

分析师： 王晓艳

执业证书编号： S0050510120012

Tel: 010-59355907

Email: wangxiaoy@chinans.com.cn

地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

交通运输

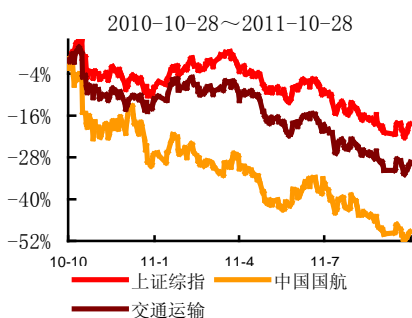
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	7.97
上市的流通 A 股(亿股)	78.46
总股本(亿股)	128.92
52 周股价最高最低(元)	7.5-16.1
上证指数/深证成指	2435.61/10323.29
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

收益水平提升 关注人民币升值

中国国航（601111）2011 年 3 季报点评

投资要点

● 业绩增长略低于预期。2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 733 亿元，同比增长 24%；实现利润 112 亿元，同比下降 10.2%；实现归属于母公司所有者的净利润 78.6 亿元，同比下降 20.3%，每股收益 0.65 元，略低于预期。

● 主要利润来源各有升降。公司利润主要来源于三个部分。（1）主营业务：2011 年 1-9 月份，公司主营业务保持稳定增长，收费吨公里、收费客公里、收费货运吨公里分别同比增长 5.7%、8.6%和 1.2%。由于票价水平和客座率提升，公司收益水平特别是国内和地区航线显著上升，营业收入高于业务增速。不过航油价格水平高于去年同期，毛利率略有下降；（2）投资收益：全球航空市场景气下降，公司参股的国泰航空盈利下降，公司投资收益下滑 15 亿元，同比下降一半以上；（3）汇兑损益：2011 年 1-9 月份，人民币兑美元升值加速，升值幅度超过 4%，汇兑损益同比增加 13.3 亿元。预计全年这三部分的贡献将继续维持这一趋势。

● 主业增长仍旧依靠国内市场。国内航空市场近两年运力增长空间有限，特别是枢纽城市间航线，相对较高的客座率仍将得以维持，公司的收益水平将继续提升。公司仍在拓展国际航线，欧洲和北美航线收入也保持稳定增长，不过国际市场仍旧低迷，其收益水平提升速度低于国内市场。

● 预计 2011-2013 年，公司实现每股收益分别为 0.81 元、0.96 元和 1.26 元，PE 分别为 9.7 倍、8.3 倍和 6.3 倍，具有良好的成长空间，而人民币升值有望继续锦上添花，维持“买入”评级，建议积极关注。

● 主要风险：新增运力高于预期，全球经济持续低迷。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	80962.68	101608.16	121116.93	143523.56
增长率(%)	58.45	25.50	19.20	18.50□
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	12208.05	10483.92	12318.36	16251.03
增长率(%)	142.73	-14.12	17.50	31.93
毛利率(%)	24.65	23.50	23.50	24.00
净资产收益率(%)	29.31	19.99	18.91	19.84
EPS(元)	1.05	0.81	0.96	1.26
P/E(倍)	8.42	9.74	8.29	6.28
P/B(倍)	2.30	1.95	1.57□	1.25

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	17153.87	40671.09	10727.43	45800.81
货币资金	11176.77	1016.08	1211.17	1435.24
应收账款	3194.93	37448.33	6594.19	41247.00
其它应收款	1138.70	893.47	721.42	1192.22
预付账款	683.78	-372.86	743.48	-307.17
存货	932.32	1658.69	1429.79	2206.14
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	132157.31	144982.11	156806.91	167631.72
长期投资	15522.59	17022.59	18522.59	20022.59
固定资产	88224.95	123241.95	133740.62	143239.29
无形资产	2867.60	2713.88	2560.16	2406.44
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	149311.18	185653.20	167534.34	213432.53
流动负债	45730.51	70231.65	37700.05	65243.80
短期借款	15703.15	34394.51	3085.96	23887.00
应付账款	9813.81	16096.27	14788.55	21570.76
其他	4755.87	4710.53	4795.20	4755.70
非流动负债	61881.36	61881.36	61881.36	61881.36
长期借款	43195.32	43195.32	43195.32	43195.32
其他	18686.03	18686.03	18686.03	18686.03
负债合计	107611.86	132113.01	99581.40	127125.15
少数股东权益	46.70	1083.57	2301.87	3909.11
股本	12891.96	12891.96	12891.96	12891.96
资本公积金	16245.47	16245.47	16245.47	16245.47
留存收益	12515.20	23319.21	36013.65	52760.84
归属母公司股东权益	41652.63	52456.63	65151.07	81898.26
负债和股东权益	149311.18	185653.20	167034.34	212932.53

