



行业或反转，承先天之利谋胜局

——中国国航（601111）深度报告

2012年4月26日

推荐/维持

中国国航

深度报告

报告摘要：

- “步步为盈”制定战略，触发业绩增长。**目前国航的运力投放采取适度从紧的策略，目前在北京市场占比约为50%，上海市场的占比超过12%，广深市场的占比超过20%，成都市场占比超过40%。这些枢纽建设使得国航的国内国际航线的网络得以有机链接，互为支持。受益于美国房地产市场持续回暖，我们认为今年民航国际航线及货运的发展将会好于上年，作为国际航线及货运占比最高的国内航企，国航将会首先受益。
- 多产品绑定客户粘性，低成本实现盈利转化。**在保持先天优势的同时，国航通过积极开拓针对性较强的产品绑定客户粘性。一方面加厚了业务开展中的附加值，实现盈利新增长，另一方面通过服务绑定了各类型客户的忠诚度。从国航历年的毛利率及费用率变化趋势我们可以看出，自2008年金融危机影响大幅释放后，国航的毛利率水平呈持续攀升的趋势，从2008年末的7.5%上升到接近25%左右，基本恢复并超过了金融危机前的水平。
- 外围因素激发盈利“小阳春”。**3月中国制造业采购经理人指数PMI为53.1%，站在了荣枯分界线的上方，较上月回升2.1个百分点，尽管目前国内经济并没有大幅转好的迹象，但是我们认为国内民航业已经走出了金融危机影响的谷底，将会迎来发展的“小阳春”。由于国航的国际航线网络较为丰富，在出境旅游及留学教育人数的大幅增加的带动下，国航将成为最大收益者。
- 国航作为国内民航企业的“龙头”，我们预计中国国航2012、2013、2014年EPS约为0.50元、0.63元、0.72元，对应的PE为12.56倍、9.92倍、8.74倍。给予“推荐”评级。
- 风险提示：**汇兑收益减少，油料成本增速过快，其他运营风险因素。

● 财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	97,139.11	107,824.41	119,685.10	132,850.46
增长率（%）	19.98%	11.00%	11.00%	11.00%
净利润（百万元）	7,476.86	6,414.49	8,119.26	9,214.29
增长率（%）	-38.75%	-14.21%	26.58%	13.49%
每股收益(元)	0.610	0.498	0.630	0.715
PE	10.25	12.56	9.92	8.74
PB	1.72	1.60	1.45	1.31

陈琛

执业证书编号：S1480512040002

010-66555181

chenchen@dxzq.net.cn

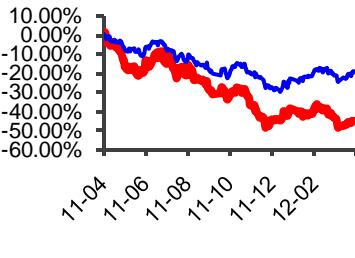
资产负债表数据 (4.26)

总资产（百万元）	172,406.09
股东权益（百万元）	46,975.58
每股净资产（元）	3.87
市净率（X）	1.7
负债率（%）	72%

交易数据

52周股价区间（元）	5.75-11.95
总市值（亿元）	805.75
流通市值（亿元）	512.48
总股本/流通A股(百万股)	12,891.95/8,199.73
流通B股/H股(百万股)	0/4,562.68
52周日均换手率	0.19%

52周股价走势图



— 中国国航 — 沪深300

资料来源：wind

目 录

1. “步步为盈”制定战略，触发业绩增长.....	4
1.1 运力投放适度从紧，提升票价景气度	4
1.2 布局围绕重点枢纽，扩张核心市场运输量	5
1.3 内生与外延协调发展，主营业务弹性充分	7
2. 多产品绑定客户粘性，低成本实现盈利优化.....	9
2.1 多元化产品及服务绑定客户粘性	9
2.2 严格成本控制实现盈利优化	10
3. 外部因素激发盈利“小阳春”	11
3.1 宏观经济转好带来发展机遇	11
3.2 下游产业发展提振发展信心	12
4. 盈利预测.....	13
5. 估值及投资评级.....	14
5.1 绝对估值	14
5.2 相对估值	14
6. 风险提示.....	15
6.1 汇兑收益将较上年减少	15
6.2 油料成本增速过快	15

表格目录

表 1：国航客运、货运每公里收入.....	5
表 2：主营业务收入及毛利预测(亿元).....	14
表 3：绝对估值条件假设.....	14
表 4：民航企业市盈率情况.....	15
表 5：预测利润表.....	16
表 6：预测资产负债表.....	16
表 7：预测现金流量表.....	16

插图目录

图 1：国航国内、国际地区航线的运力及运量增速.....	4
图 2：国航客运、货运的运力及运量同比增速.....	4
图 3：国航各条线路运输效率.....	5
图 4：北京、上海、广州三大枢纽旅客吞吐量占比	6
图 5：北京、上海、广州三大枢纽货运吞吐量占比	6
图 6：西南地区客运、货运吞吐量占全国比重	6
图 7：国航在三大枢纽及重点区域的市场占比情况.....	6
图 8：三大航国际航线周转量在各自客运周转量的占比情况.....	7

