

汇兑损益增加致净利润小幅增长

中国国航 (601111.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公布 2013 年上半年业绩报告。

2. 我们的分析与判断

受经济下滑、高铁结构性影响, 2013 年上半年公司票价水平同比下滑明显, 但在汇兑损益、投资收益大幅增加背景下公司 2013 年上半年净利润小幅增长。

(一) 2013 年上半年公司净利润同比小幅增长

2013 年上半年, 中国国航实现归属于母公司股东的净利润 11.19 亿元, 同比增长 7.31%, 扣除非经常性损益后为 9.30 亿元, 同比增长 51.74%, 实现每股收益 0.09 元/股, 同比 2012 年上半年 0.09 元/股持平, 整体而言, 中国国航在 2013 年上半年实现净利润小幅增长, 略好于市场预期, 收入指标方面, 在 2013 年上半年, 中国国航实现营业收入 458.58 亿元, 同比下滑 3.58%。

(二) 汇兑损益及投资收益增加为利润增长主因

2013 年上半年, 公司实现净利润为正的最主要原因为汇兑损益的贡献, 由于人民币对美元的升值, 今年上半年获得汇兑损益为 11.2 亿元, 去年同期为汇兑损失 3.4 亿元, 两者相差超 14.6 亿元, 同时由于国泰航空收益增加, 在 2013 年上半年实现投资收益 1.71 亿元, 去年同期为 -2.11 亿元。

(三) 完全由航空主营产生的税前利润大幅下滑

2013 年上半年中国国航纯粹由于航空主营产生的税前利润约为 -0.35 亿元, 2012 年上半年约为 14.2 亿元, 同比减少约 14.5 亿元, 并由盈利转为小幅亏损, 主要原因为票价水平的同比下滑并导致毛利率水平的下滑

3. 投资建议

考虑到我们预计经济下滑、高铁的结构性影响两个主要因素将依然会在比较长的未来影响航空票价水平, 我们下调公司 2013 年至 2014 年的盈利预测至 0.32 元/股、0.35 元/股, 维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

4. 风险提示

需求受偶然因素影响大幅下滑, 油价大幅上涨。

分析师

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

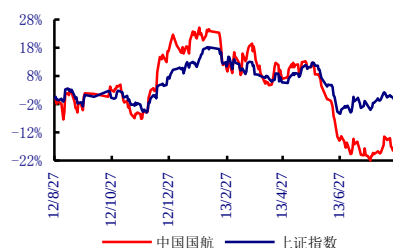
执业证书编号: S0130512090004

市场数据

时间 2013.08.26

A 股收盘价(元)	4.02
A 股一年内最高价(元)	6.19
A 股一年内最低价(元)	3.74
上证指数	2096.47
市净率	1.04
总股本(万股)	1308475.10
实际流通 A 股(万股)	819973.76
限售的流通 A 股(万股)	32233.00
流通 A 股市值(亿元)	329.63

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1、2013 年上半年公司净利润同比小幅增长

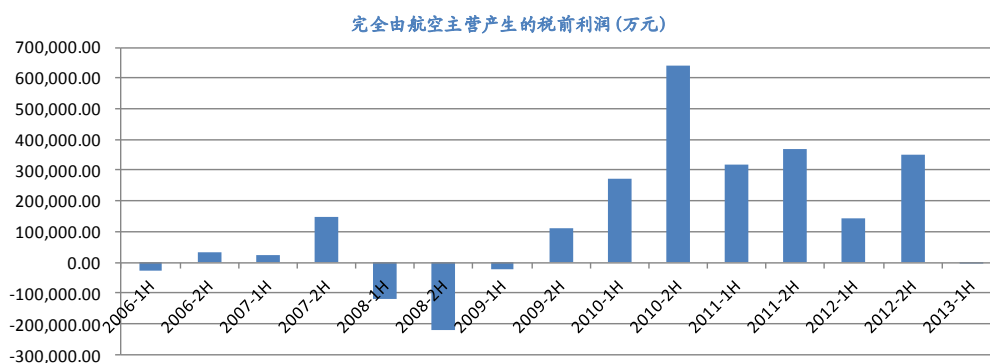
2013 年上半年, 中国国航实现归属于母公司股东的净利润 11.19 亿元, 同比增长 7.31%, 扣除非经常性损益后为 9.30 亿元, 同比增长 51.74%, 实现每股收益 0.09 元/股, 同比 2012 年上半年 0.09 元/股持平, 整体而言, 中国国航在 2013 年上半年实现净利润小幅增长, 略好于市场预期, 收入指标方面, 在 2013 年上半年, 中国国航实现营业收入 458.58 亿元, 同比下滑 3.58%。

需要指出的是, 1)、中国国航在 2013 年上半年实现净利润小幅增长的原因除去汇兑损益大幅增加之外, 投资收益同比比较大幅增加为另一个主要原因, 2013 年上半年实现投资收益 1.71 亿元, 去年同期为-2.11 亿元(为国泰航空投资收益增长所致, 今年上半年确认国泰投资收益 0.44 亿元, 去年同期确认国泰投资损失 1.91 亿元); 2) 中国国航 2013 年上半年扣除非常性损益后的净利润实现大幅增长, 但此处并未扣除实际意义上的非经常损益——汇兑收益的影响, 只是扣除了投资收益、公允价值变动以及营业外收支的影响, 同时扣除汇兑收益影响后, 在 2013 年上半年公司净利润约为 1 亿元, 同比下滑约 90%; 3) 2013 年上半年中国国航收入出现下滑主要原因为“营改增”实施的影响, 扣除“营改增”因素, 在 2013 年上半年, 公司营业收入同比小幅增长 2.68%。

2、完全由航空主营产生的税前利润大幅下滑

按照一贯的分析思路, 我们计算扣除“投资收益、汇兑损益影响、营业外收支、公允价值变动、资产减值损失”五大项目后的纯粹由于航空主营产生的税前利润, 2013 年上半年中国国航纯粹由于航空主营产生的税前利润约为-0.35 亿元, 2012 年上半年约为 14.2 亿元, 同比减少约 14.5 亿元, 并由盈利转为小幅亏损亏损。

图 1: 中国国航完全由航空主营产生的税前利润发展趋势

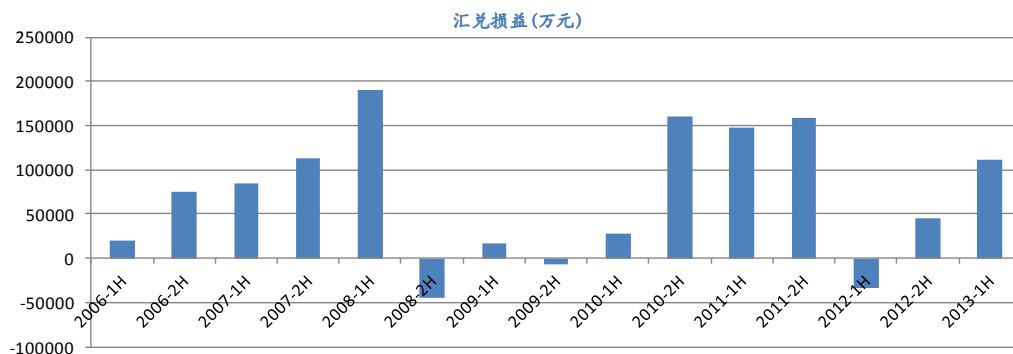


资料来源: 中国银河证券研究部, 公司定期报告

在 2013 年上半年, 公司实现净利润为正的最主要原因为汇兑损益的贡献, 由于人民币对的升值, 今年上半年获得汇兑损益为 11.2 亿元, 去年同期为汇兑损失 3.4 亿元, 两者相差超

