

中国国航 (601111)

增持/维持评级

股价: RMB6.27

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

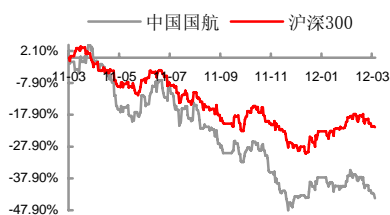
lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

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)	52,225

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

净利润顶部回落

- 国航 2011 年盈利低于预期:** 国航在 2011 年实现 EPS 为 0.61 元/股 (按照以归属于本公司普通股股东的合并净利润 74.67 亿除以本公司发行在外普通股并扣除与国泰交叉持股抵消后的股本 121.61 亿计算), 低于我们的预期。
- 航空主营盈利大幅下降:** 公司 2011 年 0.61 元每股收益中, 由于航空主营产生的 EPS 约为 0.39 元/股; 公司 2011 年由于航空主营产生的 EPS 下降明显, 由 2010 年的 0.63 元/股下降至 2011 年的 0.39 元/股, 反映出行业景气向下所导致的毛利率的下降; 2011 年公司由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.18 元/股, 由于投资收益产生的 EPS 约为 0.08 元/股; 由于计提资产减值准备而减少的 EPS 约为 0.13 元/股; 由于营业外收支产生的 EPS 约为 0.06 元/股。
- 国航年度主营业务税前利润 (扣除汇兑损益) 顶部回落:** 2011 年中国国航实现主营业务税前利润约 68.64 亿元 (扣除汇兑损益, 未考虑营业外收支、投资收益与公允价值转回等), 较 2010 年的 90 亿元大幅下降, 反映出国航在经过 2010 年的盈利高点之后, 盈利呈顶部回落的趋势
- 2011 年国航旅客吞吐量增速低于行业平均水平:** 从旅客吞吐量增速来看, 2011 年国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 5.30%、3.08%、5.30%, 而行业整体在 2011 年的国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 9.20%、8.80%、9.20%, 从旅客吞吐量增速数据来看, 国航显著低于行业平均增速水平。
- 2012 毛利率水平将进一步下降:** 考虑到航油成本的进一步上升以及行业客座率水平可能有所下降, 我们判断 2012 年公司的毛利率水平将进一步降低, 预计在 17%至 18%之间。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司在 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.54 元/股、0.42 元/股, 维持“增持”的投资评级。
- 风险因素:** 油价持续上涨、需求持续受偶然因素影响低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	97139	107824.0	118607.0	130468.0
(+/-%)	20%	0.0	10.0	10.0
归属母公司净利润(百万元)	7477	6224.0	0.0	4603.0
(+/-%)	-38.77%	0.0	-100.0	0.0
EPS(元)	0.61	0.54	0.42	0.40
P/E(倍)	10.0	12.0	15.4	16.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2011 盈利顶部回落

2011 业绩总结

国航在 2011 年实现 EPS 为 0.61 元/股（按照以归属于本公司普通股股东的合并净利润 74.67 亿除以本公司发行在外普通股并扣除与国泰交叉持股抵消后的股本 121.61 亿计算），低于我们的预期。

公司 2011 年 0.61 元每股收益中，由于航空主营产生的 EPS 约为 0.39 元/股；由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.18 元/股，由于投资收益产生的 EPS 约为 0.08 元/股；由于计提资产减值准备而减少的 EPS 约为 0.13 元/股；由于营业外收支产生的 EPS 约为 0.06 元/股。

公司 2011 年由于航空主营产生的 EPS 下降明显，由 2010 年的 0.63 元/股下降至 2011 年的 0.39 元/股，反映出行业景气向下所导致的毛利率的下降。

2011 年公司投资收益产生的 EPS 也大幅下降，由 2010 年的 0.25 元/股下降至 2011 年的 0.08 元/股，主要原因为公司持股 29.99% 的国泰航空的盈利大幅下降所致，2010 年度国泰航空盈利 121.6 亿，而 2011 年国泰航空盈利只有 32 亿元，由此导致公司确认国泰航空的投资收益由 2010 年的 30.03 亿元下降至 2011 年的 9.59 亿元。

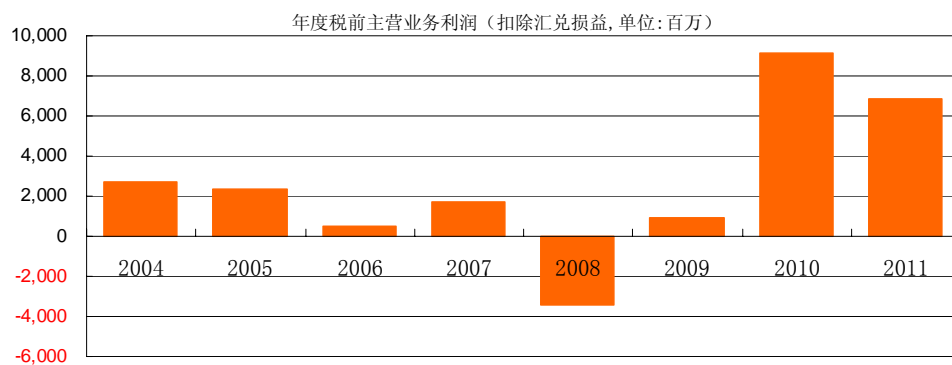
2011 年公司公司汇兑损益有所增加，2011 年实现汇兑净损益 30.63 亿元，2010 年同期为 18.91 亿，同比增加约为 11.71 亿元，因此 2011 年由于汇兑损益产生的 EPS 由 2010 年的 0.13 元/股增加至 0.18 元/股。

2011 年公司计提资产减值准备 21.47 亿元，同比略有增加，计提的减值准备导致公司的 EPS 下降 0.13 元/股，如果公司在 2011 年不大幅计提此项资产减值，则 2011 年 EPS 可大约提升至 0.74 元/股。

国航年度主营业务税前利润（扣除汇兑损益）顶部回落

2011 年中国国航实现主营业务税前利润约 68.64 亿元（扣除汇兑损益，未考虑营业外收支、投资收益与公允价值转回等），较 2010 年的 90 亿元大幅下降，反映出国航在经过 2010 年的盈利高点之后，盈利呈顶部回落的趋势。

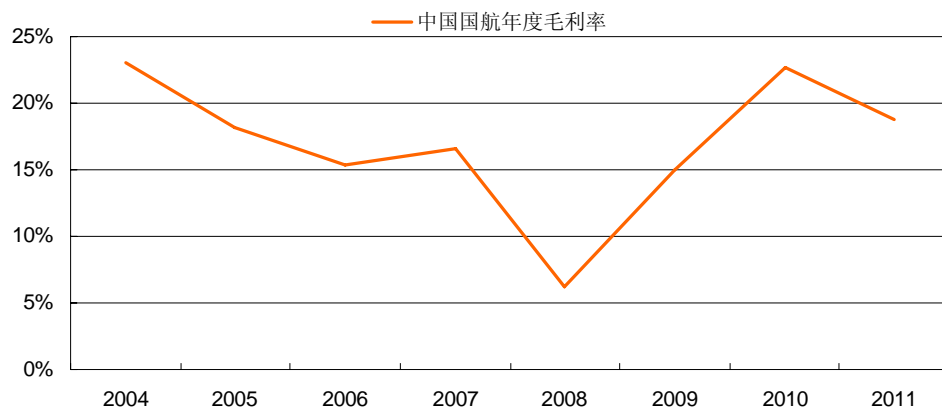
图 1：中国国航年度主营业务税前利润发展趋势



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

公司在 2011 年度主营税前利润的顶部回落主要原因在于毛利率水平的下降，2011 年公司毛利率 18.74%，较 2010 年的 22.66% 下降明显，我们认为原因在于成本大幅上升（2011 年公司航油成本 337.87 亿元，同比增长 44%，远超过收入 25.72% 的增速），而客座率水平（行业客座率水平）并未能提升明显，导致成本难以有效传导

图 2：中国国航毛利率水平发展趋势

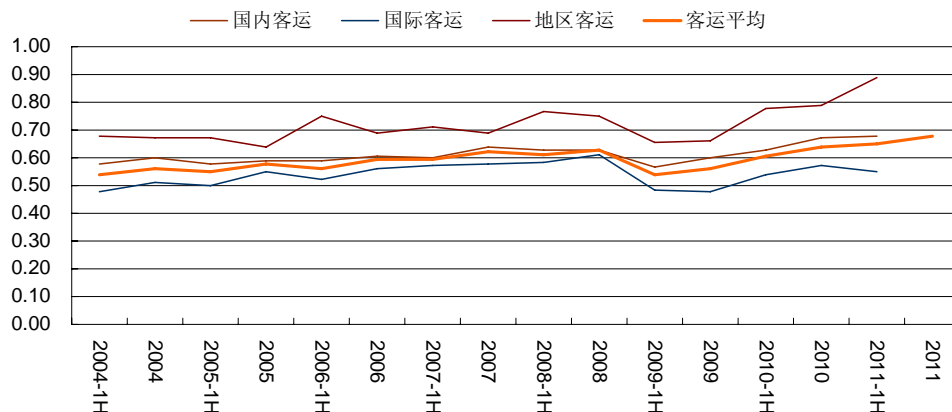


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

2011 年国航客运平均客公里收益提升至 0.68 元（未包含营业税金），创历史新高，客公里收益水平虽然有所提升，但并未完全能够弥补由于航油成本上涨所带来的成本增加。

图 3：中国国航客运客公里收益发展趋势

单位：元/客公里

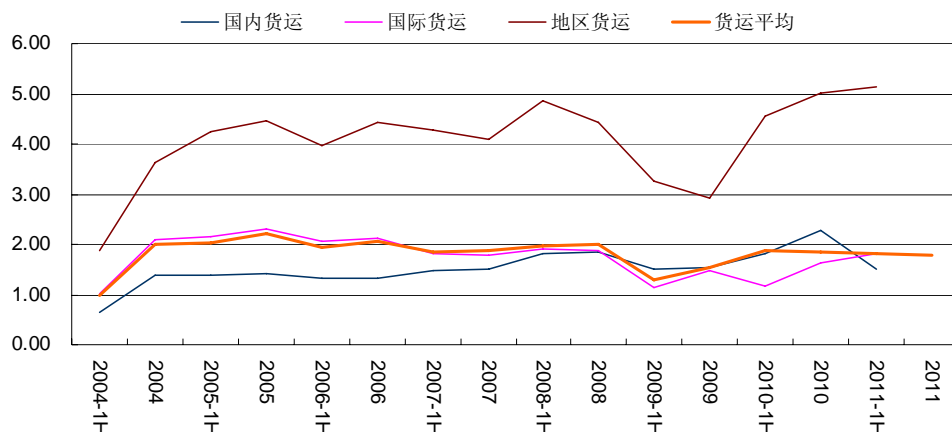


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

2011 年国航货运平均吨公里收益下降至 1.79 元（未包含营业税金），较 2010 年的 1.85 元还有所下降，在航油成本大幅提升的情况下货运吨公里收益还有所下降，反映出国际航空货运业务在 2011 年同比下降的趋势，在 2011 年，公司货运业务利润率大幅下降至 9.62%（2010 年营业利润率为 23.62%），货运业务营业利润率下降幅度远远超过客运业务营业利润率的下降幅度。

图 4: 中国国航货运吨公里收益发展趋势

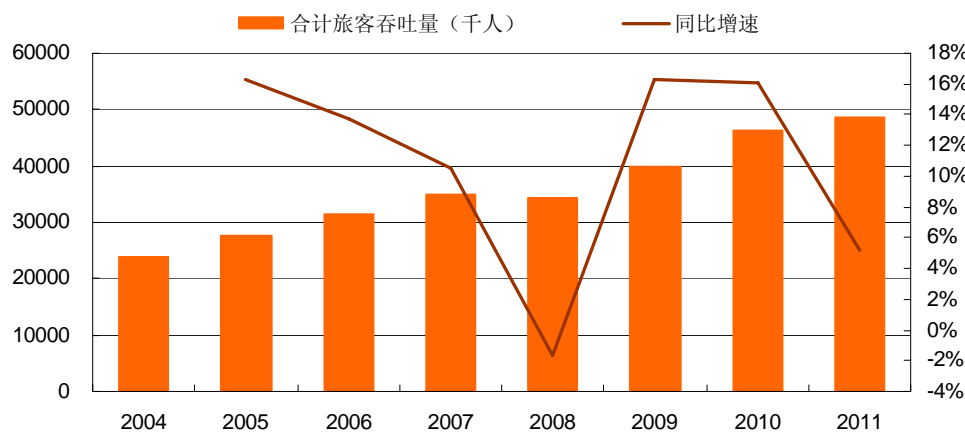
单位: 元/吨公里



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

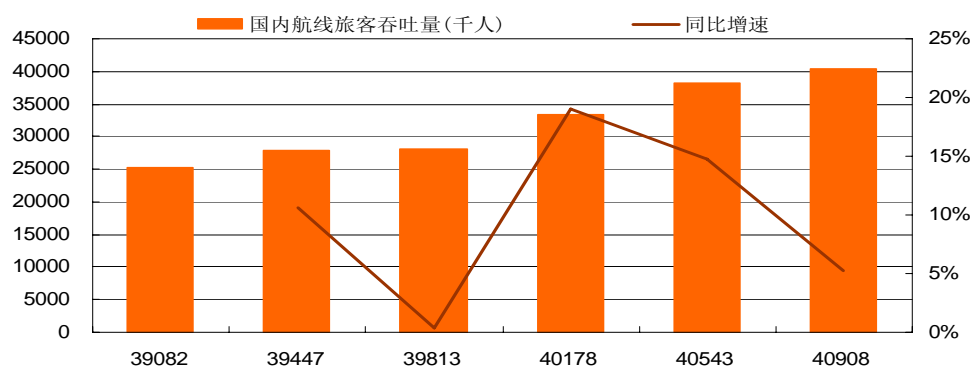
2011 中国国航吞吐量增速显著低于行业平均水平

图 5: 中国国航合计旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



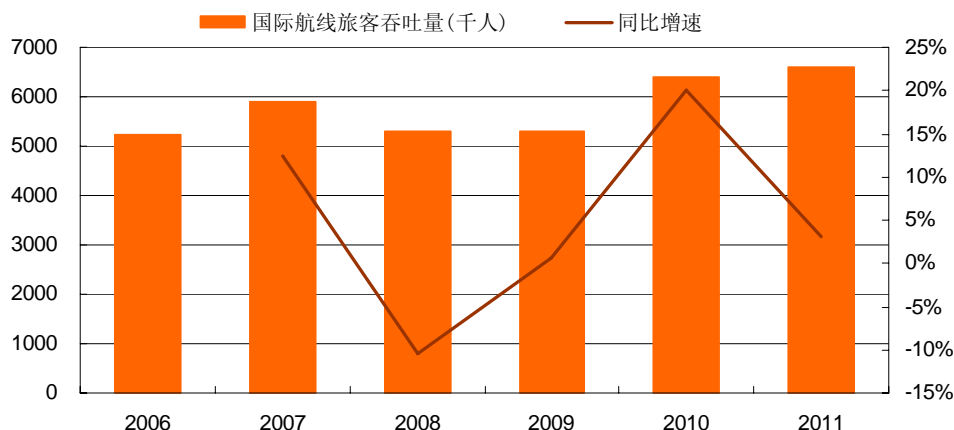
资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期公告

图 6: 中国国航国内航线旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期公告

图 7：中国国航国际航线旅客吞吐量及增速发展趋势(年度数据)



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期公告

从旅客吞吐量增速来看，2011 年国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 5.30%、3.08%、5.30%，而行业整体在 2011 年的国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 9.20%、8.80%、9.20%，从旅客吞吐量增速数据来看，国航显著低于行业平均增速水平。

2012 展望：毛利率有所下降：17%至 8%

考虑到航油成本的进一步上升以及行业客座率水平可能有所下降，我们判断 2012 年公司的毛利率水平将进一步降低，预计在 17%至 18%之间。

盈利预测与投资评级

我们预计公司在 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.54 元/股、0.42 元/股，维持“增持”的投资评级。

