

受汇兑影响净利润同比大幅下滑

中国国航 (601111.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点：

● 2014 年 1 季度净利润同比下滑超过 60%

2014 年 1 季度，中国国航实现营业收入 244.19 亿元，同比增长 7.48%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.93 亿元，较去年同期盈利 2.49 亿元同比大幅下滑 62.71%，实现每股收益 0.01 元/股，每股收益较 2013 年 1 季度每股 0.02 下滑约 50%。

● 人民币贬值产生的汇兑损失为净利润下滑的首要原因

从公司 2014 年 1 季度的利润结构来看，公司净利润出现亏损的主要原因在于汇兑损益的大幅降低，2014 年 1 季度人民币对美元贬值幅度约为 2.6%，我们估计 2014 年 1 季度公司的汇兑损失约为 7.6 亿元（根据我们的测算，2013 年 1 季度公司的汇兑损益约为 3468 万元），由于人民币兑美元贬值导致的汇兑损失大幅增加，2014 年 1 季度公司财务费用 13.11 亿元，同比增加 8.49 亿元。

● 三大航类似，完全由航空主营产生的税前利润同比有所增加

2014 年 1 季度中国国航纯粹由于航空主营产生的税前利润约为 6.41 亿元，2013 年 1 季度为 1.09 亿元，同比增加约 5.32 亿元。

● 油价下滑致毛利率水平有所提升，并维持行业较高水平

2014 年 1 季度公司毛利率有所提升，2014 以来航空票价水平虽然持续同比下滑，但由于航油价格下跌的影响（2013 年 1 季度国内航油出厂价均价 7508 元/吨，2014 年 1 季度国内航油出厂价均价 7285 元/吨），公司 2014 年 1 季度毛利率水平由 2013 年 1 季度 13.08% 提升至 2014 年 1 季度的 14.93%，提升约 1.85 个百分点。

● 运量增速低于行业平均水平

2014 年 1 季度，中国国航共实现旅客周转量 37562.7 百万客运公里，同比增长 12%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长 9%、19%、16.8%；实现旅客运输量 2017.78 万人，同比增长 8.8%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长 7.4%、17.3%、16%，旅客周转量增速低于行业平均 14.5% 的水平，旅客运输量增速低于行业平均 12.6% 的水平。

● 盈利预测与投资评级

总体而言，我们认为公司在 2014 年季度净利润大幅下滑的主要原因因为汇兑损失所导致，考虑到经济下滑、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，以及人民币兑美元升值趋势的可能逆转，我们认为航空的周期将继续缓慢向下，我们维持公司 2014 年至 2015 年的盈利预测至 0.20 元/股、0.22 元/股，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险因素：偶然因素导致航空需求大幅下滑、油价持续大幅上涨。

分析师

李军

电话：021-20252645

邮箱：lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090004

| 市场数据 | 时间 | 2014.04.29 |
|---------------|----|------------|
| A 股收盘价(元) | | 3.33 |
| A 股一年内最高价(元) | | 5.58 |
| A 股一年内最低价(元) | | 3.40 |
| 上证指数 | | 2020.34 |
| 市净率 | | 0.80 |
| 总股本 (万股) | | 1308475.10 |
| 实际流通 A 股(万股) | | 832927.13 |
| 限售的流通 A 股(万股) | | 19279.63 |
| 流通 A 股市值(亿元) | | 277.36 |

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、1Q2014年公司受汇兑损失影响净利润同比大幅下滑超过60%

2014年1季度，中国国航实现营业收入244.19亿元，同比增长7.48%，实现归属于上市公司股东的净利润0.93亿元，较去年同期盈利2.49亿元同比大幅下滑62.71%，实现每股收益0.01元/股，每股收益较2013年1季度每股0.02下滑约50%。

从公司2014年1季度的利润结构来看，公司净利润出现亏损的主要原因在于汇兑损益的大幅降低，2014年1季度人民币对美元贬值幅度约为2.6%，我们估计2014年1季度公司的汇兑损失约为7.6亿元（根据我们的测算，2013年1季度公司的汇兑损益约为3468万元），由于人民币兑美元贬值导致的汇兑损失大幅增加，2014年1季度公司财务费用13.11亿元，同比增加8.49亿元。

2、完全由航空主营产生的税前利润同比有所增加

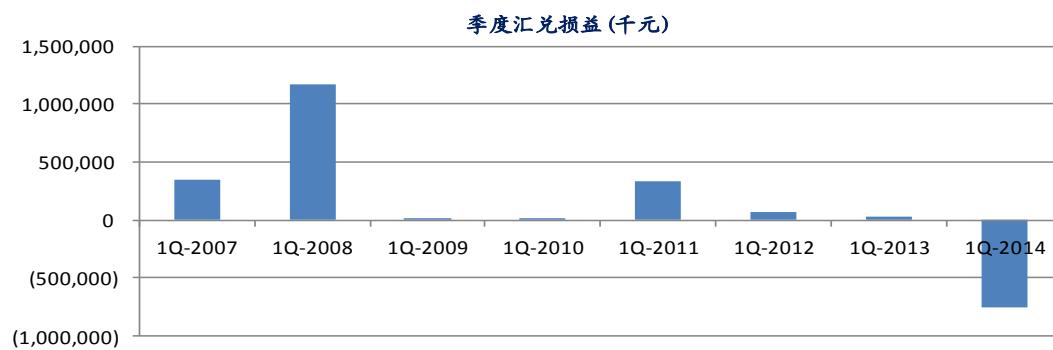
按照一贯的分析思路，我们计算扣除“投资收益、汇兑损益影响、营业外收支、公允价值变动、资产减值损失”五大项目后的纯粹由于航空主营产生的税前利润，2014年1季度中国国航纯粹由于航空主营产生的税前利润约为6.41亿元（假设2014年1季度公司汇兑损失约为7.6亿元），2013年1季度为1.09亿元，同比增加约5.32亿元。

图1：中国国航1季度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

图2：中国国航1季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、油价下滑致毛利率水平有所提升，并维持行业较高水平

2014年1季度公司完全由航空主营产生的税前利润同比有所提升的主要原因在于营业成本增速低于收入增速导致的毛利率提升，2014以来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导致航空票价水平持续同比下滑，但由于航油价格下跌的影响(2013年1季度国内航油出厂价均价7508元/吨，2014年1季度国内航油出厂价均价7285元/吨)，公司2014年1季度毛利率水平由2013年1季度13.08%提升至2014年1季度的14.93%，提升约1.85个百分点，毛利率水平继续维持在行业较高水平。

图3：中国国航1季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

图3：国内航油出厂价发展趋势



资料来源：中国银河证券研究部、CAAC

4、运量增速低于行业平均水平

2014年1季度，中国国航共实现旅客周转量37562.7百万客公里，同比增长12%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长9%、19%、16.8%；实现旅客运输量2017.78万人，同比增长8.8%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长7.4%、17.3%、16%，旅客周转量增速低于行业平均14.5%的水平，旅客运输量增速低于行业平均12.6%的水平。

6、盈利预测与投资评级

总体而言，我们认为公司在2014年季度净利润大幅下滑的主要原因为汇兑损失所导致，中长期而言，我们认为航空的周期将继续缓慢向下，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，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；四、2014年以来，人民币兑美元持续升值的趋势可能会有所逆转，从而对航空业业绩造成负面的冲击，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，我们调整公司2014年至2015年的盈利预测至0.20元/股、0.22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。本报告清晰准确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（601111.SH）、东方航空（600115.SH）、南方航空（600029.SH）、海南航空（600221.SH）、上海机场（600009.SH）、白云机场（600004.SH）、外运发展（600270.SH）、农产品（000061.SZ）等。

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
海外机构: 高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn