

中国国航 (601111)

增持/维持评级

股价: RMB6.25

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.hthsc.com.cn

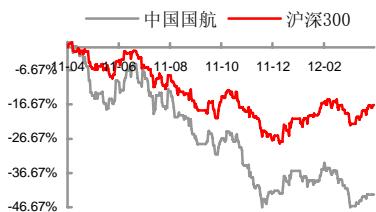
多重因素导致业绩全面下滑

- 1Q2012 净利润大幅下降:** 国航在 1Q2012 年实现营业收入 228.95 亿, 同比增长 7.74%, 实现归属于母公司股东的净利润 2.39 亿元, 同比下降 85.71%, 折合 EPS 为 0.02 元/股, 同比下降 85.71%, 净利润同比大幅下滑并略超我们的预期。
- 1Q2012 航空主营小幅为负, 主营业务产生利润以及汇兑损益大幅下降:** 国航在 2012 年 1 季度实现的 0.02 元 EPS 中, 由于航空主营产生的 EPS 基本为 0, 即在 2012 年 1 季度国航航空主营产生利润小幅为负, 同比大幅下降 (2011 年 1 季度国航由航空主营产生的 EPS 为 0.0688 元/股), 0.02 元的 EPS 主要由汇兑损益以及营业外收支产生, 其中汇兑损益产生的 EPS 为 0.0094 元/股; 营业外收支产生的 EPS 为 0.0112 元/股; 同时国航在 2012 年 1 季度投资收益和汇兑损益大幅下降, 由投资收益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0196 元/股下降为基本为 0; 由汇兑损益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0415 元/股下降为基本为 0.0094 元/股。
- 1Q2012 公司毛利率水平大幅下降:** 2012 年 1 季度公司毛利率约为 12.53%, 较 2011 年 1 季度下降约 4.63 个点 (2011 年 1 季度公司毛利率约为 17.16%), 2012 年 1 季度公司毛利率水平低于去年同期的主要原因有三: 1、国际航线需求持续低于预期; 2、航油价格同比大幅上涨, 3、货运业务未见改观。
- 1Q2012 公司旅客吞吐量增速大幅低于行业平均水平:** 从旅客吞吐量增速来看, 2012 年 1 季度国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 1.90%、3.80%、2.40%; 同期行业整体在 2012 年 1 季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 10.30%、8.50%、10.20%, 国内航线、国际航线、全部合计旅客吞吐量增速水平均大幅低于行业水平。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持公司在 2012 年至 2014 年 EPS 分别为 0.54 元/股、0.42 元/股、0.40 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。

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)	52,058

最近 52 周股价走势图



经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	97139.1	107824.0	118607.0	130468.0
(+/-%)	20.0	11.0	10.0	10.0
归属母公司净利润(百万元)	7476.9	6224.0	0.0	4603.0
(+/-%)	-38.8	-16.8	-100.0	0.0
EPS(元)	0.58	0.54	0.42	0.40
P/E(倍)	10.8	12.0	15.4	16.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

1Q2012 净利润总额大幅下降

1Q2012 业绩总结

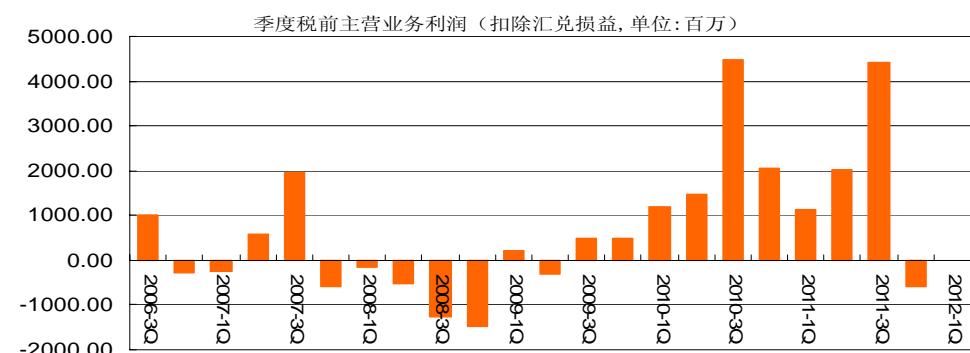
国航在 1Q2012 年实现营业收入 228.95 亿，同比增长 7.74%，实现归属于母公司股东的净利润 2.39 亿元，同比下降 85.71%，折合 EPS 为 0.02 元/股，同比下降 85.71%，净利润同比大幅下滑并略超我们的预期。

1. 国航在 2012 年 1 季度实现的 0.02 元 EPS 中，由于航空主营产生的 EPS 基本为 0，即在 2012 年 1 季度国航航空主营基本上未产生利润，同比大幅下降（2011 年 1 季度国航由航空主营产生的 EPS 为 0.0688 元/股），0.02 元的 EPS 主要由汇兑损益以及营业外收支产生，其中汇兑损益产生的 EPS 为 0.0094 元/股，营业外收支产生的 EPS 为 0.0112 元/股。
2. 2012 年 1 季度，国航投资收益大幅下降，由投资收益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0196 元/股下降为基本为 0，估计主要由于国泰航空盈利大幅下降导致。
3. 2012 年 1 季度，国航汇兑损益大幅下降，由汇兑损益产生的 EPS 由 2011 年同期的 0.0415 元/股下降为基本为 0.0094 元/股。

1Q2012 季度国航季度主营业务税前利润大幅下降

2012 年 1 季度国航主营业务税前利润下降为 -0.18 亿元（未考虑营业外收支、投资收益，扣除汇兑净损益影响），同比大幅下降（2011 年同期为 11.40 亿元），但环比 2011 年 4 季度有所改善（2011 年 4 季度为亏损 5.84 亿元）。

图 1：中国国航季度主营业务税前利润发展趋势(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

1Q2012 毛利率水平低于去年同期

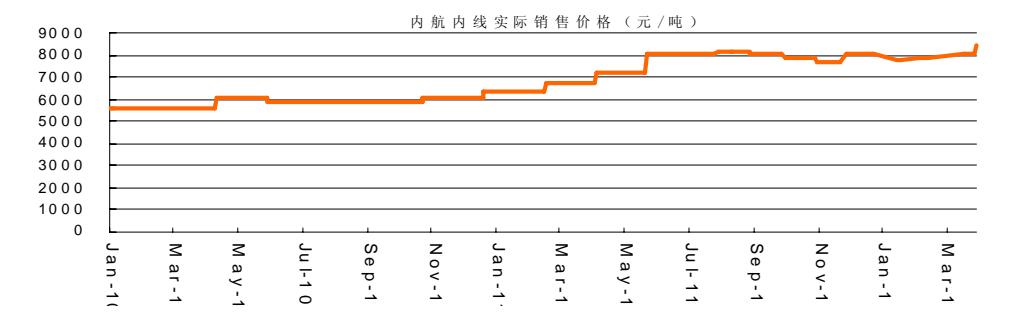
2012 年 1 季度公司毛利率约为 12.53%，较 2011 年 1 季度下降约 4.63 个点（2011 年 1 季度公司毛利率约为 17.16%）。

2012 年 1 季度公司毛利率水平低于去年同期的主要原因有三：1、国际航线需求持续低于预期；2、航油价格同比大幅上涨，3、货运业务未见改观。

图 2：中国国航毛利率水平发展趋势 (季度数据)

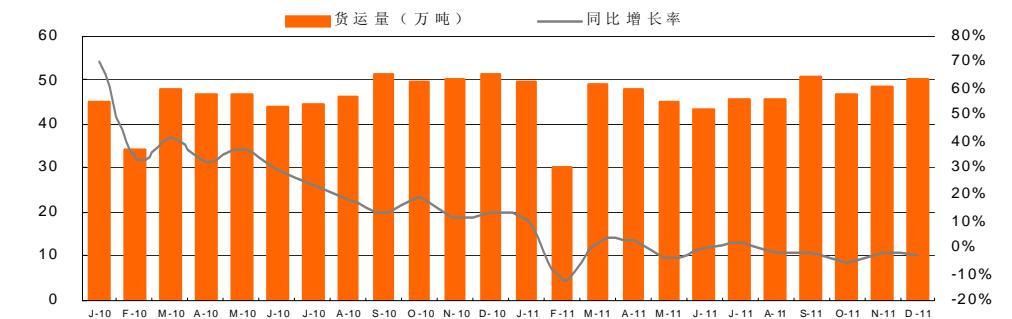

资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

2012 年 1 季度国内航空煤油平均销售价格 7940 元/吨，同比上涨约 1400 元/吨。

图 3：内航内线航油销售价格发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、中国民用航空局

2012 年 1 季度航空货邮运输量同比下降 7.4%，其中国际航线货邮运输量同比下降 19%，预计货邮运输业务亏损幅度进一步加大。

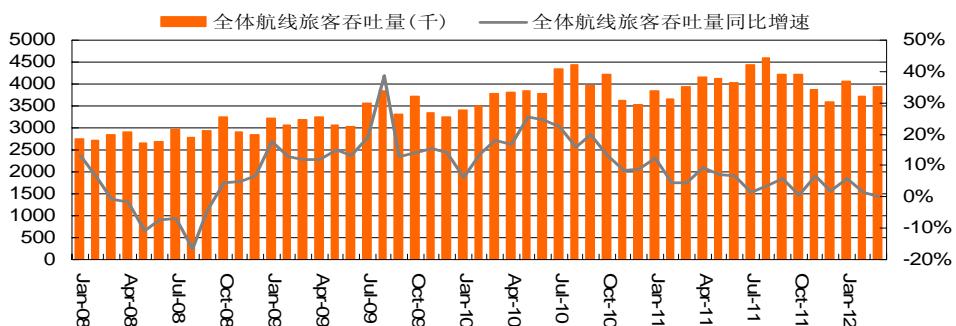
图 4：中国航空货运运输量发展趋势


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

1Q2012 中国国航吞吐量增速大幅低于行业平均水平

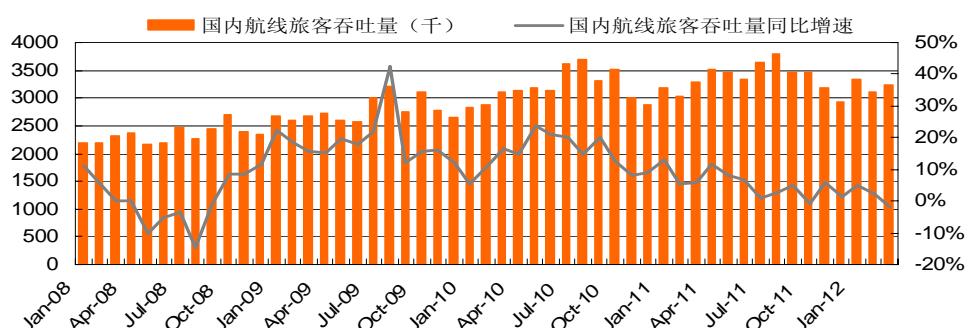
从旅客吞吐量增速来看，2012 年 1 季度国航国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 1.90%、3.80%、2.40%；同期行业整体在 2012 年 1 季度国内、国际、全体旅客吞吐量分别同比增长 10.30%、8.50%、10.20%，国内航线、国际航线、全部合计旅客吞吐量增速水平均大幅低于行业水平。

图 5：中国国航全体航线旅客吞吐量及增速发展趋势



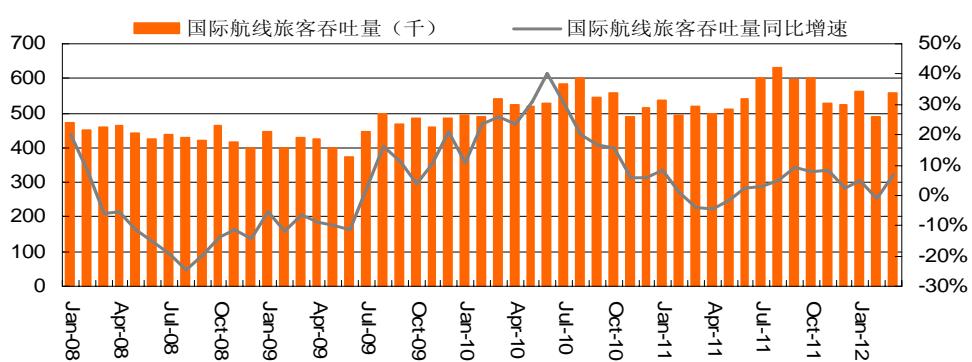
资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 6：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 7：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

我们维持公司在 2012 年至 2014 年 EPS 分别为 0.54 元/股、0.42 元/股、0.40 元/股，
维持“增持”的投资评级。

风险提示

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	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	11860	13046
现金	15420	10782	13768	21482	营业成本	76692	89494	99630	11089
应收账款	2652	5357	5905	6491	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
预付账款	585	447	498	554	管理费用	3307	3486	3558	3914
存货	1128	1790	1993	2218	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
非流动资产	15186	15396	15481	15390	公允价值变动收	34	600	500	0
长期投资	14804	14804	14804	14804	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
无形资产	2805	2740	2675	2610	营业外收入	1199	1000	1000	1000
其他非流动资	32515	0	14015	11129	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
流动负债	57867	50267	45270	47309	所得税	2224	1596	1242	1576
短期借款	11507	6705	0	0	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
其他流动负债	34278	30139	30325	30674	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
长期借款	33398	33398	33398	33398	EPS (元)	0.64	0.54	0.42	0.40
其他非流动负	32556	34203	40070	42040					
负债合计	12382	11786	11873	12274					
少数股东权益	2764	2923	3047	3173					
股本	12892	12203	12203	12203					
资本公积	16289	16289	16289	16289					
留存收益	20607	26831	30432	34066					
归属母公司股	46738	53163	57167	60833					
负债和股东权	17332	17395	17895	18675					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	21640	17148	26581	21980	成长能力				
净利润	7898	6384	4970	4729	营业收入	20.0%	11.0%	10.0%	10.0%
折旧摊销	9518	11021	13204	14964	营业利润	-35.9%	-21.5%	-24.6%	1.7%
财务费用	-1550	1092	2188	800	归属母公司净利	-38.8%	-16.8%	-22.2%	-5.0%
投资损失	-1337	-2000	-2000	-2000	获利能力				
营运资金变动	6183	11003	4052	3466	毛利率(%)	21.0%	17.0%	16.0%	15.0%
其他经营现金	927	-10351	4167	20	净利率(%)	7.7%	5.8%	4.1%	3.5%
投资活动现金	-16897	-10995	-12000	-12000	ROE(%)	16.0%	11.7%	8.5%	7.6%
资本支出	22520	14000	14000	14000	ROIC(%)	5.5%	6.7%	6.3%	5.2%
长期投资	0	-241	0	0	偿债能力				
其他投资现金	5623	2764	2000	2000	资产负债率(%)	71.4%	67.8%	66.4%	65.7%
筹资活动现金	-3482	-10791	-11595	-2266	净负债比率(%)	50.19	45.00	37.80	36.16
短期借款	-4196	-4803	-6705	0	流动比率	0.37	0.40	0.53	0.69
长期借款	1475	0	0	0	速动比率	0.35	0.36	0.49	0.65
普通股增加	0	-689	0	0	营运能力				
资本公积增加	43	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.62	0.67	0.71
其他筹资现金	-804	-5299	-4891	-2266	应收账款周转率	33	27	21	21
现金净增加额	1102	-4638	2986	7714	应付账款周转率	7.13	7.02	7.02	7.02

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 ±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

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

免责申明

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。