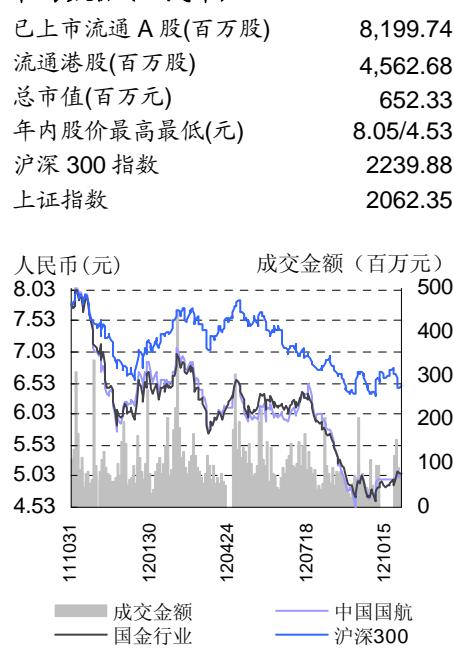


市价（人民币）：5.06元

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	0.404	0.491	0.602
每股净资产(元)	3.23	3.63	4.15	4.24	4.71
每股经营性现金流(元)	1.53	1.68	3.54	1.94	2.16
市盈率(倍)	13.05	10.36	12.52	10.30	8.41
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%	-30.31%	21.60%	22.41%
净资产收益率(%)	29.31%	16.00%	9.74%	11.59%	12.77%
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1-3季度实现净利润42.36亿元，对应EPS0.35元，同比下降46%，3季度净利润31.74亿元，EPS为0.26元，同比下降16%，基本符合预期。

经营分析

- **3季度利润下降的主要原因是汇兑收益，主业利润同比实现正增长：**去年3季度人民币升值1.8%，产生汇兑收益约11亿元左右，而今年同期贬值0.25%，造成汇兑损失2亿元左右，剔除汇兑收益影响，3季度主业利润同比增长8%左右。
- **业务量和收入增长明显放缓，但成本放缓更明显：**公司3季度收入仅同比增长2.2%，主要由于公司RPK增速缓慢（同比增加3.7%），同时营业税改增值税也有影响。RPK增速放缓的主要原因经济下滑，虽然运力增速也较慢，但经济放缓是主要原因。3季度公司的营业成本同比增长仅为2.3%，低于扣除营改增后的收入增速，这主要和油价同比下降有关，当然，成本控制也很好，销售费用有所下降，而管理费用仅同比增长0.7%。
- **预计国内航线的收益好于国际航线：**3季度虽然国内航线的客座率同比下滑幅度明显高于国际航线，分别下降2.6和0.4个百分点，但预计国内航线的票价水平提升明显，而国际航线票价水平则受到欧洲经济不景气一定影响，这导致国内航线的收益要明显好于国际航线。
- **投资收益降幅趋缓：**公司1-3季度的投资收益同比下降了84%至1.9亿元，而单3季度同比下降34%至3.84亿元，投资收益大幅下降的主要原因是国泰航空的经营效益明显下降，我们认为主要受到国际经济低迷和南航在白云机场大幅增加了国际航线的运力投放有关。

展望

- 短期旅客增速可能会受到一些事件的影响而出现下滑，尤其是国际航线，但我们仍认为经济有望实现温和复苏，消费升级也将继续，而公司核心市场运力供给受到空域和时刻资源紧张影响，有望实现早周期复苏。

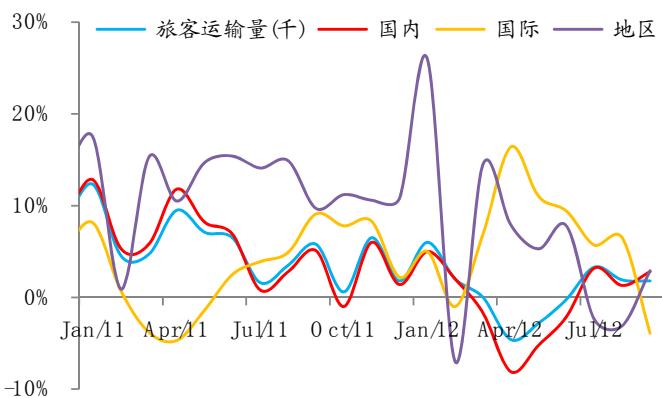
投资建议

- 上调公司2012年的盈利预测，由原来的0.35上调至0.40元，目前股价13.2x12PE，PB估值也处于历史地位，考虑到经济有望探底回升，行业也有可能逐步走向复苏，我们维持公司的“增持”评级。

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

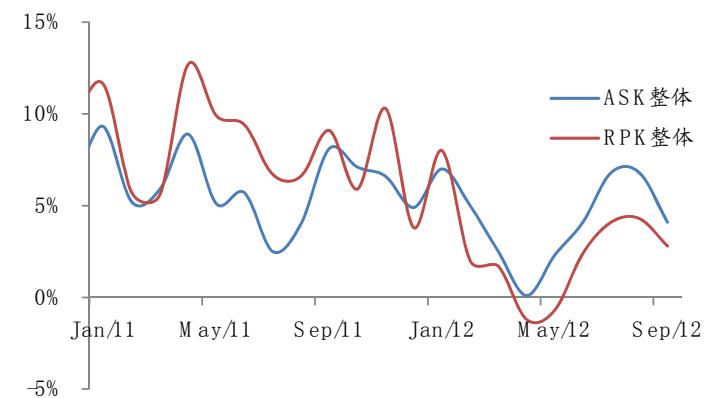
公司主要经营数据

图表1：11年以来公司运送旅客增速

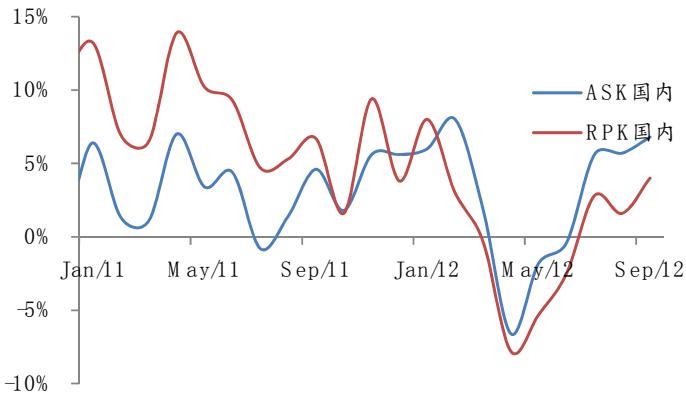


来源：国金证券研究所，公司公告

图表2：公司整体ASK与RPK增速

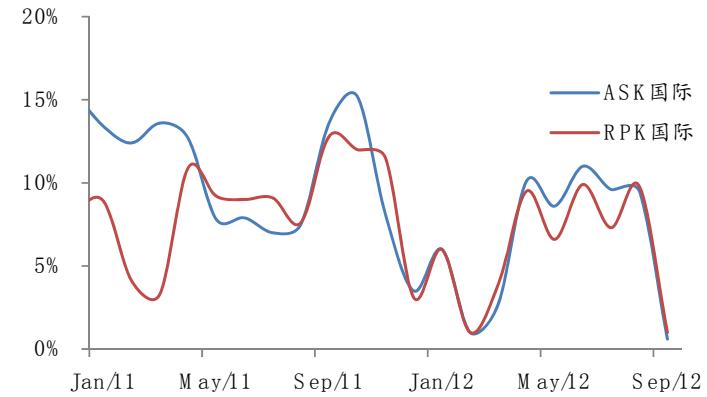


图表3：国内航线ASK与RPK增速

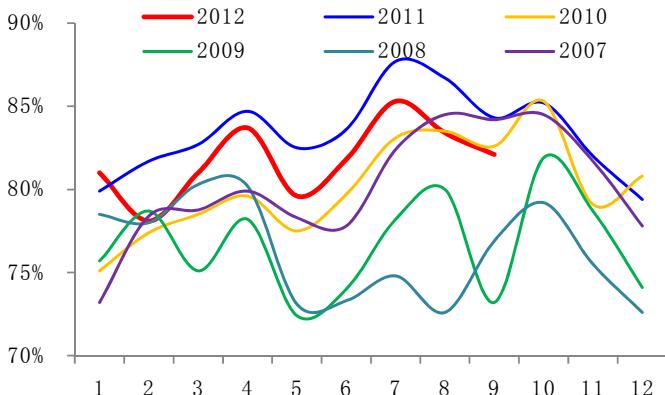


来源：国金证券研究所，公司公告

图表4：国际航线ASK与RPK增速

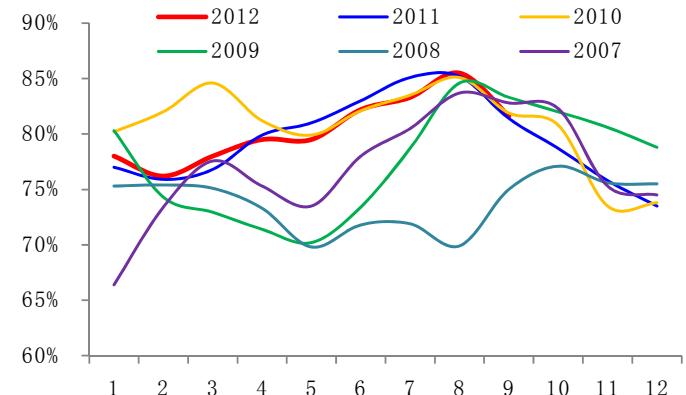


图表5：国内航线客座率



来源：国金证券研究所，公司公告

图表6：国际航线客座率

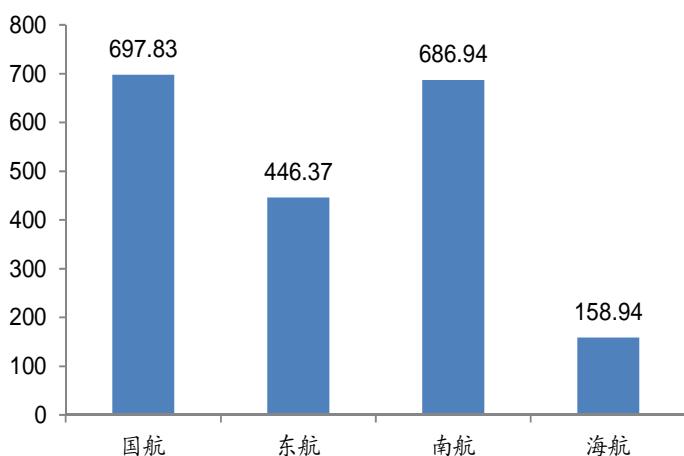


图表7: 人民币兑美元中间价走势

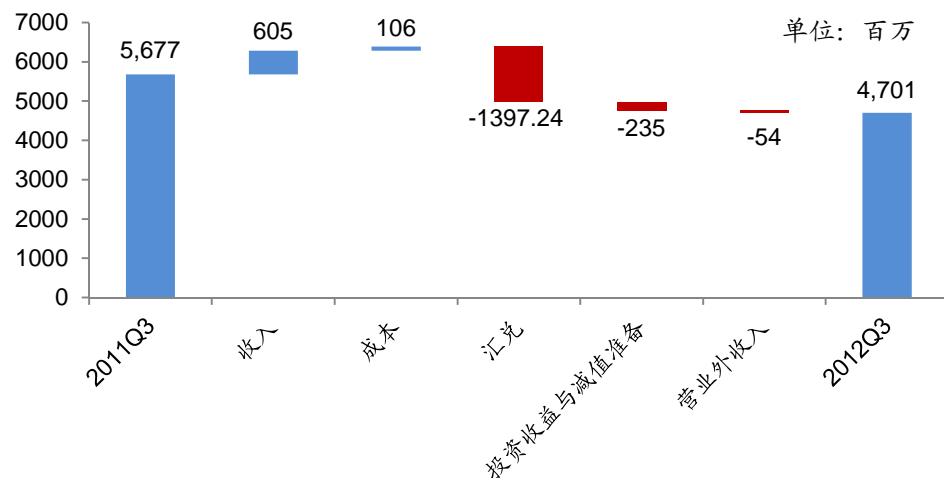


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表8: 升值1%对各航空公司汇兑收益的影响

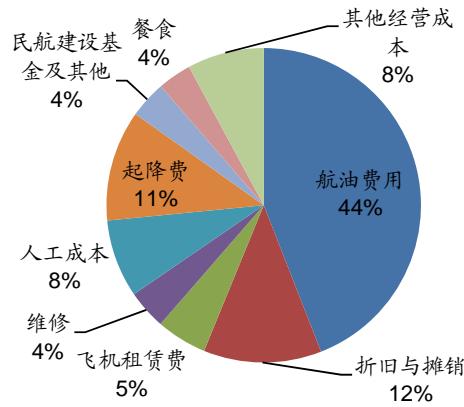


图表9: 公司税前利润变动情况



来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表10: 11年年报公司成本构成

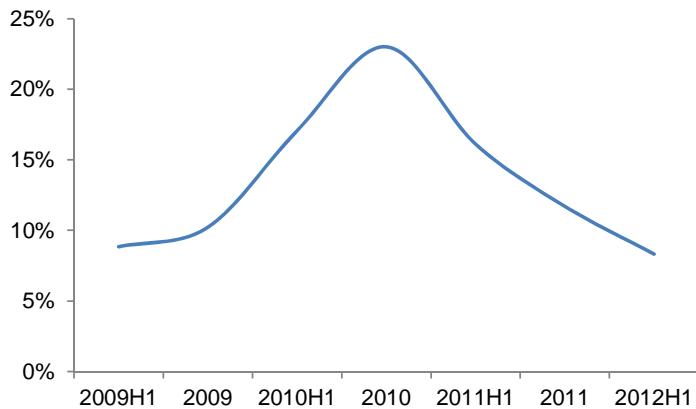


来源: 国金证券研究所

图表11: 新加坡航油价格走势

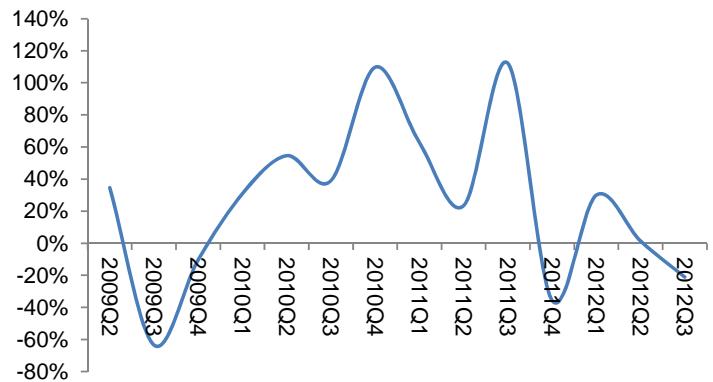


图表12：折旧变动情况



来源：国金证券研究所，公司公告

图表13：人工成本变动情况



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
主营业务收入	51,095	80,963	97,139	100,682	113,729	129,788							
增长率	58.5%	20.0%	3.6%	13.0%	14.1%								
主营业务成本	-41,947	-61,005	-76,692	-80,847	-92,314	-105,117							
%销售收入	82.1%	75.3%	79.0%	80.3%	81.2%	81.0%							
毛利	9,148	19,958	20,447	19,835	21,415	24,671							
%销售收入	17.9%	24.7%	21.0%	19.7%	18.8%	19.0%							
营业税金及附加	-1,505	-1,608	-2,241	-2,323	-2,624	-2,995							
%销售收入	2.9%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%							
营业费用	-3,813	-5,503	-6,521	-6,762	-7,494	-8,338							
%销售收入	7.5%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.4%							
管理费用	-1,620	-2,340	-3,307	-3,803	-4,374	-4,811							
%销售收入	3.2%	2.9%	3.4%	3.8%	3.8%	3.7%							
息税前利润 (EBIT)	2,210	10,507	8,377	6,947	6,923	8,527							
%销售收入	4.3%	13.0%	8.6%	6.9%	6.1%	6.6%							
财务费用	-1,206	540	1,550	-2,008	-568	-352							
%销售收入	2.4%	-0.7%	-1.6%	2.0%	0.5%	0.3%							
资产减值损失	-161	-2,098	-2,147	-30	-4	-5							
公允价值变动收益	2,760	1,744	34	0	0	0							
投资收益	610	3,573	1,337	1,337	1,337	1,337							
%税前利润	11.5%	23.8%	13.2%	18.5%	15.4%	12.8%							
税前利润	4,213	14,264	9,150	6,245	7,687	9,507							
营业利润率	8.2%	17.6%	9.4%	6.2%	6.8%	7.3%							
营业外收支	1,101	761	971	971	971	971							
净利润	5,315	15,025	10,122	7,217	8,659	10,478							
利润率	10.4%	18.6%	10.4%	7.2%	7.6%	8.1%							
所得税	-336	-2,570	-2,224	-1,586	-1,903	-2,302							
所得税率	6.3%	17.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%							
净利润	4,978	12,455	7,898	5,631	6,756	8,176							
少数股东损益	-51	247	421	421	421	421							
归属于母公司的净利润	5,029	12,208	7,477	5,210	6,336	7,755							
净利率	9.8%	15.1%	7.7%	5.2%	5.6%	6.0%							
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
经营活动现金净流	5,029	12,208	7,477	5,631	6,756	8,176	每股指标						
净利润	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.425	1.048	0.615	0.404	0.491	0.602
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	1.953	3.231	3.625	4.148	4.240	4.712
非现金支出	7,075	10,673	11,665	11,008	12,101	12,760	每股经营现金净流	0.563	1.526	1.679	3.536	1.939	2.159
非经营收益	-2,002	-6,071	-4,108	885	-1,038	-1,139	每股股利	0.000	0.118	0.000	0.118	0.130	0.130
营运资金变动	-500	2,624	6,183	28,059	7,180	8,036	回报率						
经营活动现金净流	9,602	19,434	21,217	45,584	24,999	27,833	净资产收益率	21.02%	29.31%	16.00%	9.74%	11.59%	12.77%
资本开支	-7,371	-17,039	-21,570	-16,829	-9,669	-6,657	总资产收益率	4.74%	7.87%	4.31%	3.19%	3.84%	4.29%
