

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 6.27元  
目标(人民币): 7.00-7.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)



## 相关报告

- 《大股东增持带来交易性机会》, 2011.12.23
- 《主营业务利润基本维持稳定》, 2011.10.28
- 《公司主营业绩提升幅度仍然明显》, 2011.8.26

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 业绩大幅下降, 但底部基本形成

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.947	0.61	0.588	0.795	1.032
每股净资产(元)	3.23	3.63	4.32	4.72	5.62
每股经营性现金流(元)	1.53	1.68	-0.31	1.61	1.71
市盈率(倍)	14.45	10.98	10.67	7.89	6.08
行业优化市盈率(倍)	43.43	32.04	32.04	32.04	32.04
净利润增长率(%)	142.73%	-38.75%	1.35%	35.19%	29.83%
净资产收益率(%)	29.31%	16.00%	13.61%	16.85%	18.37%
总股本(百万股)	12,891.95	12,891.95	12,891.95	12,891.95	12,891.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 2011 年实现归属母公司股东的净利润 74.8 亿, 同比减少 50 亿, EPS 0.61 元, 同比增长-41.9%, 基本上符合我们的预期, 但低于市场预期。

## 经营分析

- **业绩大幅负增长主要来源于四方面:** 首先是国际航线, 受到经济下滑、日本地震以及竞争对手增加运力的多重影响, 客座率同比下滑了 1.2 个百分点, 同时收益水平仅与去年同期, 但同期油价上涨了 30% 左右, 导致国际航线盈利较上年大幅减少 20 亿以上; 其次是航空货运, 11 年净亏损 9.2 亿, 同比下降 254%, 下降幅度也超过 20 亿; 第三是计提了 22 亿的减值准备; 第四是对国泰航空等的投资收益大幅下滑了 22 亿。
- **国内航线和汇兑收益是业绩主要贡献者:** 与国际航线相反, 国内航线客座率提升了 2.77 个百分点, 收益水平上升了 7.25%, 完全可以消化油价的上涨; 其次是汇兑收益实现 30.63 亿元, 同比增加了 11.71 亿元。

## 展望

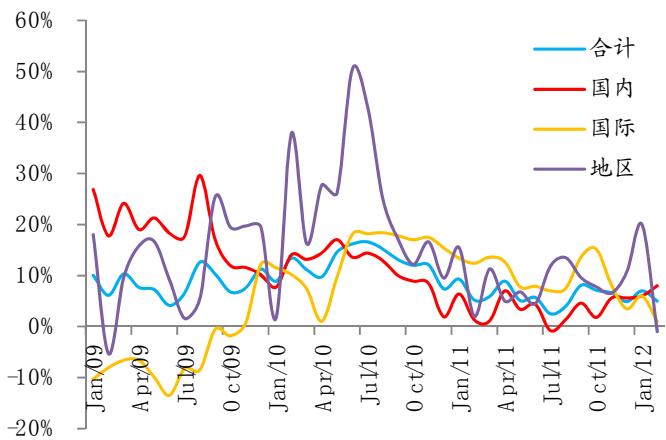
- **国内航线仍将是公司业绩的安全垫:** 公司国内航线主要分布于空域紧张的首都机场、成都机场和深圳机场, 随着国内航线需求的复苏, 预计公司国内航线的客座率和票价水平仍有望继续提升, 从而继续驱动公司业绩增长。
- **国际航线的收益率将前低后高:** 我们预计国内旅客出境游仍将保持较快增长, 而美国经济的持续向好以及欧洲经济底部企稳, 国际航线的需求有望逐步获得回升。整体运力增速并不低, 这将使上半年国际航线的收益率进一步降低, 但下半年需求的复苏有望使国际航线重新进入盈利上升通道。
- **航空货运随经济而行:** 航空货运基本已经到底部, 我们预计将有望跟随经济复苏而逐步复苏。

## 盈利调整和投资建议

- 我们预计公司业绩同比降前低后高, 整体上 2012 年的业绩比 2011 年仍会有所下滑, 但下滑幅度预计在 5%-10%, 我们预计公司 2012 年 EPS 0.59 元, 但鉴于行业有望进入新一轮上升周期, 我们维持公司买入评级。

