

## 中国国航 (601111.SH)

## 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

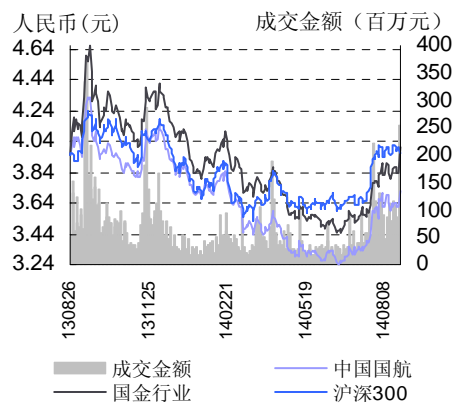
市价 (人民币): 3.72 元

## 汇兑损失拖累业绩, 旺季尾声行情仍可期待

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	8,329.27
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	48,675.27
年内股价最高最低(元)	4.33/3.24
沪深 300 指数	2324.09
上证指数	2207.11



## 相关报告

1. 《汇兑收益拖累业绩, 主业盈利大幅增长》, 2014.4.30

## 公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.41	0.27	0.24	0.27	0.33
每股净资产(元)	3.92	4.14	4.37	4.64	4.91
每股经营性现金流(元)	0.96	1.33	1.25	1.37	1.13
市盈率(倍)	15.63	15.57	14.9	13.3	10.8
行业优化市盈率(倍)	40.35	30.32	28.67	28.67	28.67
净利润增长率(%)	-33.82%	-32.93%	-11.2%	12.3%	20.2%
净资产收益率(%)	9.78%	6.13%	5.54%	5.73%	6.72%
总股本(百万股)	12,891.95	13,084.75	13,084.75	13,084.75	13,084.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 国航上半年实现营收 491.7 亿元, 同比增长 7.1%, 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比下降 58%。基本每股收益为 0.04 元, 同比下降 56%, 扣非后的每股收益为-0.001 元, 同比下降 100%。

## 经营分析

- **航空主业扭亏, 汇兑损失拖累业绩:** 由于上半年本币大幅贬值, 公司上半年产生汇兑损失 7.2 亿元, 同比减少 18.4 亿。扣除投资收益、汇兑损益、营业外收支后的航空主业盈利 1.6 亿元, 去年同期为亏损 0.54 亿, 实现扭亏为盈。分季度来看, Q2 公司实现 EBIT 4.8 亿元, 同比下降 36%, 一季度为同比增长 97%, 上半年主业同比好转主要由一季度贡献。
- **内线票价相对坚挺, 外线运力大幅增投摊薄成本但致票价大幅下跌:** 受益于国内运力投放较少 (+7%) 和北京、成都等主要市场供给瓶颈突出, 内线表现仍相对坚挺, 座公里收益下降 1.9%。公司大幅增投外线运力 (+20%) 使平均运距增加, 摊薄单位成本, 上半年扣除燃油后的座公里营业成本下降 3%, 使毛利率在票价明显下降时仍与去年同期基本持平。但同时供过于求也导致外线单位收益下降 9%, 预计北美等部分航线收益更有两位数下降。整体来看, 在行业需求疲软和运力引进仍然较快的背景下, 上半年供需缺口仍在扩大, 二季度需求和票价同比情况较一季度下降, 今年公司引进飞机较多, 大幅增投国际长航线有利于消化运力, 提高市场份额, 为日后行业复苏打牢基础。
- **货航机队调整初见成效, 上半年大幅减亏:** 上半年公司引进更经济节油的 B777F 替代老旧的 B747F, 货运运营成本明显下降, 货航同比减亏 51%。

## 盈利调整

- 我们维持 2014~2016 年 EPS 0.24 元, 0.27 元和 0.33 元的盈利预测, 对应的当前股价的 P/E 分别为 14.9X, 13.3X 和 10.8X。

## 投资建议

- 我们认为周期反弹、国际航线结构性改善和去年同期票价低基数将推动今年下半年行业单位收益同比上升 1% 左右, 航空公司主业和整体业绩将同比明显改善。去年基数较高导致今年 8 月票价和客座率同比下降, 但进入 9 月后低基数将使票价恢复上涨, 航空股也有望抓住这一旺季的尾巴在 9 月演绎一波尾声行情。公司受益两舱收入占比最高, 公商务客源业绩弹性较大, 且 A 股对 H 股保持折价 10%, 维持“增持”评级。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001  
(8621)60230251  
wuyanfeng@gjzq.com.cn

**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	0	0	0	0	3
增持	0	1	2	5	16
中性	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.06

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-29	增持	4.59	N/A
2 2012-10-31	增持	4.82	N/A
3 2012-12-13	增持	4.79	N/A
4 2013-01-21	增持	5.70	N/A
5 2014-04-30	增持	3.32	N/A

来源：国金证券研究所

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方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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD