

评级：强烈推荐（上调）

交通运输 航空

公司跟踪报告

## 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)

### ——业绩大反攻拉开序幕

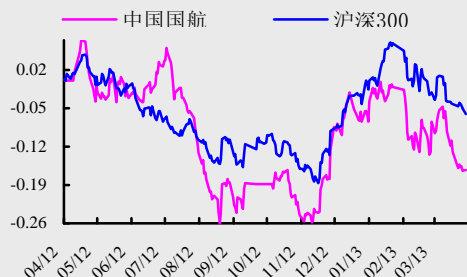
#### 交易数据

上一日交易日股价（元）	5.13
总市值（百万元）	67,125
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）	1.33
资产负债率（%）	70.95

#### 公司与沪深 300 指数比较



#### 相关报告

《中国国航——弱平衡格局下看美线贡献盈利》

#### 事件：

油价下跌叠加人民币升值，但航空股迟迟未能启动，我们认为是因为仍有市场阴云未散，这主要是航空需求略显不足，禽流感事件，公务消费受限以及宏观数据低于预期，都对航空股价头顶的阴云。

但现在，自 3 月中旬以来主营业务的悲观预期即将走到尽头，4 月下至 6 月上主营收入增速将进入 11% 的高增长期。禽流感事件影响有限，公商务客源稳定，宏观数据利空出尽。

因此，我们认为当前是埋伏航空股的绝佳时刻，除油价下跌和人民币升值等行业普惠因素外，由于看好外线复苏，我们上调中国国航评级至“强烈推荐”。

#### 点评：

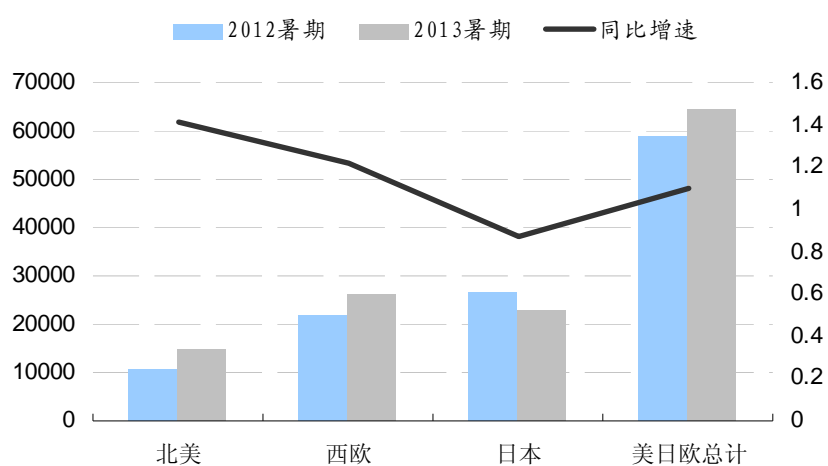
- **民航业供给端去年二季度有瓶颈，对需求产生压制。**去年飞机大批引进是在暑期，5、6 月是行业全年最低谷，按座位数计供给增长分别约为 9% 和 8%，按旅客人次计需求增长分别约为 5% 和 7%。今年飞机引进提前，二季度行业运力同比增速受低基数影响，我们估计会在 13% 左右。
- **市场分歧在行业需求端，我们从监测指标判断航空需求有走强基础。**我们对航空需求的三大观测指标是：货币量、名义利率（主要是 CPI）和 PMI 产成品库存指数。货币量和产成品库存是同步指标，前者正向，后者逆向，名义利率是先行逆向指标。首先，三月 CPI 仅有 2.1，二季度航空需求会受益于当前的低 CPI；其次，当前货币和社会融资总量仍高居不下，货币供给持续超预期，未来出口向好是大概率事件，一来可以拉动 GDP，二来贡献顺差和外汇占款，继续推高货币供给；第三，2013 年以来作为航空逆向指标的 PMI 产成品库存指数一直同比下滑。基于以上宏观监测指标，我们判断当前航空需求有走强基础。
- **行业数据也能验证需求并不疲弱。**三天内订票数据稳定在 32-33 万人，这些客源可视作公商务客，这个数字比去年同期的 30 万略有提升。我们认为自今年 2 月底公商务客恢复以来，一直保持在高于去年的水平，虽然没有很显著增长，但可以判断二季度总体需求不会低于去年同期。



- **特别应关注，外线明显好于去年，我们预计三季度仅外线就将至少带来 5% 的主营收入增长。**美洲线持续旺热，欧线和日本线需求复苏明显。4 月前两周，根据我们抽样的航班数据，美线单位收益增幅 3%，欧线增幅 32%，日韩线增幅 15%。国航 40% 收入在外线，目前国航已预谋在日本大量增加运力，4 月上，国航在日本航线运力占比为 18.3%，但到 7、8 月暑期旺季按航班计划将升至 19.7%。国航当前在中欧航线上占总运力 24.4%，到暑期按航班计划，该比例将升至 26.8%。美线更是国航运力投入焦点，2013 年暑期国航美线运力将同比增加 35%，由于届时各大航空公司均大量投放运力至中美航线，因此国航美线运力占比将保持平稳。
- **综合供需两端分析，我们可以假设今年二季度客公里收益不会大幅低于去年。**即使存在出现禽流感之类的意外，如果运力增长在 13%，我们预计客座率会与去年持平，总票价水平下降 5% 左右，总收入增幅可以达到 10.7%。
- **油价下跌 10%，预计可增厚二季度中国国航 EPS0.06 元。**燃油成本占中国国航约主营成本的 38.5%，2012 年二季度国航毛利率大约在 20%，如果油价同比下降 10%，可提升毛利率国航约 3 个百分点，二季度航企营收如果增长 10.7%，则单季约增厚 EPS 国航 0.06 元。
- **人民币升值可增厚二季度中国国航 EPS0.05 元。**当前人民币汇率同比去年升值 2.15%，去年 5-6 月是人民币迅速贬值期，2012 年二季度贬值了 1%，如果按人民币汇率当前水平做中性假设，则二季度按当前中国国航的美元负债计算，汇兑损益能增厚 EPS 0.05 元。
- **上调评级至“强烈推荐”。**鉴于公司二季度受益于燃油成本下降和汇兑收益大幅上升，5、6 月航空业需求有稳步走强基础，供给也不会产生瓶颈，进入暑期后，外线还将持续贡献营收增长。因此我们上调公司评级至“强烈推荐”，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.46、0.61 和 0.78 元，对应 PE 分别为：11.2 倍、8.6 倍和 6.7 倍。



图 1: 今年暑期国航将大量投放运力于美欧航线 (单位: 座位数)



数据来源: CAPA 第一创业证券研究所



## 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>37,024.6</b>	<b>55,128.7</b>	<b>79,261.9</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	28,638.9	46,214.2	69,223.3	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	2,072.4	2,435.8	2,923.0
应收款项	2,968.4	3,234.1	3,585.3	4,295.0	销售费用	6,894.5	7,504.9	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	2,134.1	2,313.9	1,932.0
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>7,147.2</b>	<b>9,878.0</b>	<b>12,729.1</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>8,371.2</b>	<b>11,138.1</b>	<b>14,026.2</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	1,925.4	2,561.8	3,226.0
<b>资产总计</b>	<b>185,710.9</b>	<b>181,493.2</b>	<b>190,220.8</b>	<b>202,978.1</b>	<b>四、净利润</b>	<b>5,434.4</b>	<b>6,445.8</b>	<b>8,576.3</b>	<b>10,800.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>55,811.4</b>	<b>55,413.9</b>	<b>55,565.2</b>	<b>57,522.3</b>	归属母公司净利润	4,948.0	6,074.3	7,928.8	10,152.7
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>13,084.8</b>	<b>13,084.8</b>	<b>13,084.8</b>
预收帐款	162.9	137.2	145.6	173.7	<b>EPS (元)</b>	<b>0.38</b>	<b>0.46</b>	<b>0.61</b>	<b>0.78</b>
其它流动负债	13,810.0	11,731.8	10,607.6	9,683.7	<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>131,366.9</b>	<b>131,518.2</b>	<b>133,475.3</b>	主业盈利	-13.3%	19.9%	25.9%	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%	22.8%	30.5%	28.0%
股本	12,892.0	13,084.8	13,084.8	13,084.8	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	18,227.0	19,085.0	19,085.0	19,085.0	毛利率	19.1%	20.1%	21.3%	21.3%
留存收益	19,459.6	25,533.9	33,462.6	43,615.3	主业盈利/收入	7.3%	8.0%	9.1%	9.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>50,578.5</b>	<b>57,703.6</b>	<b>65,632.4</b>	<b>75,785.0</b>	ROS	5.4%	5.9%	7.1%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>185,710.9</b>	<b>181,493.2</b>	<b>190,220.8</b>	<b>202,978.1</b>	ROE	9.8%	10.5%	12.1%	13.4%
<b>现金流量表</b>					ROIC	4.3%	4.8%	6.0%	7.1%
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%	72.4%	69.1%	65.8%
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,418.8</b>	<b>19,649.4</b>	<b>21,396.7</b>	<b>24,448.8</b>	利息保障倍数	2.5	3.0	3.7	5.6
净利润	5,434.4	6,445.8	8,576.3	10,800.2	速动比率	0.29	0.59	0.91	1.29
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	0.64	0.70	0.80
财务费用	1,898.0	2,134.1	2,313.9	1,932.0	<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	0.60	0.64	0.72
营运资金变动	-5,197.4	518.6	427.4	1,479.3	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	0.67	0.84	1.03
长期投资	494.3	-2,000.0	-2,000.0	0.0	每股经营现金流	0.95	1.50	1.64	1.87
其它变动	-506.8	577.5	1,236.3	1,236.6	每股净资产	3.61	4.12	4.68	5.41
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,105.1</b>	<b>-1,435.9</b>	<b>-2,313.9</b>	<b>-1,932.0</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	6,094.8	0.0	0.0	0.0	P/E	13.78	11.22	8.60	6.71
权益融资	0.0	1,050.7	0.0	0.0	P/B	1.44	1.26	1.11	0.96
其它变动	-7,199.9	-2,486.6	-2,313.9	-1,932.0	P/S	0.68	0.62	0.56	0.47
<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	12.93	9.57	8.11	6.21
<b>现金净增加额</b>	<b>-3,518.5</b>	<b>16,048.0</b>	<b>17,575.4</b>	<b>23,009.0</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。

本报告可能在今后一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