14.6 亿元。

图 2: 中国国航半年度汇兑损益发展趋势

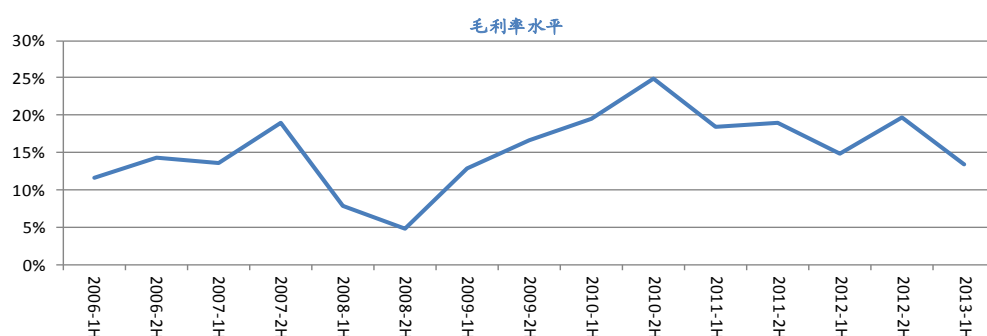


资料来源: 中国银河证券研究部, 公司定期报告

3、票价水平下滑是航空主营税前利润下滑的主要原因

在汇兑损益大幅增加、旅客周转量同比增 8.9% 的背景下, 2013 年上半年公司完全由航空主营产生的税前利润大幅下滑的主要原因为票价水平的同比下滑并导致毛利率水平的下滑, 而票价水平下滑的主要原因在于经济下滑背景下旅客结构逐步变化, 并加之高铁的结构性影响, 今年 2 季度以来, 航空业整体上采取了“降价保量”的策略, 导致行业以及公司在今年上半年票价水平下滑明显, 2013 年上半年公司整体客公里收益水平 0.60 元/客公里, 同比下滑 13.04%, 剔除营改增的影响后, 客公里收益水平同比下滑约 5.4%, 在客公里收益水平同比下滑幅度较大的背景下, 公司上半年毛利率水平由 2012 年上半年的 14.89% 下降至 2013 年上半年的 13.41%, 下滑约 1.5 个百分点。

图 3: 中国国航半年度毛利率水平发展趋势



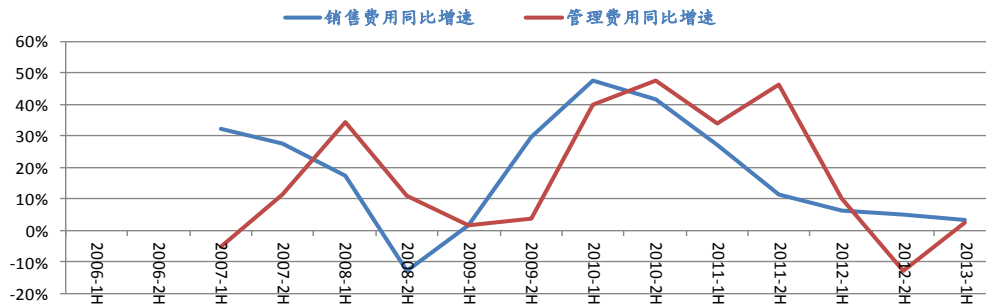
资料来源: 中国银河证券研究部, 公司定期报告

4、销售及管理费用增速控制得力

2013 年上半年, 公司的费用控制水平较为得力, 虽然销售费用占营业收入比、管理费用占营业收入比均有所提升, 但主要是营改增导致的营业收入统计口径有所变化, 销售费用同比

略微增长 3.58%，管理费用同比增长 2.52%，在销售以及管理费用增速较低的情况下，公司在票价同比下滑幅度较大的情况下毛利率下滑幅度控制在较低的水平。

图 3：中国国航销售费用、管理费用同比增速发展趋势



资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

5、运量增速低于行业平均水平

2013 年上半年，中国国航共实现旅客周转量 67905.28 百万客公里，同比增长 8.93%，实现旅客运输量 3745.02 万人，同比增长 7783%，其中国内、国际、地区航线分别实现旅客运输量 3197.66 万人、359.6 万人、187.75 万人，分别同比增长 8.85%、-1.47%、9.05%，旅客周转量增速低于行业平均 12.7% 的水平，旅客运输量增速低于行业平均 11% 的水平，其中国内、国际均低于行业平均水平。

6、盈利预测与投资评级

总体而言，我们认为公司能在 2013 年上半年实现净利润小幅增长，略好于市场预期，中长期而言，我们认为航空的周期在缓慢向下，主要逻辑在于：一、航空业供给并未有明显的、行业性的、主动型的收缩，因此行业供给增速未来依然较快；二、经济增速的下移导致航空的需求增速下移；三、航空旅客构成中自费旅客占比逐步提升，目前基本上已经超过公费旅客，自费旅客占比较大的航空需求更容易受到高铁的影响，航空未来的票价更容易受到高铁的冲击。

考虑到我们预计经济下滑、高铁的结构性影响两个主要因素将依然会在比较长的未来影响航空票价水平，我们下调公司 2013 年至 2014 年的盈利预测至 0.32 元/股、0.35 元/股，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李军，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

中国国航、南方航空、东方航空、海南航空、上海机场、白云机场、外运发展。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn