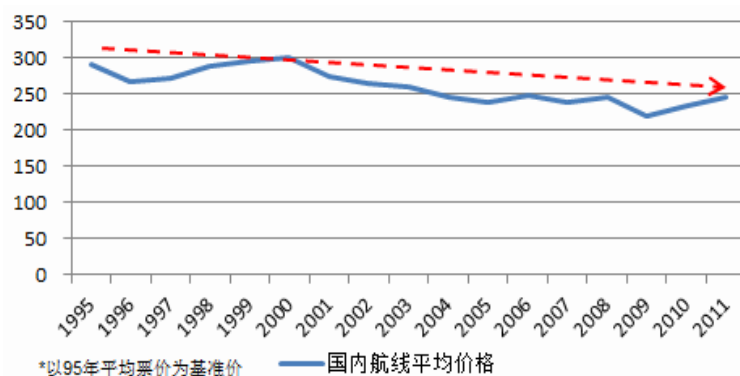
数据来源：东方证券研究所

由于航空运输行业在政策和市场方面都面临着进入的高门槛，即使是在政策放宽的前提下，新的市场进入者从初创到影响市场的格局仍然需要很长的时间。我们预计在未来 5 年内现有的以三大央企航空集团为核心，以海航等地方性国企为补充的行业格局不会发生重大变化。新的行业格局下避免了激烈的价格竞争，局部市场的垄断在未来相当长时期内将得以维持，我们认为航空公司将长期受益于此市场格局。

新格局下价格不断提升

与其它行业相比，航空运输行业最大的特点是差异化非常困难，造成公司之间的竞争主要以价格竞争为主，进而不断拉低行业价格水平，造成整行业的亏损。以美国为例，按可比价格计算，美国国内航空运输价格从 1995 年的 292 美元下滑到 2011 年的 246 美元，平均每年下滑 1.07%。

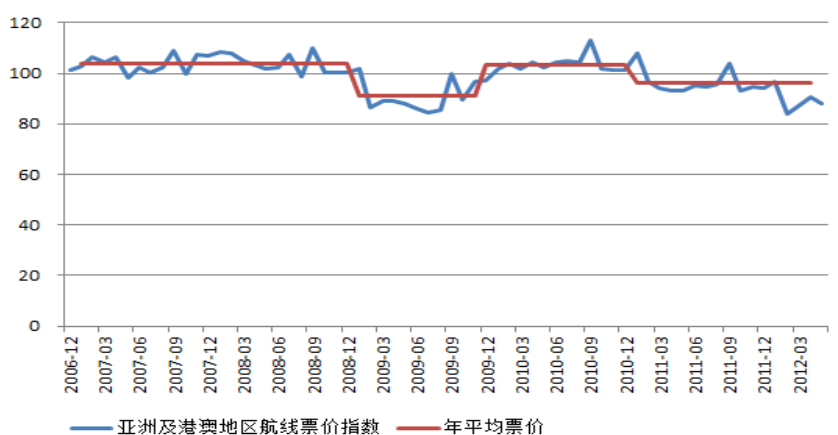
图 7：95-11 年美国国内航线价格变动



数据来源：Bureau of Transportation Statistics

我国的国际航线票价水平也表现出类似的特征，价格水平表现出波动向下的趋势。

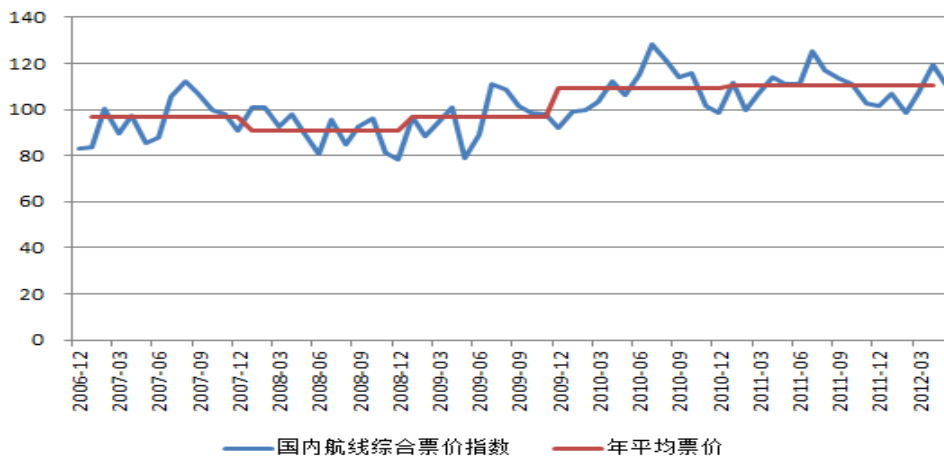
图 8：07-11 国际航线（亚洲及港澳）综合票价变化情况



数据来源：WIND, 东方证券研究所

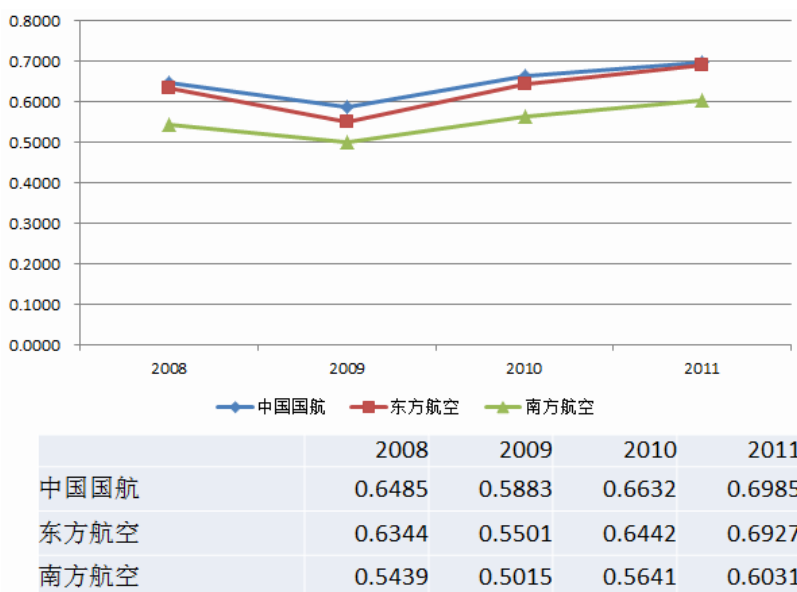
与美国国内航线价格水平和我国国际航线价格水平波动向下的特征相反，我国国内航线价格水平自 2008 年底见底之后，09-11 年保持着持续上涨，我们认为航线价格水平持续上涨既有市场恢复的原因，深层次的原因是市场格局的变化使得价格形成机制发生了根本变化。

图 9：07-11 国内航线综合票价变化情况



数据来源：WIND, 东方证券

图 10：各航空公司客公里收益（预估值）

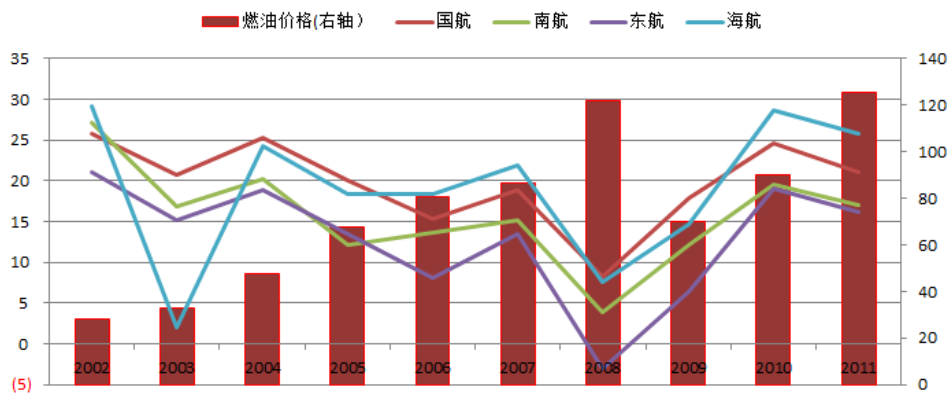


数据来源：WIND, 东方证券

高价格水平有利于提高盈利水平

燃油占航空公司的比重达到 40% 左右，其价格的刚性使得航空公司在成本控制方面可操作的空间较少，燃油价格的变动所带来的成本的增加只有通过收益的增加来进行弥补，而收益的提升主要依赖价格水平和客座率水平的提升。以 09-11 年为例，由于机票价格和客座率水平都维持在高位，油价虽然 70 美元/桶一直上升到 121 美元/桶，但是各航空公司的毛利率水平与历史相比有了较大幅度的提高。

图 11：毛利率与油价变化关系图



数据来源：WIND, 东方证券研究所

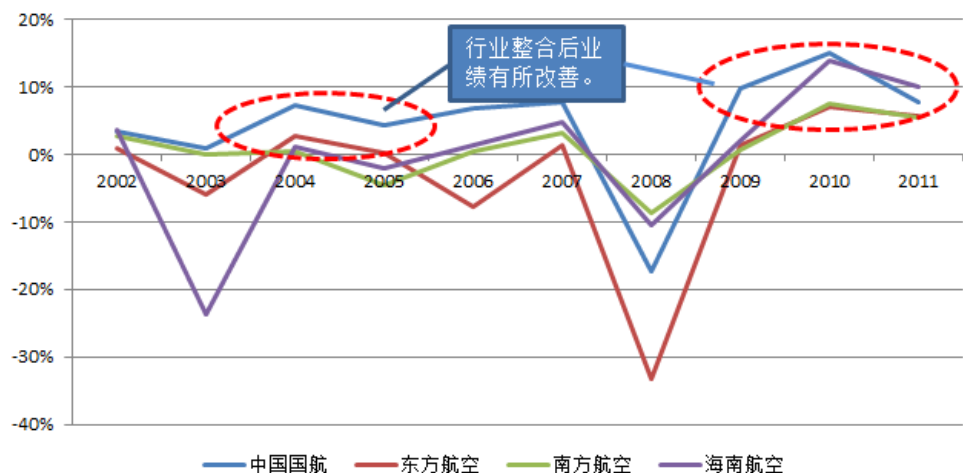
与影响航空公司盈利的其他因素相比，票价水平的变化对公司盈利的影响更为直接，以国航为例，票价水平每提高 1%，能为公司增加净利润 6.47 亿，EPS 提高 0.0502 元，高于客座率提高对公司盈利的影响。

表 3：毛利率与油价变化关系图

	国航	南航	东航	海航
票价每变化 1%对总收入影响(百万)	862.69	838.54	698.86	232.76
票价每增长 1%对净利润影响(百万)	647.02	628.91	524.14	174.57
票价每增长 1%对 EPS 影响	0.0502	0.0641	0.0465	0.0423
客座率每增长 1%对净利润影响(百万)	582.31	566.01	471.73	157.11
客座率每增长 1%对 EPS 影响	0.0452	0.0577	0.0418	0.0381

数据来源：东方证券研究所

图 12：02-11 年各公司利润水平变化



数据来源：公司资料、东方证券研究所

稳定格局下价格形成机制趋于成熟，高票价将长期持续

根据市场需求和价格变化的内在机理，价格本身是对市场需求变化的反应，即航空公司迫于竞争压力在市场需求下降的时候降低价格，以求更大的市场份额。由于市场参与各方的博弈，使得市场整体的价格水平大幅下降，反而影响了市场参与各方的收益水平。

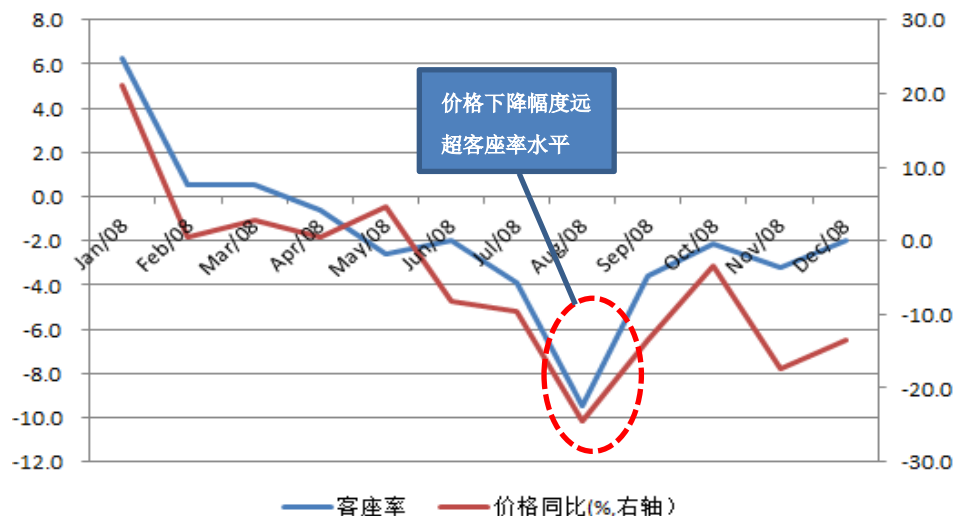
图 13：航空运输行业市场与价格传导机制



资料来源：东方证券研究所

08 年的航空市场是市场需求萎缩引发行业价格水平大幅下降，从而造成行业大亏损的典型案列。与 07 同期相比，客座率出现下滑之后，航空公司恐慌性的下调价格，造成行业价格水平跌幅远超过客座率水平的跌幅，尤其是 8、9 月份的旺季，客座率下降 4% 和 9.2% 的情况下，价格水平下降了 15% 和 25%，使得价格成为造成 08 年行业巨亏的主要原因。

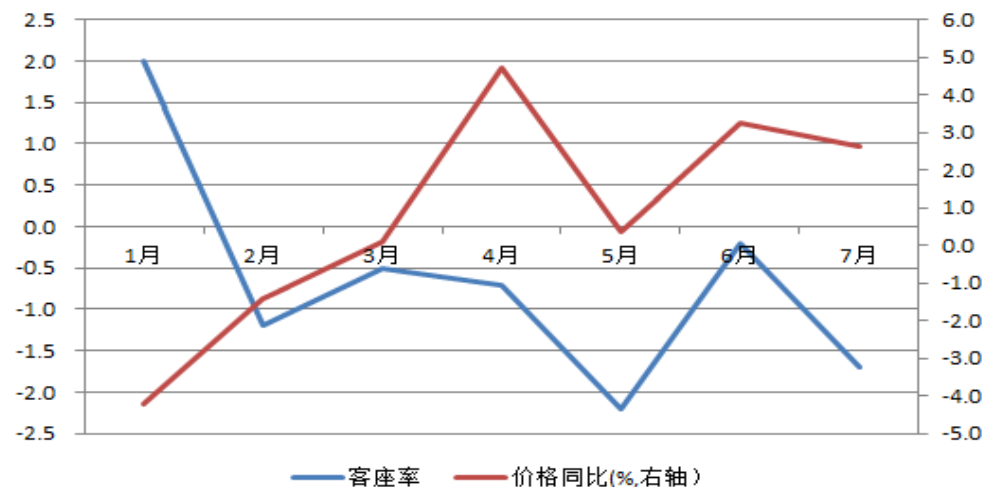
图 14：08 年客座率与价格的变化图



数据来源：WIND, 东方证券研究所

在吸取了 08 年的教训之后，航空公司在应对市场需求下滑方面更加成熟。今年以来航空市场需求同样面临下滑的风险，但是整体行业票价水平不降反升，2012 年至今除 1 月外，国内机票价格都高于去年同期水平。新的行业格局下市场价格形成机制趋于成熟。

图 15：2012 年客座率与价格的变化图



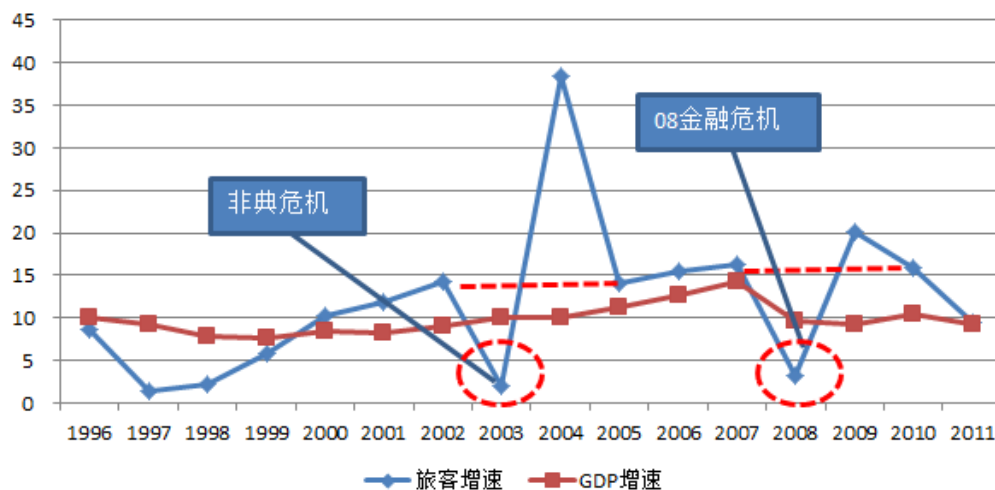
数据来源：WIND, 东方证券研究所

行业仍处于上升阶段，未来稳定增长将持续

航空运输行业将直接收益于经济转型

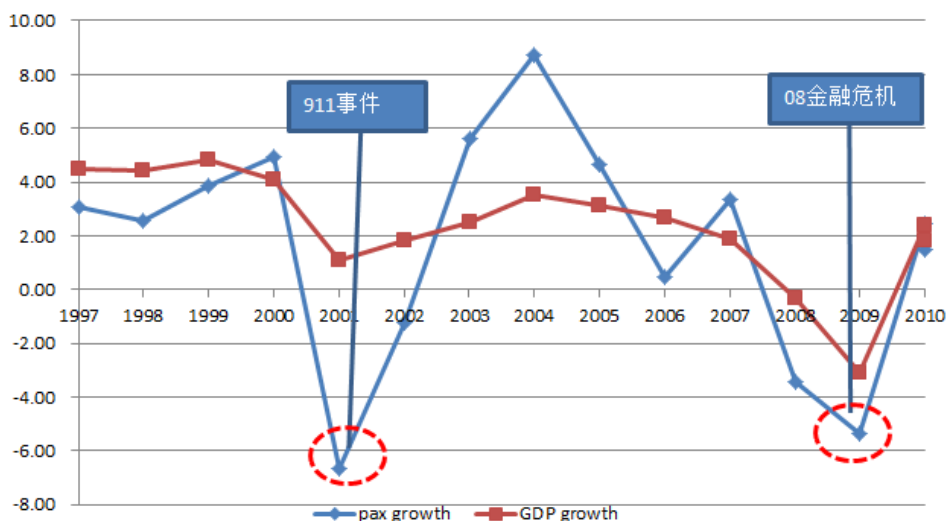
航空运输行业是典型的周期性行业，其行业的波动性与宏观经济的变化趋同，且波动幅度较宏观经济更大。从行业的内在机理来看，航空运输行业直接反应了经济活动的活跃程度，是宏观经济的重要指标，宏观经济的发展也成为行业整体发展的外在决定因素。中国航空旅客运输量 1997-2011 年的算术平均增速为 11.84%，高于同期 GDP 的算术平均增速 9.83%。随着中国经济从投资驱动向消费驱动进行转型，以航空运输为工具的旅游和探亲等非公出行需求将大幅增长，我们预期在非公出行需求开始启动的背景下，航空运输增速高于 GDP 增速的趋势将维持，航空运输仍将有一段较长时期的成长期。

图 17：中国旅客运输量增速与 GDP 增速关系



资料来源：WIND, 中国民航总局

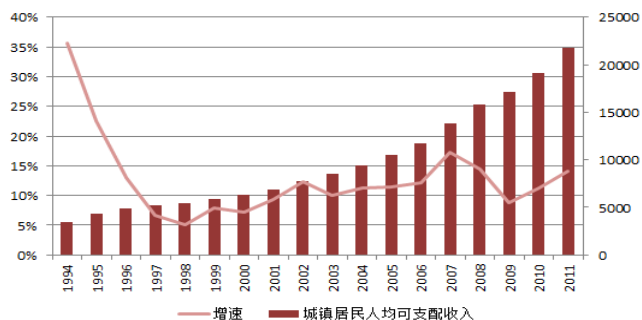
图 18：美国旅客运输量增速与 GDP 增速关系



资料来源：WIND, RITA, 东方证券研究所

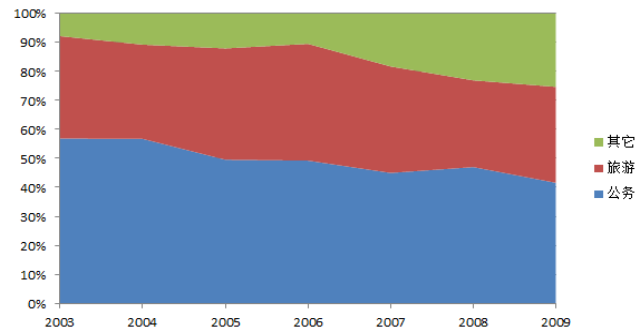
从行业的内部需求结构上来看，随着居民可支配收入的提高，非公务出行占航空出行的目的比重越来越高，2009 年超过 50%。国内旅游人次和国内居民出境总人数在近年来开始出现加速，反应了整体经济内在结构的调整给行业带来的巨大机会。

图 19：城镇居民可支配收入



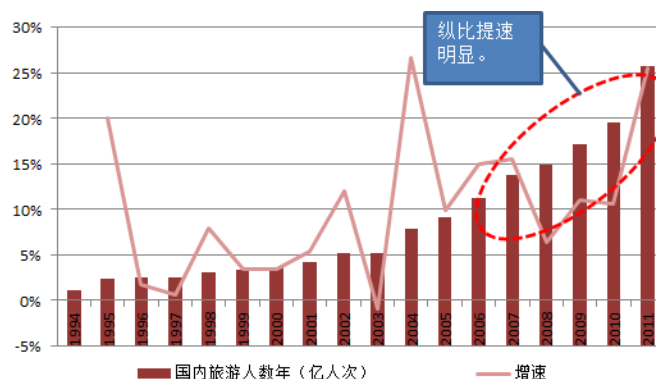
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 20：航空出行目的分析



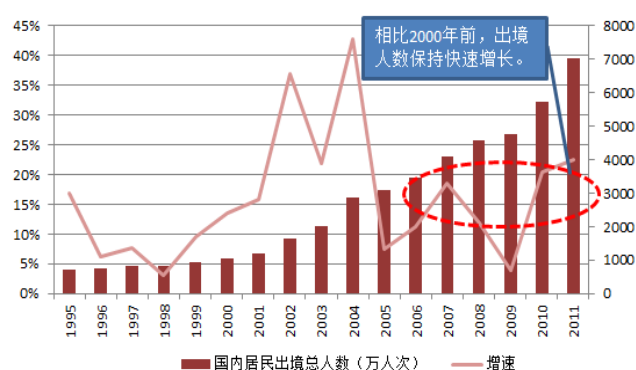
资料来源：公司年报

图 21：国内旅游人次对比



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 22：国内居民出境总人数

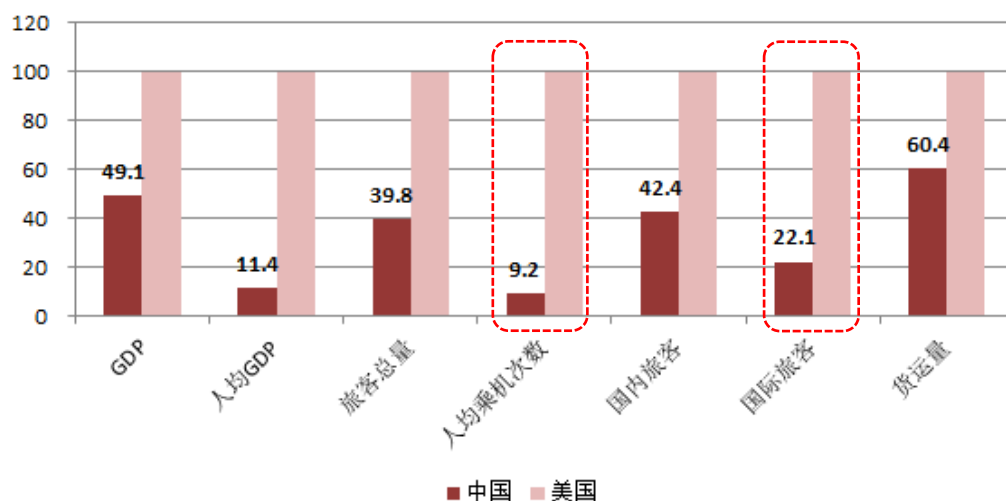


资料来源：公司年报

增长来源于枢纽机场国际航线和二线城市网络扩张

与美国民航运输相比，我国人均乘机次数相当于美国 9.2%。从旅客市场结构上来看，国际旅客占我国航空旅客运输总量的 7.22%，远低于美国的 12.99%。我们认为随着消费结构的升级，国际旅客占旅客总量的比重将进一步提升，未来国际航空旅客运输的市场潜力更大。

图 23：2010 年中美航空运输量对比



数据来源：WIND,RITA,东方证券研究所

与周边地区的国际或区域性枢纽相比，目前我国的国家级及地区航空枢纽的航线结构还存在进一步改进的空间，主要是国际航线所占比重较低，与国家门户机场的地位不匹配。随着航空公司加大引进款体机力度，以及政府的强力支持，我们认为各大门户机场的基地航空公司将加大国际航线的运力投入，进而改善枢纽机场的航线网络结构，提升各大机场的枢纽地位。

表 4：国内各大机场国内与国际运力对比

	国际运力所占比例	国内运力所占比例
北京	24.3%	75.7%
上海浦东	49.7%	50.3%
上海虹桥	7.4%	92.6%
广州白云	18.9%	81.1%
深圳机场	4.2%	95.8%
厦门机场	14.7%	85.3%

数据来源：CAPA, 东方证券研究所

与枢纽机场加大开拓国际航线力度不同，国内二三线城市的网络覆盖度较低，在许多网点的衔接上过度依赖枢纽机场的衔接作用。随着二三线城市经济实力增强，未来直达二线城市的潜力将得到进一步挖掘，直达航点覆盖的范围将进一步扩大。

国家枢纽的国际航线和二线城市间直达航线的发展将是未来十年民航运输发展的主要动力，我们预期在此需求的驱动下，航空市场总量将保持较快速发展。

表 5：国内机场与国际枢纽机场航点对比

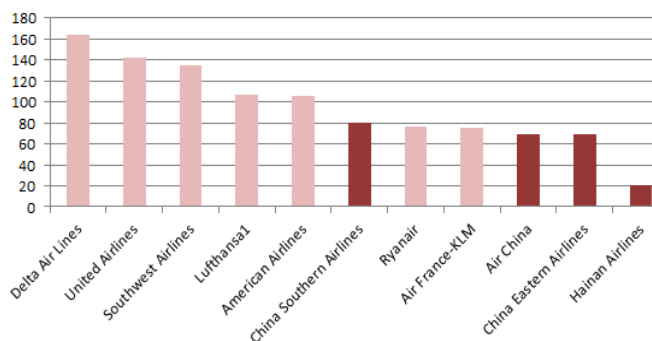
	航空公司数	国内	国际	客运航点	国内	国际	货运航点	国内	国际
国内机场									
北京	73	13	60	191	108	83	10	3	7
上海浦东	57	6	51	139	71	68	37	6	28
广州	47	14	33	128	85	43	5	3	1
成都	31	17	14	94	77	17	6	0	6
昆明	26	15	11	83	65	18	1	1	0
深圳	25	15	10	70	62	8	2	1	1
上海虹桥	21	8	13	66	61	5	4	4	0
厦门	31	15	16	63	48	15	4	2	2
国际枢纽									
新加坡	64	0	64	116	0	116	13	0	13
香港	73	0	73	113	0	113	49	0	49
首尔	51	0	51	131	3	128	33	0	33
东京	55	2	53	93	12	81	8	0	8

数据来源：CAPA, 东方证券研究所

增长方式以规模扩张为主，行业结构稳定

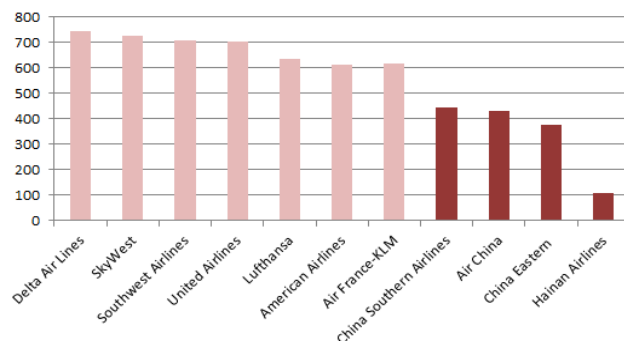
经过 08-09 年的行业整合之后，虽然航空运输行业内公司数量仍然较多，但是能够独立运行的主体只剩下中央国资委下的三大航、海航和几家规模较小的民航航空企业。从航空公司运营经验上来看，我国的航空企业无论是从业务量和自身的规模与世界上最大的航空企业仍然还有一定距离，未来行业总量的增长主要是通过主要企业规模扩张的方式进行。

图 24：航空公司规模对比（按旅客承运量，百万人次）



资料来源：WIND，东方证券

图 25：航空公司规模对比（按飞机架数）

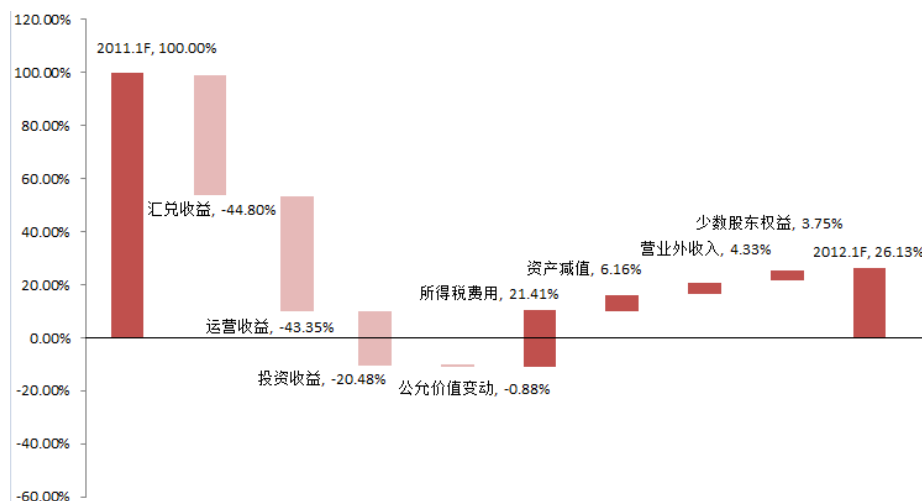


资料来源：公司年报

2012 年业绩下滑夯实周期底部，明年有望触底反弹

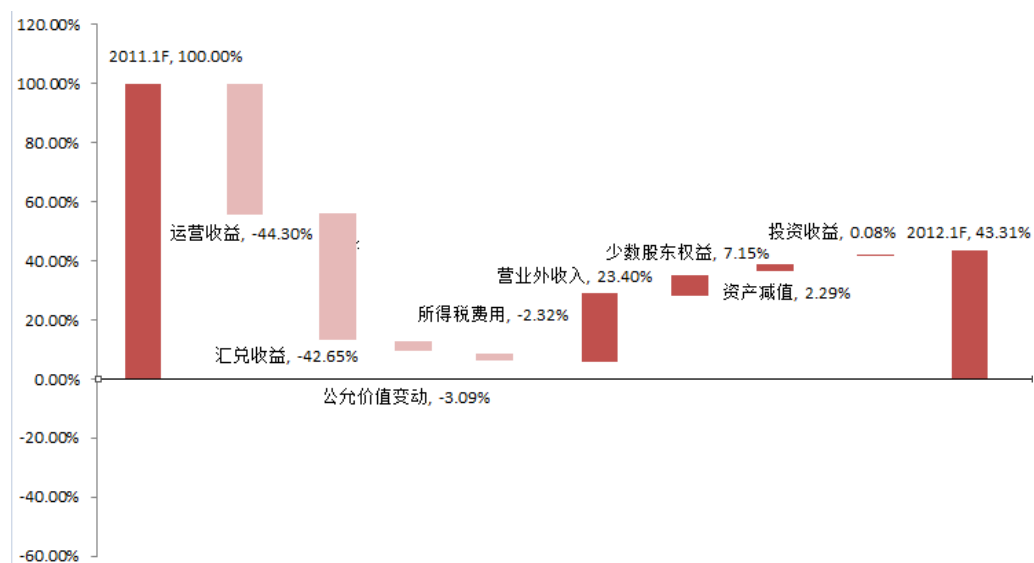
2012 年上半年中国国航、东方航空和南方航空业绩与去年同期相比分别大幅下滑 73.87%、56.69% 和 83.7%，其中人民币贬值和平均客座率水平的降低是导致公司盈利水平下滑的主要原因。随着人民币贬值达到一定幅度，未来进一步走低的概率降低。而航空公司在经历了今年的淡季之后有望调整明年的运力供给，以提高整体客座率水平，从而提升收益水平。两大因素有望驱动各公司明年业绩大幅反弹。

图 26：中国国航 2012 年上半年盈利与去年同期对比



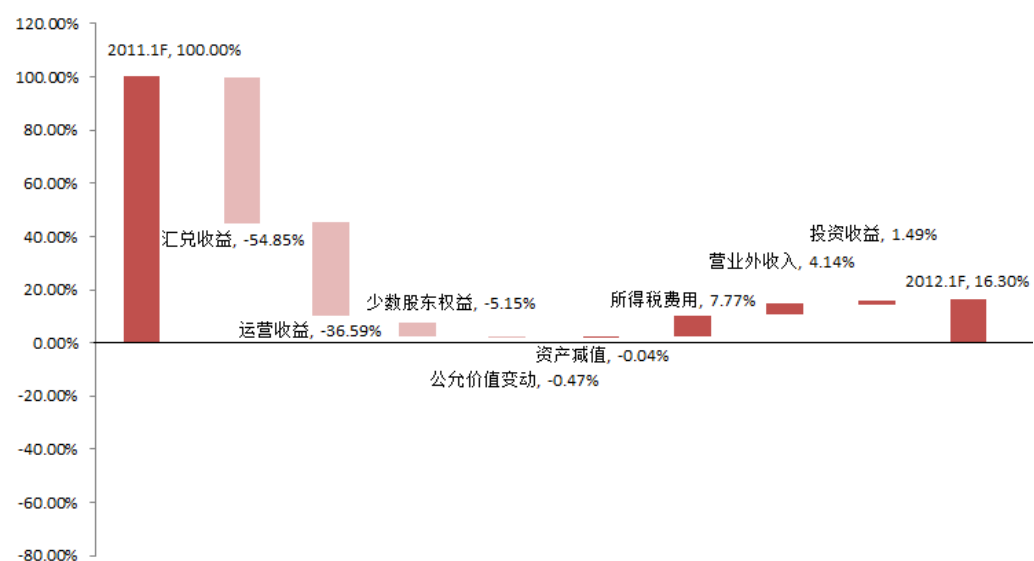
资料来源：公司半年报，东方证券研究所

图 27：东方航空 2012 年上半年盈利与去年同期对比



资料来源：公司半年报，东方证券研究所

图 28：南方航空 2012 年上半年盈利与去年同期对比



资料来源：公司半年报，东方证券研究所

人民币贬值是造成今年业绩下滑主因，预期明年影响将降低

由于各航空公司在采购飞机过程中积累了大量的以外币计价的债务，人民币汇率的波动对公司的盈利造成较大影响。根据测算，人民币每变化 1%，对国航、南航、东航和海航 EPS 的影响分别为 0.0407、0.0481、0.0286 和 0.0344 元。

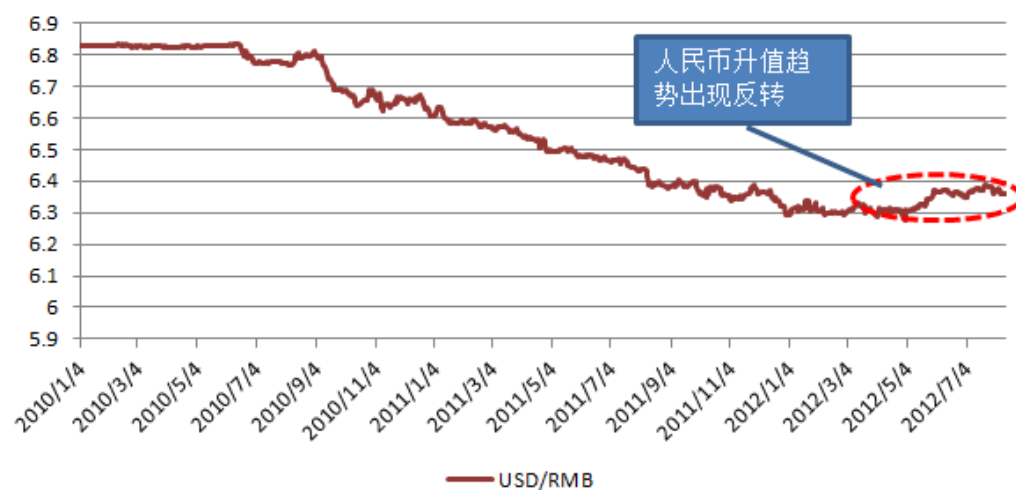
表 6：汇率成本变动对公司业绩影响

		国航	南航	东航	海航
2011 年以外币计价负债规模（百万）		70,000	62,900	43,045	18,915
2011 汇兑收益（百万）		3062.57	2665.00	1872.37	637.88
2011 年人民币变动幅度		4.96%	4.96%	4.96%	4.96%
人民币每变化 1%对汇兑收益影响（百万）*	东方证券预估	700.00	629.00	430.45	189.15
	航空公司自行预估	605.60	578.00	542	无
股本数（百万）		12,891.95	9,817.57	11,276.54	4,125.49
汇率每变化 1%对 EPS 影响	东方证券预估	0.0407	0.0481	0.0286	0.0344
	航空公司自行预估	0.0352	0.0442	0.0360	无

*东方证券不考虑外币资产和收入，所以导致与航空公司预估由差异

数据来源：东方证券研究所

人民币自 2010 年年中开始升值后，已经累计升值接近 8%，尤其是自 2012 年初开始，人民币开始反向进入贬值周期，今年年初至 6 月 30 日，人民币兑美元汇率从 6.295 元/美元贬值到 6.354 元/美元，贬值幅度 0.94%，扭转了过去人民币单边升值的趋势，使得航空公司上半年出现汇兑损失，给各公司今年的业绩造成较大影响。从长期看，我们认为人民币仍有较小幅度的升值空间，在近年进行了较大幅度的贬值之后，明年进一步贬值的概率较低，航空公司汇兑收益有望改善。

图 29：人民币兑美元变动情况


资料来源：Bloomberg

表 7：2012 年上半年汇率变动对各公司业绩影响

公司	汇率对业绩影响
中国国航	44.8%
东方航空	42.65%
南方航空	54.85%

资料来源：Bloomberg

客座率下滑是运营收益下滑主要原因，明年有望企稳回升

由于市场需求疲软，2012 年上半年航空公司的客座率水平普遍出现下滑。其中中国国航今年 1-6 月客座率为 79.98%，比去年同期下滑了 1.05 个百分点，南方航空同期客座率为 79.45%，同比下滑了 1.1 个百分点。只有东方航空从低位的基础上略有提升，1-6 月客座率为 79.06%，同比提升了 1.12 个百分点。

由于今年客座率水平较去年同期出现下滑，处于较低水平，航空公司有望在市场预期不佳的情况下调整明年的运力供给，通过推迟飞机引进、提前退出老旧飞机和降低飞机利用率等方式控制运力供给，从而提高航班客座率水平。即使是在明年市场总需求没有出现明显反弹的情况下，航空公司的客座率水平有望稳重有升，从而提升各公司的毛利率和盈利。

从航空公司收益对于客座率和飞机利用率的敏感性上来看，降低飞机利用率对公司业绩影响较小，而客座率水平的稳定对盈利很关键。

表 8：客座率变动对公司业绩影响敏感性分析*

	国航	南航	东航	海航
2011 年客座率	81.47%	80.99%	78.89%	84.20%
2011 年可用座公里(百万)	151,589.87	151,064.10	127,890.81	42,448
2011 年客运周转量(百万)	123,499.47	122,344.29	100,895.06	317,626.00
2011 年客运收入(百万)	86,268.70	83,854.00	69,885.69	23,275.88
每提高 1%对总收入影响(百万)**	1,058.90	1,035.36	885.86	276.44
每提高 1%对净利润影响(百万)**	714.76	698.87	597.96	186.59
股本数(百万)	12,891.95	9,817.57	11,276.54	4,125.49
每提高 1%对 EPS 影响**	0.0554	0.0712	0.0530	0.0452

*假设客座率发生变化时价格水平不变 **新增旅客收益中 90%转入利润

**为同指标相减变化值

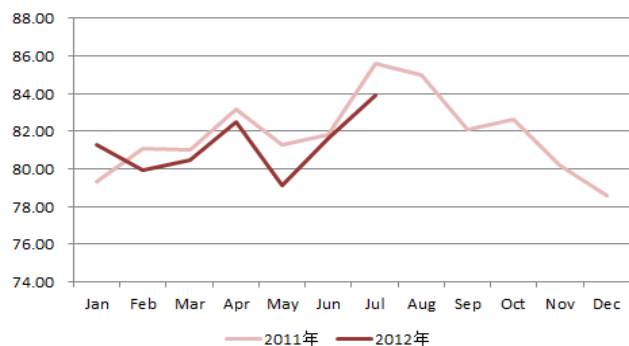
数据来源：东方证券研究所

表 9：飞机利用率变动对公司业绩影响敏感性分析*

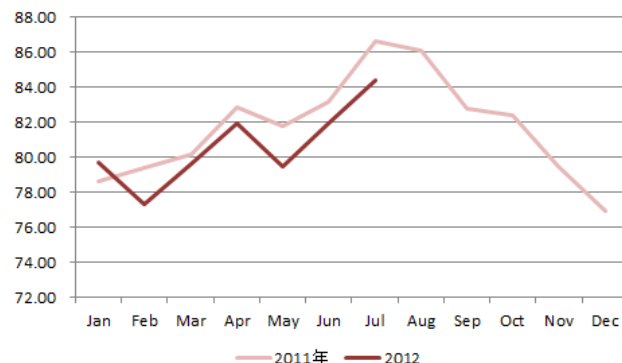
	国航	南航	东航	海航
2011 年飞机利用率(小时/日)	9.58	9.8	9.8	9.81
2011 年可用座公里(百万)	151,589.87	151,064.10	127,890.81	42,448
2011 年客货总收益(百万)	94,815.08	89,686.00	78,010.20	23,275.88
2011 年营业利润比例	8.60%	4.23%	4.45%	15.74%
每提高 0.1 小时对 ASK 影响(百万)	1,582.36	1,541.47	1,305.01	432.70
每提高 0.1 小时对总收入影响(百万)	989.72	915.16	796.02	237.27
每提高 0.1 小时对净利润影响(百万)	63.84	29.03	26.57	28.01
股本数(百万)	12,891.95	9,817.57	11,276.54	4,125.49
每提高 0.1 小时对 EPS 影响	0.0050	0.0030	0.0024	0.0068

*假设飞机利用率增加不影响经营效益

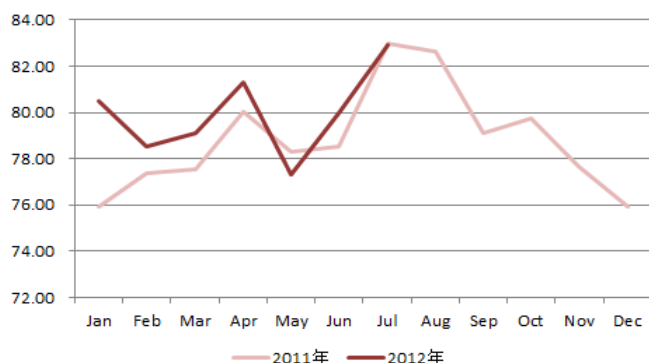
数据来源：东方证券研究所

图 30：2012 年民航业客座率与去年对比


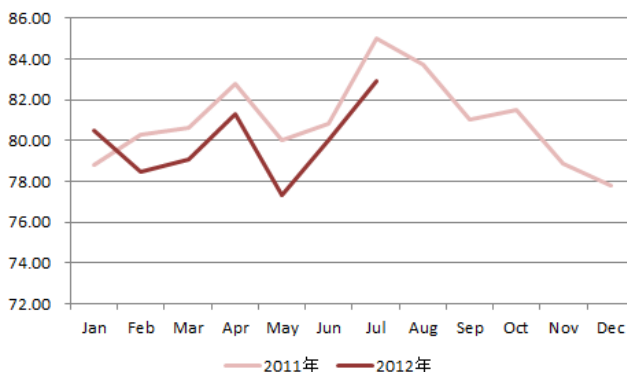
资料来源：WIND，东方证券

图 31：2012 年国航客座率与去年对比


资料来源：公司年报

图 32：2012 年东航客座率与去年对比


资料来源：WIND，东方证券

图 33：2012 年南航客座率与去年对比


资料来源：公司年报

明年高票价预计仍将维持

在所有的航空公司经营效率指标中,票价水平的变化,由于没有直接成本,对公司的盈利影响最大。价格水平每提高 1%, 国航、南航、东航和海航的 EPS 分别提高 0.0502、0.0641、0.0465 和 0.0423 元, 是所有效率指标中对盈利影响最大的因素。

表 10：票价变动对公司业绩影响敏感性分析*

	国航	南航	东航	海航
2011 年平均票价(含燃油)	1237.86	1039.38	1016.89	1135.96
2011 年承运旅客人数(千)	69,691.73	80,677.03	68,724.96	20,490.00
2011 年客运收入(百万)	86,268.70	83,854.00	69,885.69	23,275.88
票价每增长 1%对总收入影响(百万)**	862.69	838.54	698.86	232.76
票价每增长 1%对净利润影响(百万)**	647.02	628.91	524.14	174.57
股本数(百万)	12,891.95	9,817.57	11,276.54	4,125.49

票价每增长 1%对 EPS 影响**

0.0502

0.0641

0.0465

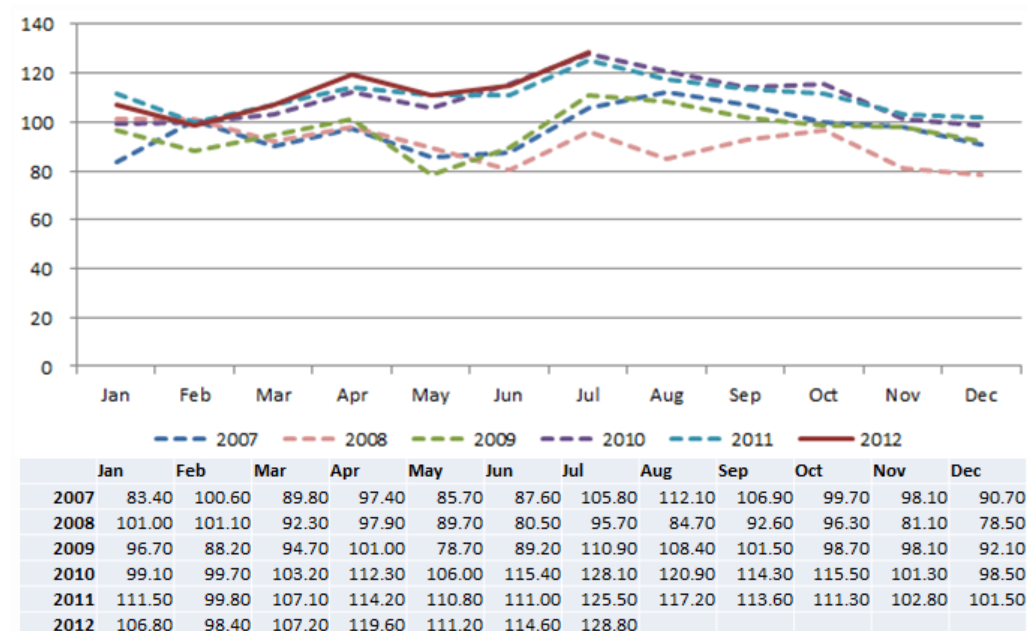
0.0423

*假设票价水平发生变化时客座率水平不变

**为同指标相除变化值

数据来源：东方证券研究所

图 34：07-12 年国内航线价格指数变化



数据来源：WIND

我们认为未来 3-5 年内航空行业的格局不会发生大的变化，新的寡头垄断格局下的价格形成机制已经趋于成熟，航空票价水平在明年将维持在较高水平。

燃油波动已形成较成熟传导机制，对企业盈利影响下降

国家发改委于 2011 年 8 月开始先后启动了国内航油定价机制市场化和燃油附加费标准形成的改革，其中航油价格基本比对新加坡市场进口到岸完税价，供需双方根据市场情况在此价格基础上协商定价，由于国内航油供应的垄断地位，目前市场执行的基本上为标准价。

燃油附加费方面，本着航空公司自行消化油价上涨增支成本比例不少于 20% 的原则，以 4140 元/吨的基准油价，国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元，燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.002541 元。燃油附加最高标准计算公式为：

800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准

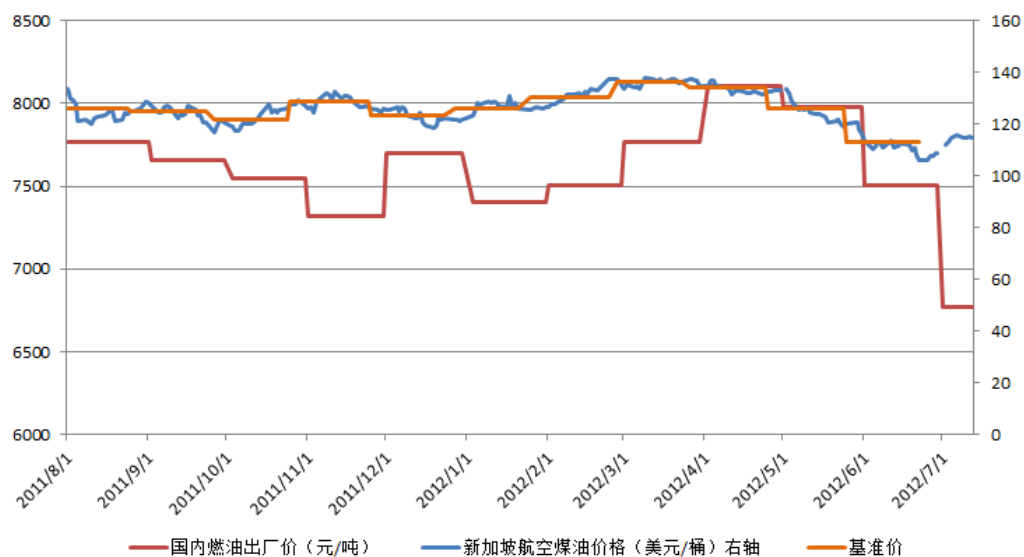
$$= 0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 800$$

800 公里以上航线燃油附加最高标准

$$=0.00002541 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 1500$$

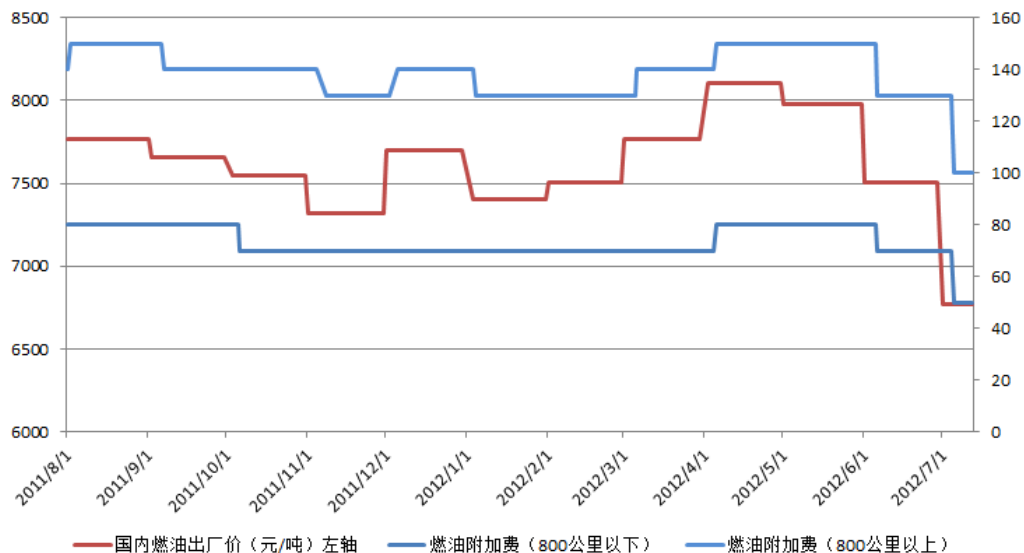
航空公司可以根据价格的变动自行调整燃油附加费用。

图 35：国内航空煤油与新加坡航油价格联动机制



数据来源：Bloomberg, 国家发改委，东方证券研究所

图 36：航空公司燃油成本与燃油附加费联动机制



资料来源：Bloomberg, 国家发改委，东方证券研究所

国内航空煤油价格和燃油附加费收费标准的机制化有效的缓解了燃油价格波动对于航空公司的影响。以北京上海航线为例，按客百公里油耗 4.15 升计算（南航公布数据），上海北京航班距离 1088

公里，人均耗油 45.152 升，目前的燃油附加费标准 100 元/人，相当于旅客每升承担费用 2.2147 元，折合每吨约为 2839.25 元。现价 $6718+430=7148$ （430 元为中航油的服务收入），航空公司承担 $7148-2839=4309$ 元，甚至小于基准价 4410 元，说明目前的燃油附加费的机制有效的缓解了燃油成本上涨所造成的航空公司成本上升，反之燃油价格的下降所带给航空公司在成本上的收益也较为有限。

表 11：燃油成本变动对公司业绩影响

	国航	南航	东航	海航
单位油耗（吨/百万吨公里）	201.00	203.81	208.11	206.26
月度可用吨公里（百万吨公里）	1,820.45	1,733.20	1,552.90	449.55
预估月度油耗（吨）	365,911.31	353,238.00	323,169.17	92,727.16
每变动 100 元对成本影响（月）	36,591,131	35,323,800	32,316,917	9,272,715.83
每变动 100 元对成本影响（年）	439,093,570	423,885,600	387,803,000	111,272,590
对公司盈利影响（月）	7,318,226	7,064,760	6,463,383	1,854,543
对公司盈利影响（年）	87,818,714	84,777,120	77,560,600	22,254,518
股本数（千）	12,891,954	9,817,567	11,276,539	4,125,491
对每股 EPS 影响（每月）	0.00057	0.00072	0.00057	0.00045
对每股 EPS 影响（每年）	0.00681	0.00864	0.00688	0.00539

资料来源：公司功盖，东方证券研究所

图 37：新加坡航油离岸价格变动情况（美元/桶）



资料来源：Bloomberg

估值及建议

从各公司的市盈率和市净率以及其相对沪深 300 的相对估值来看，各公司都具有估值优势。

市盈率和市净率估值

各公司的市盈率受今年业绩下滑影响，明年会有所上升，但仍处于历史较低水平。按市净率衡量，各公司都处于历史最低，具有较大的估值优势。

表 13：各公司历史及未来市盈率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012（动态）
中国国航	26.9	57.5	36.6	无	29.7	10.2	20.8
东方航空	222	无	无	无	155	11.5	14.3
南方航空	无	无	25.7	无	185	12.7	25.4

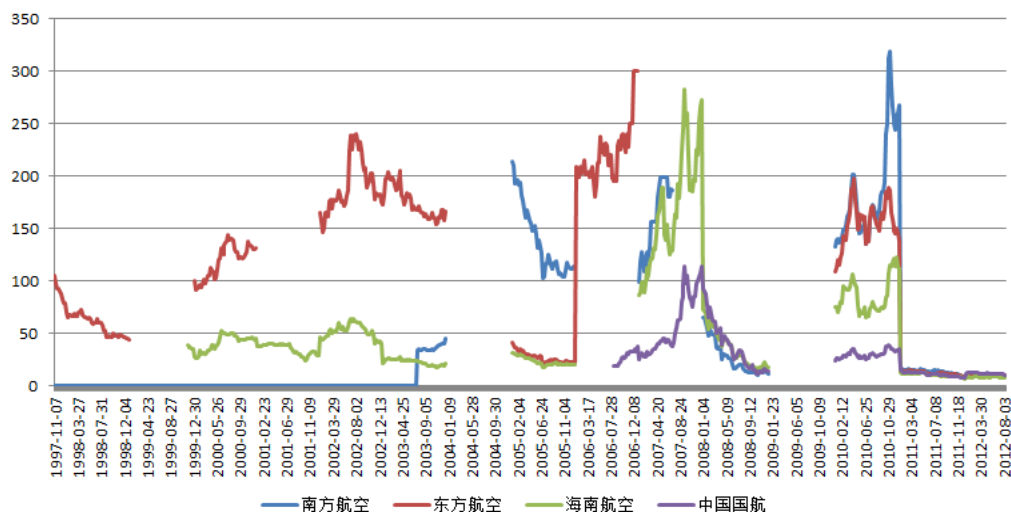
数据来源：WIND, 东方证券研究所

表 14：各公司历史及未来市净率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012（目前）
中国国航	4.32	5.71	4.54	4.41	6.25	3	1.35
东方航空	2.31	21.43	15.07	无	26.9	3.96	1.75
南方航空	1.25	5.96	3.9	5.46	6.48	2.78	1.21

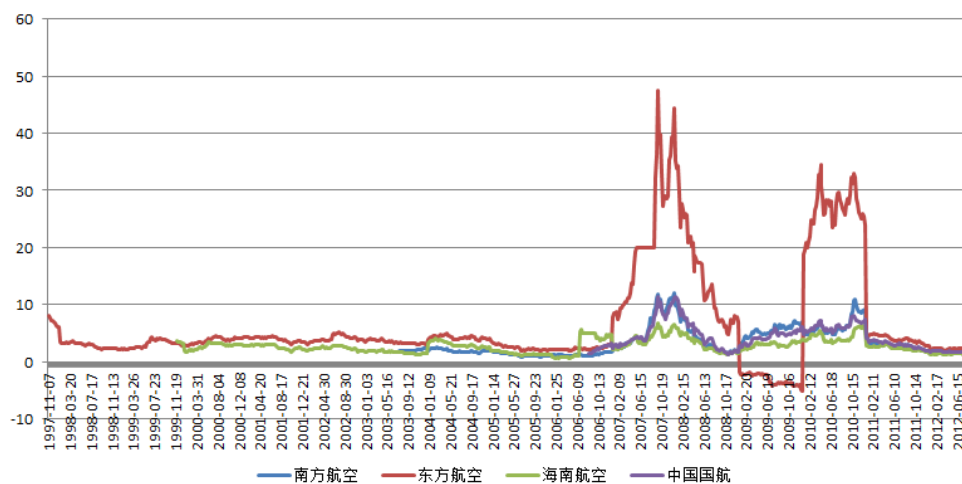
数据来源：WIND, 东方证券研究所

图 38：各公司市盈率水平（剔除过高或负数值）



数据来源：WIND, 东方证券研究所

图 39：各公司市净率水平



数据来源：WIND, 东方证券研究所

相对沪深 300 估值

从各公司市盈率和市净率相对沪深 300 指数来看，公司也处于历史地位，具备一定的估值优势。

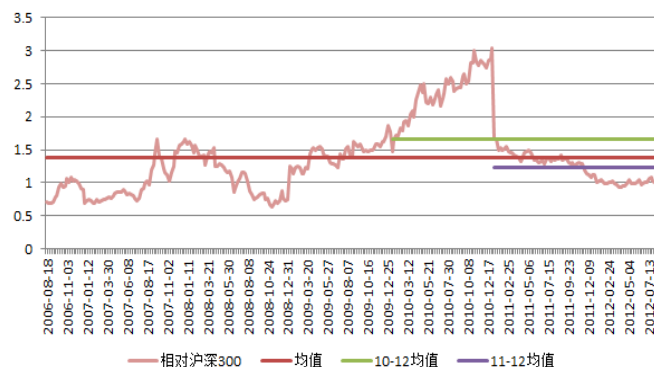
表 12：各公司相对沪深 300 估值情况

	市盈率相对沪深 300			市净率相对沪深 300		
	历史平均	目前	与历史平均差距	历史平均	目前	与历史平均差距
中国国航	1.18	0.94	25.53%	1.37	0.97	41.24%
东方航空	4.49	0.86	420%	2.21	1.32	70%
南方航空	4.04	0.76	431.60%	1.13	0.77	46.75%

数据来源：东方证券研究所

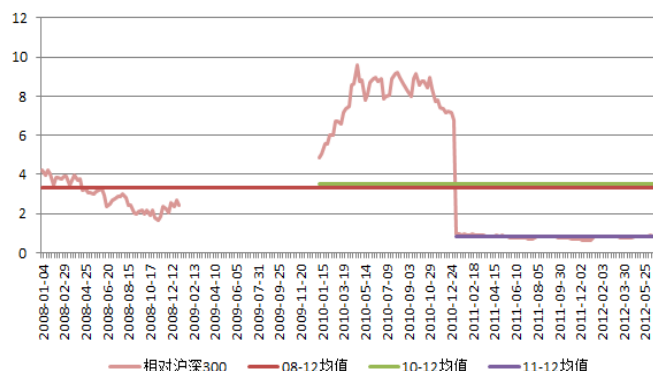
从各公司相对沪深 300 指数市净率估值变化

图 40：中国国航相对沪深 300 估值



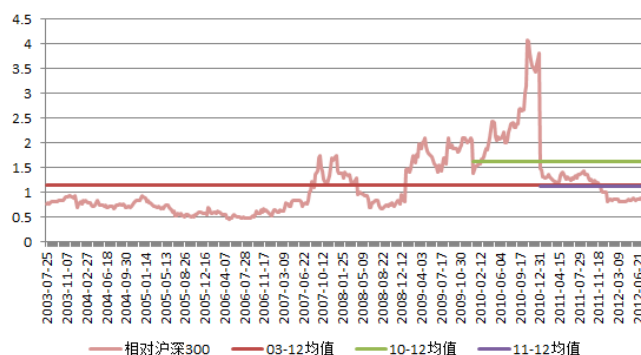
资料来源：WIND，东方证券

图 41：东方航空相对沪深 300 估值



资料来源：公司年报

图 42：南方航空相对沪深 300 估值



资料来源：WIND，东方证券

投资策略与建议

我们认为随着集中度上升，行业的寡头垄断格局基本确立，以行业格局支撑的价格形成机制已经成熟，行业处于历史最好的盈利格局。今年的业绩下滑确立了行业内各公司在周期波动中的底部位置，随着人民币汇率贬值趋缓和明年航空公司在预期降低的情况下主动控制运力投入，各公司业绩有望出现较大幅度反弹。根据各公司历史 PB 估值中位数进行一定折价，对应中国国航（601111）目标价为 6.5 元，给予增持评级；对应东方航空（600115）目标价为 4 元，给予增持评级；给予南方航空（600029）中性评级。

风险提示

市场风险：航空运输市场需求受宏观经济影响，波动较大，会直接影响到公司的经营业绩。

政策风险：航空运输行业是高度管制的行业，受政策影响较大，政策上的重大变化可预测性较弱。

运营管理风险：航空公司管理是系统工程，每个公司的经营水平不一样，给不同的公司带来特定的公司风险。

专心打造枢纽，基本面扎实



投资要点

- **公司所占航空资源行业最佳。**由于航空运输企业所占有的航线资源是一种稀缺资源，对好的稀缺资源的占有决定着企业的长期盈利能力。公司在全国排名前三的三个重要机场，北京、成都和深圳分别占据市场份额的 38.6%、40% 和 41.9%。尤其是公司在北京机场的运力投入占国内航空公司运力投入的 50% 左右，在资源极度稀缺的情况下，公司的卡位战略非常成功。我们预期随着资源的稀缺性问题越来越突出，对稀缺资源的定价可能会越来越高，公司具备良好基本面有望支撑业绩长期向好。
- **丰富国际航线运营经验为未来国际航线大发展提前布局，具备竞争优势。**公司目前国际航线客公里占公司总量的 29% 左右，国内航空公司国际航线比重最高。公司拥有以北京和成都为枢纽的丰富的国际航线运营经验，我们认为未来中国民航运输的主要增长预期将来自于国际航线的发展，公司在这一业务领域有望取得较强的竞争优势。
- **需求不振短暂压制股价，等待市场反转时机。**受外部需求不振的影响，公司 1-7 月份完成运输周转量 7318.8 百万吨公里，与 2011 年同期相比减少 -0.1%。1-7 月份平均客座率水平为 80.67%，下滑 1.19 个百分点。下半年市场需求不振的情况预期将持续。公司的股价年内跌幅已达 21.66%，我们认为公司的基本面并没有出现大的变化，行业格局处于历史较好状况，一旦外部市场需求好转，预期公司业绩将有望大幅增长。目前股价的调整可能提供较好的介入时机。

财务与估值

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.24、0.37、0.56 元。根据历史 PB 估值中位数 3.8 倍进行 55% 折价，给予 1.6 倍 PB，对应目标价 6.5 元，首次给予公司增持评级。

风险提示

航空运输市场需求严重依赖宏观经济，具有较大的不确定性。

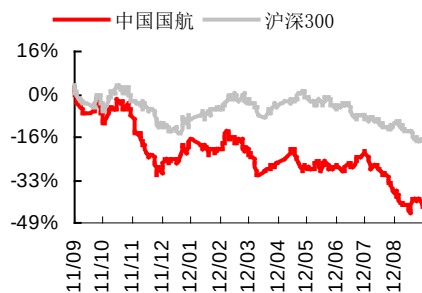
公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	80,963	97,139	102,291	112,603	122,490
同比增长	58.5%	20.0%	5.3%	10.1%	8.8%
营业利润（百万元）	14,264	9,150	2,957	4,806	7,982
同比增长	238.6%	-35.9%	-67.7%	62.5%	66.1%
归属母公司净利润（百万元）	12,208	7,477	3,131	4,732	7,256
同比增长	142.7%	-38.8%	-58.1%	51.1%	53.4%
每股收益（元）	0.95	0.58	0.24	0.37	0.56
毛利率	24.7%	21.0%	19.0%	19.5%	21.1%
净利率	15.1%	7.7%	3.1%	4.2%	5.9%
净资产收益率	37.2%	16.9%	6.3%	8.6%	11.9%
市盈率（倍）	5.1	8.3	19.8	13.1	8.5
市净率（倍）	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2012 年 09 月 19 日）	4.71 元
目标价格	6.50 元
52 周最高价/最低价	8.69/4.53 元
总股本/A 股（万股）	1289195/819973
A 股市值（百万元）	60978
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2012 年 09 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-4.4	-11.0	-21.1	-44.5
相对表现 (%)	-1.1	-7.6	-7.7	-26.3
沪深 300 (%)	-3.3	-3.4	-13.4	-18.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 杨宝峰
021-63325888*6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120005

联系人 蒋必武
021-63325888*6067
jiangbiwu@orientsec.com.cn

目录

资源优势明显，公司战略得当	4
北京枢纽比较优势明显	4
丰富的本土高端客源	4
优越的国际国内中转位置，基础设施条件好	4
卡位战略成功，公司基础历来最牢	5
2012 年需求疲软，静待市场反转时机	7
供给略大于需求，效率指标有所下滑	7
国际航线投入保持快速增长，国内航班经营压力大	9
人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负	10
油价波动趋缓，对公司影响有限	10
估值及建议	10
明年业绩有望大幅改善	10
本年二级市场表现	11
估值建议	12
风险提示	14
市场风险	14
政策风险	14
表 1：前十大机场运营数据对比	4
图 1：公司主要基地区位分析图	5
表 2：各大枢纽飞欧美主要航点时间表	5
图 2：国航运力分布图	6
图 3：北京首都机场运力分布图（按座位）	6
图 4：深圳机场运力分布图（按座位）	6
图 5：各公司毛利率水平对比	7
图 6：可用吨公里及增速	7
图 7：运输周转量及增速	7
图 8：可用座公里及增速	8
图 9：旅客周转量及增速	8
图 10：可用货邮吨公里及增速	8
图 11：货邮周转量及增速	8
图 12：旅客客座率及变化	9
图 13：货邮载运率及变化	9
图 14：可用座公里增速变化	9
图 15：旅客周转量增速变化	9

图 16：国内航线客座率变化	10
图 17：国际航线客座率变化	10
图 18：营业收入及预测	11
图 19：营业成本及预测	11
图 20：年初至今各子板块及个股价格变化	11
图 21：国航历史市盈率	12
图 22：国航历史市净率	12
表 3：公司历史市盈率和市净率对照表	13
图 23：国航历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）	13
图 24：国航历史市净率相对沪深 300 水平	13
表 4：公司相对沪深 300 估值对照表	14
表 5：航空公司估值	14

资源优势明显，公司战略得当

北京枢纽比较优势明显

丰富的本土高端客源

国航的主要基地北京是我国首都所在地，国家的政治、经济、文化和对外交往等各职能的中心，拥有大量的政府机构和企事业单位，高端政商界人士聚集，是全国首屈一指的航空客源地。2011 年，北京首都机场旅客吞吐量达到 7867 万，超过第二名广州白云机场的 74.68%，是上海浦东机场和虹桥机场总合的 105.5%，是仅次于美国亚特兰大的全球第二大机场。

表 1：前十大机场运营数据对比

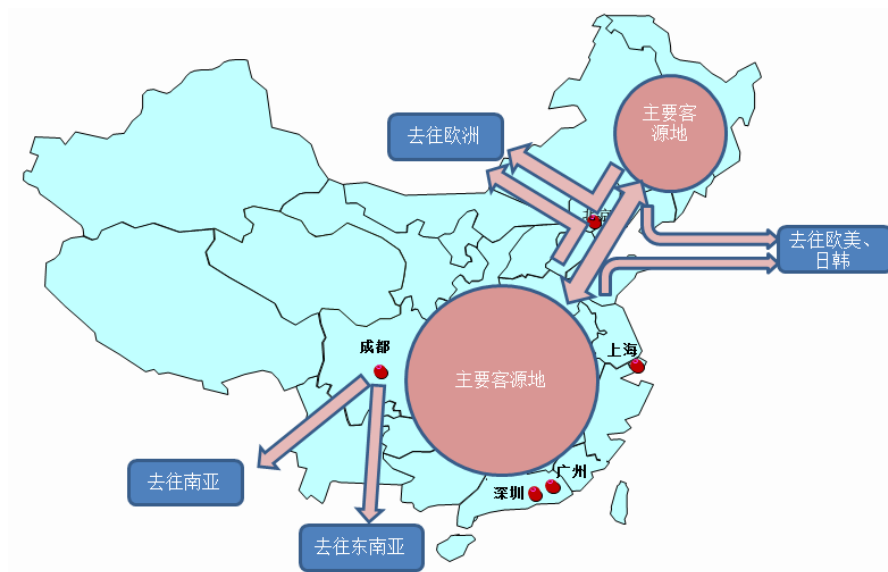
机场	旅客吞吐量（人次）			货邮吞吐量（吨）			起降架次（次）		
	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次
北京/首都	78,674,513	6.4	1	1,640,231.8	5.7	2	533,166	3.0	1
广州/白云	45,040,340	9.9	2	1,179,967.7	3.1	3	349,259	6.1	2
上海/浦东	41,447,730	2.1	3	3,085,267.7	-4.4	1	344,086	3.6	3
上海/虹桥	33,112,442	5.8	4	454,069.4	-5.5	6	229,846	5.0	4
成都/双流	29,073,719	12.7	5	477,695.2	10.5	5	222,421	8.2	6
深圳/宝安	28,245,738	5.7	6	828,375.5	2.4	4	224,329	3.4	5
昆明/巫家坝	22,270,130	10.3	7	272,465.4	-0.4	8	191,744	5.7	9
西安/咸阳	21,163,130	17.5	8	172,567.4	9.2	13	185,079	12.6	10
重庆/江北	19,052,706	20.6	9	237,572.5	21.4	11	166,763	14.5	11
杭州/萧山	17,512,224	2.6	10	306,242.6	8.0	7	149,480	2.2	12

资料来源：中国民航总局，东方证券研究所

优越的国际国内中转位置，基础设施条件好

公司的主要基地北京处于南北客源地的中间位置，中转衔接顺畅。公司的北京枢纽作为三个国家级枢纽，与上海和广州相比，直飞欧美及日韩等主要客源地的航班时间用时相对较短，国内东北、中南、西南和西北等各客源地通过北京枢纽衔接国外航点相对更加便捷，公司在首都机场运力全部使用最大的第三候机楼，缩短了中转衔接时间，提高了服务水平，使得公司与其它行业竞争对手相比拥有较大比较优势。

公司在兼并了深圳航空之后，在华南地区的一举成为继南航之后的第二大航空公司，两大基地飞机运力投入接近 100 余架，弥补了公司在客源丰富的华南市场的长期不足。而公司在西南枢纽成都拥有由来已久的优势，公司通过成都枢纽可以顺畅覆盖东南亚及南亚市场。

图 1：公司主要基地区位分析图


资料来源：东方证券研究所

表 2：各大枢纽飞欧美主要航点时间表

目的地	出发地	飞行时间(来程)	飞行时间(返程)
洛杉矶	北京	约 12.8 小时	约 12 小时
	上海	约 13.3 小时	约 12 小时
	广州	约 14 小时	约 13 小时
巴黎	北京	约 9.5 小时	约 10.7 小时
	上海	约 11 小时	约 12.2 小时
	广州	约 11.6 小时	约 12.5 小时
法兰克福	北京	约 9.3 小时	约 10.3 小时
	上海	约 10.8 小时	约 11.8 小时
	广州	无	无

资料来源：各公司网站，东方证券研究所

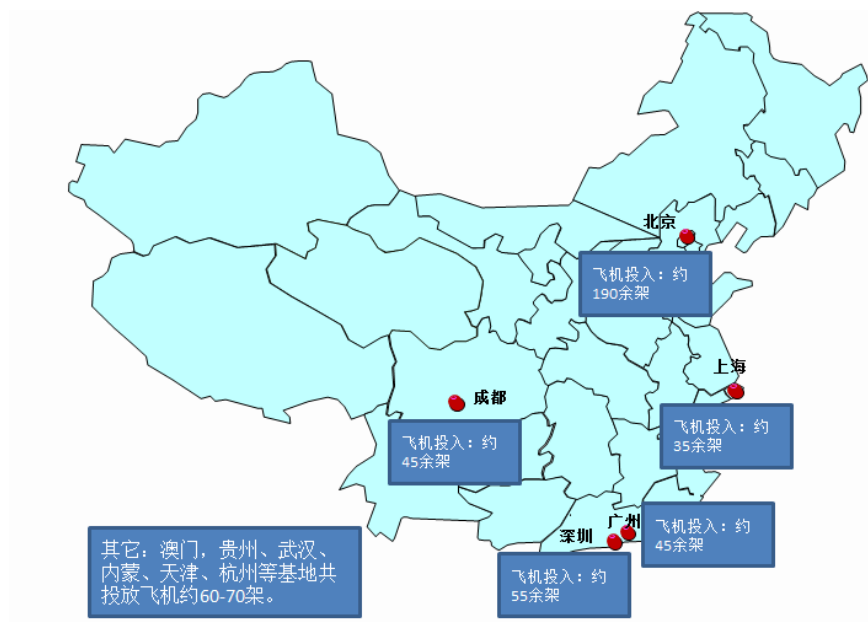
卡位战略成功，公司基础历来最牢

公司在国内最好的枢纽北京机场投入运力约 190 架飞机，占北京机场运力投入的 38.6%，接近在北京运营的国内航空公司运力投入的 50%，拥有绝对的话语权。公司通过控股深圳航空使得在客源丰富的华南地区重要基地广州和深圳的运力市场份额达到了 17.9%和 41.9%，一举成为市场的

主导者之一。公司的成都基地是西部经济发展的龙头和中西部最重要的航空枢纽，是近年来业务增速最快的机场，公司的市场份额长期保持在接近 40%左右。

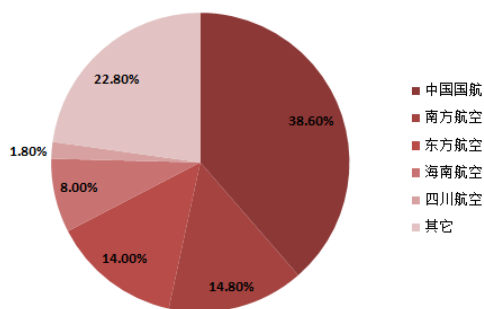
从总量上来看，公司在全国前 6 大机场的三大机场拥有绝对市场份额，由于机场的航线资源有限，国航通过提前占据优势机场的优势航线资源确定了在市场竞争中的长期优势地位。

图 2：国航运力分布图



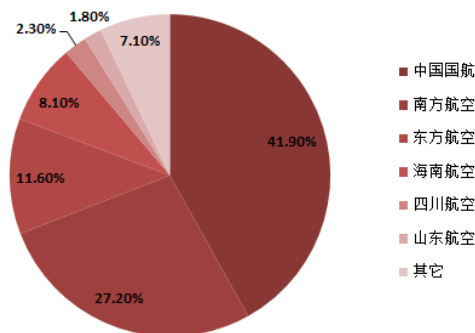
资料来源：东方证券研究所搜集整理

图 3：北京首都机场运力分布图（按座位）



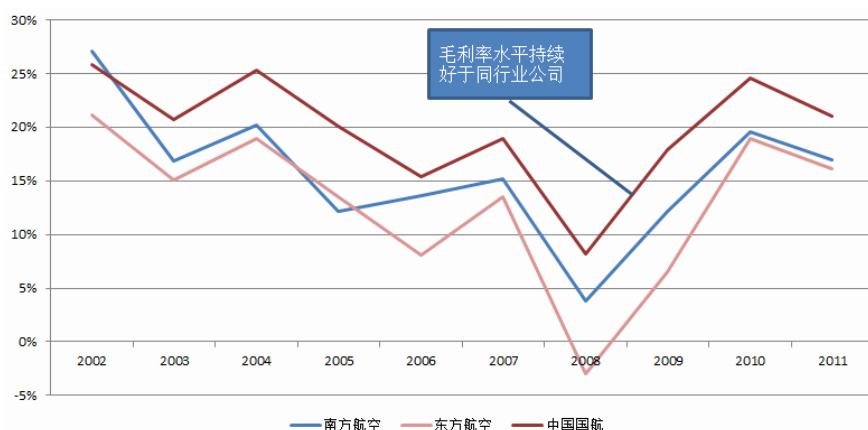
资料来源：公司年报

图 4：深圳机场运力分布图（按座位）



资料来源：公司年报

从历史运营结果上来看，公司成功的将对优质资源的占有优势转化成了经济效益。从 2002 年行业整合后至今，公司的毛利率水平持续高于两大竞争对手，我们预计公司业绩在资源优势的支撑下，将继续对同行业其它公司保持优势。

图 5：各公司毛利率水平对比


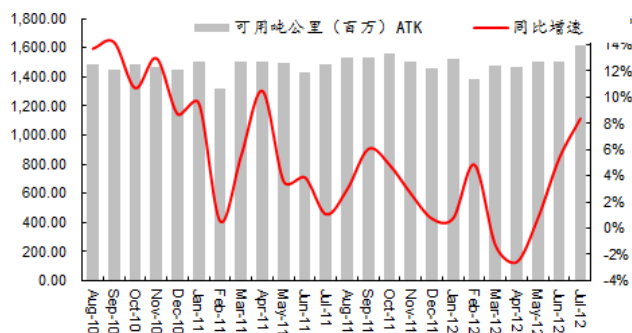
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2012 年需求疲软，静待市场反转时机

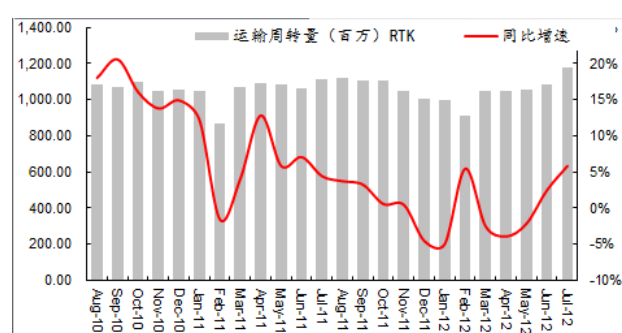
供给略大于需求，效率指标有所下滑

2012 年 1-7 月，公司投入运力 10469.2 百万吨公里，同比增长 2.24%，增速在三大航中最慢。公司完成运输周转量 7318.8 百万吨公里，与 2011 年同期相比减少 0.1%。客运方面，1-7 月公司投入 68038.7 百万座公里，同比增长 3.97%，完成旅客周转量 54883.7 百万客公里，同比增长 2.46%。货运方面，1-7 月公司投入 4345.7 百万吨公里，同比减少 0.12%，完成货邮周转量 2441.2 百万吨公里，同比减少 4.55%。

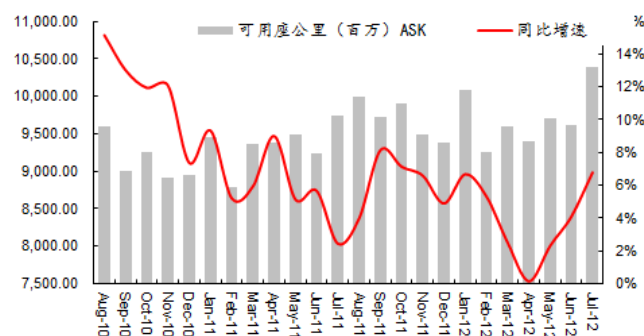
客货运量方面，公司 1-7 月共承运旅客 2827 万，完成货邮运输 63.03 万吨，分别比去年同期增加 0.39%和减少了 4.7%。

图 6：可用吨公里及增速


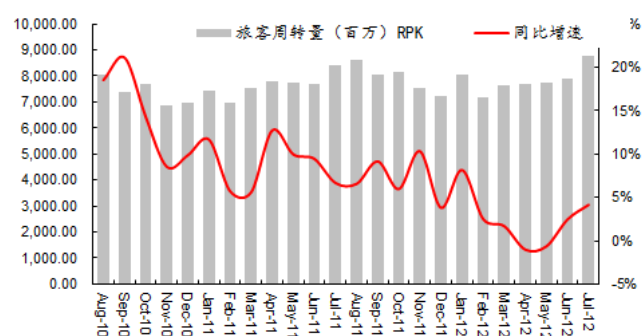
资料来源：公司公告

图 7：运输周转量及增速


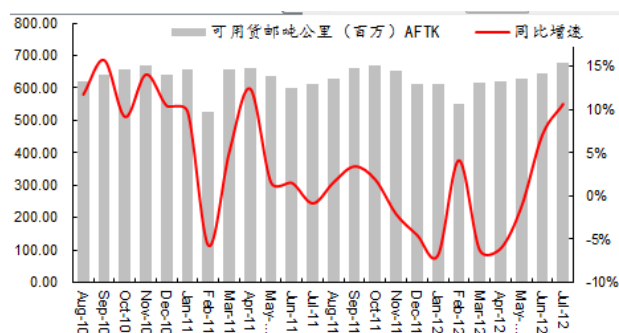
资料来源：公司公告

图 8：可用座公里及增速


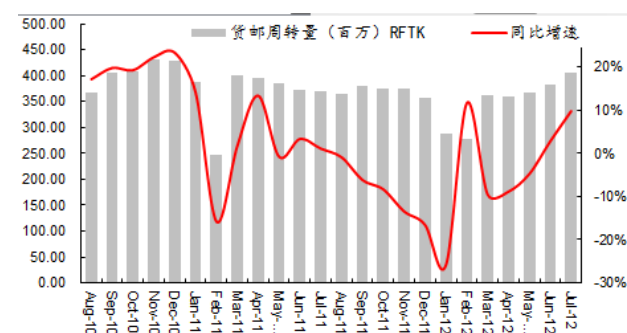
资料来源：公司公告

图 9：旅客周转量及增速


资料来源：公司公告

图 10：可用货邮吨公里及增速


资料来源：公司公告

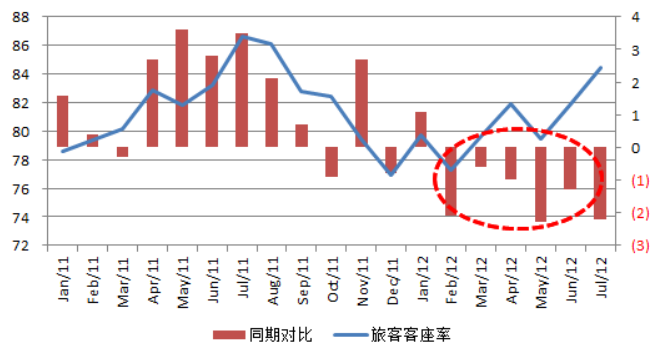
图 11：货邮周转量及增速


资料来源：公司公告

由于市场需求疲软，公司的效率指标下降明显。1-7 月份平均客座率水平从去年的 81.86% 下滑至今年的 80.67%，下滑 1.19 个百分点。其中国内航班客座率下滑最为明显，从 83.29% 下滑至 81.56%，下滑了 1.73 个百分点。1-7 月国际航班平均客座率为 79.52%，同比下滑 0.33 个百分点。地区航班平均客座率 78.63%，同比下滑 0.66 个百分点。

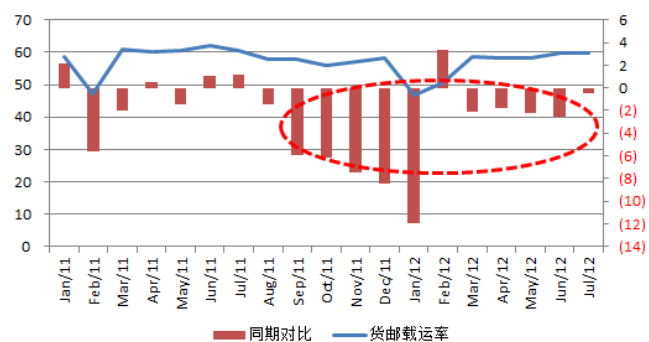
从客货运上来看，货邮载运率下滑幅度更大，1-7 月平均货邮载运率 56.18%，与去年同期相比下滑 2.61 个百分点。下滑最多的是国际货邮运输，1-7 月平均货邮载运率 61.86%，同比下滑 3.58 个百分点。国内航班平均货邮载运率 42.96%，同比下滑 0.42 个百分点，地区航班平均货邮载运率 42%，同比略增 1.04 个百分点。

图 12：旅客客座率及变化



资料来源：公司公告

图 13：货邮载运率及变化

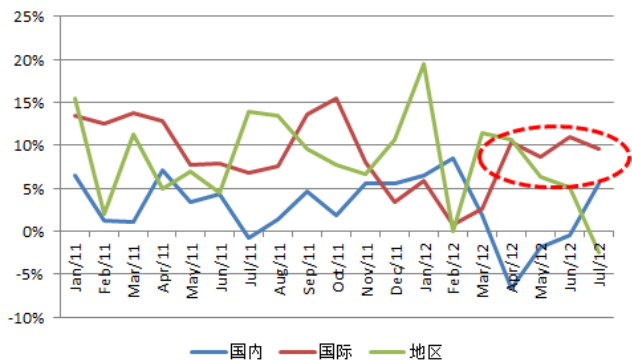


资料来源：公司公告

国际航线投入保持快速增长，国内航班经营压力大

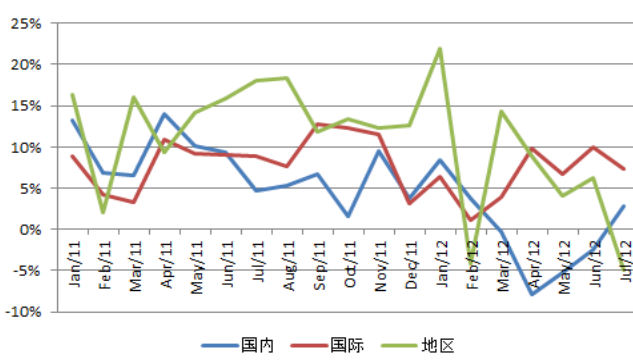
公司 2012 年继续加大在国际航线上的投入。1-7 月国际航线投入 26223.5 百万座公里，同比增长 7.01%，地区航线投入 2493.9 百万座公里，同比增长 7%，均大幅超过公司在国内航线 1.86% 的可用座公里增幅。在加大运力投入的情况下，国际航线的客座率水平下滑幅度要小于国内航线，我们认为在未来国际航线大发展的预期下，公司会继续加大在国际航线上的投入。

图 14：可用座公里增速变化



资料来源：公司公告

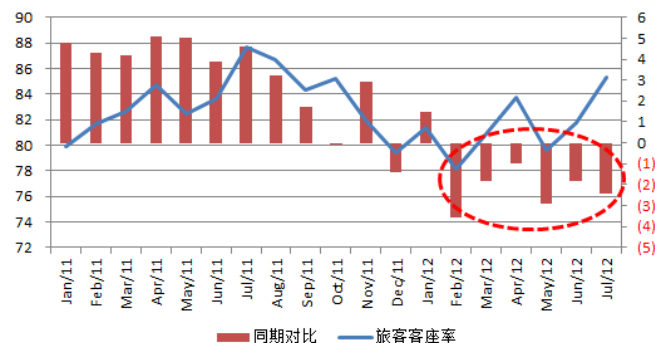
图 15：旅客周转量增速变化



资料来源：公司公告

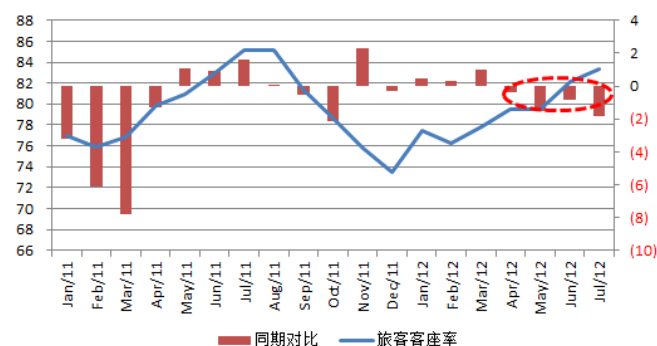
公司国内航线在可用座公里数只增加了 1.86% 的情况下，客座率水平受需求不振的影响下滑 1.73%。随着航空旺季的到来，公司的客座率水平环比开始明显改善，但同比跌幅并没有收窄。我们预期下半年国内市场需求仍将疲软，公司国内航线的经营面临较大压力。

图 16：国内航线客座率变化



资料来源：公司公告

图 17：国际航线客座率变化



资料来源：公司公告

人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负

我们预估公司以美元计价的债务规模折合人民币在 600-700 亿左右，是三大航中外债规模最大的航空企业，受汇率变动的影响也最大。人民币兑美元的价格从年初的 6.3009 贬值到现在的 6.3627，贬值幅度接近 1%，估计给公司带来汇兑损失 6-7 亿人民币。

人民币贬值给公司带来的账面损失虽然会影响到公司财务报表的美观度，对公司的良好基本面不会有大的影响。我们预期人民币对美元贬值只是短暂现象，未来人民币兑美元仍然有一定的升值空间，因此人民币贬值对公司业绩的压制在人民币走向反转之后将成为公司业绩的重要催化剂。

油价波动趋缓，对公司影响有限

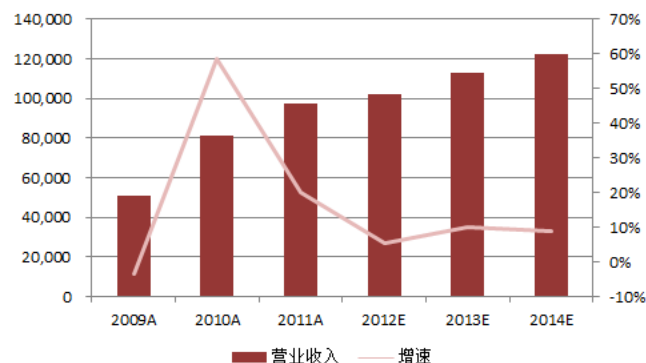
根据我们的测算，由于整个民航行业已经建立了较为完善的燃油成本转移机制，燃油价格的波动损失或收益通过燃油附加费的形式大部分转移到终端旅客，同时我们也预期近期油价会保持相对稳定，燃油价格的上涨或下跌对公司的影响有限。

估值及建议

明年业绩有望大幅改善

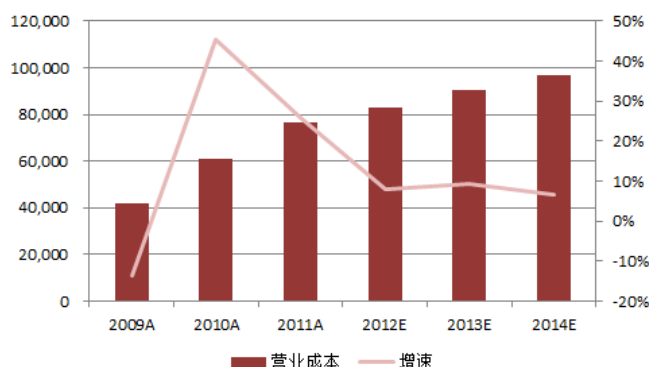
今年航空企业业绩下滑主要是由于需求不足所带来的客座率水平下滑，使得企业毛利率水平下降，另外外围的汇兑损失也给公司带来较大影响。我们认为在行业格局不会发生实质改变的情况下，明年的行业仍然维持高价格水平，公司客座率在近年下降之后明年企稳反弹的可能性较大，带来公司毛利率水平上升。外围人民币汇率继续贬值的动力不大，公司汇兑收益有望重新转正，带来业绩上升。预测公司 2012~2014 年的 EPS 为 0.24、0.37、0.56 元，未来三年的净利润增速分别为 -58.62%、54.17% 和 51.35%。

图 18：营业收入及预测



资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 19：营业成本及预测

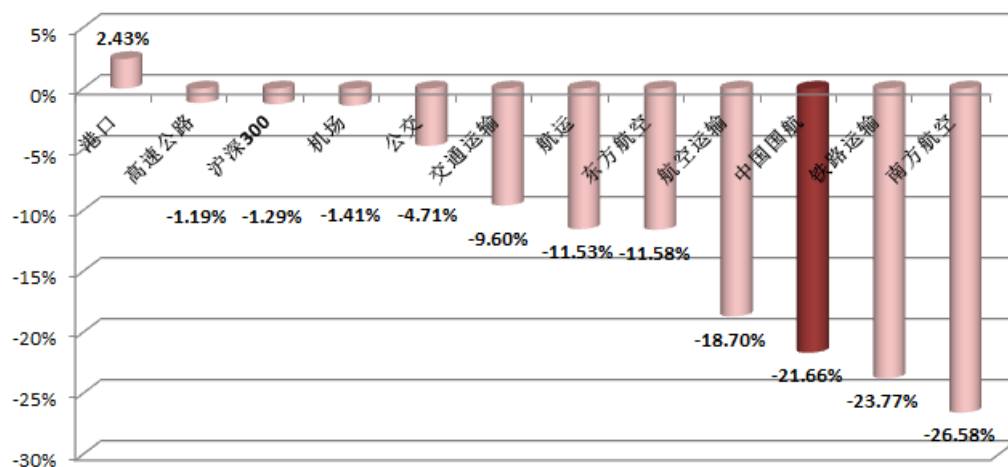


资料来源：公司资料、东方证券研究所

本年二级市场表现

公司股价从年初的 6.37 元下跌至 9 月 14 日 4.99 元，下跌幅度为 21.66%，下跌略大于航空板块 -18.7% 的幅度，在在三家航空公司中居中。

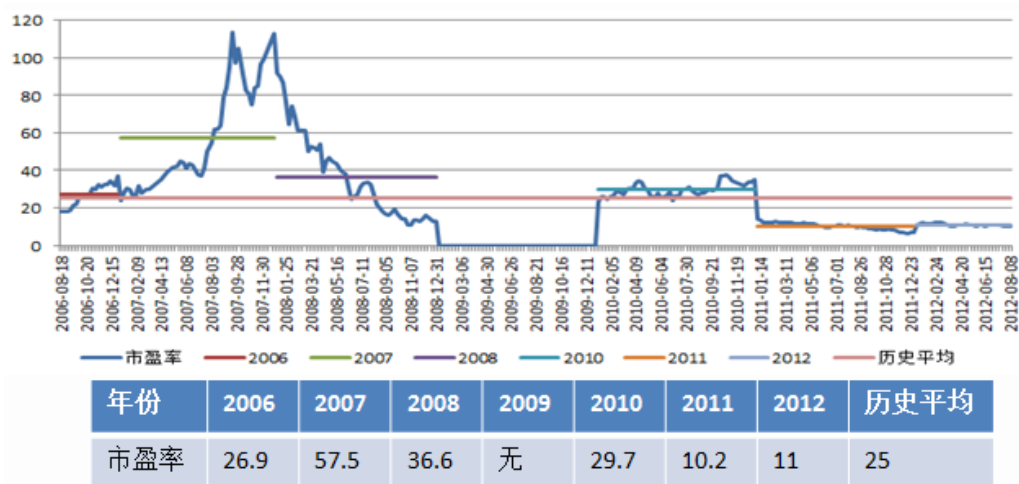
图 20：年初至今各子板块及个股价格变化



资料来源：WIND, 东方证券研究所

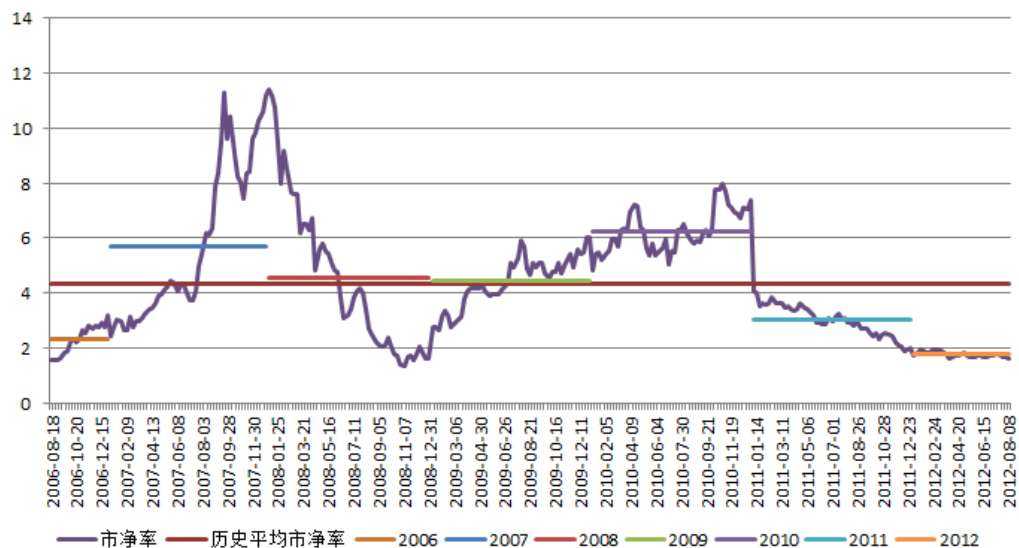
估值建议

图 21：国航历史市盈率



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 22：国航历史市净率



资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 3：公司历史市盈率和市净率对照表

	市盈率	市净率
历史最高	113	11.4
历史最低	9.8	1.6
历史平均	25.2	4.3
目前估值	9.95	1.6
较历史平均潜在上涨空间	153.27%	168.75%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 23：国航历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）


资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 24：国航历史市净率相对沪深 300 水平


资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 4：公司相对沪深 300 估值对照表

	市盈率相对沪深 300	市净率相对沪深 300
历史最高	2.25	3
历史最低	0.52	0.7
历史平均	1.18	1.37
目前估值	0.94	0.97
较历史平均潜在上涨空间	25.53%	41.24%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

虽然公司今年以来受到市场需求不振的影响盈利下降，但是我们认为公司的基本面良好，行业格局历史最佳，一旦市场反转，公司盈利将大幅增长。以公司历史 PB 中位数 3.8 倍为基准，依照审慎原则及公司基本面调整，给予公司 1.6 倍 PB 估值，对应公司目标价格 6.5 元，给予公司增持评级。

表 5：航空公司估值

公司	代码	最新价格(元)	市盈率		
		2012/9/14	2011A	2012E	2013E
中国国航	601111	4.99	8.6	20.8	13.5
东方航空	600115	3.36	7.8	14.6	9.6
南方航空	600029	3.48	6.7	24.9	15.1

资料来源：东方证券研究所。此表仅供参考，不作估值依据。

风险提示

市场风险

航空公司经营状况受市场需求、汇率变动、燃油价格等外在因素影响较大，而这些因素主要受宏观经济影响，可控性较差，可能给公司业绩预测带来较大不确定性。

政策风险

民航运输是高度管制行业，企业在运力引进、航线准入等许多环节受到于政策的影响，未来管理思路 and 政策的变动可能会对企业带来不确定性。

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
航空客运					
销售收入（百万元）	70,098.0	86,268.7	91,444.8	100,589.3	109,642.3
增长率	57.9%	23.1%	6.0%	10.0%	9.0%
毛利率	25.0%	22.1%	20.0%	20.5%	22.0%
航空货运及邮运					
销售收入（百万元）	8,854.0	8,546.4	8,290.0	9,201.9	9,754.0
增长率	62.2%	-3.5%	-3.0%	11.0%	6.0%
毛利率	23.6%	9.6%	6.0%	7.0%	10.0%
主营其他					
销售收入（百万元）	57.3	104.5	115.0	126.5	139.1
增长率	-43.3%	82.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	81.3%	70.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他					
销售收入（百万元）	1,953.4	2,219.5	2,441.4	2,685.6	2,954.1
增长率	71.6%	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.9%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	80,962.7	97,139.1	102,291.2	112,603.3	122,489.6
增长率	58.5%	20.0%	5.3%	10.1%	8.8%
综合毛利率	24.7%	21.0%	19.0%	19.5%	21.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	15,011	15,420	34,293	55,571	79,011	营业收入	80,963	97,139	102,291	112,603	122,490
应收账款	3,243	2,714	4,092	4,504	4,900	营业成本	61,005	76,692	82,886	90,657	96,644
预付账款	684	585	685	754	821	营业税金及附加	1,608	2,241	2,353	2,590	2,817
存货	1,163	1,404	1,451	1,587	1,691	营业费用	5,503	6,521	6,905	7,319	7,962
其他	887	1,339	1,698	1,867	2,029	管理费用	2,340	3,307	3,376	3,603	3,797
流动资产合计	20,988	21,462	42,219	64,283	88,452	财务费用	(540)	(1,550)	2,688	2,911	3,624
长期股权投资	15,584	14,885	15,841	16,950	18,136	资产减值损失	2,098	2,147	1,207	1,046	1,001
固定资产	88,225	101,737	140,417	163,447	185,682	公允价值变动收益	1,744	34	30	30	30
在建工程	23,552	27,566	8,424	6,210	6,496	投资净收益	3,573	1,337	50	300	1,308
无形资产	2,868	2,805	2,701	2,597	2,494	其他	0	0	(0)	(0)	(0)
其他	4,003	4,867	1,468	1,398	1,350	营业利润	14,264	9,150	2,957	4,806	7,982
非流动资产合计	134,231	151,862	168,851	190,601	214,158	营业外收入	848	1,199	1,618	2,104	2,630
资产总计	155,220	173,324	211,069	254,884	302,609	营业外支出	87	227	273	322	374
短期借款	15,703	11,507	13,233	15,218	17,501	利润总额	15,025	10,122	4,303	6,588	10,238
应付账款	9,426	12,082	13,262	14,505	15,463	所得税	2,570	2,224	990	1,581	2,559
其他	25,503	34,278	39,171	43,942	49,366	净利润	12,455	7,898	3,313	5,007	7,678
流动负债合计	50,633	57,867	65,667	73,666	82,330	少数股东损益	247	421	182	275	422
长期借款	31,923	33,398	61,185	92,307	127,163	归属于母公司净利润	12,208	7,477	3,131	4,732	7,256
应付债券	9,000	6,000	6,000	6,000	3,000	每股收益（元）	0.95	0.58	0.24	0.37	0.56
其他	21,964	26,556	22,353	22,353	22,353	主要财务比率					
非流动负债合计	62,887	65,955	89,539	120,660	152,516		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	113,520	123,822	155,205	194,326	234,846	成长能力					
少数股东权益	47	2,764	2,946	3,221	3,643	营业收入	58.5%	20.0%	5.3%	10.1%	8.8%
股本	12,892	12,892	12,892	12,892	12,892	营业利润	238.6%	-35.9%	-67.7%	62.5%	66.1%
资本公积	16,245	16,289	16,289	16,289	16,289	归属于母公司净利润	142.7%	-38.8%	-58.1%	51.1%	53.4%
留存收益	14,694	20,607	23,738	28,156	34,939	获利能力					
其他	(2,179)	(3,049)	0	0	0	毛利率	24.7%	21.0%	19.0%	19.5%	21.1%
股东权益合计	41,699	49,502	55,864	60,558	67,763	净利率	15.1%	7.7%	3.1%	4.2%	5.9%
负债和股东权益	155,220	173,324	211,069	254,884	302,609	ROE	37.2%	16.9%	6.3%	8.6%	11.9%
现金流量表						ROIC	12.6%	5.2%	3.2%	3.3%	4.0%
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力					
净利润	12,455	7,898	3,313	5,007	7,678	资产负债率	73.1%	71.4%	73.5%	76.2%	77.6%
折旧摊销	10,950	6,368	10,554	13,456	15,953	净负债率	127.2%	106.5%	118.1%	133.4%	140.0%
财务费用	(540)	(1,550)	2,688	2,911	3,624	流动比率	0.41	0.37	0.64	0.87	1.07
投资损失	(3,573)	(1,337)	(50)	(300)	(1,308)	速动比率	0.39	0.35	0.62	0.85	1.05
营运资金变动	2,337	4,492	1,471	1,824	1,824	营运能力					
其它	(1,962)	5,768	6,084	1,016	971	应收账款周转率	29.5	32.6	29.7	25.6	25.5
经营活动现金流	19,667	21,640	24,060	23,914	28,744	存货周转率	57.7	59.7	51.7	48.0	47.4
资本支出	(43,168)	(24,710)	(30,973)	(34,726)	(38,930)	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
长期投资	(2,328)	457	(1,051)	(1,115)	(1,193)	每股指标（元）					
其他	31,422	7,355	52	330	1,338	每股收益	0.95	0.58	0.24	0.37	0.56
投资活动现金流	(14,074)	(16,897)	(31,972)	(35,511)	(38,785)	每股经营现金流	1.53	1.68	1.87	1.86	2.23
债权融资	14,499	4,716	27,748	34,114	35,296	每股净资产	3.23	3.63	4.11	4.45	4.97
股权融资	6,062	43	0	0	0	估值比率					
其他	(14,488)	(8,241)	(962)	(1,239)	(1,815)	市盈率	5.1	8.3	19.8	13.1	8.5
筹资活动现金流	6,074	(3,482)	26,786	32,875	33,481	市净率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
汇率变动影响	(99)	(159)	0	0	0	EV/EBITDA	4.8	8.5	7.3	5.6	4.3
现金净增加额	11,568	1,102	18,873	21,278	23,440	EV/EBIT	8.6	15.6	21.0	15.3	10.2

资料来源：东方证券研究所

凤凰涅槃，进步明显



投资要点

- **公司经营管理的改善已经开始转化为企业效益，我们预期此效用将持续释放。**公司 2010 年和 2011 年的毛利率水平分别为 19%和 16.1%，从大大低于同行业其它公司到基本接近，反映出公司经营管理水平的改进。在整体市场需求萎靡的情况下，公司也是今年以来唯一一家航班客座率仍然提高的公司，反映公司效率的提升。我们认为公司基本面已经大为改观，公司经营管理的改进效应有望在未来持续推升公司业绩。
- **公司拥有优质资源，基础良好。**公司在全国排名靠前 7 大机场中的 3 个机场绝对市场优势，在浦东、虹桥和昆明机场的市场份额分别达到 39%、52.2%和 40%左右，拥有绝对的市场领导地位。预期公司对优质航线资源的占有优势有望成为公司长期业绩的支撑。
- **需求不振压制股价，市场改善值得期待。**公司股价年初至今下跌了 11.58%，是航空运输板块中下跌幅度较小的个股，也反应了公司基本面的改善。我们预期公司基本面的改善和市场需求的回升将有望成为公司未来业绩增长的驱动力，公司未来表现值得期待。

财务与估值

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.19、0.32、0.44 元，根据历史 PB 估值中位数 3.7 倍进行 45%折价，给予 2 倍 PB，对应目标价 4 元，首次给予公司增持评级。

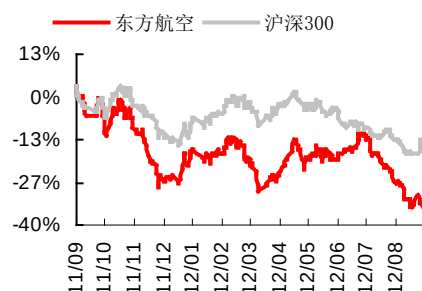
风险提示

航空运输市场需求严重依赖宏观经济，具有较大的不确定性。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2012 年 09 月 19 日)	3.23 元
目标价格	4.00 元
52 周最高价/最低价	5.19/3.18 元
总股本/A 股 (万股)	1127653/729221
A 股市值 (百万元)	35859
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2012 年 09 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.4	-14.1	-21.3	-38.0
相对表现 (%)	-0.1	-10.7	-7.9	-19.8
沪深 300 (%)	-3.3	-3.4	-13.4	-18.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	74,958	83,975	88,739	99,231	108,794
同比增长	88.2%	12.0%	5.7%	11.8%	9.6%
营业利润 (百万元)	4,882	3,598	540	2,381	4,157
同比增长	614.0%	-26.3%	-85.0%	340.6%	74.6%
归属母公司净利润 (百万元)	5,380	4,887	2,140	3,601	5,005
同比增长	896.8%	-9.2%	-56.2%	68.3%	39.0%
每股收益 (元)	0.48	0.43	0.19	0.32	0.44
毛利率	19.0%	16.1%	13.7%	15.1%	16.6%
净利率	7.2%	5.8%	2.4%	3.6%	4.6%
净资产收益率	57.6%	27.1%	9.9%	14.8%	17.7%
市盈率 (倍)	7.1	7.9	18.0	10.7	7.7
市净率 (倍)	2.5	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 杨宝峰
021-63325888*6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120005

联系人 蒋必武
021-63325888*6067
jiangbiwu@orientsec.com.cn

目录

浴火重生，公司基本面切实改善	4
公司拥有资源优势，基础良好	4
公司基本面持续改善	6
2012 年弱市不弱，国际航线表现抢眼	7
供需大致平衡，效率指标保持稳定	7
国际航线供需两盛，成为业绩最大亮点	9
人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负	10
油价波动趋缓，对公司影响有限	10
估值及建议	10
明年业绩有望大幅改善	10
本年二级市场表现	11
估值建议	12
风险提示	15
市场风险	15
政策风险	15
表 1：前十大机场运营数据对比	4
图 1：东航主要基地区位分析图	5
图 2：东航运力分布图	5
图 3：上海浦东机场运力分布图（按座位）	6
图 4：上海虹桥机场运力分布图（按座位）	6
图 5：各公司毛利率水平对比	6
图 6：各公司 11-12 年客座率变化比较	7
图 7：可用吨公里及增速	7
图 8：运输周转量及增速	7
图 9：可用座公里及增速	8
图 10：旅客周转量及增速	8
图 11：可用货邮吨公里及增速	8
图 12：货邮周转量及增速	8
图 13：旅客客座率及变化	9
图 14：货邮载运率及变化	9
图 15：可用座公里增速变化	9
图 16：旅客周转量增速变化	9
图 17：国内航线客座率变化	10
图 18：国级航线客座率变化	10

图 19：营业收入及预测	11
图 20：营业成本及预测	11
图 21：年初至今各子板块及个股价格变化	11
图 22：东航历史市盈率（剔除亏损或超高年份）	12
图 23：东航历史市净率（剔除负值年份）	12
表 2：公司历史市盈率和市净率估值对照表（剔除亏损或超高年份）	13
图 24：东航历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）	13
图 25：东航历史市净率相对沪深 300 水平	14
表 3：公司相对沪深 300 估值对照表	14
表 4：航空公司估值	15

浴火重生，公司基本面切实改善

公司拥有资源优势，基础良好

公司的主要运力投放在高端客源丰富的华东地区，尤其是公司的主基地上海，地理位置优越，是内陆城市中转日韩和欧美的重要枢纽。上海两大机场 2011 年旅客吞吐量达到 7455.9 万人次，是仅次于北京的旅客吞吐量最大的城市。公司在西南地区的基地昆明不仅本土客源丰富，拥有较大的增长潜力，也是公司辐射东南亚和南亚地区的重要枢纽，机场 2011 年旅客吞吐量达到 2227 万，排名第 7 位。公司在旅客吞吐量排名前 7 的 3 大机场占据较大的市场份额，其整个运力投放的布局在客源丰富的华东和西南地区拥有竞争优势，公司的基础良好，能较好的支撑公司的长期业绩。

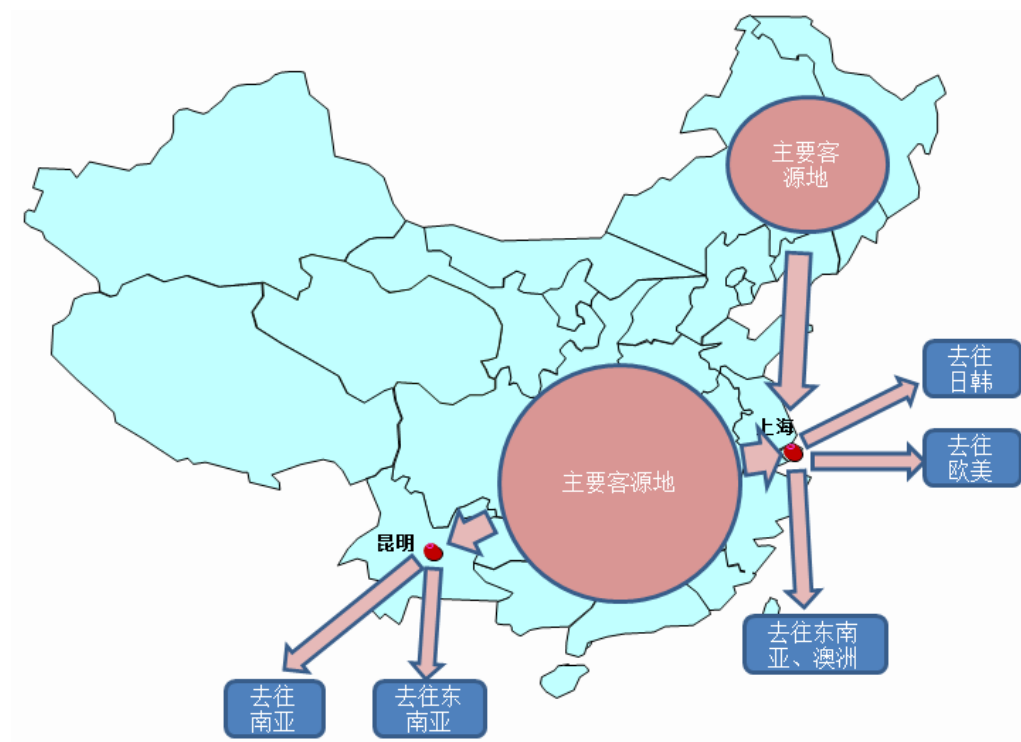
表 1：前十大机场运营数据对比

机场	旅客吞吐量（人次）			货邮吞吐量（吨）			起降架次（次）		
	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次
北京/首都	78,674,513	6.4	1	1,640,231.8	5.7	2	533,166	3.0	1
广州/白云	45,040,340	9.9	2	1,179,967.7	3.1	3	349,259	6.1	2
上海/浦东	41,447,730	2.1	3	3,085,267.7	-4.4	1	344,086	3.6	3
上海/虹桥	33,112,442	5.8	4	454,069.4	-5.5	6	229,846	5.0	4
成都/双流	29,073,719	12.7	5	477,695.2	10.5	5	222,421	8.2	6
深圳/宝安	28,245,738	5.7	6	828,375.5	2.4	4	224,329	3.4	5
昆明/巫家坝	22,270,130	10.3	7	272,465.4	-0.4	8	191,744	5.7	9
西安/咸阳	21,163,130	17.5	8	172,567.4	9.2	13	185,079	12.6	10
重庆/江北	19,052,706	20.6	9	237,572.5	21.4	11	166,763	14.5	11
杭州/萧山	17,512,224	2.6	10	306,242.6	8.0	7	149,480	2.2	12

资料来源：中国民航总局，东方证券研究所

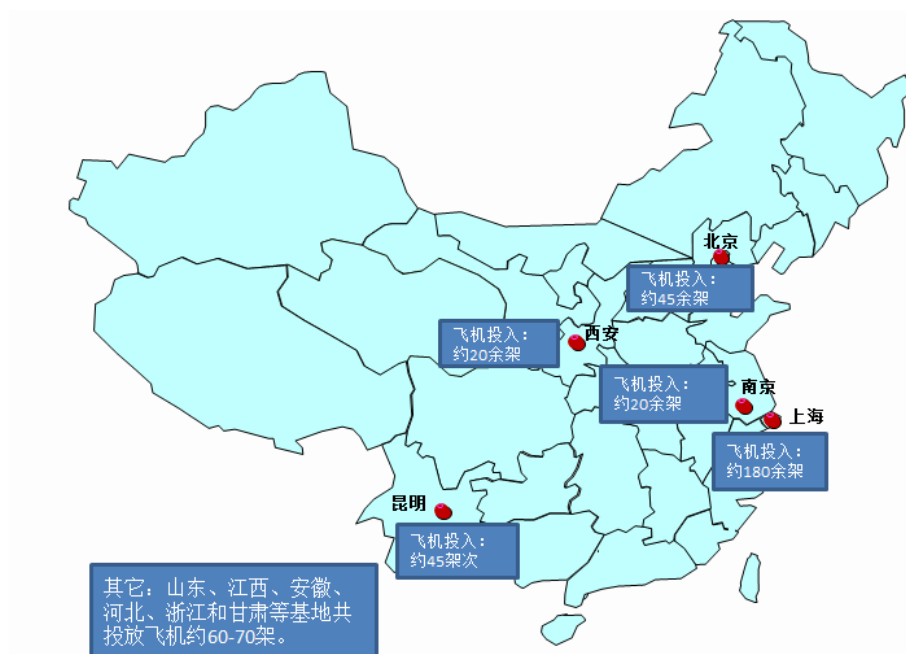
公司合并上海航空之后，在上海地区投入飞机的总数达到约 180 架次，在上海地区占据绝对的市场份额。其中公司在虹桥机场的运力份额超过市场总量的一半，达到 52.2%，在浦东机场的运力投入占市场总量的 39%。公司的绝对市场份额优势提升了公司在上海地区的话语权，改善了行业格局，使得公司成为市场的领导者，避免了各公司间的恶价格竞争。公司在西南重镇昆明拥有传统的市场优势，市场份额超过 4 成，在理顺了内部架构以及与地方政府之间的关系之后，公司云南分公司也已经步入快速发展的轨道，预计公司在云南地区的优势地位将保持。

图 1：东航主要基地区位分析图



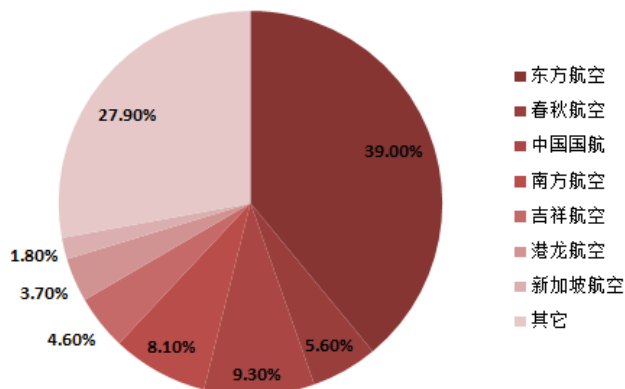
资料来源：东方证券研究所

图 2：东航运力分布图



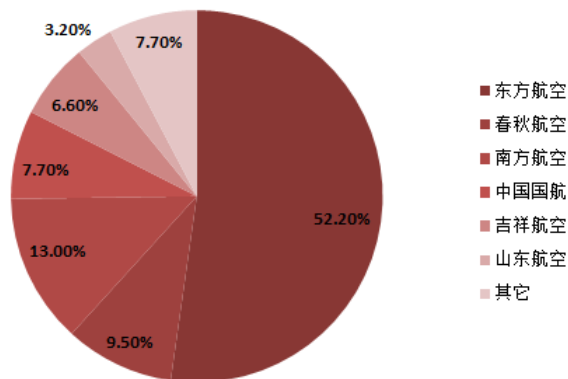
资料来源：东方证券研究所

图 3：上海浦东机场运力分布图（按座位）



资料来源：公司年报

图 4：上海虹桥机场运力分布图（按座位）

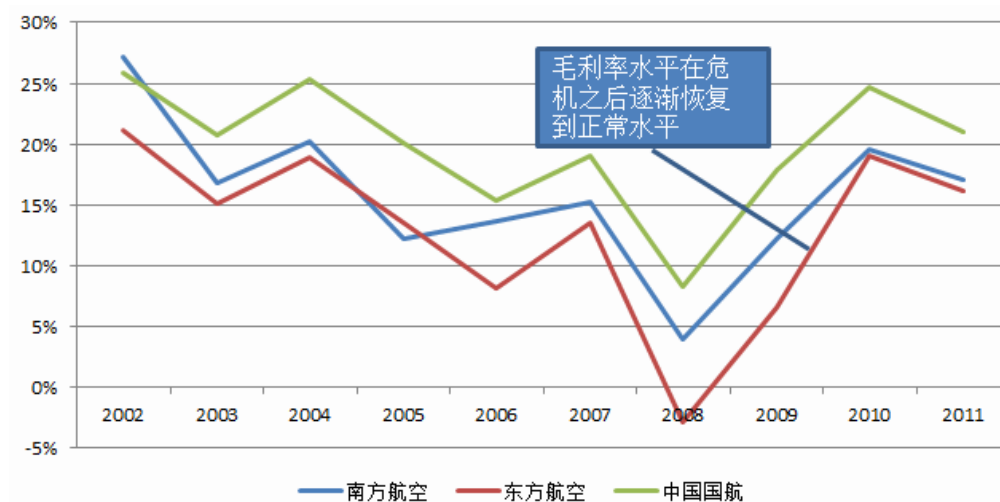


资料来源：公司年报

公司基本面持续改善

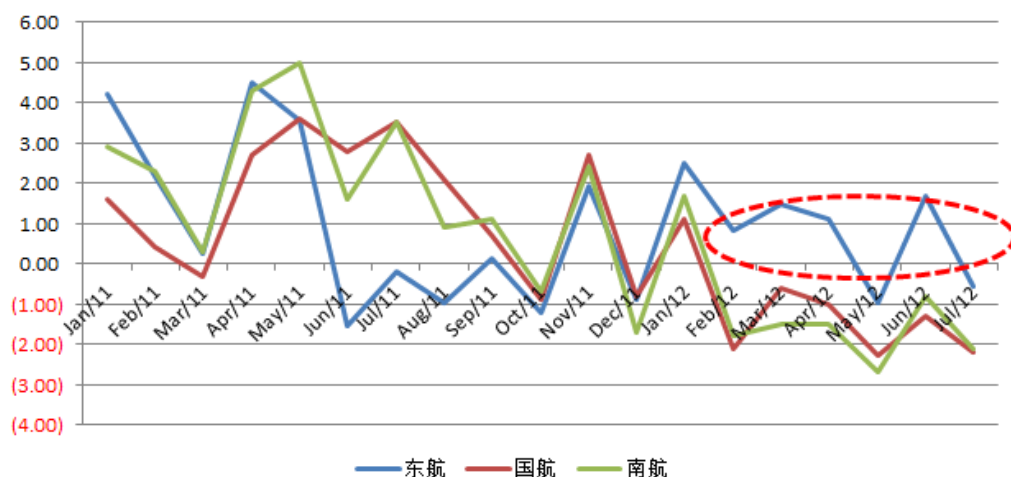
由于内部管理和市场环境的原因，公司在 3 大航中一直处于竞争劣势，体现在公司毛利率水平持续低于其他两大航空公司，尤其是公司在经历了 2008 年的巨额亏损之后，出现了资不抵债的局面。我们认为公司新的管理层在过去的工作卓有成效，成功的明晰了公司战略，理顺了公司分子公司及与地方政府的关系，使得公司的基本面有了较大改观。公司的毛利率水平不仅随着行业的回暖有了提升，与竞争对手之间的差距也大幅拉低。尤其是在今年，公司在市场需求萎靡的情况下，是唯一一家保持客座率水平提升的公司，体现了公司经营管理水平的改进。我们预期公司将继续顺着目前基本面不断改善的轨道前进，未来公司业绩在基础良好的前提下，将由于经营管理不断改善而稳步提升。

图 5：各公司毛利率水平对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：各公司 11-12 年客座率变化比较



资料来源：公司公告，东方证券研究所

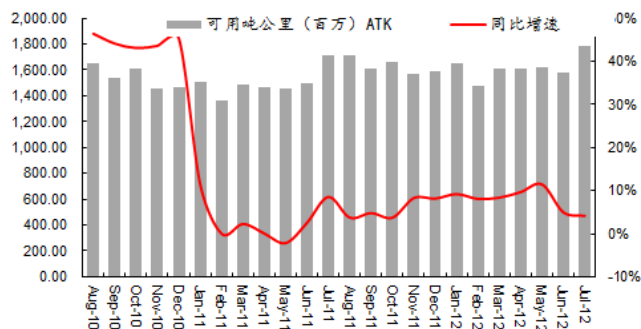
2012 年弱市不弱，国际航线表现抢眼

供需大致平衡，效率指标保持稳定

2012 年 1-7 月，公司投入运力 11314.17 百万吨公里，同比增长 7.88%，完成运输周转量 8185.92 百万吨公里，与 2011 年同期相比增长 9.12%。客运方面，1-7 月公司投入 77843.57 百万座公里，同比增长 5.76%，完成旅客周转量 61974.04 百万客公里，同比增长 6.94%。货运方面，1-7 月公司投入 4308.25 百万吨公里，同比增加 11.52%，完成货邮周转量 2675.8 百万吨公里，同比增长 14.07%。

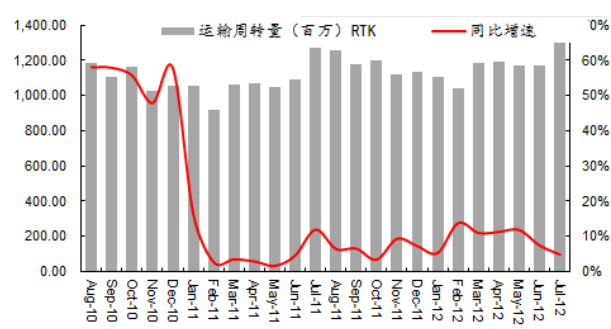
客货运量方面，公司 1-7 月共承运旅客 4163.8 万，完成货邮运输 79.9 万吨，分别比去年同期增加 4.9% 和 0.6%。

图 7：可用吨公里及增速

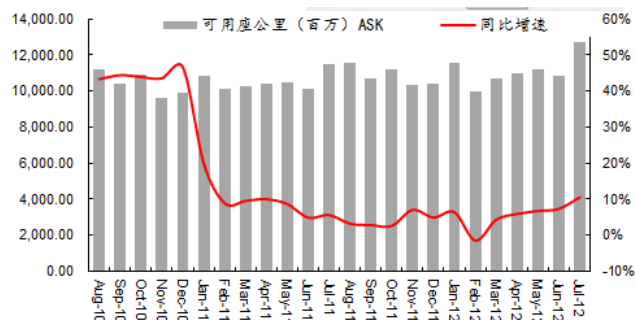


资料来源：公司公告

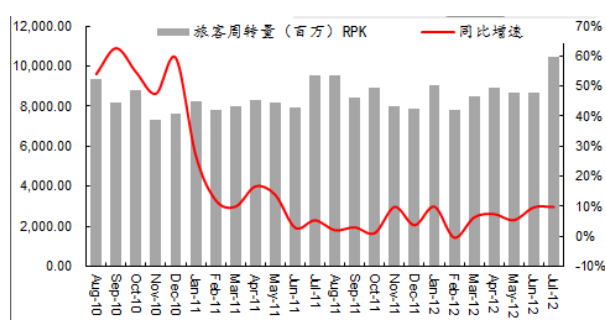
图 8：运输周转量及增速



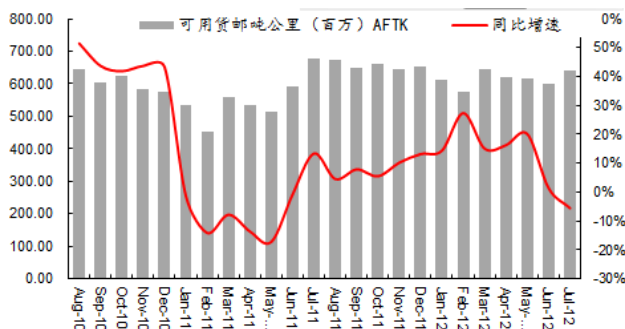
资料来源：公司公告

图 9：可用座公里及增速


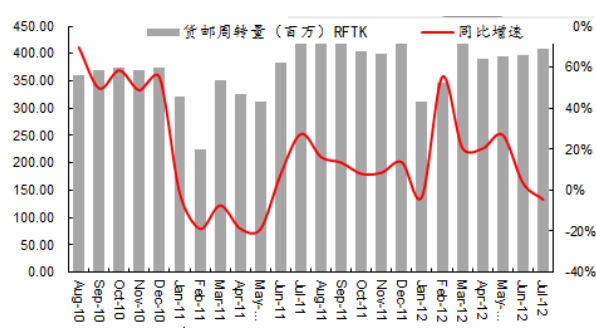
资料来源：公司公告

图 10：旅客周转量及增速


资料来源：公司公告

图 11：可用货邮吨公里及增速


资料来源：公司公告

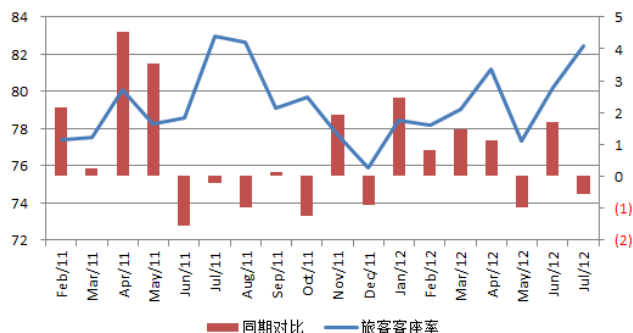
图 12：货邮周转量及增速


资料来源：公司公告

虽然国内市场疲软，但是由于国际市场需求强劲，公司的整体效率指标保持稳定。1-7 月份平均客座率为 79.61%，同比上升了 0.88 个百分点。其中国际航班客座率上升较多，1-7 月份公司国际航班平均客座率为 79.37%，比去年同期上升 4.47 个百分点，地区航线客座率水平也上升了 3.36 个百分点，至 75.48%。公司国内航线客座率由于需求原因出现下降，1-7 月平均客座率 79.93%，比去年同期微弱下滑了 0.71%。

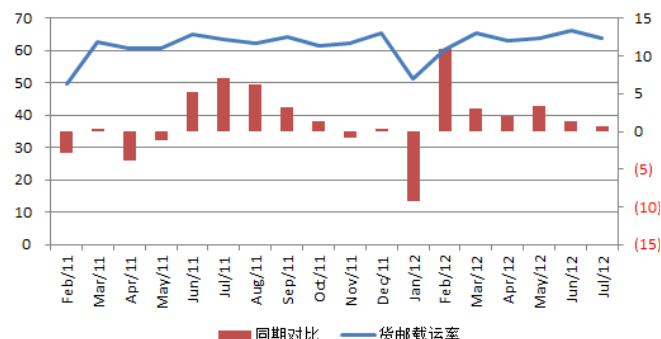
公司货邮载运率于去年相比也有改善，1-7 月平均货邮载运率 62.11%，与去年同期相比上升了 1.39 个百分点。其中国际货邮运输 1-7 月平均货邮载运率 69.28%，同比上升了 0.19 个百分点。国内航班平均货邮载运率 44.47%，同比上升 0.06 个百分点，地区航班平均货邮载运率 42%，同比略减 0.28 个百分点。

图 13：旅客客座率及变化



资料来源：公司公告

图 14：货邮载运率及变化

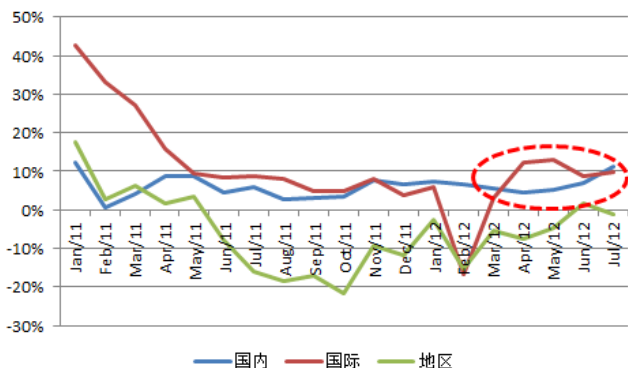


资料来源：公司公告

国际航线供需两盛，成为业绩最大亮点

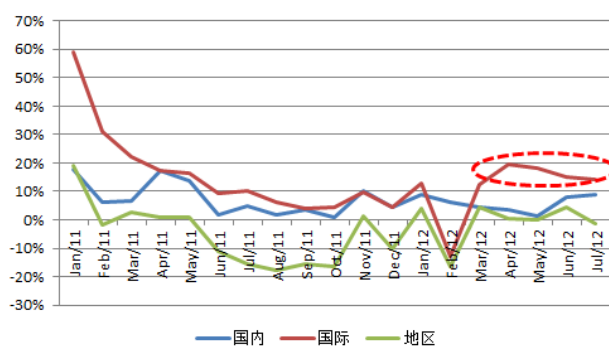
公司 2012 年继续加大在国际航线上的投入，尤其是处于强势的日韩航线。1-7 月国际航线投入 20761.39 百万座公里，同比增长 4.7%。即使是在公司在加大运力投入的情况下，国际航线的客座率水平出现较大幅度上涨。我们认为公司会利用目前国际航线市场需求较好的有利时机，继续加大在国际航线上的投入。

图 15：可用座公里增速变化



资料来源：公司公告

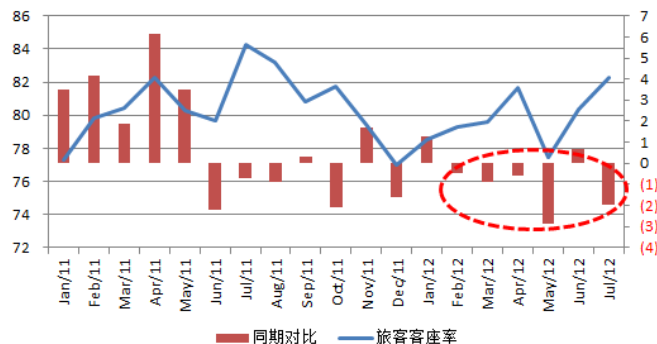
图 16：旅客周转量增速变化



资料来源：公司公告

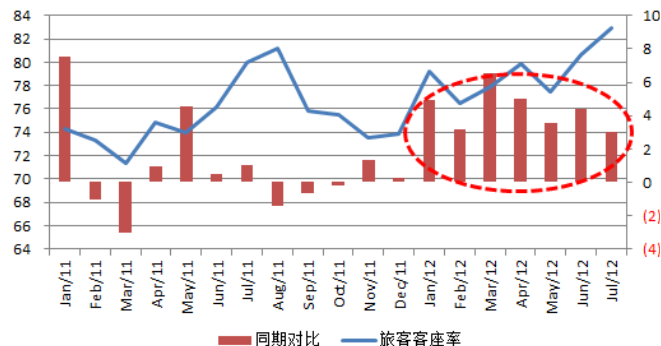
随着航空旺季的到来，公司的客座率水平环比开始明显改善，且同比仍然保持正增长，我们认为公司在今年的航空市场弱势的情况下，走势有别于另外两家公司，效率指标保持正增长的趋势有望持续，也反应了公司的基本面确实有了较大改观。

图 17：国内航线客座率变化



资料来源：公司公告

图 18：国际航线客座率变化



资料来源：公司公告

人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负

我们预估公司以美元计价的债务规模折合人民币在 400-500 亿左右，是三大航中外债规模较小的航空企业，受汇率变动的影响也最小。人民币兑美元的价格从年初的 6.3009 贬值到现在的 6.3627，贬值幅度接近 1%，估计给公司带来汇兑损失 4-5 亿人民币。

人民币贬值给公司带来的账面损失会影响到公司财务报表的美观度，但是对公司的良好基本面不会有大的影响。我们预期人民币对美元贬值只是短暂现象，未来人民币兑美元仍然有一定的升值空间，因此人民币贬值对公司业绩的压制在人民币走向反转之后将成为公司业绩的重要催化剂。

油价波动趋缓，对公司影响有限

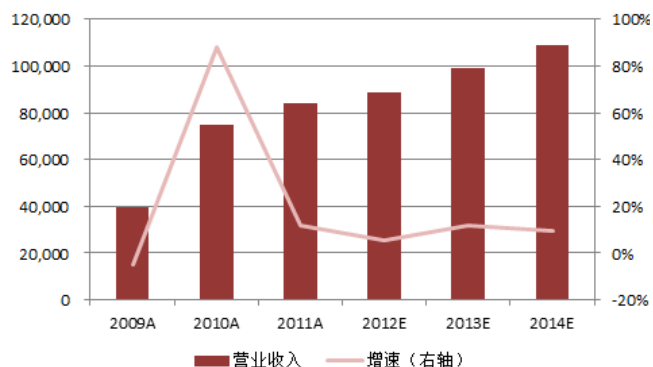
根据我们的测算，由于整个民航行业已经建立了较为完善的燃油成本转移机制，燃油价格的波动损失或收益通过燃油附加费的形式大部分转移到终端旅客，同时我们也预期近期油价会保持相对稳定，燃油价格的上涨或下跌对公司的影响有限。

估值及建议

明年业绩有望大幅改善

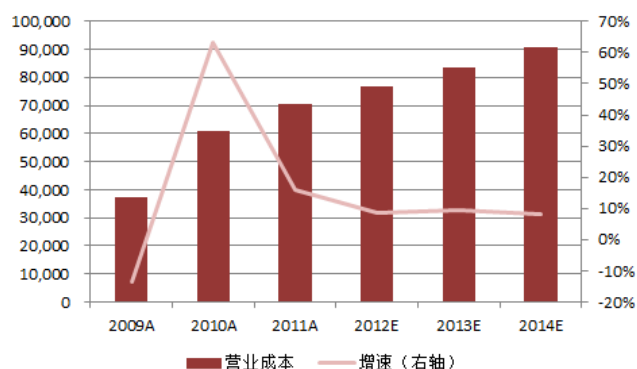
今年航空企业业绩下滑主要是由于需求不足所带来的客座率水平下滑，使得企业毛利率水平下降，另外外围的汇兑损失也给公司带来较大影响。我们认为在行业格局不会发生实质改变的情况下，明年的行业仍然维持高价格水平，公司客座率在近年下降之后明年企稳反弹的可能性较大，带来公司毛利率水平上升。外围人民币汇率继续贬值的动力不大，公司汇兑收益有望重新转正，带来业绩上升。预测公司 2012-2014 年的 EPS 为 0.19、0.32、0.44 元，未来三年的净利润增速分别为 -55.8%、68.42% 和 37.5%。

图 19：营业收入及预测



资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 20：营业成本及预测

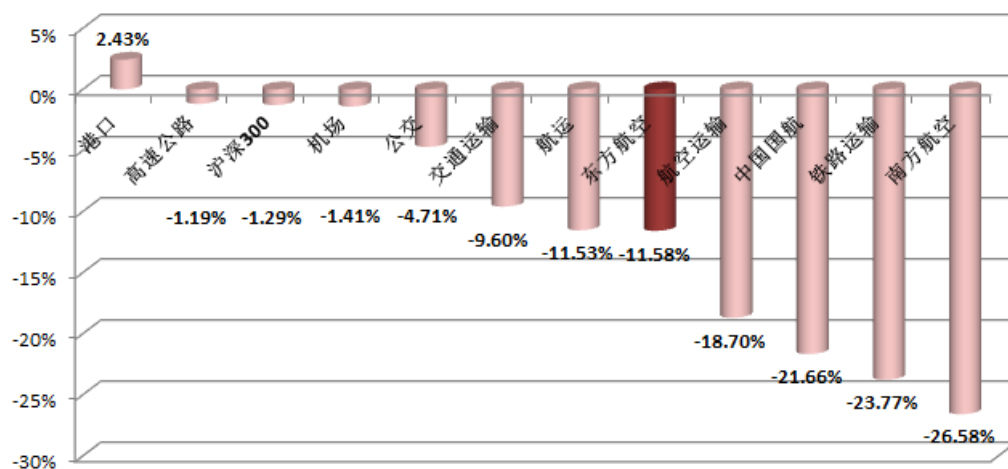


资料来源：公司资料、东方证券研究所

本年二级市场表现

公司股价从年初的 3.8 元略跌至 9 月 14 日 3.36 元，跌幅为-11.58%，小于交通运输板块的跌幅。

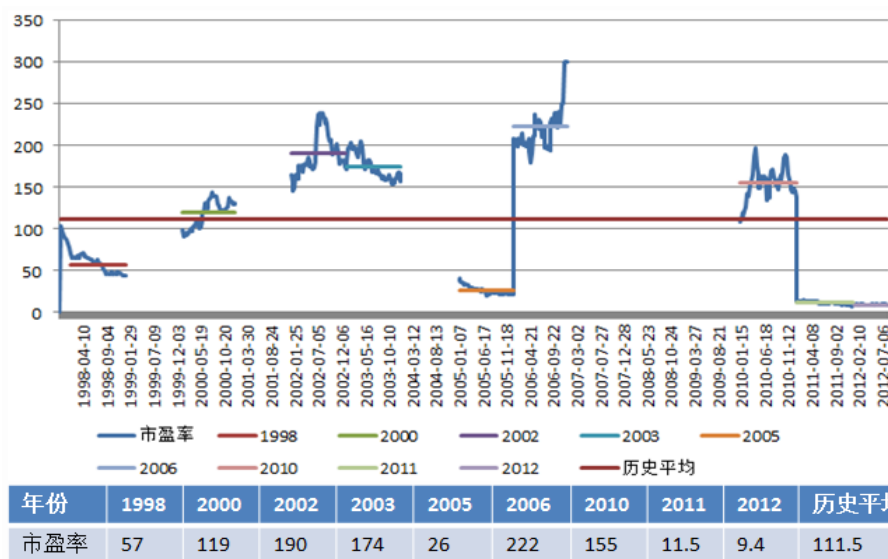
图 21：年初至今各子板块及个股价格变化



资料来源：WIND, 东方证券研究所

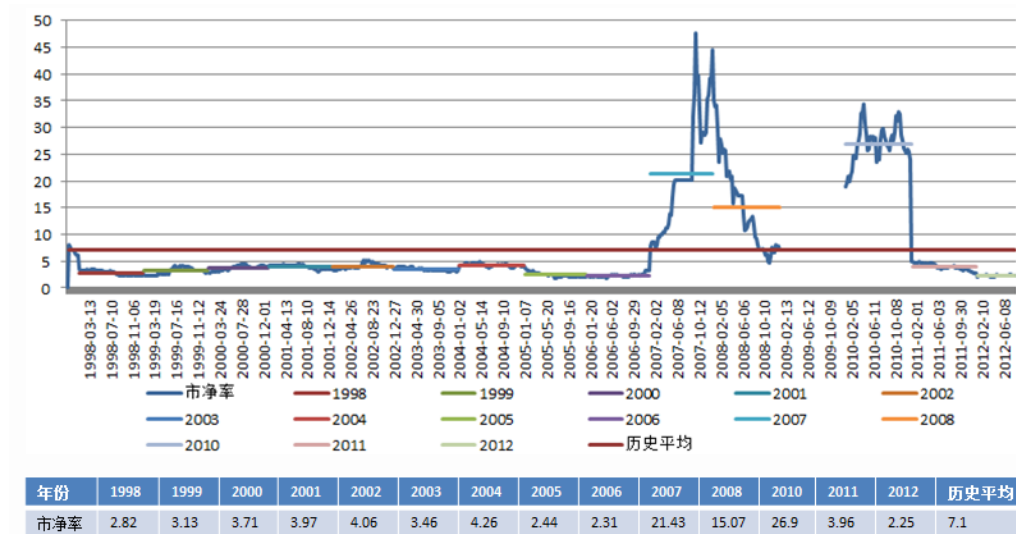
估值建议

图 22：东航历史市盈率（剔除亏损或超高年份）



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 23：东航历史市净率（剔除负值年份）



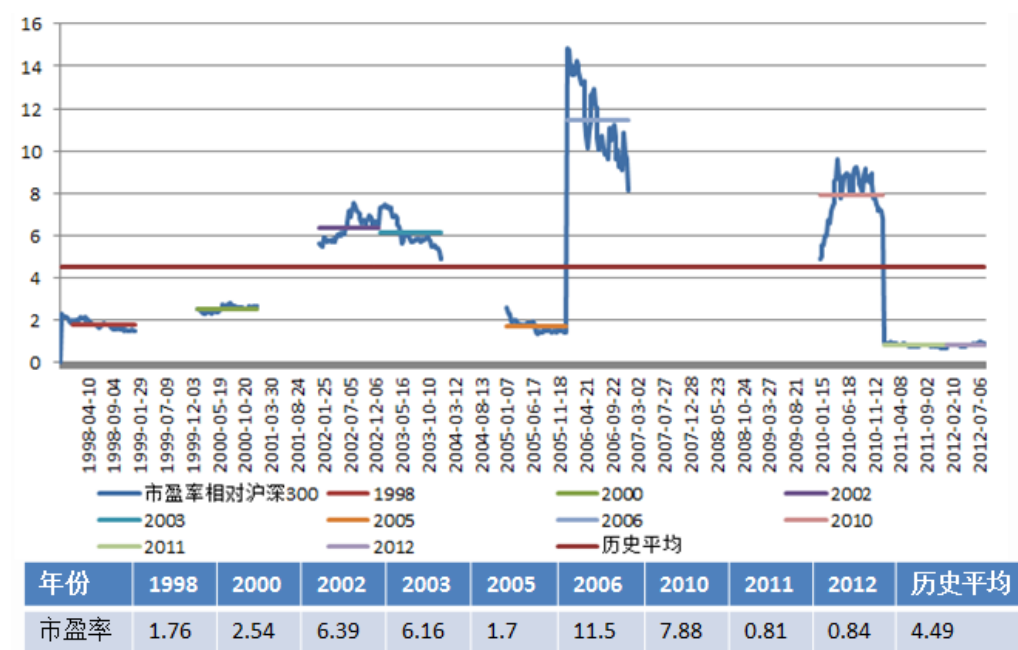
资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 2：公司历史市盈率和市净率估值对照表（剔除亏损或超高年份）

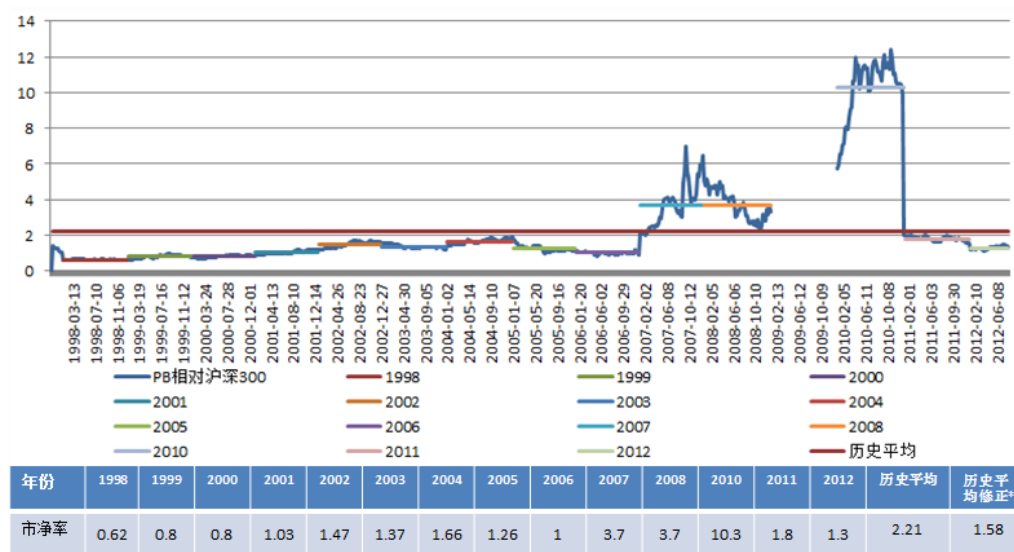
	市盈率	市净率
历史最高	300	47
历史最低	8.3	1.97
历史平均	111.5	7.1
目前估值	9	2.16
较历史平均潜在上涨空间	1140%	230%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

从市盈率和市净率估值上来看，公司目前都处于历史最低水平。

图 24：东航历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）


资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 25：东航历史市净率相对沪深 300 水平


*历史平均修正剔除2010年数据

资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 3：公司相对沪深 300 估值对照表

	市盈率相对沪深 300	市净率相对沪深 300
历史最高	14.9	12.4
历史最低	0.64	0.57
历史平均	4.49	2.21
目前估值	0.86	1.32
较历史平均潜在上涨空间	420%	70%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

虽然公司今年以来受到市场需求不振的影响，盈利下降，但是我们认为公司拥有优质资源，内部经营管理水平已经大幅改善，在市场需求转暖的情况下，公司盈利将大幅增长。以公司历史 PB 中位数 3.7 倍为基准，依照审慎原则及公司基本面调整，给予 2 倍 PB 估值，对应公司目标价格 4 元，给予公司增持评级。

表 4：航空公司估值

公司	代码	最新价格(元)		市盈率	
		2012/9/14	2011A	2012E	2013E
中国国航	601111	4.99	8.6	20.8	13.5
东方航空	600115	3.36	7.8	14.6	9.6
南方航空	600029	3.48	6.7	24.9	15.1

资料来源：东方证券研究所。此表仅供参考，不作估值依据。

风险提示

市场风险

航空公司经营状况受市场需求、汇率变动、燃油价格等外在因素影响较大，而这些因素主要受宏观经济影响，可控性较差，可能给公司业绩预测带来较大不确定性。

政策风险

民航运输是高度管制行业，企业在运力引进、航线准入等许多环节受到于政策的影响，未来管理思路 and 政策的变动可能会对企业带来不确定性。

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入					
销售收入（百万元）	68,960.9	78,682.0	83,023.5	92,829.6	101,751.5
增长率	81.8%	14.1%	5.5%	11.8%	9.6%
毛利率	18.1%	15.5%	13.0%	14.5%	16.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	5,997.3	5,292.5	5,715.9	6,401.9	7,042.0
增长率	217.2%	-11.8%	8.0%	12.0%	10.0%
毛利率	29.6%	24.9%	24.0%	24.0%	26.0%
合计	74,958.1	83,974.5	88,739.5	99,231.5	108,793.6
增长率	88.2%	12.0%	5.7%	11.8%	9.6%
综合毛利率	19.0%	16.1%	13.7%	15.1%	16.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	5,027	6,755	22,515	36,296	51,049	营业收入	74,958	83,975	88,739	99,231	108,794
应收账款	2,359	2,416	2,662	2,977	3,264	营业成本	60,727	70,448	76,575	84,235	90,682
预付账款	714	973	887	992	1,088	营业税金及附加	1,463	1,803	754	843	925
存货	2,273	2,506	1,531	1,685	1,814	营业费用	5,325	5,406	5,768	6,450	7,072
其他	1,347	1,061	3,142	3,527	3,885	管理费用	2,656	2,576	3,106	3,572	3,917
流动资产合计	11,721	13,712	30,738	45,477	61,100	财务费用	431	(441)	1,980	1,753	2,064
长期股权投资	1,454	1,503	0	0	0	资产减值损失	427	799	242	234	226
固定资产	68,109	71,565	73,525	77,551	83,430	公允价值变动收益	833	87	91	96	101
在建工程	7,420	13,109	19,258	25,606	31,878	投资净收益	119	128	135	141	148
无形资产	1,822	1,899	1,780	1,662	1,543	其他	0	0	0	0	0
其他	10,284	10,427	9,276	8,845	8,514	营业利润	4,882	3,598	540	2,381	4,157
非流动资产合计	89,089	98,503	103,840	113,664	125,365	营业外收入	1,093	1,599	2,078	2,244	2,424
资产总计	100,810	112,215	134,578	159,141	186,465	营业外支出	134	28	30	32	34
短期借款	11,193	11,454	13,000	13,650	14,333	利润总额	5,841	5,168	2,588	4,594	6,547
应付账款	9,469	10,268	13,783	15,162	16,323	所得税	138	265	427	919	1,440
其他	18,505	21,943	24,300	26,696	28,364	净利润	5,703	4,902	2,161	3,675	5,107
流动负债合计	39,168	43,665	51,084	55,508	59,019	少数股东损益	323	16	22	73	102
长期借款	23,355	21,103	34,059	49,605	67,483	归属于母公司净利润	5,380	4,887	2,140	3,601	5,005
应付债券	0	2,500	2,500	2,500	2,500	每股收益（元）	0.48	0.43	0.19	0.32	0.44
其他	21,711	22,802	22,629	23,761	24,949						
非流动负债合计	45,066	46,405	59,188	75,865	94,931						
负债合计	84,234	90,070	110,271	131,373	153,951						
少数股东权益	999	1,708	1,730	1,803	1,905						
股本	11,277	11,277	11,277	11,277	11,277						
资本公积	15,653	15,627	15,627	15,627	15,627						
留存收益	(11,352)	(6,466)	(4,326)	(939)	3,706						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	16,576	22,145	24,307	27,768	32,514						
负债和股东权益	100,810	112,215	134,578	159,141	186,465						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	5,703	4,902	2,161	3,675	5,107	成长能力					
折旧摊销	6,582	2,894	6,828	7,483	8,206	营业收入	88.2%	12.0%	5.7%	11.8%	9.6%
财务费用	431	(441)	1,980	1,753	2,064	营业利润	614.0%	-26.3%	-85.0%	340.6%	74.6%
投资损失	(119)	(128)	(135)	(141)	(148)	归属于母公司净利润	896.8%	-9.2%	-56.2%	68.3%	39.0%
营运资金变动	(341)	422	3,870	2,137	1,214	获利能力					
其它	(1,811)	5,815	(225)	138	126	毛利率	19.0%	16.1%	13.7%	15.1%	16.6%
经营活动现金流	10,444	13,464	14,480	15,044	16,568	净利率	7.2%	5.8%	2.4%	3.6%	4.6%
资本支出	(21,328)	(11,068)	(14,451)	(17,352)	(19,969)	ROE	57.6%	27.1%	9.9%	14.8%	17.7%
长期投资	(303)	(658)	1,500	0	0	ROIC	11.6%	4.8%	2.8%	3.5%	4.2%
其他	13,195	(3,055)	138	87	149	偿债能力					
投资活动现金流	(8,436)	(14,780)	(12,813)	(17,265)	(19,821)	资产负债率	83.6%	80.3%	81.9%	82.6%	82.6%
债权融资	11,309	4,864	14,526	17,320	19,747	净负债率	218.0%	172.7%	154.7%	146.4%	138.8%
股权融资	6,831	(26)	0	0	0	流动比率	0.30	0.31	0.60	0.82	1.04
其他	(18,792)	(2,702)	(434)	(1,317)	(1,741)	速动比率	0.24	0.26	0.55	0.77	0.99
筹资活动现金流	(652)	2,136	14,092	16,003	18,006	营运能力					
汇率变动影响	(13)	(37)	0	0	0	应收账款周转率	38.8	35.2	33.2	32.0	31.7
现金净增加额	1,343	783	15,760	13,781	14,753	存货周转率	29.2	29.5	30.8	32.5	32.2
						总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

每股指标（元）						估值比率					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.48	0.43	0.19	0.32	0.44	市盈率	7.1	7.9	18.0	10.7	7.7
每股经营现金流	0.93	1.19	1.28	1.33	1.47	市净率	2.5	1.9	1.7	1.5	1.3
每股净资产	1.38	1.81	2.00	2.30	2.71	EV/EBITDA	6.6	13.0	8.4	6.8	5.5
						EV/EBIT	14.8	24.9	31.2	19.0	12.6

资料来源：东方证券研究所

高铁冲击下主动转型，国际航线表现较好



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资要点

- **核心基地区位优势不佳。**公司核心基地广州虽然地处客源丰富的华南地区，机场旅客吞吐量排名第2，但是地理位置不佳，既不利于国内二线城市间旅客中转，在中转客源丰富的日韩和欧美市场上也处于相对劣势。从航线资源的角度上来看，公司资源优势不明显。
- **蛛网型网络结构易受高铁冲击，公司主动转型。**公司在国内拥有最多运营基地，运力分布较为分散，形成蛛网型的航线网络结构。随着公司基地所在二线城市高铁逐渐开通，公司将成为国内受高铁影响最大的航空公司。公司正在通过开通东南亚和澳洲国籍航线，强化核心基地枢纽地位应对高铁冲击。
- **目前转型较为顺利，国际航线表现较好。**公司自2009年开始加大国际航线的投入，国际航线座公里所占比重从2009年最低的11%提高到占20%左右。2012年上半年，公司国际航线保持25.91%的大幅增速，客座率仍然同比提高0.45个百分点，公司转型较为顺利。

财务与估值

我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.14、0.23、0.30元，对历史PB估值中位数2.4倍进行55%折价，给予1.1倍PB，对应目标价3.7元，首次给予公司中性评级。

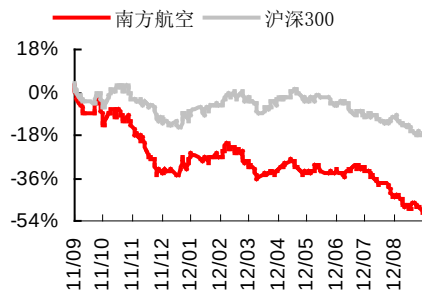
风险提示

航空运输市场需求严重依赖宏观经济，具有较大的不确定性。

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (首次)

股价 (2012年09月19日)	3.32元
目标价格	3.70元
52周最高价/最低价	7.27/3.30元
总股本/A股 (万股)	981756/689875
A股市值 (百万元)	32397
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2012年09月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	-5.5	-13.3	-25.9	-52.7
相对表现 (%)	-2.2	-9.9	-12.5	-34.4
沪深300 (%)	-3.3	-3.4	-13.4	-18.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	77,788	92,707	104,663	115,867	128,790
同比增长	38.8%	19.2%	12.9%	10.7%	11.2%
营业利润 (百万元)	6,869	5,546	1,148	1,795	2,751
同比增长	471.5%	-19.3%	-79.3%	56.3%	53.3%
归属母公司净利润 (百万元)	5,805	5,075	1,346	2,278	2,928
同比增长	1521.5%	-12.6%	-73.5%	69.2%	28.5%
每股收益 (元)	0.59	0.52	0.14	0.23	0.30
毛利率	19.6%	17.0%	15.0%	15.3%	16.0%
净利率	7.5%	5.5%	1.3%	2.0%	2.3%
净资产收益率	31.3%	17.3%	4.1%	6.6%	7.9%
市盈率 (倍)	5.9	6.8	25.5	15.1	11.7
市净率 (倍)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 杨宝峰
021-63325888*6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120005

联系人 蒋必武
021-63325888*6067
jiangbiwu@orientsec.com.cn

目录

资源优势不突出，短国内航线易受高铁冲击	4
核心枢纽位置尴尬，航线资源优势不突出	4
运力投入较为分散，蛛网结构易受高铁冲击	6
2012 投入产出增速最快，国际航线表现较好	8
客运业务效率下滑，货运业务表现尚可	8
国际航线表现较好，未来表现值得关注	9
人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负	10
油价波动趋缓，对公司影响有限	10
估值及建议	11
明年业绩有望大幅改善	11
本年二级市场表现	11
估值建议	12
风险提示	15
市场风险	15
政策风险	15
 表 1：前十大机场运营数据对比	4
图 1：南航主要基地区位分析图	5
图 2：广东地区主要机场一览	5
图 3：广州机场运力分布图（按座位）	6
图 4：厦门机场运力分布图（按座位）	6
图 5：南航运力分布图	7
图 6：南航国际航班占比	7
图 7：可用吨公里及增速	8
图 8：运输周转量及增速	8
图 9：可用座公里及增速	8
图 10：旅客周转量及增速	8
图 11：可用货邮吨公里及增速	9
图 12：货邮周转量及增速	9
图 13：旅客客座率及变化	9
图 14：货邮载运率及变化	9
图 15：可用座公里增速变化	10
图 16：旅客周转量增速变化	10
图 17：国内航线客座率变化	10
图 18：国际航线客座率变化	10

图 19：营业收入及预测	11
图 20：营业成本及预测	11
图 21：年初至今各子板块及个股价格变化	11
图 22：南航历史市盈率（剔除亏损或超高年份）	12
图 23：南航历史市净率	12
表 2：公司历史市盈率和市净率估值对照表	13
图 24：公司历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）	13
图 25：南航历史市净率相对沪深 300 水平	14
表 3：公司相对沪深 300 估值对照表	14
表 4：航空公司估值	14

资源优势不突出，短国内航线易受高铁冲击

核心枢纽位置尴尬，航线资源优势不突出

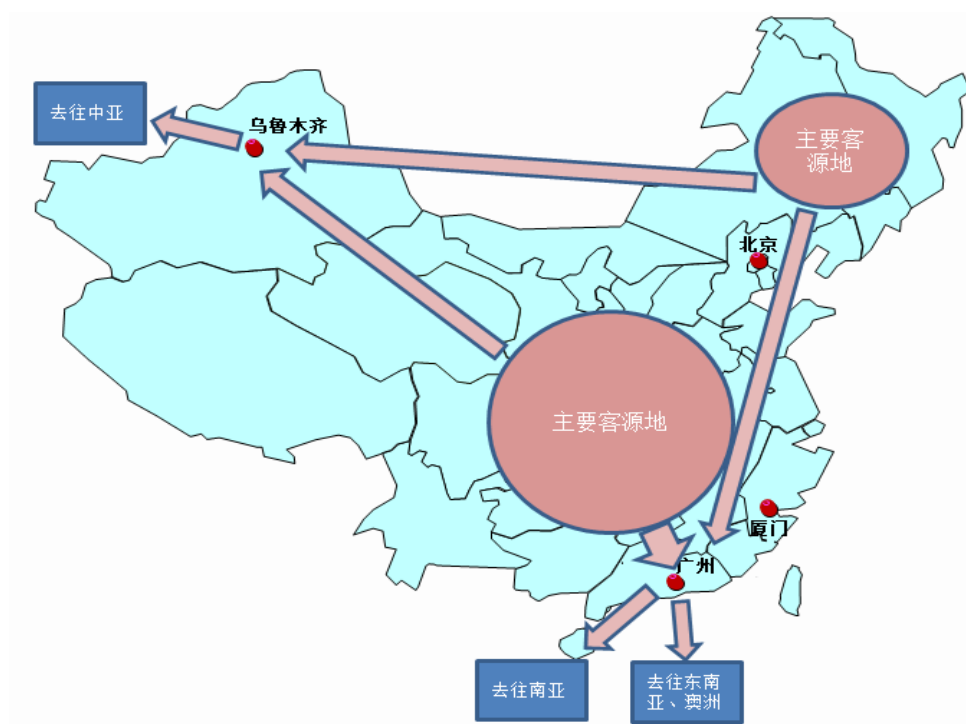
公司核心基地广州本土客源丰富，机场 2011 年旅客吞吐量达到 4504 万人次，排名仅次于北京，居全国第 2 位，但是该基地周边密集分布着深圳、香港、珠海和澳门等大机场，公司在国际航线拓展上面临香港机场基地航空公司的激烈竞争，在国内航线上面临周边机场的客源分流。而且广州枢纽由于地处南端，对于客源丰富的中南、西南和东北地区旅客进行中转不太便利，从这些地区出发经广州中转前往日韩和欧美等地也耗时较多，使得广州枢纽在与北京和上海枢纽的竞争中处于相对劣势。从枢纽位置考虑，公司在广州枢纽近年来加大了对东南亚、澳洲航线的投入，我们预计公司未来将在往南国际航线上进一步加大运力投入，强化其核心基地作为中国南大门的枢纽地位。从总量上来看，公司在排名靠前的机场中只在广州机场拥有绝对优势，与竞争对手相比稍显劣势。

表 1：前十大机场运营数据对比

机场	旅客吞吐量（人次）			货邮吞吐量（吨）			起降架次（次）		
	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次	本期完成	比上年同期增减%	名次
北京/首都	78,674,513	6.4	1	1,640,231.8	5.7	2	533,166	3.0	1
广州/白云	45,040,340	9.9	2	1,179,967.7	3.1	3	349,259	6.1	2
上海/浦东	41,447,730	2.1	3	3,085,267.7	-4.4	1	344,086	3.6	3
上海/虹桥	33,112,442	5.8	4	454,069.4	-5.5	6	229,846	5.0	4
成都/双流	29,073,719	12.7	5	477,695.2	10.5	5	222,421	8.2	6
深圳/宝安	28,245,738	5.7	6	828,375.5	2.4	4	224,329	3.4	5
昆明/巫家坝	22,270,130	10.3	7	272,465.4	-0.4	8	191,744	5.7	9
西安/咸阳	21,163,130	17.5	8	172,567.4	9.2	13	185,079	12.6	10
重庆/江北	19,052,706	20.6	9	237,572.5	21.4	11	166,763	14.5	11
杭州/萧山	17,512,224	2.6	10	306,242.6	8.0	7	149,480	2.2	12

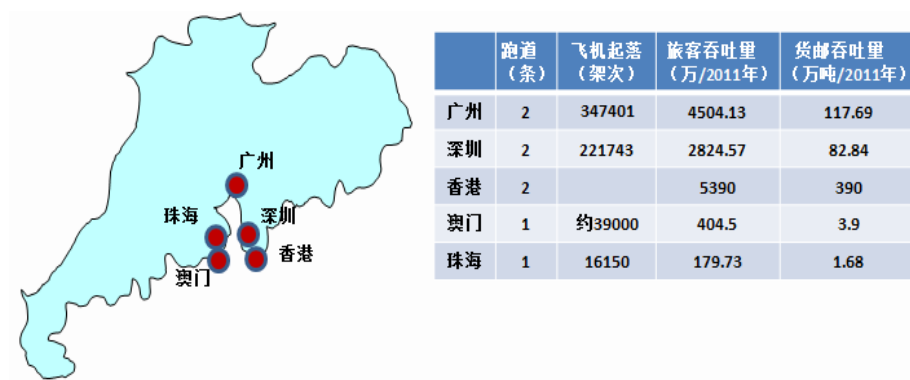
资料来源：中国民航总局，东方证券研究所

图 1：南航主要基地区位分析图



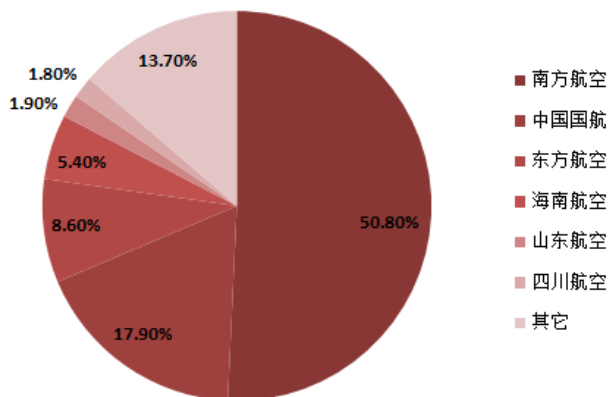
资料来源：东方证券研究所

图 2：广东地区主要机场一览



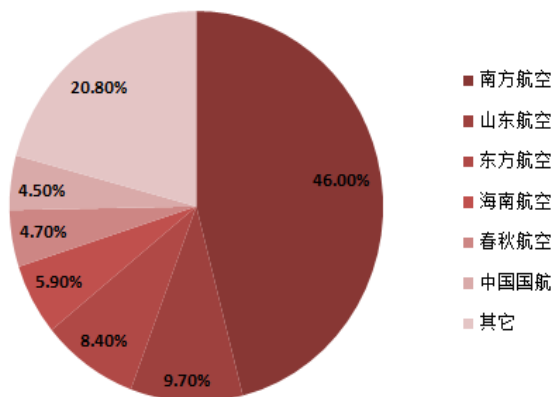
来源：东方证券研究所

图 3：广州机场运力分布图（按座位）



资料来源：公司年报

图 4：厦门机场运力分布图（按座位）



资料来源：公司年报

运力投入较为分散，蛛网结构易受高铁冲击

与竞争对手相比，公司的运力投往更为分散，在核心基地广州的飞机投放约 120 余架，远小于国航在北京和东航在上海的飞机投放数量。公司在北京枢纽的运力投入约 75 架，以国内航线为主，占到市场份额的 15% 左右，缺乏市场影响力。由于公司在国内经营基地众多，航线以各基地之间对飞为主，形成了较为典型的蛛网型航线网络结构。由于公司平均航距在三大航中最短，高铁开通之后对公司的国内航线构成巨大的威胁。以武广高铁开通为例，在该高铁线路开通之后，公司缩减了在该线路上广州—武汉和广州—长沙等航线的运力投入，航班价格水平也较高铁开通之前大幅降低。我们预计公司多航点的蛛网型航线网络结构是国内受高铁影响最大的航空公司，未来高铁新的线路逐渐开通将对公司营运带来压力。

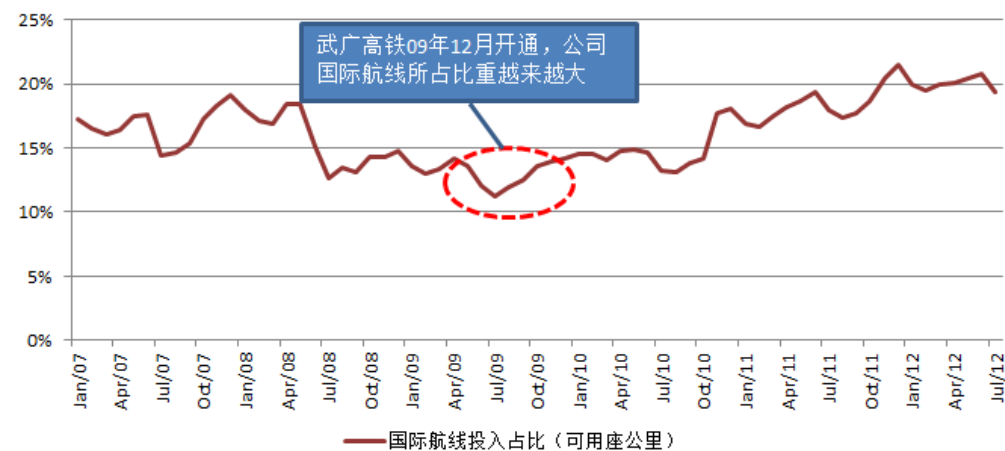
为了应对高铁冲击，公司自 2009 年开始调整发展战略，加大国际航线运力的投入，尤其是东南亚和澳洲航线的投入，夯实公司核心基地作为国家南大门的枢纽作用。公司国际航线座公里所占的比重从 2009 年年中的 11% 左右已经提高到目前的 20% 左右。我们认为公司未来仍将延续从国内到国际，从蛛网到枢纽的转型方向，转型期的公司业绩值得关注。

图 5：南航运力分布图



资料来源：东方证券研究所搜集整理

图 6：南航国际航班占比



来源：公司公告、东方证券研究所

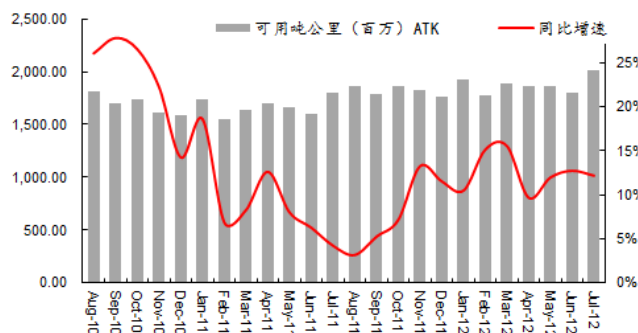
2012 投入产出增速最快，国际航线表现较好

客运业务效率下滑，货运业务表现尚可

2012 年 1-7 月，公司投入运力 13133.26 百万吨公里，同比增长 12.48%，完成运输周转量 9098.82 百万吨公里，与 2011 年同期相比增长 11.77%，是三大航中运力投入和实际承运量增速最快的航空公司。客运方面，1-7 月公司投入 96024.01 百万座公里，同比增长 12.67%，完成旅客周转量 76822.07 百万客公里，同比增长 10.93%。货运方面，1-7 月公司投入 4490.9 百万吨公里，同比增加 12.13%，完成货邮周转量 2288.36 百万吨公里，同比增长 15.06%。

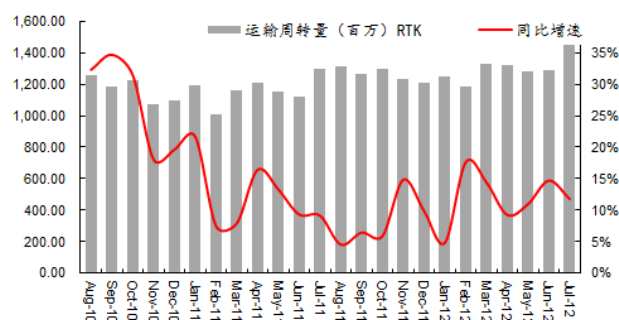
客货运量方面，公司 1-7 月共承运旅客 4935.5 万，完成货邮运输 67.5 万吨，分别比去年同期增加 7.19% 和 7.81%。

图 7：可用吨公里及增速



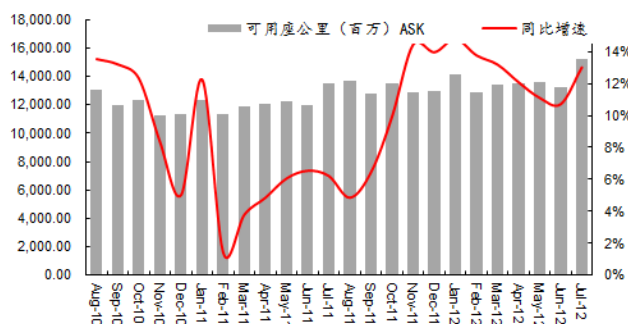
资料来源：公司公告

图 8：运输周转量及增速



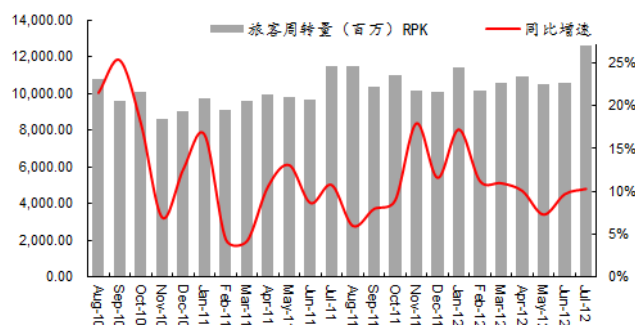
资料来源：公司公告

图 9：可用座公里及增速



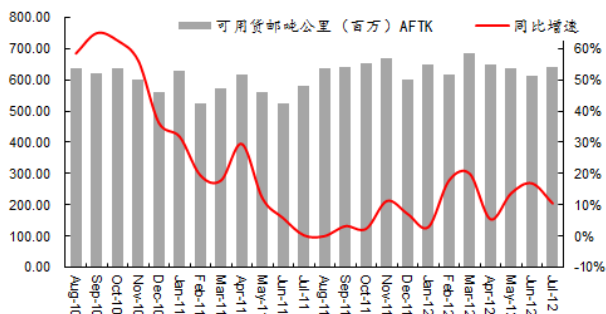
资料来源：公司公告

图 10：旅客周转量及增速



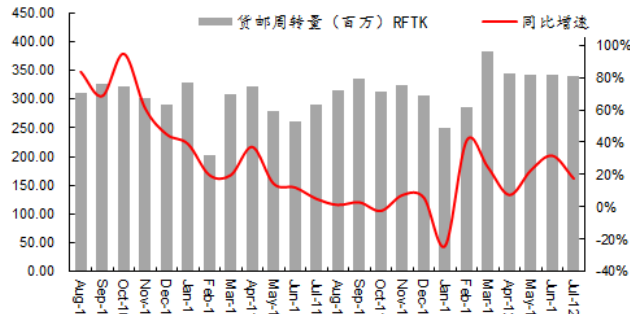
资料来源：公司公告

图 11：可用货邮吨公里及增速



资料来源：公司公告

图 12：货邮周转量及增速

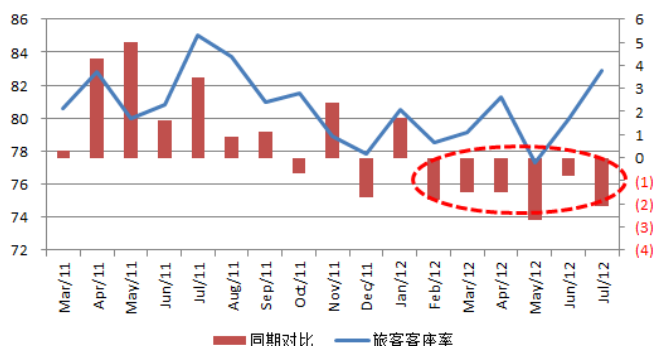


资料来源：公司公告

由于国内市场疲软，公司的整体效率指标今年表现不佳。1-7 月份平均客座率为 80%，同比下滑了 1.25 个百分点。其中下滑最快的是地区航班，1-7 月平均客座率为 72.54%，同比下滑了 3.62 个百分点，国内航班 1-7 月平均客座率为 81.66%，同比下滑 1.35 个百分点。只有国际航班客座率水平有所提升，1-7 月国际航班平均客座率 74.38%，较去年同期微弱上升 0.45 个百分点。

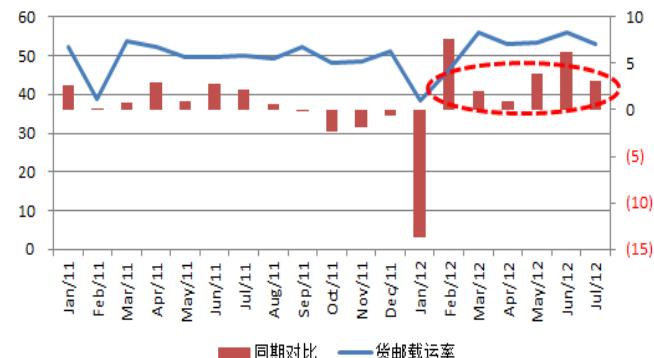
公司货邮载运率于去年相比有所改善，今年 2 月以来扭转了去年载运率持续下滑的趋势。1-7 月平均货邮载运率 50.96%，与去年同期相比提升了 1.3 个百分点。其中国内航班平均货邮载运率 40.67%，同比上升 2.39 个百分点，地区航班平均货邮载运率 22.03%，同比上升 1.92 个百分点。国际货物运输 1-7 月平均货邮载运率 58.94%，同比下降了 1.92 个百分点。

图 13：旅客客座率及变化



资料来源：公司公告

图 14：货邮载运率及变化

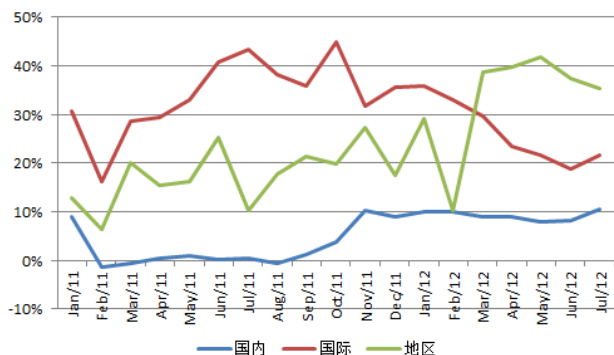


资料来源：公司公告

国际航线表现较好，未来表现值得关注

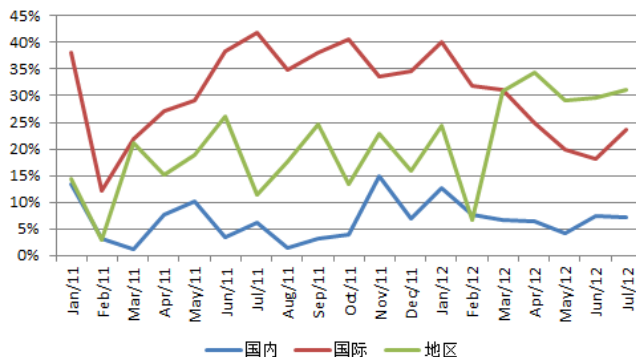
公司 2009 年开始加大加大在国际航线上的投入，尤其是处于强势的东南亚和澳洲航线。今年 1-7 月国际航线投入 19227.9 百万座公里，同比大增了 25.91%。即使是在公司在加大运力投入的情况下，国际航线的客座率仍有小幅上涨。我们认为公司会利用目前国际航线市场需求较好的有利时机，继续加大在国际航线上的投入。

图 15：可用座公里增速变化



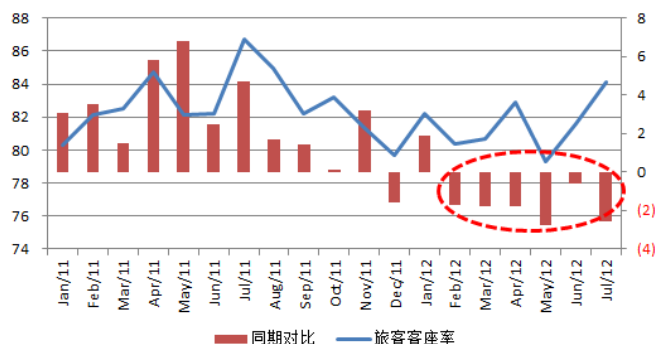
资料来源：公司公告

图 16：旅客周转量增速变化



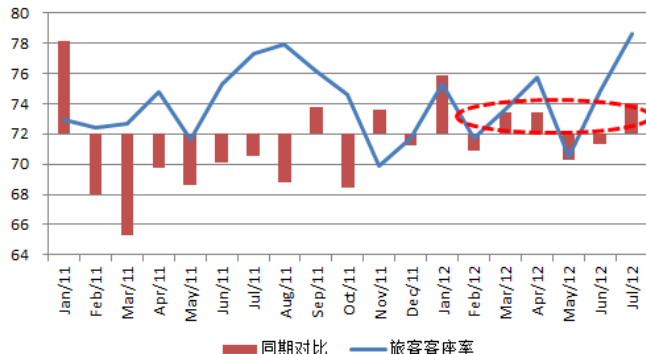
资料来源：公司公告

图 17：国内航线客座率变化



资料来源：公司公告

图 18：国际航线客座率变化



资料来源：公司公告

人民币升值出现反转，汇兑收益由正转负

我们预估公司以美元计价的债务规模折合人民币在 600-700 亿左右，外债规模在三大航中居中。人民币兑美元的价格从年初的 6.3009 贬值到现在的 6.3627，贬值幅度接近 1%，估计给公司带来汇兑损失 6-7 亿人民币。

人民币贬值给公司带来的账面损失会影响到公司财务报表的美观度，但是对公司的良好基本面不会有大的影响。我们预期人民币对美元贬值只是短暂现象，未来人民币兑美元仍然有一定的升值空间，因此人民币贬值对公司业绩的压制在人民币走向反转之后将成为公司业绩的重要催化剂。

油价波动趋缓，对公司影响有限

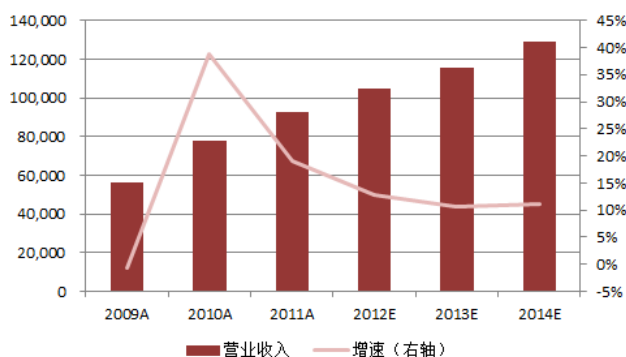
根据我们的测算，由于整个民航行业已经建立了较为完善的燃油成本转移机制，燃油价格的波动损失或收益通过燃油附加费的形式大部分转移到终端旅客，同时我们也预期近期油价会保持相对稳定，燃油价格的上涨或下跌对公司的影响有限。

估值及建议

明年业绩有望大幅改善

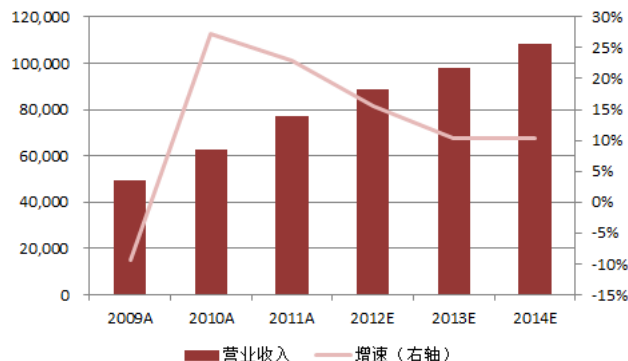
今年航空企业业绩下滑主要是由于需求不足所带来的客座率水平下滑，使得企业毛利率水平下降，另外外围的汇兑损失也给公司带来较大影响。我们认为在行业格局不会发生实质改变的情况下，明年的行业仍然维持高价格水平，公司客座率在近年下降之后明年企稳反弹的可能性较大，带来公司毛利率水平上升。外围人民币汇率继续贬值的动力不大，公司汇兑收益有望重新转正，带来业绩上升。预测公司 2012~2014 年的 EPS 为 0.14、0.23、0.30，未来三年的净利润增速分别为-73.08%、64.29%和 30.43%。

图 19：营业收入及预测



资料来源：公司资料、东方证券研究所

图 20：营业成本及预测

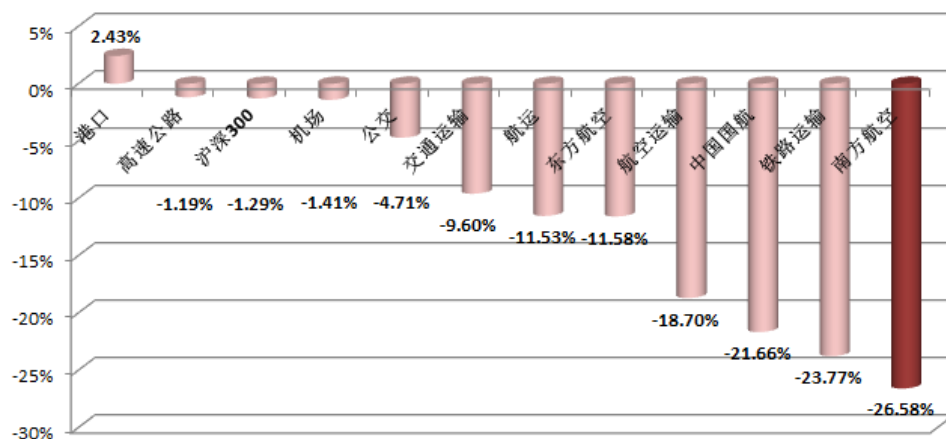


资料来源：公司资料、东方证券研究所

本年二级市场表现

公司股价从年初的 4.74 元下跌至 9 月 14 日 3.48 元，下跌幅度为 26.58%，跌幅远大于航空运输子板块同期-18.7%的跌幅，是三大航企跌幅最多的公司。

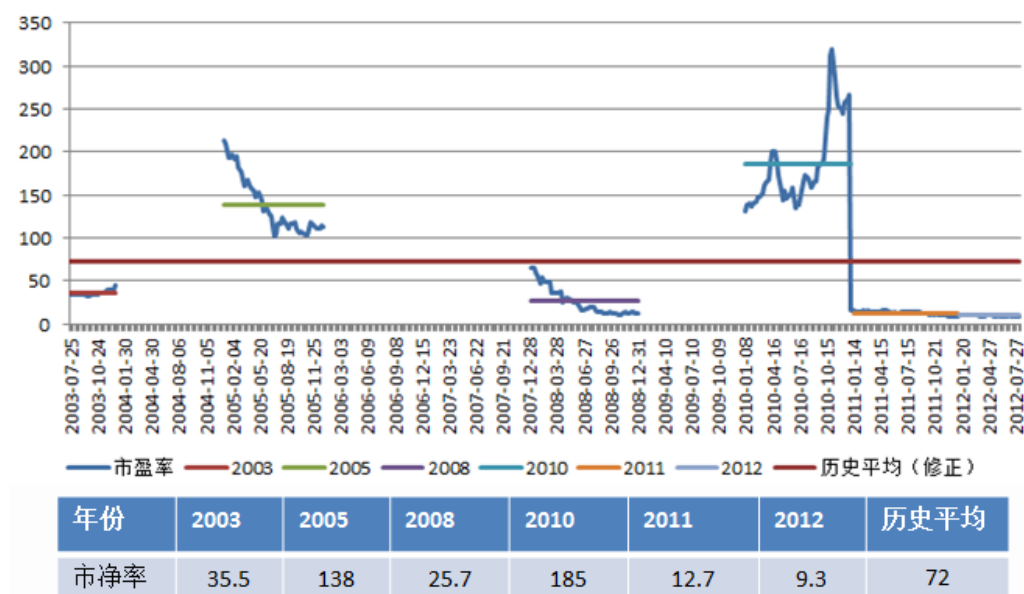
图 21：年初至今各子板块及个股价格变化



资料来源：WIND, 东方证券研究所

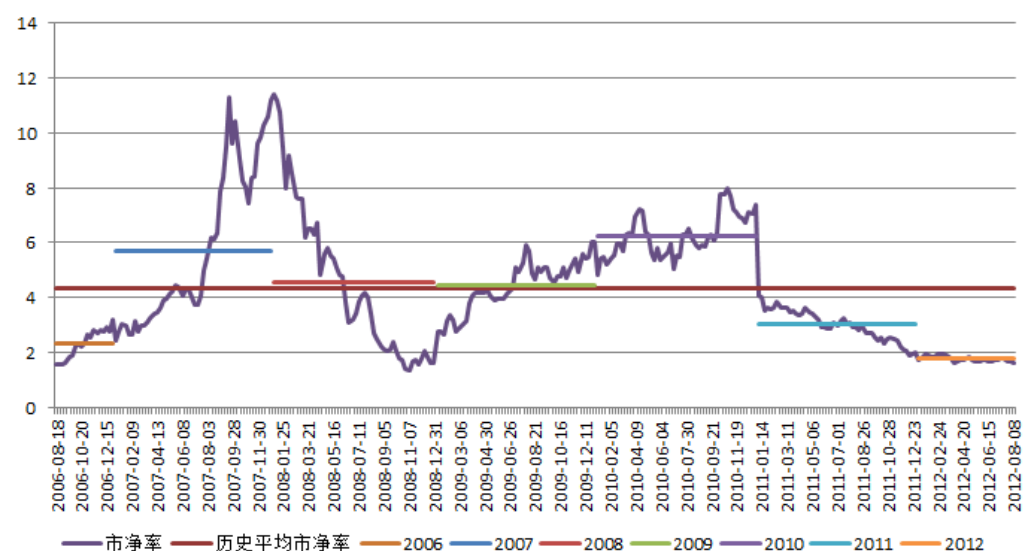
估值建议

图 22：南航历史市盈率（剔除亏损或超高年份）



资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 23：南航历史市净率



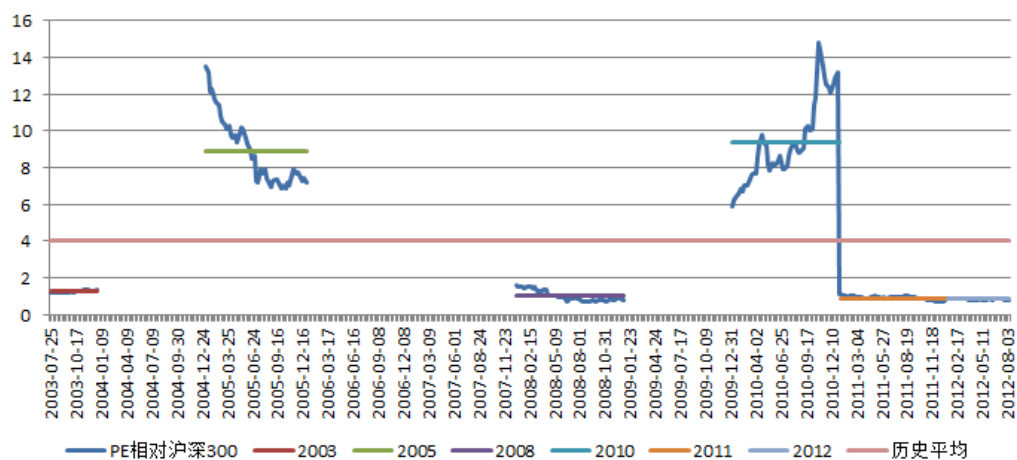
资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 2：公司历史市盈率和市净率估值对照表

	市盈率	市净率
历史最高	320	12
历史最低	8	0.9
历史平均	72	3.35
目前估值	8	1.27
较历史平均潜在上涨空间	800%	163.78%

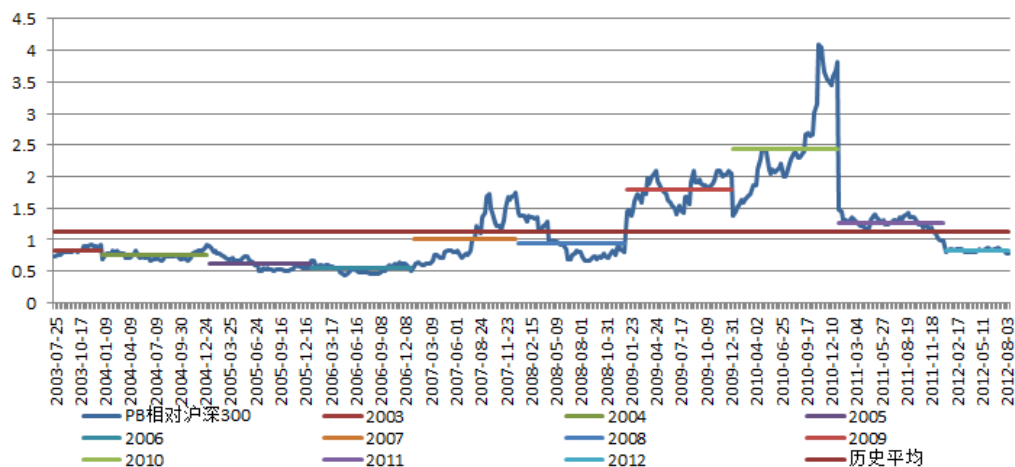
资料来源：WIND, 东方证券研究所

从公司的相对估值来看，目前股价处于低位。

图 24：公司历史市盈率相对沪深 300 水平（剔除亏损或超高年份）


资料来源：WIND, 东方证券研究所

图 25：南航历史市净率相对沪深 300 水平



资料来源：WIND, 东方证券研究所

表 3：公司相对沪深 300 估值对照表

	市盈率相对沪深 300	市净率相对沪深 300
历史最高	14.8	4.08
历史最低	0.76	0.47
历史平均	4.04	1.13
目前估值	0.76	0.77
较历史平均潜在上涨空间	431.58%	46.75%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

从相对沪深 300 指数的估值来看，公司目前股价也存在一定的低估。

公司今年以来受到市场需求不振的影响盈利下降，且公司目前正处在一个较有挑战性的转型期，未来面临一定的不确定性。但木恰你行业格局历史最佳，一旦市场反转，公司盈利将显著上升。以公司历史 PB 中位数 2.4 倍为基准，依照审慎原则及公司基本面调整，给予公司 1.1 倍 PB 估值，对应公司目标价格 3.7 元，给予公司中性评级。

表 4：航空公司估值

公司	代码	最新价格(元)	市盈率		
		2012/9/14	2011A	2012E	2013E
中国国航	601111	4.99	8.6	20.8	13.5
东方航空	600115	3.36	7.8	14.6	9.6
南方航空	600029	3.48	6.7	24.9	15.1

资料来源：东方证券研究所。此表仅供参考，不作估值依据。

风险提示

市场风险

航空公司经营状况受市场需求、汇率变动、燃油价格等外在因素影响较大，而这些因素主要受宏观经济影响，可控性较差，可能给公司业绩预测带来较大不确定性。

政策风险

民航运输是高度管制行业，企业在运力引进、航线准入等许多环节受到政策的影响，未来管理思路 and 政策的变动可能会对企业带来不确定性。

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务国内					
销售收入（百万元）	62,805.0	73,791.0	81,170.1	86,852.0	92,931.6
增长率	34.7%	17.5%	10.0%	7.0%	7.0%
毛利率	18.1%	17.5%	15.5%	16.0%	17.0%
主营业务港澳台					
销售收入（百万元）	1,589.0	1,918.0	2,301.6	2,761.9	3,314.3
增长率	48.9%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	24.8%	14.7%	13.0%	14.0%	15.0%
主营业务国际					
销售收入（百万元）	12,349.0	14,942.0	18,826.9	23,533.7	29,417.1
增长率	68.4%	21.0%	26.0%	25.0%	25.0%
毛利率	24.1%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务收入					
销售收入（百万元）	1,045.0	2,056.0	2,364.4	2,719.1	3,126.9
增长率	4.1%	96.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	80.7%	79.6%	77.6%	75.0%	72.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	10,404	9,935	23,602	34,602	47,925	营业收入	77,788	92,707	104,663	115,867	128,790
应收账款	2,005	2,186	2,617	2,897	3,220	营业成本	62,567	76,954	88,954	98,115	108,239
预付账款	665	711	1,047	1,159	1,288	营业税金及附加	1,957	2,621	2,931	3,244	3,606
存货	1,719	2,023	2,046	2,257	2,490	营业费用	5,694	6,640	7,326	8,111	9,015
其他	1,066	4,630	1,884	2,086	2,318	管理费用	2,182	2,574	2,826	3,128	3,477
流动资产合计	15,859	19,485	31,195	42,999	57,240	财务费用	(456)	(1,635)	1,975	1,909	2,313
长期股权投资	1,361	1,920	2,112	2,323	2,556	资产减值损失	220	727	311	449	358
固定资产	79,682	87,152	97,825	118,593	134,303	公允价值变动收益	31	13	30	30	30
在建工程	10,014	15,844	15,940	6,093	1,960	投资净收益	1,214	707	778	855	941
无形资产	1,836	2,034	2,924	3,820	4,433	其他	0	0	0	0	0
其他	2,477	2,825	1,484	1,468	1,453	营业利润	6,869	5,546	1,148	1,795	2,751
非流动资产合计	95,370	109,775	120,286	132,297	144,704	营业外收入	1,300	1,502	1,682	1,884	2,110
资产总计	111,229	129,260	151,481	175,296	201,945	营业外支出	71	180	191	202	214
短期借款	3,568	6,925	7,271	7,635	8,017	利润总额	8,098	6,868	2,639	3,477	4,647
应付账款	9,058	9,870	12,454	13,736	15,154	所得税	1,673	819	396	765	1,162
其他	19,175	26,711	28,267	29,909	31,677	净利润	6,425	6,049	2,244	2,712	3,485
流动负债合计	31,801	43,506	47,992	51,280	54,847	少数股东损益	620	974	897	434	558
长期借款	31,876	29,037	45,232	63,047	82,644	归属于母公司净利润	5,805	5,075	1,346	2,278	2,928
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.59	0.52	0.14	0.23	0.30
其他	17,333	19,078	18,374	18,374	18,374	主要财务比率					
非流动负债合计	49,209	48,115	63,606	81,421	101,018		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	81,010	91,621	111,598	132,702	155,865	成长能力					
少数股东权益	3,464	5,561	6,458	6,892	7,450	营业收入	38.8%	19.2%	12.9%	10.7%	11.2%
股本	9,818	9,818	9,818	9,818	9,818	营业利润	471.5%	-19.3%	-79.3%	56.3%	53.3%
资本公积	14,159	14,407	14,407	14,407	14,407	归属于母公司净利润	1521.5%	-12.6%	-73.5%	69.2%	28.5%
留存收益	2,778	7,853	9,199	11,477	14,405	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	19.6%	17.0%	15.0%	15.3%	16.0%
股东权益合计	30,219	37,639	39,883	42,594	46,080	净利率	7.5%	5.5%	1.3%	2.0%	2.3%
负债和股东权益	111,229	129,260	151,481	175,296	201,945	ROE	31.3%	17.3%	4.1%	6.6%	7.9%
现金流量表						ROIC	7.6%	4.3%	2.7%	2.4%	2.7%
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力					
净利润	6,425	6,049	2,244	2,712	3,485	资产负债率	72.8%	70.9%	73.7%	75.7%	77.2%
折旧摊销	5,728	4,192	6,248	7,726	9,458	净负债率	107.4%	105.4%	109.4%	122.1%	130.1%
财务费用	(456)	(1,635)	1,975	1,909	2,313	流动比率	0.50	0.45	0.65	0.84	1.04
投资损失	(1,214)	(707)	(778)	(855)	(941)	速动比率	0.44	0.40	0.60	0.78	0.99
营运资金变动	(73)	(3,741)	4,889	883	930	营运能力					
其它	2,448	9,327	917	419	328	应收账款周转率	46.2	44.2	43.6	42.0	42.1
经营活动现金流	12,858	13,485	15,495	12,794	15,574	存货周转率	37.2	41.1	38.8	36.5	36.5
资本支出	(15,573)	(17,249)	(18,072)	(19,899)	(21,908)	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
长期投资	344	(524)	(231)	(235)	(257)	每股指标（元）					
其他	3,719	(3,877)	812	885	971	每股收益	0.59	0.52	0.14	0.23	0.30
投资活动现金流	(11,510)	(21,650)	(17,491)	(19,248)	(21,194)	每股经营现金流	1.31	1.37	1.58	1.30	1.59
债权融资	3,517	3,436	17,292	18,999	20,875	每股净资产	2.73	3.27	3.40	3.64	3.93
股权融资	10,568	248	0	0	0	估值比率					
其他	(9,372)	3,940	(1,629)	(1,546)	(1,931)	市盈率	5.9	6.8	25.5	15.1	11.7
筹资活动现金流	4,713	7,624	15,663	17,453	18,944	市净率	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.1	9.2	8.0	6.5	5.1
现金净增加额	6,061	(541)	13,667	11,000	13,323	EV/EBIT	11.6	19.1	23.9	20.1	14.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn