

中国国航 (601111)

增持/维持评级

股价: RMB7.97

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.hthsc.com.cn

利润总额顶部回落

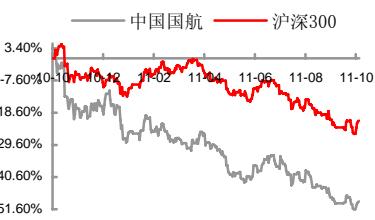
- 3Q2011 公司利润总额同比下降约 18%:** 国航在 3Q2011 年实现 EPS 为 0.31 元, 较去年同期 0.44 元同比下降约 29.54%, 其中由于航空主营业务产生的 EPS 约为 0.24 元, 较去年 0.28 元同比下降约 14%; 由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.05 元, 较去年同期减少约 0.01 元, 由于投资收益产生的 EPS 约为 0.03 元, 较去年同期减少 0.03 元, 由于公允价值变动净收益产生的 EPS 约为 0.00 元, 较去年同期减少约 0.03 元, 并且在 2011 年 3 季度由于计提资产减值损失导致 EPS 减少约 0.03 元, 由于主营业务产生的 EPS 略低于我们预期。
- 2011 年 3 季度公司主营利润总额同比下降 14%:** 2011 年 3 季度中国实现主营业务税前利润 44.22 亿元 (未考虑营业外收支、投资收益, 扣除汇兑净损益影响), 从 2006 年 3 季度以来的国航主营业务税前利润数据序列可以看出, 在 2011 年 3 季度国航主营业务税前利润和 2010 年 3 季度主营业务税前利润均处于顶峰水平, 但低于 2010 年 3 季度水平, 同比下降约为 14%。
- 2011 年 3 季度公司毛利率水平同比下降:** 2011 年 3 季度公司毛利率约为 25.52%, 较 2010 年 3 季度下降约 3.33 个点 (2010 年 3 季度公司毛利率约为 28.85%), 表明在利用小时下降的情况下, 公司客座率的提升并未能带来毛利率提升。
- 2011 年 3 季度公司航空吞吐量增速低于行业平均水平:** 从旅客吞吐量增速来看, 2011 年 3 季度国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 2.82%、5.58%、3.57%; 同期行业整体在 2011 年 3 季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 7.38%、8.48%、7.46%, 国航旅客吞吐量增速低于行业平均水平。
- 盈利预测与投资评级:** 我们下调公司在 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.86 元/股、0.72 元/股、0.91 元/股, 维持“增持”的投资评级。
- 风险因素:** 原油价格持续大幅大幅上涨、需求增速持续低于潜在正常增速。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	12,892
流通 A 股 (百万股)	8,329
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	66,384

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	80962.7	90891.0	99805.0	109786.0
(+/-%)	58.5	12.3	9.8	10.0
归属母公司净利润(百万元)	12208.0	0.0	8351.0	10584.0
(+/-%)	142.7	-100.0	0.0	26.7
EPS(元)	0.95	0.86	0.72	0.91
P/E(倍)	8.4	11.7	13.9	11.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

3Q2011 利润总额同比下降约 30%

3Q2011 业绩总结

国航在 3Q2011 年实现 EPS 为 0.31 元，较去年同期 0.44 元同比下降约 29.54%，其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.24 元，较去年 0.28 元同比下降约 14%；由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.05 元，较去年同期减少约 0.01 元，由于投资收益产生的 EPS 约为 0.03 元，较去年同期减少 0.03 元，由于公允价值变动净收益产生的 EPS 约为 0.00 元，较去年同期减少约 0.03 元，并且在 2011 年 3 季度由于计提资产减值损失导致 EPS 减少约 0.03 元，由于主营业务产生的 EPS 略低于我们预期。

2011 年 3 季度国航季度主营业务税前利润同比下降 14%

2011 年 3 季度中国实现主营业务税前利润 44.22 亿元（未考虑营业外收支、投资收益，扣除汇兑净损益影响），从 2006 年 3 季度以来的国航主营业务税前利润数据序列可以看出，在 2011 年 3 季度国航主营业务税前利润和 2010 年 3 季度主营业务税前利润均处于顶峰水平，但低于 2010 年 3 季度水平，同比下降约为 14%。

图 1：中国国航季度主营业务税前利润发展趋势-未扣除财务费用、营业外收支、投资收益



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

2011 年 3 季度毛利率水平低于去年同期

2011 年 3 季度公司毛利率约为 25.52%，较 2010 年 3 季度下降约 3.33 个点（2010 年 3 季度公司毛利率约为 28.85%）。

图 2：中国国航毛利率水平发展趋势（季度数据）

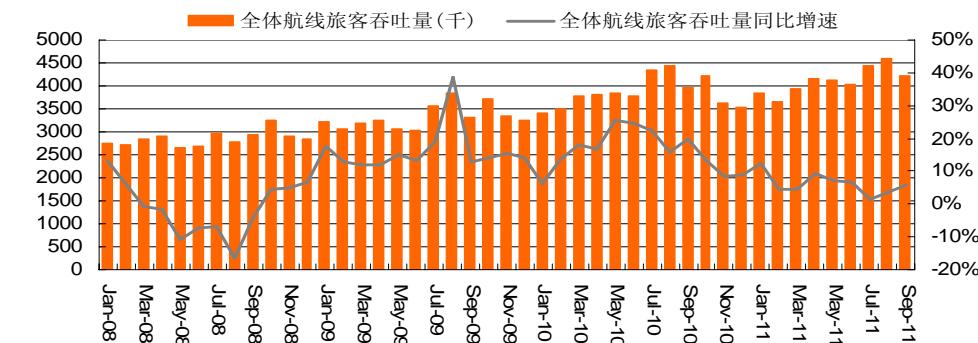


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

3Q2011 中国国航吞吐量增速低于行业平均水平

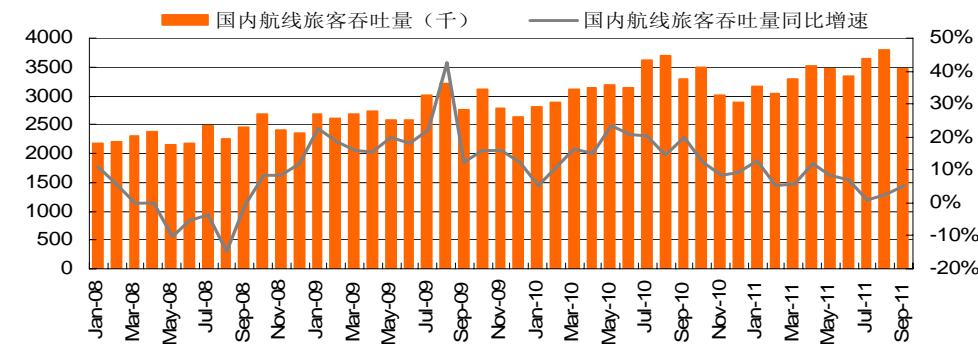
从旅客吞吐量增速来看，2011年3季度国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长2.82%、5.58%、3.57%；同期行业整体在2011年3季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长7.38%、8.48%、7.46%，国航旅客吞吐量增速低于行业平均水平。

图 4: 中国国航全体航线旅客吞吐量及增速发展趋势



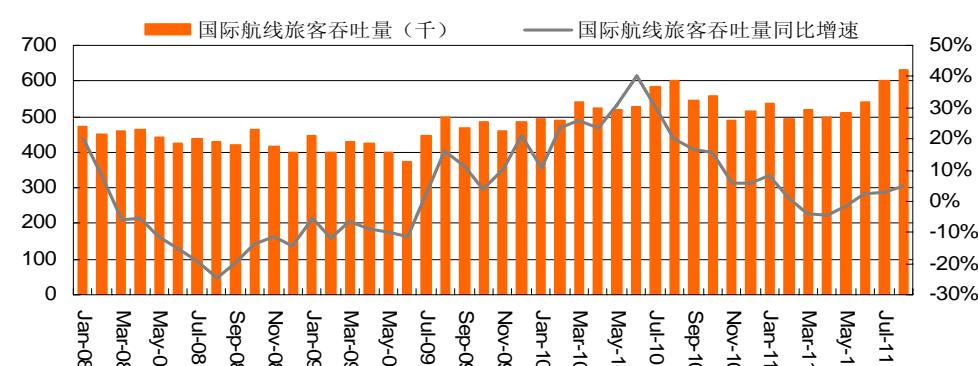
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 4：中国国航国内航线旅客吞吐量及增速发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 5：中国国航国际航线旅客吞吐量及增速发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所，公司定期报告

盈利预测与投资评级

我们下调公司在 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.86 元/股、0.72 元/股、0.91 元/股，维持“增持”的投资评级。

风险因素

原油价格持续大幅大幅上涨，需求增速持续低于潜在正常增速。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20988	16254	17722	30332	营业收入	80963	90891	99805	10978
现金	15011	9089	9980	21812	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
非流动资产	13423	13775	14036	14132	公允价值变动收	1744	600	500	0
长期投资	15523	15523	15523	15523	投资净收益	3573	1524	2000	3000
固定资产	88225	10261	11012	11354	营业利润	14264	11620	9719	12410
无形资产	2868	2803	2738	2673	营业外收入	848	350	350	350
其他非流动资	27616	16819	11984	9594	营业外支出	87	8	8	8
资产总计	15522	15401	15808	17166	利润总额	15025	11962	10061	12752
流动负债	50633	38567	35799	35103	所得税	2570	1794	1509	1913
短期借款	15703	5434	2266	0	净利润	12455	10168	8552	10839
应付账款	9426	10839	12126	13010	少数股东损益	247	239	201	255
其他流动负债	25503	22295	21407	22094	归属母公司净利	12208	0	8351	10584
非流动负债	62887	64856	64696	69777	EBITDA	22300	19742	21220	26297
长期借款	31923	31923	31923	31923	EPS (元)	1.05	0.86	0.72	0.91
其他非流动负	30964	32933	32773	37853					
负债合计	11352	10342	10049	10488					
少数股东权益	47	286	487	742					
股本	12892	12203	12203	12203					
资本公积	16245	16245	16245	16245					
留存收益	14694	23251	29616	38530					
归属母公司股	41653	50300	57105	66040					
负债和股东权	15522	15401	15808	17166					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	19667	21329	19682	28178	成长能力				
净利润	12455	10168	8552	10839	营业收入	58.5%	12.3%	9.8%	10.0%
折旧摊销	8575	9438	11434	13087	营业利润	238.6	-18.5%	-16.4%	27.7%
财务费用	-540	-1316	67	800	归属母公司净利	142.7	-18.7%	-15.9%	26.7%
投资损失	-3573	-1524	-2000	-3000	获利能力				
营运资金变动	2624	14803	2958	3349	毛利率(%)	24.7%	20.5%	19.0%	21.0%
其他经营现金	126	-10239	-1329	3102	净利率(%)	15.1%	10.9%	8.4%	9.6%
投资活动现金	-14074	-11350	-12000	-11000	ROE(%)	29.3%	19.7%	14.6%	16.0%
资本支出	17324	14000	14000	14000	ROIC(%)	11.7%	9.9%	9.4%	13.1%
长期投资	-287	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	2962	2650	2000	3000	资产负债率(%)	73.1%	67.2%	63.6%	61.1%
筹资活动现金	6074	-15902	-6790	-5346	净负债比率(%)	52.02	45.45	42.06	37.56
短期借款	6833	-10269	-3168	-2266	流动比率	0.41	0.42	0.50	0.86
长期借款	13602	0	0	0	速动比率	0.40	0.38	0.45	0.81
普通股增加	641	-689	0	0	营运能力				
资本公积增加	5422	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.59	0.64	0.67
其他筹资现金	-20423	-4943	-3623	-3080	应收账款周转率	29	23	21	21
现金净增加额	11568	-5922	891	11831	应付账款周转率	6.43	7.13	7.04	6.90

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

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合证券”) 客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 1 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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.hthsc.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.hthsc.com.cn