投资	-3	0	2,234	-1	0	0	投入资本收益率	2.89%	7.86%	5.50%	5.21%	5.53%	6.39%
其他	1,319	3,252	2,439	1,337	1,337	1,337	增长率						
投资活动现金净流	-6,054	-13,787	-16,897	-15,494	-8,333	-5,320	主营业务收入增长率	-3.54%	58.45%	19.98%	3.65%	12.96%	14.12%
股权募资	0	6,421	0	0	-3,472	0	EBIT增长率	N/A	375.34%	-20.27%	-17.07%	-0.35%	23.17%
债权募资	11,750	4,936	2,416	-46,246	-8,069	1	净利润增长率	N/A	142.73%	-38.75%	-30.31%	21.60%	22.41%
其他	-6,340	-5,382	-6,057	1,636	-2,791	-2,845	总资产增长率	7.35%	46.21%	11.66%	-5.83%	1.08%	9.45%
筹资活动现金净流	5,410	5,975	-3,641	-44,610	-14,331	-2,844	资产管理能力						
现金净流量	8,958	11,622	679	-14,520	2,335	19,669	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	383.7	328.8	267.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	184.86%	127.12%	106.49%	82.16%	62.04%	25.45%
							EBIT利息保障倍数	1.8	-19.5	-5.4	3.5	12.2	24.2
							资产负债率	77.43%	73.14%	71.44%	65.29%	64.68%	64.13%

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	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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
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