

市价（人民币）：4.89元

## 业绩大幅下降符合预期

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.048	0.615	0.364	0.384	0.442
每股净资产(元)	3.23	3.63	4.11	4.09	4.40
每股经营性现金流(元)	1.53	1.68	3.49	1.83	2.00
市盈率(倍)	13.05	10.36	17.11	16.23	14.08
行业优化市盈率(倍)	58.64	6.16	43.27	43.27	43.27
净利润增长率(%)	142.73%	-38.75%	-37.23%	5.45%	15.27%
净资产收益率(%)	29.31%	16.00%	8.86%	9.38%	10.05%
总股本(百万股)	11,644.53	12,161.50	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

- 中国国航 12年上半年实现净利润 10.62 亿元，EPS 0.09 元，同比下降 72.8%，基本符合预期。

### 经营分析

- **利润总额大幅下滑的因素分析：**上半年实现税前利润 15 亿，同比下降 72.7%，减少 40 亿元，其中人民币贬值造成汇兑损失 3.41 亿，较去年下降 18.3 亿（上半年人民币贬值 0.38%，去年同期升值 2.3%），占利润下降 46%；国泰航空等经营困难，造成投资亏损 1.92 亿，较去年减少收益 8.32 亿，占利润下降 20.8%；主业盈利下降 17.5 亿，占利润下降 43.8%；
- **主业盈利下滑的原因分析：**尽管客座率下降了 0.7 个百分点，但整体票价水平上涨了近 3%，公司座公里收益同比仍在上升，但主营利润却大幅下降，其主要原因我们认为有方面：一是航油价格上涨，油料成本同比增长 12.8%，高于 ASK 增速（5.7%），因为油价上涨侵蚀利润约 10 亿；其次是飞机利用率下降，飞机利用小时下降的同时公司因检修等原因停飞共同使 ASK 增速低于静态座位增速，这将减少公司边际利润贡献；三是航空货运亏损加大，亏损达到 4.34 亿，同比增长 120%。
- **整体上国内航线好于国际航线：**国内航线虽然客座率下降了 1.2%，但客公里收益上升了 4.3%，盈利能力同比仍有改善；而国际航线虽然客座率同比增加 0.4%，票价水平同比持平，但考虑油价的上涨，收益水平同比仍下降，我们认为主要原因是欧洲航线受欧债危机影响比较大。

### 展望

- 由于经济仍在下滑之中，而且在短期内预计难以明显复苏，因此我们认为航空需求短期内难以出现明显复苏，另一方面行业运力增长下半年快于上半年，明年快于今年，我们认为行业供需仍将有压力，尽管公司由于空域紧张和商务旅客占比高等受影响程度会小于行业水平。另一方面，预计年内人民币延续贬值的趋势，贬值幅度在 1% 左右，造成会对损失 6-7 亿，进一步压缩利润空间。

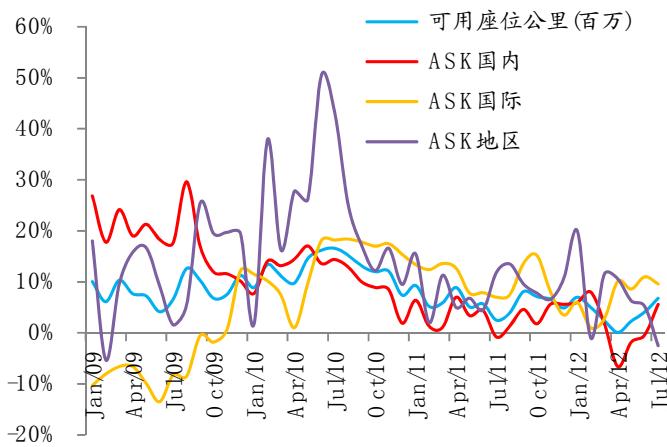
### 估值与投资建议

- 我们下调公司 12 年 EPS 预测至 0.36 元（原为 0.45 元），但考虑到行业估值水平已经处于底部区域，我们维持“增持”评级，但时机可能还需等待行业需求或者经济出现明显复苏。

