

评级: 审慎推荐 (维持)

交通运输 航空

公司年报点评

## 证券研究报告

分析师 张庆 CFA S1080513030002

电话: 0755-83026577

邮件: zhangqing2@fcsc.cn

## 中国国航(601111)

### ——弱平衡格局下看美线贡献盈利

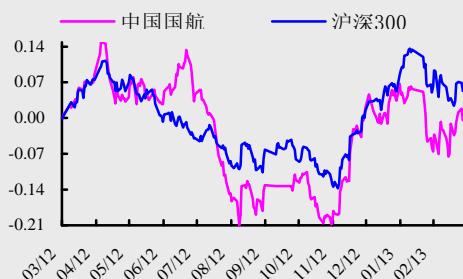
#### 交易数据

上一日交易日股价 (元)	5.79
总市值 (百万元)	75,761
流通股本 (百万股)	12,762
流通股比率 (%)	97.54

#### 资产负债表摘要 (12/12)

股东权益 (百万元)	50,579
每股净资产 (元)	3.87
市净率 (倍)	1.50
资产负债率 (%)	70.95

#### 公司与沪深 300 指数比较



#### 相关报告

#### 事件:

3 月 27 日, 公司公布 2012 年年报。全年实现营业收入 998.41 亿元, 同比增长 2.78%; 实现归属于母公司股东的净利润 49.48 亿元, 同比下降 33.82%, 每股 EPS0.41 元, 同比下滑 32.8%。

#### 点评:

- **行业增速放缓, 量价齐跌。**公司 2012 年营业收入增幅仅有 2.8%, 但主营成本上升 5.3%。收入增速不及成本端的主要原因在于 2012 年量价同比均出现下滑, 客座率下滑 1.06%, 客公里收益下滑 1.043%。2012 年单位燃油成本基本与去年保持一致。
- **人民币不再升值, 财务费用大增。**2012 年公司汇兑净收益仅 1.19 亿, 同比大幅减少 29.43 亿元, 导致财务费用由 -15.5 亿增长至 22 亿。根据人民币 NDF 数据, 预计 2013 年人民币将继续贬值约 1.5%, 我们测算这将会给公司带来约 11 亿元的汇兑损失。
- **国泰航空业绩下滑导致投资收益下降。**国泰航空 2012 年盈利仅 7.4 元, 2011 年为 45.7 亿, 这使得国航投资收益同比下降 9.5 亿。
- **资产减值准备转回 8 亿增厚业绩。**2011 年由于公司对拟出售飞机大笔计提导致公司年度资产减值损失达 21.5 亿, 2012 年公司从该笔计提中转回 8 亿元, 且本年计提减值只有不到 5 亿元, 同比去年减少 12 亿, 这导致税前利润增长近 24 亿。
- **维持“审慎推荐”评级。**从 2013 年 1 至 3 月行业数据来看, 今年预计总体供需处于弱平衡, 内线市场波动较大, 外线市场美线有确定性增长, 日欧线预计在下半年复苏。我们测算 2013-15 年国航 EPS 分别为: 0.38、0.62 和 0.79 元, 对应 PE 分别为 15.2、9.3 和 7.3 倍, 当前估值水平较为合理, 我们维持“审慎推荐”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑, 燃油价格大幅上涨。



## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>20,548.3</b>	<b>34,850.8</b>	<b>52,974.5</b>	<b>77,137.0</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>99,840.6</b>	<b>109,113.7</b>	<b>121,116.2</b>	<b>145,339.4</b>
货币资金	12,590.9	26,465.1	44,060.0	67,098.4	减: 营业成本	80,774.1	87,236.1	95,297.9	114,357.5
交易性金融资产	12.7	12.7	12.7	12.7	营业税金及附加	1,728.1	2,018.4	2,371.5	2,845.8
应收款项	2,968.4	3,234.1	3,585.3	4,295.0	销售费用	6,894.5	7,532.9	8,361.5	10,033.8
预付款项	623.8	697.9	765.2	919.1	管理费用	3,177.9	3,591.0	4,057.8	4,585.4
存货	1,105.0	1,193.5	1,303.8	1,564.3	财务费用	2,199.5	3,614.5	2,354.3	1,971.9
其他流动资产	3,247.6	3,247.6	3,247.6	3,247.6	资产减值损失	-241.0	5.5	7.5	15.4
<b>非流动资产</b>	<b>165,162.6</b>	<b>144,468.5</b>	<b>135,092.0</b>	<b>123,716.2</b>	加: 公允价值变动收益	4.6	0.0	0.0	0.0
股权投资	15,240.2	17,240.2	19,240.2	19,240.2	投资收益	382.9	577.5	1,236.3	1,236.6
债权与公允价值资产	675.5	675.5	675.5	675.5	其中: 联营企业收益	428.6	559.6	1,218.5	1,218.8
固定资产	116,303.0	104,182.8	92,062.6	79,942.4	<b>二、营业利润</b>	<b>5,694.9</b>	<b>5,692.9</b>	<b>9,901.9</b>	<b>12,766.3</b>
在建工程	25,978.0	15,404.2	16,147.9	16,892.3	加: 营业外收入	1,447.8	1,230.6	1,267.5	1,305.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	105.1	6.6	7.5	8.4
无形及递延性资产	4,209.6	4,209.6	4,209.6	4,209.6	<b>三、利润总额</b>	<b>7,037.5</b>	<b>6,916.8</b>	<b>11,162.0</b>	<b>14,063.5</b>
其它非流动资产	2,756.3	2,756.3	2,756.3	2,756.3	减: 所得税费用	1,603.1	1,590.9	2,567.3	3,234.6
<b>资产总计</b>	<b>185,710.9</b>	<b>179,319.3</b>	<b>188,066.6</b>	<b>200,853.3</b>	<b>四、净利润</b>	<b>5,434.4</b>	<b>5,326.0</b>	<b>8,594.7</b>	<b>10,828.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>55,811.4</b>	<b>55,410.7</b>	<b>55,563.2</b>	<b>57,521.0</b>	归属母公司净利润	4,948.0	4,954.4	7,947.2	10,181.3
短期借款	30,590.7	30,590.7	30,590.7	30,590.7	少数股东损益	486.4	371.5	647.5	647.5
应付账款	11,247.8	12,954.2	14,221.3	17,074.3	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>13,084.8</b>	<b>12,892.0</b>	<b>12,892.0</b>	<b>12,892.0</b>
预收帐款	162.9	137.2	145.6	173.7	<b>EPS (元)</b>	<b>0.38</b>	<b>0.38</b>	<b>0.62</b>	<b>0.79</b>
其它流动负债	13,810.0	11,728.6	10,605.6	9,682.3	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>75,953.0</b>	<b>75,953.0</b>	<b>75,953.0</b>	<b>75,953.0</b>	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
长期借款	42,254.2	42,254.2	42,254.2	42,254.2	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	3,299.1	3,299.1	3,299.1	3,299.1	营业收入	2.8%	9.3%	11.0%	20.0%
其它非流动负债	30,399.8	30,399.8	30,399.8	30,399.8	营业毛利	-6.8%	14.7%	18.0%	20.0%
<b>负债合计</b>	<b>131,764.4</b>	<b>131,363.7</b>	<b>131,516.2</b>	<b>133,474.0</b>	主业盈利	-13.3%	20.2%	26.2%	22.6%
<b>少数股东权益</b>	<b>3,368.0</b>	<b>3,739.5</b>	<b>4,387.1</b>	<b>5,034.6</b>	母公司净利	-33.8%	0.1%	60.4%	28.1%
股本	12,892.0	12,892.0	12,892.0	12,892.0	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	18,227.0	18,227.0	18,227.0	18,227.0	毛利率	19.1%	20.1%	21.3%	21.3%
留存收益	19,459.6	24,414.0	32,361.2	42,542.5	主业盈利/收入	7.3%	8.0%	9.1%	9.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>50,578.5</b>	<b>55,533.0</b>	<b>63,480.1</b>	<b>73,661.5</b>	ROS	5.4%	4.9%	7.1%	7.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>185,710.9</b>	<b>179,319.3</b>	<b>188,066.6</b>	<b>200,853.3</b>	ROE	9.8%	8.9%	12.5%	13.8%
<b>现金流量表</b>					ROIC	4.3%	4.0%	6.2%	7.2%
单位: 百万元					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	资产负债率	71.0%	73.3%	69.9%	66.5%
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,418.8</b>	<b>20,006.8</b>	<b>21,456.7</b>	<b>24,518.1</b>	利息保障倍数	2.5	1.5	3.7	5.5
净利润	5,434.4	5,326.0	8,594.7	10,828.9	速动比率	0.29	0.55	0.87	1.26
折旧摊销	10,149.6	12,125.7	12,127.8	12,135.7	经营现金净额/当期债务	0.41	0.65	0.70	0.80
财务费用	1,898.0	3,614.5	2,354.3	1,971.9	<b>营运能力</b>				
投资损失	-4.6	-577.5	-1,236.3	-1,236.6	总资产周转率	0.54	0.61	0.64	0.72
营运资金变动	-5,197.4	515.4	428.5	1,480.0	应收款天数	10.70	10.67	10.66	10.64
其它变动	138.9	-997.4	-812.4	-661.7	存货天数	4.93	4.93	4.93	4.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>-14,774.3</b>	<b>-2,165.5</b>	<b>-1,507.4</b>	<b>492.2</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-14,761.8	-743.0	-743.7	-744.4	主业盈利/股本	0.56	0.68	0.86	1.05
长期投资	494.3	-2,000.0	-2,000.0	0.0	每股经营现金流	0.95	1.55	1.66	1.90
其它变动	-506.8	577.5	1,236.3	1,236.6	每股净资产	3.61	4.02	4.58	5.32
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,105.1</b>	<b>-3,967.0</b>	<b>-2,354.3</b>	<b>-1,971.9</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	6,094.8	0.0	0.0	0.0	P/E	15.31	15.07	9.39	7.33
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	1.60	1.44	1.26	1.09
其它变动	-7,199.9	-3,967.0	-2,354.3	-1,971.9	P/S	0.76	0.68	0.62	0.51
<b>汇率变动影响</b>	<b>-57.9</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	13.66	10.29	8.82	6.92
<b>现金净增加额</b>	<b>-3,518.5</b>	<b>13,874.2</b>	<b>17,595.0</b>	<b>23,038.4</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135