图 9: 民航国际、国内航线客运周转量增幅比较.....	7
图 10: 三大航货运周转量在各自总周转量的占比情况.....	8
图 11: 民航客运周转量、货运周转量同比增幅情况.....	8
图 12: 国航的淡季航线促销活动.....	9
图 13: 国航团购活动.....	9
图 14: 国航手机客户活动.....	9
图 15: 国航节假日主题活动.....	9
图 16: 国航常旅客人数及收入贡献.....	10
图 17: 国航燃油成本及其在主营业务成本占比中的变动趋势.....	10
图 18: 国航历年毛利率及费用率变化情况.....	11
图 19: 国航历年各项费用占营业收入的占比情况.....	11
图 20: 首都机场航班数.....	12
图 21: 国航客运周转量及旅客运输量.....	12
图 22: 国内居民出境人数与汇率的关系.....	13
图 23: 出国留学总人数及自费留学人数.....	13

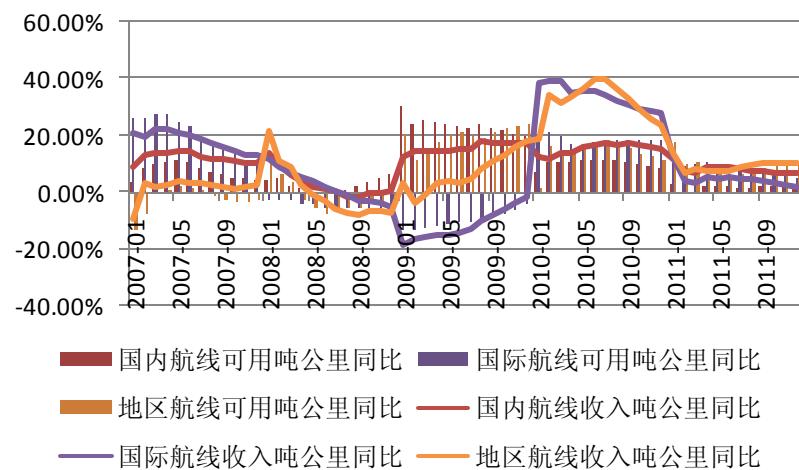
1. “步步为盈”制定战略，触发业绩增长

中国国航是我国唯一载国旗飞行的民用航空公司，世界最大的航空联盟——星空联盟成员。面对目前高企不下的燃油成本和高速铁路的充分竞争，国航作为中国民航业的翘楚，在困境中谋发展，通过制定以盈利实现、盈利增长、盈利转化为核心一系列发展战略，从运力投放、网店布局、协调发展，成功控制等多方面入手，触发业绩增长。

1.1 运力投放适度从紧，提升票价景气度

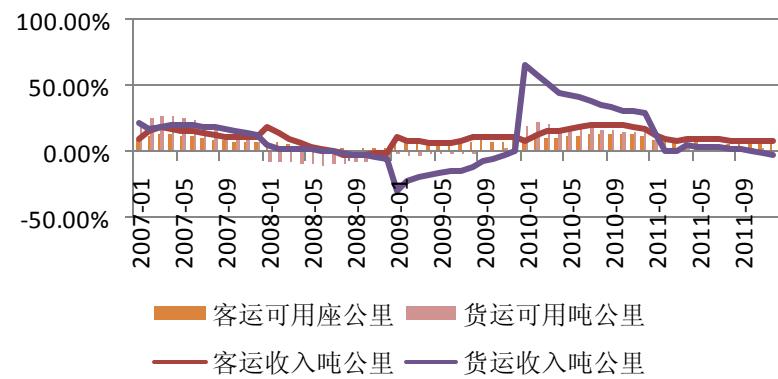
近五年来，中国国航在运力上采取适度从紧的策略，通过控制运力投放保持了较高的客座率水平景气度。其中国内航线、国际航线、地区航线运力投放增速均值分别为9.30%，6.64%，7.93%，而相应的运量增速均值为10.69%，9.03%，9.74%。

图 1：国航国内、国际地区航线的运力及运量增速



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

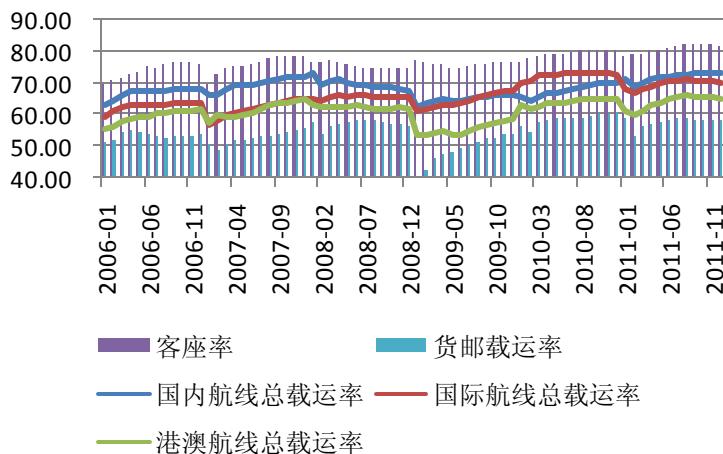
图 2：国航客运、货运的运力及运量同比增速



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

国航的客运、货运的运力投放增速均值为 8.26%，6.42%，而相应的运量增速为 10.33%，8.93%。由于运力投放节奏较为节制，一方面提升了国航各条线路的运输效率，其国内航线总载运率，国际航线总载运率，港澳航线总载运率及客座率、货邮载运率的峰值分别达到 73%，73.40%，66.30% 及 82.50%，61%。更重要的一方面是提升了国航票价的景气度，进而直接受益于国航的每公里收入。

图 3：国航各条线路运输效率



资料来源：WIND，东兴证券研究所

如不考虑受经济危机影响最大的 2009 年度的特殊情况，在适度从紧的运力投放策略下，国航客运、货运的每公里收入均维稳偏升。

表 1：国航客运、货运每公里收入

项目	国航客运：每客公里收入（元）	国航货运：每吨公里收入（元）
2007	0.64	1.82
2008	0.65	2.01
2009	0.55	1.55
2010	0.66	1.83
2011	0.70	1.76

资料来源：WIND，东兴证券研究所

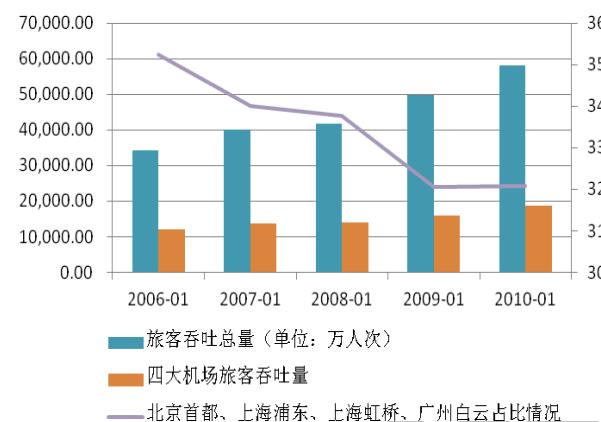
我们预计国航 2012 年各条线路的运力投放仍将秉承适度从紧的策略，在运量较 2011 年同比上升 10%-12% 左右的情况下，运输效率将会有 1 到 2 个百分点的提升。

1.2 布局围绕重点枢纽，扩张核心市场运输量

美国民航业发展的成熟经验表明，围绕枢纽运营布局，能够给旅客带来更多的出行目的地和时间上的选择，有效促进航空运输量的增长，提高航空公司的运营效率和运营收益，是一种有效地竞争策略。目前，我国旅客吞吐量增幅保持在 15% 左右，北上广三大中心枢纽的旅客吞吐量占比虽呈现逐年下降的态势，但仍然占比三分之一强，而

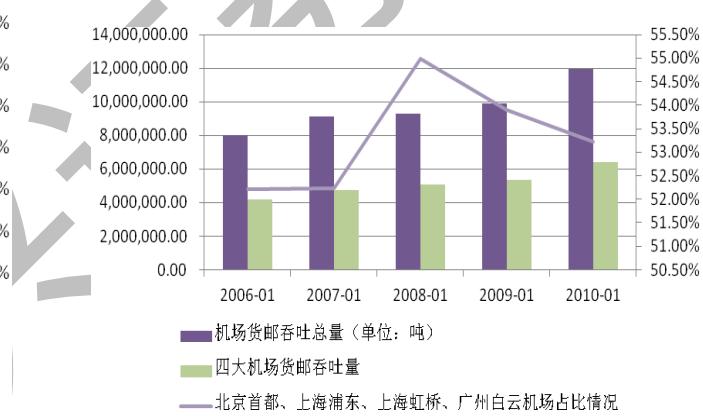
货运吞吐量的枢纽集中度更高，北上广三大枢纽的占比累计达到一半以上，可以说这三大机场不仅是民航国内线路的主战场，更是民航走向国际的核心门户。

图 4：北京、上海、广州三大枢纽旅客吞吐量占比



资料来源：WIND、东兴证券研究所

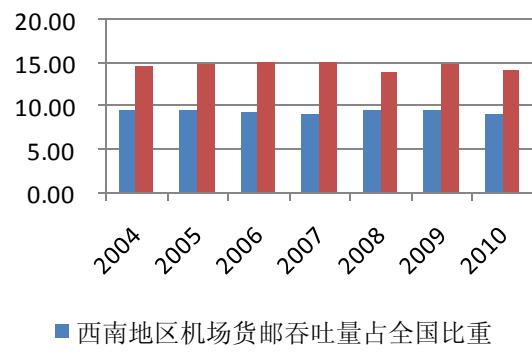
图 5：北京、上海、广州三大枢纽货运吞吐量占比



资料来源：WIND、东兴证券研究所

“北上广”三大枢纽就是我国客运的主战场，也同时是国航客运发展的主要基地。2002年，根据国务院批准的《民航体制改革方案》，原西南航空并入国航。重组后，西南片区也成为国航业务开展的又一重镇，目前西南地区在全国的客运吞吐量占比约为15%，货运吞吐量占比约为8%。

图 6：西南地区客运、货运吞吐量占全国比重



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 7：国航在三大枢纽及重点区域的市场占比情况



资料来源：东兴证券研究所

国航在积极开拓北京、上海、广州三大中心枢纽机场的同时，加大了以枢纽机场为辐射点的四大区域建设，包括华北、华东、华南以及西南。目前，国航在北京市场占比

约为 50%，上海市场的占比超过 12%，广深市场的占比超过 20%，成都在占比超过 40%。这些枢纽建设使得国航的国内国际航线的网络得以有机链接，互为支持，是其能够更好地把握国内国际及转机市场的商业机会。首先背靠首都国际机场，国航做到在国内航线和国际航线的复合链接上互相支持，而上海是公司通往国际的始发航线的门户，广深地区成为覆盖港澳等地区航线的窗口，成都则是公司通往西部及高原航线的区域重镇。这种围绕枢纽站点的布局方式，能够最大程度上保持并开拓旅客周转量，是国航客运盈利的基础和保障。

1.3 内生与外延协调发展，主营业务弹性充分

目前，我国的航空运输业是高度管制的行业，航空公司的设立，飞机的购买，航线的开设及关闭，以及各种安全标准等据需取得政府批准。机队资源、航线资源，航时资源等核心竞争要素在很大程度上依赖于政府的决策，这些政府管制构成了进入航空运输业的政策壁垒。但是根据国际民航业发展的经验，如果管制放松后，随之而来的便是市场竞争密度的陡然增大。在充分考虑到同业市场竞争格局的变化和包括高铁在内的其他运输方式的竞争后，国航在其主营业务开展中强调内生与外延的协调发展，进而提升业务发展均衡度，其内生是指除了客运发展之外加大货运发展力度，外延是指除了国内航线发展之外加大国际航线发展力度。国航目前是三大航中协调发展方面做得最好的。

目前，我国民航业国内航线的周转量占比居于主导地位，国际航线客运周转量占比在客运总周转量中占比偏小，均值约为 19%，但呈逐步上升趋势。目前，国航国际航线旅客周转量均值占比接近 40%，是三大航中国际航线周转量占比最高的，东航、南航国际航线旅客周转量均值仅为 25%、15%左右，占比较低。

图 8：三大航国际航线周转量在各自客运周转量的占比情况

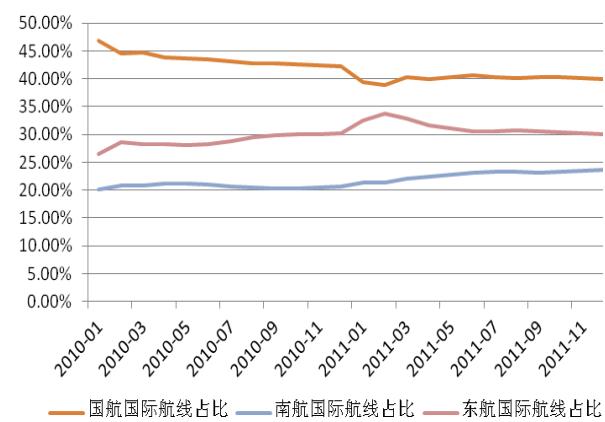
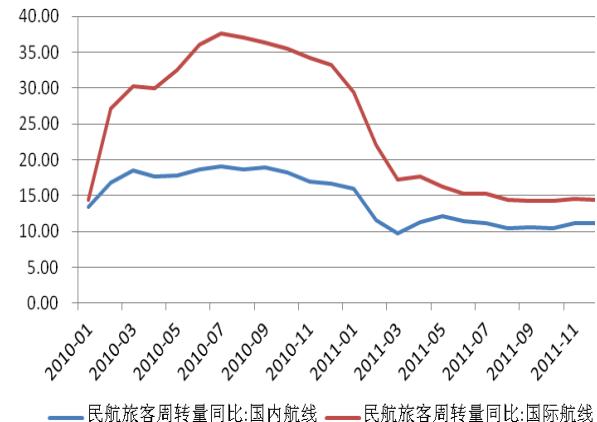


图 9：民航国际、国内航线客运周转量增幅比较



资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

从周转量的增幅和票价指数来看，国际航线在经济向好时，有着较为良好的市场发展潜力。一方面，我国内航线的客运周转量平均增幅约为 13%左右，增速稳健但弹性呈缩小趋势。国际航线的客运周转量平均增幅约为 25%左右，占比较小但增长弹

性较强。另一方面，近年国内航线，亚洲及港澳台地区航线的票价指数均值为 100 左右，表明自 2004 年 1 月起，这两条航线的综合票价基本没有提升，国际航线的票价指数均值为 132，较 2004 年 1 月上升了 32 个百分点。国际航线的旅客周转量和市场中占比较高，对于国航提升经营效益有着积极作用。

目前，国航的国际航线在客座率水平、飞机质量、航班正常性及票价等方面均可以与外航外线相比肩。公司的美国航线客座率基本保持在 85%左右，欧洲航线客座率在 80%以上，日本航线也可达 70%左右。2011 年，由于受到日本地震的影响，公司国际航线中最为盈利的日本航线的表现欠佳，今年正值中日邦交正常化 40 周年，各类纪念及旅游活动相对频繁，预计今年该条线路的收益情况会好于上年。

图 10：三大航货运周转量在各自总周转量的占比情况

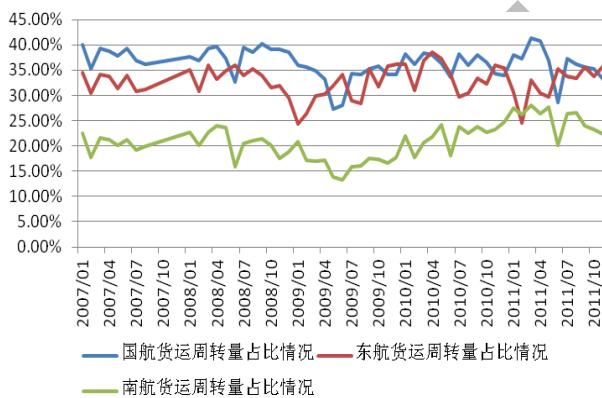


图 11：民航客运周转量、货运周转量同比增幅情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

相较于客运发展的稳健态势，我国民航货运发展受外围经济环境，尤其是美欧等国家、地区的经济景气度影响较大。货运周转量在民航总周转量的平均占比约为 30%，三大航按货运周转量在总周转量占比的大小排序，依次为国航约 40%，东航约 30%及南航约 20%。

与民航客运周转量近年来进入平稳递增的均衡态势相比，货运周转量受全球经济危机的影响较大，尤其是 2009-2010 年的振幅最大，预计随着国内、国际经济环境的逐渐转好，货运周转量平均增幅将维持 16%-20%左右，略高于客运周转量 13%左右的平均增速。客运市场的增长相对趋稳而货运市场的增长弹性较大，使得国航在发展中充分重视货运发展的战略意义，发展货运有利于充分发挥飞机和机场设施等大型资产的实际使用效益，进而提升单位资产的收益率。国航目前的客运的每公里收入变动较为平稳，基本维持在 0.64 元左右，而货运受到国内外经济环境影响后波动较大，每公里收益的变动弹性大于客运。因此在经济环境向好的时候，国航可以通过调整客货运力，进而在扩大货运周转量占比的基础上提升货运的载运率和收益率，一方面能够帮助国航进一步扩张市场份额，更重要的一个方面在于能够帮助其获得超过行业平均水平的收益。我们预计今年民航国际航线及货运的发展将会好于上年，作为国际航线及货运占比最高的国内航企，国航将会首先受益。

2.多产品绑定客户粘性，低成本实现盈利优化

2.1 多元化产品及服务绑定客户粘性

2006年《中国民用航空国内航线航班经营许可规定》发布后，进一步放宽了对于国内航线的经营许可管理，国内大部分机场之间的航线及航班经营放开，可由航空公司自行安排，重点线路上的竞争更加加剧。国航凭借其较好的市场美誉度，广泛的客运网络，更为忠诚的客户群体，以及丰富的网络销售渠道和关键的业务发展市场，使得其在竞争中具备了一定的先天优势。

图 12：国航的淡季航线促销活动



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 13：国航团购活动



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 14：国航手机客户端活动



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 15：国航节假日主题活动



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

在保持先天优势的同时，国航通过积极开拓针对性较强的产品绑定客户粘性。包括推出了淡季的航线促销；针对手机客户端的体验送话费、免费升舱、换里程活动；针对选择错时旅游的客户，开通了性价比较高的团购网站；针对经常往返于中国内地与国际及港、台地区的旅客，推出超值经济舱及公务舱套票；同时在节假日期间推出主题旅游项目。公司 2011 年新增常旅客会员 277 万人，会员总数达 1744 万人。常旅客贡献收入 195.1 亿元，同比增长 24.2%。

图 16：国航常旅客人数及收入贡献

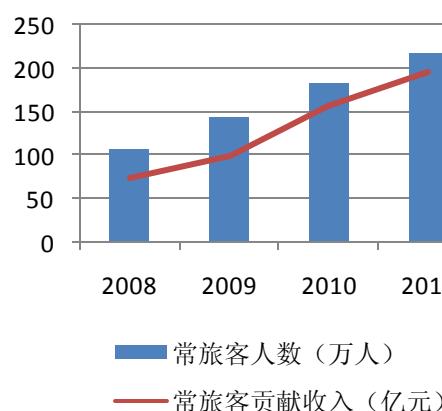
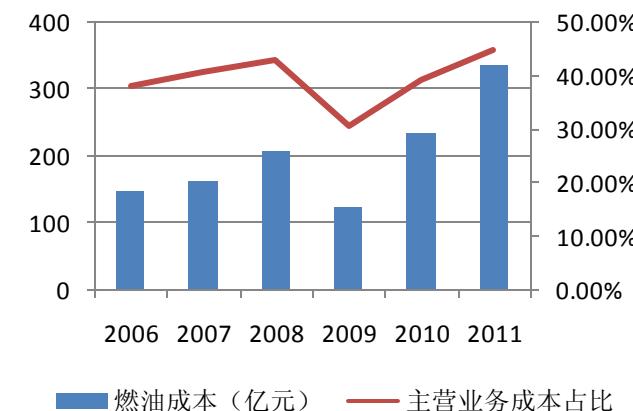


图 17：国航燃油成本及其在主营业务成本占比中的变动趋势



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

除了这些针对性的产品服务外，国航还在加强运输效率的管理，进一步提升航班的正点率，确保顾客出行的便捷性和准时性的同时，加快老旧机型的淘汰进程，及新型宽体机的引进力度，提升旅客乘坐的适度度和安全性。自 2010 年以来，国航先后签订订单拟分批购进宽体机 40 余架，机型涵盖 B747-8, A330, A350, B777-300ER, B787-9 等目前较为先进的宽体机和超级宽体机。这些机型的引入将从硬件上改善国航长距离航线的乘坐舒适度和载客量。

机队的调整一方面有利于提升机队结构与航线和市场的匹配度，尤其是未来宽体机引进力度加大后，需要有合适的航线和市场与之相匹配，二方面是老旧机型的燃油效率和经济性较差，淘汰后年轻的机队，将进一步提升飞行时的经济效益。目前，国航机队的平均年龄为 7 年，在目前燃油成本高企的背景下，将使国航更有实力在海外市场与国际“大鳄”共舞。

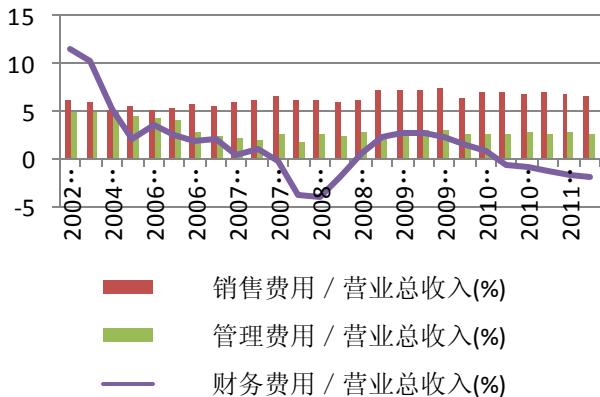
这些具有针对性的多元化软硬件产品服务的推出，一方面加厚了业务开展中的附加值，实现盈利新增长，另一方面通过服务绑定了各类型客户的忠诚度。

2.2 严格成本控制实现盈利优化

在目前航油价格高企的背景下，国航采取各种业务手段，通过引进先进机型，开展燃油节支、推广二次放行、开展航路优选、积极调整航班，以及建立国外分控中心节约服务代理费用等多种途径降低运行成本。

图 18：国航历年毛利率及费用率变化情况


资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 19：国航历年各项费用占营业收入的占比情况


资料来源：WIND、东兴证券研究所

从国航历年的毛利率及费用率变化趋势我们可以看出，自 2008 年金融危机影响大幅释放后，国航的毛利率水平呈持续攀升的趋势，从 2008 年末的 7.5% 上升到接近 25% 左右，基本恢复并超过了金融危机前的水平。而费用控制则维持较好。从国航历年各项费用占营业收入占比的情况我们也可以看出，目前国航的销售费用、管理费用在营业收入的占比基本维持在较为稳定的状态，显示出国航在销售和管理方面日趋成熟。而财务费用由于人民币升值带来的汇兑收益，是国航近年来该项费用递减的主要原因。

总结国航的成本控制成功经验我们认为有两方面的原因：

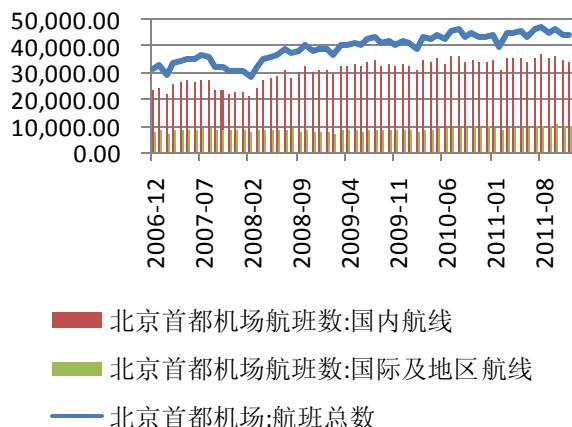
- 从国外经验可以看出，如果国内航空企业形成充分竞争格局，成本控制优势就是航空公司出产增长外的核心竞争力，目前燃油价格持续高企，刚需型成本使航空企业面临的困境，在这种预期下，国航通过各种手段降低单位油耗，及管理成本、销售成本是其面临困境的战略性选择，控制住成本就为未来发展赢得了更大的空间。
- 客观上由于国航内生与外延协调发展的运营模式，使得国航的长距离线路及国际线路占比较高，摊薄了国航取得单位收益的各项相关费用。

3.外部因素激发盈利“小阳春”

3.1 宏观经济转好带来发展机遇

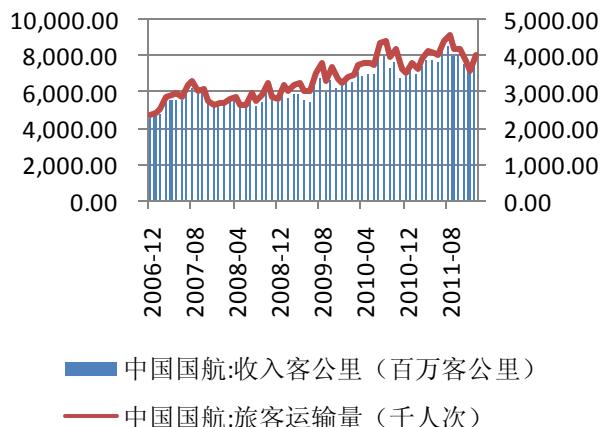
今年 4 月 1 日，中国物流与采购联合会公布的数据显示，3 月中国制造业采购经理人指数 PMI 为 53.1%，站在了荣枯分界线的上方，较上月回升 2.1 个百分点，连续第 4 个月回升，显示了当前市场需求有所扩张，生产经营活动区域活跃，制造业经济整体呈现“稳中趋升”的态势。尽管目前国内经济并没有大幅转好的迹象，但是我们认为国内民航业已经走出了金融危机影响的谷底，将会迎来发展的“小阳春”。

