

评级：增持 维持评级

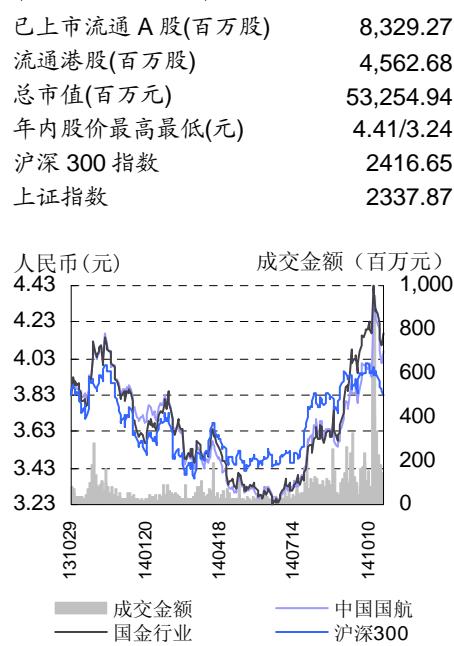
业绩点评

市价 (人民币)：4.07 元

收益下降利润下滑，成本端改善催化估值修复

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)



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	0.20	0.24	0.38
每股净资产(元)	3.92	4.14	4.33	4.63	5.01
每股经营性现金流(元)	0.95	1.33	1.05	1.52	1.69
市盈率(倍)	14.4	14.6	21	17.5	11
行业优化市盈率(倍)	40.35	30.32	26.45	26.45	26.45
净利润增长率(%)	-33.82	-32.93	-26%	18.7	58
净资产收益率(%)	10.2	6.3	4.8	5.3	7.7
总股本(百万股)	12891.5	13084.8	13084.8	13084.8	13084.8

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司三季度完成营收 297.9 亿元，同比增长 6.7%，实现归母净利润 26.8 亿元，同比下降 8.8%。

经营分析

- **运力增速放缓，客座率小幅下滑：**Q3 公司投入可用吨公里增长 10.5%，其中客运运力增长 8%，增速比上半年放缓 3%，其中国际航线运力增速下降较快，主要是由于始于去年下半年的对欧美长航线增投结束，Q3 内公司对日韩航线大幅增投也拉低了平均运距，使座公里增幅放缓。货运运力增长 15.5%，与上半年大体持平，Q3 公司完成旅客周转量同比增长 5.6%，客座率和货邮载运率均下降 2%。
- **多因素影响，收益水平和毛利率下降：**受暑运期间京沪等地区流量管制较多，宏观经济持续下行，去年 8 月基数较高等因素影响，Q3 公司每可用吨公里收益为 4.2 元，同比下降 4%，每可用吨公里成本为 3.24 元，同比下降 2%，毛利率下降 1.2% 至 22.7%。
- **剔除汇兑和销售费用贡献后，主业利润下降两成：**Q3 内人民币基本持平，去年同期微幅贬值。我们测算公司 Q3 汇兑收益与去年同期相比增加利润总额 3.92 亿元。同时，公司从三季度开始将机票佣金从 3% 下调至 2% 使销售费用同比减少 2% 约 1.68 亿元，剔除汇兑损益变化和销售费用降低的影响后，我们测算公司主业利润同比下降 22%。

盈利调整

- 考虑到四季度经济下行压力较大，预计收益水平跌幅将扩大，油价下跌对减亏作用有限。我们下调公司 2014~2016 年的 EPS 分别为 0.20 元、0.24 元和 0.38 元，对应当前股价的 PE 为 21X、17.5X 和 11X，维持公司“增持”的投资评级。

投资建议

- 展望明年，由于供需增速差收窄，油价下行有望利好行业盈利正增长。基于 7% 的 GDP 增长率，我们预计 15 年航空需求增速在 10% 左右，供给增速在 11% 左右，单位收益水平降幅在 2% 左右，所以如果明年油价保持弱势，成本下降将有望抵消收益下降，由于今年上半年油价、汇兑损失和票代佣金费用基数较高，如果经济面和油价配合，航空股业绩将大幅增长，这有利于催化估值修复行情。公司燃油成本占比高，对国际油价变动最为敏感，机队调整到位，成本控制良好，A/H 股溢价最小。

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	1	2	3
增持	0	1	1	5	15
中性	0	1	1	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.20	2.13	2.08

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	2012-10-31	增持	4.82	N/A
2	2012-12-13	增持	4.79	N/A
3	2013-01-21	增持	5.70	N/A
4	2014-04-30	增持	3.32	N/A
5	2014-08-27	增持	3.56	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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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