风险因素

油价持续上涨、需求持续受偶然因素影响低于预期。

盈利预测

资产负债表					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	21462	19994	24141	32847	营业收入	97139	10782	118607	13046	营业收入	97139	10782	118607	13046	营业收入	97139	10782	118607	13046
现金	15420	10782	13768	21482	营业成本	76692	89494	99630	110897	营业成本	76692	89494	99630	110897	营业成本	76692	89494	99630	110897
应收账款	2652	5357	5905	6491	营业税金及附加	2241	2487	2965	3262	营业税金及附加	2241	2487	2965	3262	营业税金及附加	2241	2487	2965	3262
其他应收款	1662	1617	1977	2102	营业费用	6521	6685	7354	8089	营业费用	6521	6685	7354	8089	营业费用	6521	6685	7354	8089
预付账款	585	447	498	554	管理费用	3307	3486	3558	3914	管理费用	3307	3486	3558	3914	管理费用	3307	3486	3558	3914
存货	1128	1790	1993	2218	财务费用	-1550	1092	2188	800	财务费用	-1550	1092	2188	800	财务费用	-1550	1092	2188	800
其他流动资产	14	0	0	0	资产减值损失	2147	0	0	0	资产减值损失	2147	0	0	0	资产减值损失	2147	0	0	0
非流动资产	15186	15396	15481	15390	公允价值变动收益	34	600	500	0	公允价值变动收益	34	600	500	0	公允价值变动收益	34	600	500	0
长期投资	14804	14804	14804	14804	投资净收益	1337	2000	2000	2000	投资净收益	1337	2000	2000	2000	投资净收益	1337	2000	2000	2000
固定资产	10173	11656	12331	12536	营业利润	9150	7180	5412	5505	营业利润	9150	7180	5412	5505	营业利润	9150	7180	5412	5505
无形资产	2805	2740	2675	2610	营业外收入	1199	1000	1000	1000	营业外收入	1199	1000	1000	1000	营业外收入	1199	1000	1000	1000
其他非流动	32515	0	14015	11129	营业外支出	227	200	200	200	营业外支出	227	200	200	200	营业外支出	227	200	200	200
资产总计	17332	17395	17895	18675	利润总额	10122	7980	6212	6305	利润总额	10122	7980	6212	6305	利润总额	10122	7980	6212	6305
流动负债	57867	50267	45270	47309	所得税	2224	1596	1242	1576	所得税	2224	1596	1242	1576	所得税	2224	1596	1242	1576
短期借款	11507	6705	0	0	净利润	7898	6384	4970	4729	净利润	7898	6384	4970	4729	净利润	7898	6384	4970	4729
应付账款	12082	13424	14944	16635	少数股东损益	421	160	124	126	少数股东损益	421	160	124	126	少数股东损益	421	160	124	126
其他流动负	34278	30139	30325	30674	归属母公司净利	7477	6224	0	4603	归属母公司净利	7477	6224	0	4603	归属母公司净利	7477	6224	0	4603
非流动负债	65955	67602	73468	75439	EBITDA	17118	19293	20804	21270	EBITDA	17118	19293	20804	21270	EBITDA	17118	19293	20804	21270
长期借款	33398	33398	33398	33398	EPS (元)	0.64	0.54	0.42	0.40	EPS (元)	0.64	0.54	0.42	0.40	EPS (元)	0.64	0.54	0.42	0.40
其他非流动	32556	34203	40070	42040	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
负债合计	12382	11786	11873	12274	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权	2764	2923	3047	3173	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	12892	12203	12203	12203	营业收入	20.0%	11.0%	10.0%	10.0%	营业收入	20.0%	11.0%	10.0%	10.0%	营业收入	20.0%	11.0%	10.0%	10.0%
资本公积	16289	16289	16289	16289	营业利润	-35.9%	-21.5%	-24.6%	1.7%	营业利润	-35.9%	-21.5%	-24.6%	1.7%	营业利润	-35.9%	-21.5%	-24.6%	1.7%
留存收益	20607	26831	30432	34066	归属母公司净利	-38.8%	-16.8%	-22.2%	-5.0%	归属母公司净利	-38.8%	-16.8%	-22.2%	-5.0%	归属母公司净利	-38.8%	-16.8%	-22.2%	-5.0%
归属母公司	46738	53163	57167	60833	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东	17332	17395	17895	18675	毛利率(%)	21.0%	17.0%	16.0%	15.0%	毛利率(%)	21.0%	17.0%	16.0%	15.0%	毛利率(%)	21.0%	17.0%	16.0%	15.0%
现金流量表					净利率(%)	7.7%	5.8%	4.1%	3.5%	净利率(%)	7.7%	5.8%	4.1%	3.5%	净利率(%)	7.7%	5.8%	4.1%	3.5%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	16.0%	11.7%	8.5%	7.6%	ROE(%)	16.0%	11.7%	8.5%	7.6%	ROE(%)	16.0%	11.7%	8.5%	7.6%
经营活动现	21640	17148	26581	21980	ROIC(%)	5.5%	6.7%	6.3%	5.2%	ROIC(%)	5.5%	6.7%	6.3%	5.2%	ROIC(%)	5.5%	6.7%	6.3%	5.2%
净利润	7898	6384	4970	4729	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
折旧摊销	9518	11021	13204	14964	资产负债率(%)	71.4%	67.8%	66.4%	65.7%	资产负债率(%)	71.4%	67.8%	66.4%	65.7%	资产负债率(%)	71.4%	67.8%	66.4%	65.7%
财务费用	-1550	1092	2188	800	净负债比率(%)	50.19	45.00	37.80	36.16	净负债比率(%)	50.19	45.00	37.80	36.16	净负债比率(%)	50.19	45.00	37.80	36.16
投资损失	-1337	-2000	-2000	-2000	流动比率	0.37	0.40	0.53	0.69	流动比率	0.37	0.40	0.53	0.69	流动比率	0.37	0.40	0.53	0.69
营运资金变	6183	11003	4052	3466	速动比率	0.35	0.36	0.49	0.65	速动比率	0.35	0.36	0.49	0.65	速动比率	0.35	0.36	0.49	0.65
其他经营现	927	-10351	4167	20	营运能力					营运能力					营运能力				
投资活动现	-16897	-10995	-12000	-12000	总资产周转率	0.59	0.62	0.67	0.71	总资产周转率	0.59	0.62	0.67	0.71	总资产周转率	0.59	0.62	0.67	0.71
资本支出	22520	14000	14000	14000	应收账款周转率	33	27	21	21	应收账款周转率	33	27	21	21	应收账款周转率	33	27	21	21
长期投资	0	-241	0	0	应付账款周转率	7.13	7.02	7.02	7.02	应付账款周转率	7.13	7.02	7.02	7.02	应付账款周转率	7.13	7.02	7.02	7.02
其他投资现	5623	2764	2000	2000	每股指标 (元)					每股指标 (元)					每股指标 (元)				
筹资活动现	-3482	-10791	-11595	-2266	每股收益(最新)	0.64	0.54	0.42	0.40	每股收益(最新)	0.64	0.54	0.42	0.40	每股收益(最新)	0.64	0.54	0.42	0.40
短期借款	-4196	-4803	-6705	0	每股经营现金流	1.77	1.41	2.18	1.80	每股经营现金流	1.77	1.41	2.18	1.80	每股经营现金流	1.77	1.41	2.18	1.80
长期借款	1475	0	0	0	每股净资产(最	3.83	4.36	4.68	4.99	每股净资产(最	3.83	4.36	4.68	4.99	每股净资产(最	3.83	4.36	4.68	4.99
普通股增加	0	-689	0	0	估值比率					估值比率					估值比率				
资本公积增	43	0	0	0	P/E	9.96	11.96	15.36	16.17	P/E	9.96	11.96	15.36	16.17	P/E	9.96	11.96	15.36	16.17
其他筹资现	-804	-5299	-4891	-2266	P/B	1.59	1.40	1.30	1.22	P/B	1.59	1.40	1.30	1.22	P/B	1.59	1.40	1.30	1.22
现金净增加	1102	-4638	2986	7714	EV/EBITDA	7	6	6	6	EV/EBITDA	7	6	6	6	EV/EBITDA	7	6	6	6

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