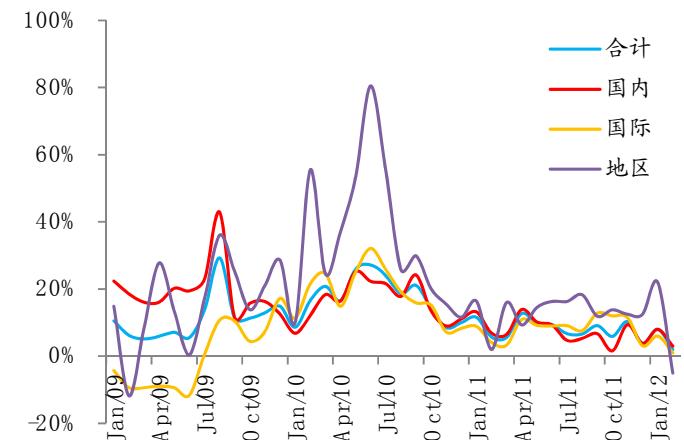
## 公司主要业务数据及图表

图表1: 09年以来公司ASK增速

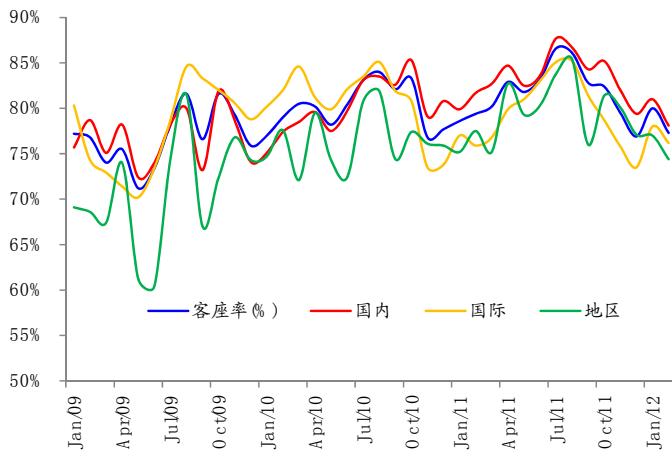


来源：国金证券研究所，公司公告

图表2: 09年以来公司RPK增速

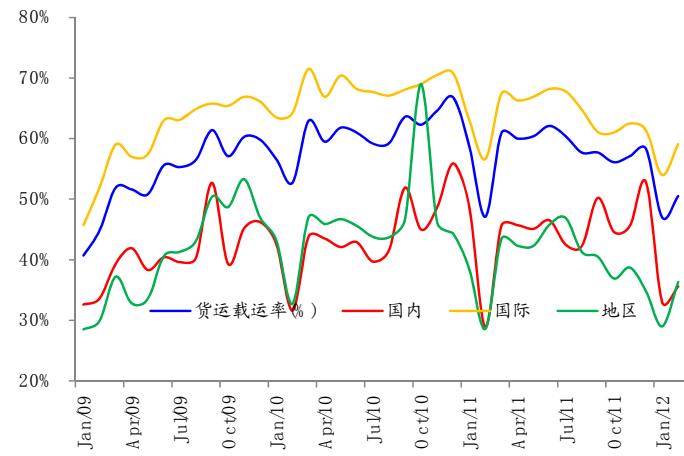


图表3: 公司国内、国际和地区客座率变化情况

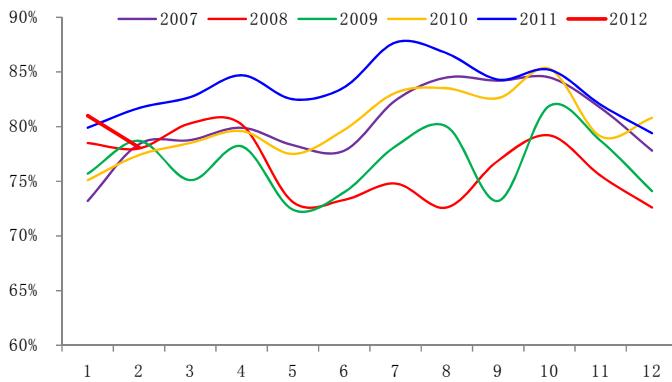


来源：国金证券研究所

图表4: 公司货邮载运率的变化情况

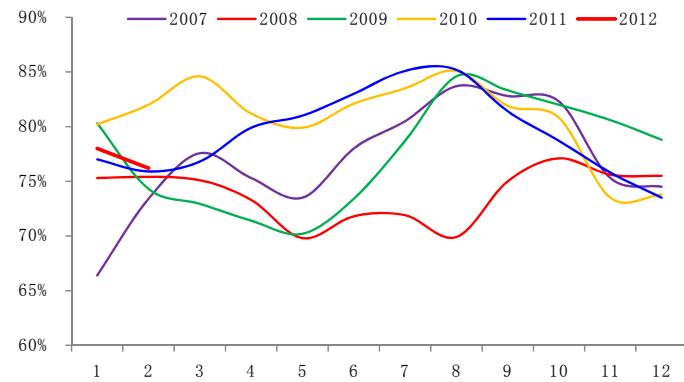


图表5: 公司各年度国内航线的客座率比较



来源：国金证券研究所

图表6: 公司各年度的国际航线客座率比较



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	11
买入	0	0	0	1	13
持有	1	2	3	4	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>	<b>3.00</b>	<b>2.75</b>	<b>2.12</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B