图 20：首都机场航班数



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 21：国航客运周转量及旅客运输量



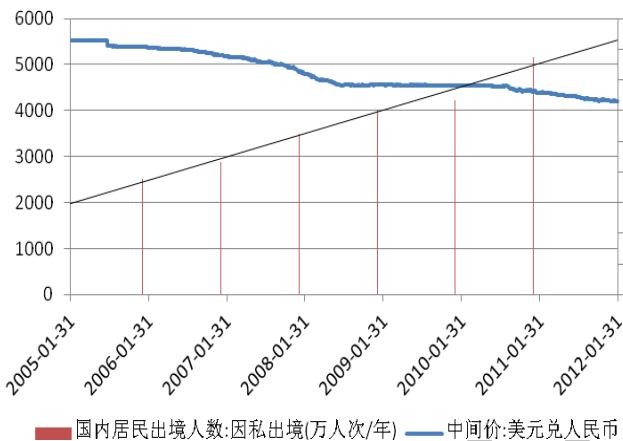
资料来源：WIND、东兴证券研究所

从运量指标来看，首都机场的航班总数从 2008 年月均 36000 架次左右上升到目前的月均 45000 架次，增幅达 25%。而国航的客运周转量和旅客运输也呈现出回升势头，运输量从 2008 年月均 300 万人次大幅回升到目前的月均 400 万人次左右。产量的提升将会带来盈利的增长。

3.2 下游产业发展提振发展信心

近年来民航产业下游的旅游和教育的快速发展，也必将为国航未来发展提振信心。截止 2010 年末，我国国内旅游人数升至近 21 亿人次/年，人均国内旅游花费 600 元/年，全年国内旅游收入近 12600 亿元。在国内旅游产业的发展及消费结构的升级的带动下，国内旅游也正在告别“走马观花”式的旅游方式，更加注重旅行的舒适度及服务等方面的要求，民航的快捷性和舒适性成为了中长途国内旅游的首选交通工具。

人民币升值也在一定程度上带动了出境游的发展，我国目前国内居民出境人数呈逐年上升的趋势，截止 2011 年末出境游人数接近 5000 万人次/年，较 2005 年翻了一倍。其中因私出境人数成为我国目前新增出境人数的绝对主力，2010 年因私出境人数达 5151 万人次/年，占国内居民出境总人数的 89%，其中新增因私出境人数为 930 万人次/年，占当年新增出境人数的 95%。

图 16：国内居民出境人数与汇率的关系

图 17：出国留学总人数及自费留学人数


资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

近年来，出国留学成为“热潮”。2010 年出国留学人数达到 28.47 万人，较 2000 年的 3.89 万人，增长了 6 倍多，其中出国留学人员中自费留学的人数占到了 90%以上。由于国航的国际航线网络较为丰富，在出境旅游及留学教育人数的大幅增加的带动下，国航将成为最大收益者。

4. 盈利预测

我们基于以下假设进行盈利预测：

- 国航在北京、上海、广深、成都等枢纽干线市场的大体份额维持稳定；
- 公司在运力投放方面仍然坚持适度从紧的策略；
- 国内客运航线的旅客周转量保持 10%左右的增幅；
- 国际及货运航线的收入情况好于上年；
- 油料价格增幅斜率略小于上年；
- 汇率变动呈现双向波动；
- 公司无重大运输风险出现；
- 公司不进行除现有业务之外的大型项目投资。

我们采取较为保守的预测，预计公司 12-14 年实现收入分别为 1078.24 亿元、1196.85 亿元和 1328.50 亿元，EPS 约为 0.50 元、0.63 元、0.72 元。

公司主要业务板块收入和毛利情况预测如下表：

表 2：主营业务收入及毛利预测(亿元)

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
航空客运	收入	700.98	862.68	970.41	1077.16	1195.65
	毛利	175.48	190.24	213.49	236.98	263.04
航空货运	收入	88.53	85.46	107.82	119.68	132.85
	毛利	20.91	8.22	17.25	19.15	21.26
其他	收入	0.57	1.05	10.78	11.97	13.28
	毛利	0.47	0.75	8.08	8.98	10.00

资料来源：东兴证券研究所

5. 估值及投资评级

5.1 绝对估值

我们认为中国国航具有较好的成长性，且随着消费升级，民航产业有着较为优良的发展前景，给予第二阶段 10%的增长率，长期增长率 6%，对应的 FCFE 估值为 7.38 元。

表 3：绝对估值条件假设

假设	数值
第二阶段(2017-2024)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	6.00%
无风险利率 Rf	3.00%
β (β levered)	0.75
Rm	11.00%
Ke	9.00%

资料来源：东兴证券研究所

5.2 相对估值

上市民航企业 2012 年平均市盈率为 11 倍，考虑到国航在国际航线及货运航线有先天的优势，如若行业反转，具备较大收入弹性的国航将首先受益，因此我们给予国航 13 倍 PE，估值为 6.50 元。

表 4：民航企业市盈率情况

简称	EPS (元)			PE			PB
	11A	12E	13E	11A	12E	13E	
东方航空	0.43	0.38	0.42	8.77	10.61	9.47	2.24
南方航空	0.52	0.42	0.50	9.17	11.41	9.75	1.49

资料来源：东兴证券研究所

结合相对估值及绝对估值结果，预计国航的估值区间在 6.50-7.38 元之间。

5.3 投资评级及建议

国航作为国内民航企业的“龙头”，在运力投放方面一直采取的是适度从紧的策略，以保障较高的客座率和载运率水平和景气的票价指数。在秉承先天优势的同时，国航通过积极开拓针对性较强的产品绑定客户粘性。国航进一步提升航班的正点率，确保顾客出行的便捷性和准时性的同时，加大宽体机的引进力度，提升旅客乘坐的舒适度和安全性。软硬件产品服务的推出，一方面加厚了业务开展中的附加值，实现盈利新增长，另一方面通过服务绑定了各类型客户的忠诚度。

我们预计中国国航 2012、2013、2014 年，营业收入分别为 1078.24 亿元、1196.85 亿元和 1328.50 亿元，EPS 约为 0.50 元,0.63 元,0.72 元，对应的 PE 为 12.56 倍，9.92 倍，8.74 倍。

维持“推荐”评级，半年的目标价 7.15 元。

6. 风险提示

6.1 汇兑收益将较上年减少

业内普遍认为 2012 年中国人民币告别了单边大幅升值的态势，转而呈现出宽幅震荡的行情，预计 2012 年人民币升值约在 1%-2% 左右，根据公司目前以外币计价的负债折合人民币 600 亿元计算，2012 年公司的汇兑收益应在 6-12 亿元之间，较上年有大幅减少。

6.2 油料成本增速过快

油料成本增速过快成为影响航企盈利的主因。2011 年公司的油料成本整体上升超过 40%，已经回升且超过经济危机前的油价高点，预计今年油价将会持续攀升，可以说油料价格的上涨仍将是吞噬公司今年盈利的罪魁祸首。除去油料成本增长外，公司在人员费用及餐食费用方面的投入也有所增加，但由于在成本中占比较少，且与收入水平相关，对盈利的影响不大。

表 5：预测利润表

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	97,139.11	107,824.41	11.00%	119,685.10	11.00%	132,850.46	11.00%
营业成本	76,692.44	87,337.77	13.88%	94,551.23	8.26%	103,623.36	9.59%
营业费用	6,521.03	7,332.06	12.44%	8,138.59	11.00%	9,033.83	11.00%
管理费用	3,307.24	3,558.21	7.59%	3,949.61	11.00%	4,384.07	11.00%
财务费用	(1,549.77)	1,827.73	N/A	2,302.61	25.98%	2,813.68	22.20%
投资收益	1,336.53	1,839.95	37.67%	2,249.78	22.27%	1,808.75	-19.60%
营业利润	9,150.18	7,495.61	-18.08%	9,791.04	30.62%	11,188.05	14.27%
利润总额	10,121.52	8,440.12	-16.61%	10,683.24	26.58%	12,124.06	13.49%
所得税	2,223.91	1,688.02	-24.10%	2,136.65	26.58%	2,424.81	13.49%
净利润	7,897.61	6,752.10	-14.50%	8,546.59	26.58%	9,699.25	13.49%
归属母公司所有者的净利润	7,476.86	6,414.49	-14.21%	8,119.26	26.58%	9,214.29	13.49%
NOPLAT	5,930.44	7,458.67	25.77%	9,674.92	29.71%	11,201.38	15.78%

表 6：预测资产负债表

资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	15,420.24	3,234.73	-79.02%	3,590.55	11.00%	3,985.51	11.00%
交易性金融资产	12.14	19.76	62.73%	15.95	-19.27%	17.86	11.94%
应收帐款	2,652.44	2,954.09	11.37%	3,279.04	11.00%	3,639.74	11.00%
预付款项	584.98	584.98	0.00%	584.98	0.00%	584.98	0.00%
存货	1,128.16	1,292.12	14.53%	1,398.84	8.26%	1,533.06	9.59%
流动资产合计	21,461.66	9,930.61	-53.73%	10,917.23	9.94%	12,034.27	10.23%
非流动资产	151,861.91	171,567.18	12.98%	188,733.66	10.01%	202,502.02	7.30%
资产总计	173,323.57	181,497.78	4.72%	199,650.89	10.00%	214,536.30	7.46%
短期借款	11,507.32	12,262.94	6.57%	20,698.51	68.79%	24,757.07	19.61%
应付帐款	12,081.91	13,399.77	10.91%	14,506.49	8.26%	15,898.38	9.59%
预收款项	121.50	121.50	0.00%	121.50	0.00%	121.50	0.00%
流动负债合计	57,867.38	55,017.51	-4.92%	64,559.81	17.34%	70,010.25	8.44%
非流动负债	65,954.66	72,951.00	10.61%	75,951.00	4.11%	78,951.00	3.95%
少数股东权益	2,763.50	3,101.11	12.22%	3,528.44	13.78%	4,013.40	13.74%
母公司股东权益	46,738.02	50,428.16	7.90%	55,611.65	10.28%	61,561.65	10.70%
净营运资本	(36,405.72)	(45,086.90)	N/A	(53,642.58)	N/A	(57,975.98)	N/A
投入资本 IC	86,678.78	105,615.47	21.85%	121,284.04	14.84%	148,727.04	22.63%

表 7：预测现金流量表

现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
------------	-------	-------	------	-------	------	-------	------

净利润	7,897.61	6,752.10	-14.50%	8,546.59	26.58%	9,699.25	13.49%
折旧摊销	9,435.74	0.00	N/A	14,055.81	N/A	18,455.04	31.30%
净营运资金增加	(6,760.76)	(8,681.18)	N/A	(8,555.67)	N/A	(4,333.40)	N/A
经营活动产生现金流	21,639.59	17,883.35	-17.36%	23,935.44	33.84%	30,790.15	28.64%
投资活动产生现金流	(16,896.99)	(27,911.83)	N/A	(28,776.80)	N/A	(30,375.78)	N/A
融资活动产生现金流	(3,481.86)	(2,157.03)	N/A	5,197.18	N/A	(19.41)	N/A
现金净增(减)	1,260.75	(12,185.51)	N/A	355.82	N/A	394.96	11.00%

分析师简介

陈蹊

2008 年进入东兴证券，2012 年加盟东兴证券研究所，从事交通运输研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。