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

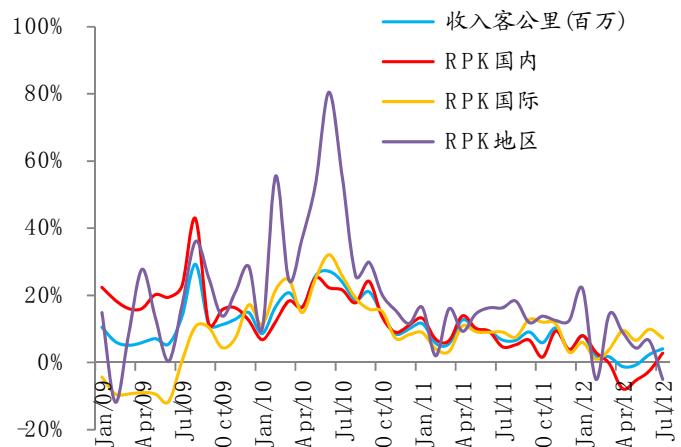
## 公司主要业务数据及图表

图表1: 09年以来公司ASK增速

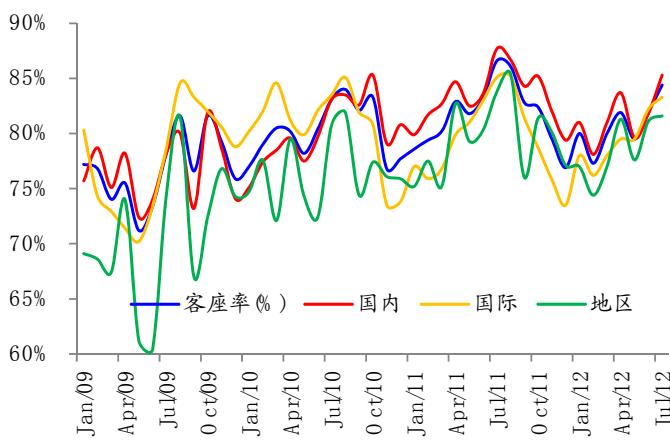


来源：国金证券研究所，公司公告

图表2: 09年以来公司RPK增速

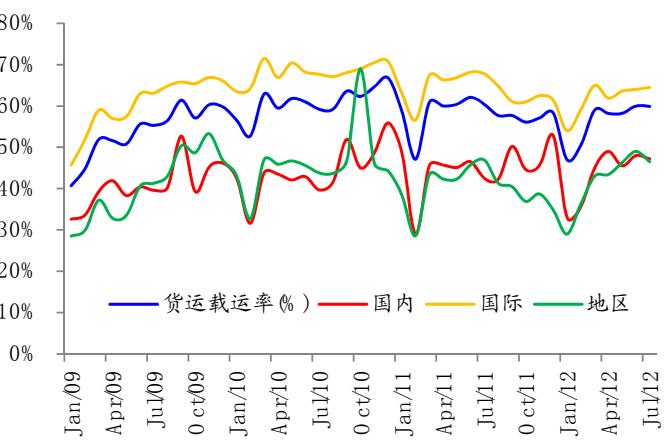


图表3: 公司国内、国际和地区客座率变化情况

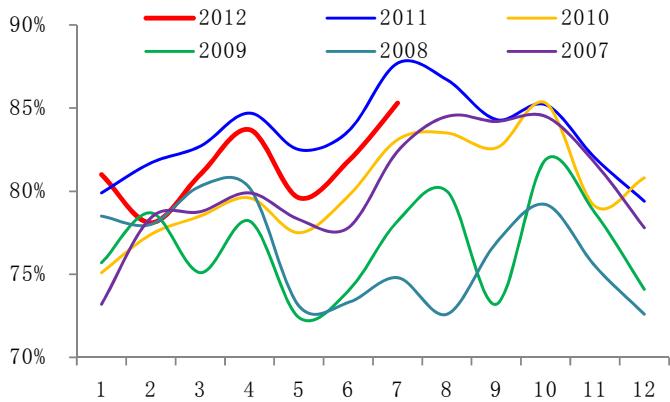


来源：国金证券研究所

图表4: 公司货邮载运率的变化情况

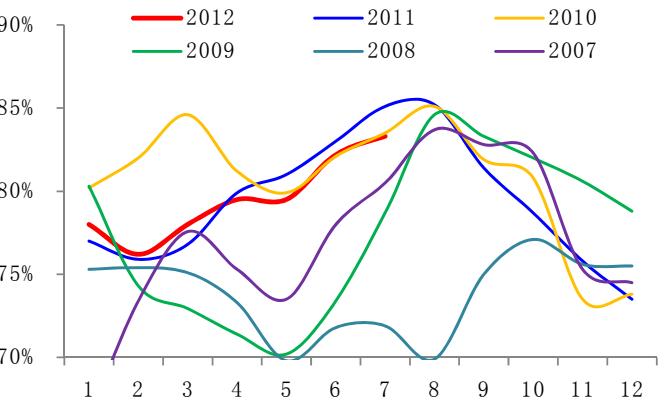


图表5: 公司各年度国内航线的客座率比较



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



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>51,095</b>	<b>80,963</b>	<b>97,139</b>	<b>99,887</b>	<b>111,656</b>	<b>126,740</b>							
增长率	58.5%	20.0%	2.8%	11.8%	13.5%								
<b>主营业务成本</b>	<b>-41,947</b>	<b>-61,005</b>	<b>-76,692</b>	<b>-80,791</b>	<b>-92,191</b>	<b>-104,941</b>							
% 销售收入	82.1%	75.3%	79.0%	80.9%	82.6%	82.8%							
<b>毛利</b>	<b>9,148</b>	<b>19,958</b>	<b>20,447</b>	<b>19,096</b>	<b>19,465</b>	<b>21,799</b>							
% 销售收入	17.9%	24.7%	21.0%	19.1%	17.4%	17.2%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1,505</b>	<b>-1,608</b>	<b>-2,241</b>	<b>-2,305</b>	<b>-2,576</b>	<b>-2,925</b>							
% 销售收入	2.9%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%							
<b>营业费用</b>	<b>-3,813</b>	<b>-5,503</b>	<b>-6,521</b>	<b>-6,697</b>	<b>-7,351</b>	<b>-8,133</b>							
% 销售收入	7.5%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.4%							
<b>管理费用</b>	<b>-1,620</b>	<b>-2,340</b>	<b>-3,307</b>	<b>-3,803</b>	<b>-4,374</b>	<b>-4,811</b>							
% 销售收入	3.2%	2.9%	3.4%	3.8%	3.9%	3.8%							
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,210</b>	<b>10,507</b>	<b>8,377</b>	<b>6,291</b>	<b>5,163</b>	<b>5,931</b>							
% 销售收入	4.3%	13.0%	8.6%	6.3%	4.6%	4.7%							
<b>财务费用</b>	<b>-1,206</b>	<b>540</b>	<b>1,550</b>	<b>-2,015</b>	<b>-586</b>	<b>-384</b>							
% 销售收入	2.4%	-0.7%	-1.6%	2.0%	0.5%	0.3%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-161</b>	<b>-2,098</b>	<b>-2,147</b>	<b>-30</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2,760</b>	<b>1,744</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>610</b>	<b>3,573</b>	<b>1,337</b>	<b>1,337</b>	<b>1,337</b>	<b>1,337</b>							
% 销售收入	11.5%	23.8%	13.2%	20.4%	19.4%	17.0%							
<b>税前利润</b>	<b>106,163</b>	<b>155,220</b>	<b>173,324</b>	<b>163,180</b>	<b>162,841</b>	<b>176,278</b>							
<b>营业利润</b>	<b>4,213</b>	<b>14,264</b>	<b>9,150</b>	<b>5,582</b>	<b>5,910</b>	<b>6,879</b>							
营业利润率	8.2%	17.6%	9.4%	5.6%	5.3%	5.4%							
<b>营业外收支</b>	<b>1,101</b>	<b>761</b>	<b>971</b>	<b>971</b>	<b>971</b>	<b>971</b>							
<b>税前利润</b>	<b>5,315</b>	<b>15,025</b>	<b>10,122</b>	<b>6,554</b>	<b>6,882</b>	<b>7,850</b>							
利润率	10.4%	18.6%	10.4%	6.6%	6.2%	6.2%							
<b>所得税</b>	<b>-336</b>	<b>-2,570</b>	<b>-2,224</b>	<b>-1,440</b>	<b>-1,512</b>	<b>-1,725</b>							
所得税率	6.3%	17.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%							
<b>净利润</b>	<b>4,978</b>	<b>12,455</b>	<b>7,898</b>	<b>5,114</b>	<b>5,370</b>	<b>6,125</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>-51</b>	<b>247</b>	<b>421</b>	<b>421</b>	<b>421</b>	<b>421</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5,029</b>	<b>12,208</b>	<b>7,477</b>	<b>4,693</b>	<b>4,949</b>	<b>5,704</b>							
净利率	9.8%	15.1%	7.7%	4.7%	4.4%	4.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>5,029</b>	<b>12,208</b>	<b>7,477</b>	<b>5,114</b>	<b>5,370</b>	<b>6,125</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.425	1.048	0.615	0.364	0.384	0.442
<b>非现金支出</b>	<b>7,075</b>	<b>10,673</b>	<b>11,665</b>	<b>11,008</b>	<b>12,101</b>	<b>12,760</b>	每股净资产	1.953	3.231	3.625	4.108	4.092	4.405
非经营收益	-2,002	-6,071	-4,108	892	-1,031	-1,139	每股经营现金净流	0.563	1.526	1.679	3.492	1.826	1.995
营运资金变动	-500	2,624	6,183	28,004	7,105	7,978	每股股利	0.000	0.118	0.000	0.118	0.130	0.130
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9,602</b>	<b>19,434</b>	<b>21,217</b>	<b>45,017</b>	<b>23,544</b>	<b>25,724</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-7,371	-17,039	-21,570	-16,829	-9,669	-6,657	净资产收益率	21.02%	29.31%	16.00%	8.86%	9.38%	10.05%
投资	-3	0	2,234	-1	0	0	总资产收益率	4.74%	7.87%	4.31%	2.88%	3.04%	3.24%
其他	1,319	3,252	2,439	1,337	1,337	1,337	投入资本收益率	2.89%	7.86%	5.50%	4.71%	4.21%	4.62%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6,054</b>	<b>-13,787</b>	<b>-16,897</b>	<b>-15,494</b>	<b>-8,333</b>	<b>-5,320</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	6,421	0	0	-3,472	0	主营业务收入增长率	-3.54%	58.45%	19.98%	2.83%	11.78%	13.51%
债权募资	11,750	4,936	2,416	-45,672	-8,642	1	EBIT增长率	N/A	375.34%	-20.27%	-24.90%	-17.93%	14.87%
其他	-6,340	-5,382	-6,057	1,628	-2,798	-2,845	净利润增长率	N/A	142.73%	-38.75%	-37.23%	5.45%	15.27%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5,410</b>	<b>5,975</b>	<b>-3,641</b>	<b>-44,044</b>	<b>-14,912</b>	<b>-2,844</b>	总资产增长率	7.35%	46.21%	11.66%	-5.85%	-0.21%	8.25%
现金净流量	<b>8,958</b>	<b>11,622</b>	<b>679</b>	<b>-14,520</b>	<b>299</b>	<b>17,559</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	15.3	12.1	11.0	11.0	11.0	11.0
							存货周转天数	7.6	5.6	4.9	4.9	4.9	4.9
							应付账款周转天数	75.4	56.8	51.2	102.0	102.0	102.0
							固定资产周转天数	494.0	397.7	382.3	386.7	334.9	274.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	184.86%	127.12%	106.49%	83.94%	67.75%	33.92%
							EBIT利息保障倍数	1.8	-19.5	-5.4	3.1	8.8	15.4
							资产负债率	77.43%	73.14%	71.44%	65.59%	65.39%	65.50%

**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
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.53</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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**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：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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](mailto: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](mailto: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](mailto: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