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	17656.78	-5829.59	53819.88	1330.42
净利润	12454.76	11520.79	13536.65	17858.28
折旧摊销	8574.70	8675.20	9675.20	10675.20
财务费用	-783.49	3550.11	3327.24	3043.55
资产减值损失	2098.26	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3451.48	27647.24	-28720.61	28330.67
其它	0.00	1.00	2.00	3.00
投资活动现金流	-14074.33	-19792.43	-19365.10	-19360.00
资本支出	0.00	20000.00	20000.00	20000.00
长期投资	0.00	1.00	2.00	3.00
其他	463.37	634.90	634.90	640.00
筹资活动现金流	6073.76	15461.33	-34259.69	18253.65
短期借款	0.00	18691.36	-31308.55	20801.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-320.08	-376.09	-496.16
资本公积增加	0.00	3550.11	3327.24	3043.55
其他	3684.05	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	9557.60	-10160.68	195.09	224.07

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	80962.68	101608.16	121116.93	143523.56
营业成本	61004.80	77730.24	92654.45	109077.90
营业税金及附加	1607.73	2017.71	2405.11	2850.05
营业费用	5503.43	6906.80	8232.91	9755.99
管理费用	2340.04	2936.75	3500.61	4148.22
财务费用	-539.53	190.11	-672.76	-1956.45
资产减值损失	2098.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1743.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3405.57	1500.00	1000.00	1500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7417.24	9385.89	11901.75	15718.28
其他非经营损益	806.54	800.00	800.00	800.00
利润总额	12454.76	11520.79	13536.65	17858.28
所得税	2570.30	2605.76	3259.97	4089.57
净利润	12454.76	11520.79	13536.65	17858.28
少数股东损益	246.71	1036.87	1218.30	1607.24
归属母公司净利润	12208.05	10483.92	12318.36	16251.03
EBITDA	25070.41	26351.86	29799.06	35666.59
EPS（元）	0.95	0.81	0.96	1.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	58.45%	25.50%	19.20%	18.50%
营业利润	839.11%	26.54%	26.80%	32.07%
归属母公司净利润	150.18%	-7.50%	17.50%	31.93%
获利能力				
毛利率	24.65%	23.50%	23.50%	24.00%
净利率	15.38%	11.34%	11.18%	12.44%
ROE	29.31%	19.99%	18.91%	19.84%
ROIC	47.30%	28.89%	12.06%	17.64%
偿债能力				
资产负债率	72.07%	71.16%	59.44%	59.56%
净负债比率	258.07%	246.75%	147.63%	148.15%
流动比率	37.51%	57.91%	28.45%	70.20%
速动比率	35.47%	55.55%	24.66%	66.82%
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.55	0.72	0.67
应收帐款周转率	25.34	2.71	18.37	3.48
固定资产周转率	0.92	0.82	0.91	1.00
每股指标(元)				
每股收益	0.95	0.81	0.96	1.26
每股经营现金	1.37	-0.45	4.17	0.10
每股净资产	3.23	4.07	5.05	6.35
估值比率				
P/E	8.36	9.74	8.29	6.28
P/B	2.45	1.95	1.57	1.25
EV/EBITDA	4.30	6.77	4.98	4.79

分析师简介

王晓艳，管理学硕士，管理科学与工程专业，物流研究方向。具有证券行业投资咨询业务执业资格，五年证券行业从业经历，对交通运输行业具有全面、系统性的理解和独到的见解，并以此来判断行业和公司的发展趋势和成长性，注重从本质分析和挖掘行业的投资机会。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn