

油价下滑致净利润有所回升

中国国航 (601111.SH)

谨慎推荐 维持评级

- **2014年公司净利润同比增长13.97%，略超预期**

2014年，中国国航共实现营业收入1048.26亿元，同比增长7.37%，实现归属于上市公司股东的净利润37.82亿元，同比增长13.97%，扣除非经常性损益后为29.54亿元，同比小幅增长2.13%，实现每股收益0.31元/股，同比2013年增长14.81%，整体而言，中国国航在2014年净利润略超出我们的预期（我们前期预测为0.27元/股），超出预期的主要因素在于应收账款减值准备转回项目2014年度为4.01亿元，超出2013年度0.52亿元较多，由此增加EPS约0.03元/股。

- **完全由航空主营产生的税前利润大幅增加**

2014年中国国航扣除非经常性损益、汇兑损益影响、营业外收支、公允价值变动、资产减值损失”五大项目后纯粹由于航空主营产生的税前利润32.63亿元，2013年为16.87亿元，同比大幅约15.77亿元，同比增加幅度为93.47%。

- **油价下滑是航空主营税前利润大幅提升的首因**

2014年度，航空业全行业遭遇1)汇兑损益大幅下降；2)客座率同比下滑；3)票价水平同比下滑，但2014年中国国航毛利率水平有所提升、完全由航空主营产生的税前利润大幅提升，首要原因在于油价同比下滑导致单位航油成本的下降，

- **盈利预测与投资评级**

总体而言，公司在2014年净利润受到油价下滑的正面影响，受到客座率下滑、汇兑损益大幅降低的负面影响，净利润总额水平略超我们的预期，展望2015年，在油价水平大幅下滑、客座率有望保持平稳的影响下将大幅提升，中长期而言，我们认为航空的周期有望在2016年缓慢回升，我们预计2015年至2016年公司EPS将分别达到0.61元/股、0.68元/股，我们认为公司目前估值水平在目前的周期位置上依然较低，依然具有较大空间，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

- **风险因素：**油价大幅上涨，航空需求受偶然因素影响大幅下滑。

分析师

李军

电话: 021-20252645

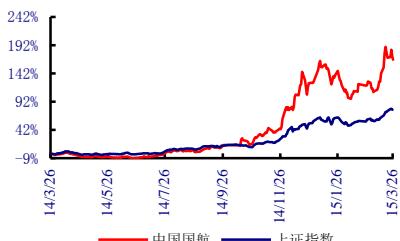
邮箱: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

市场数据

时间 2015.03.26

A股收盘价(元)	9.18
A股一年内最高价(元)	10.63
A股一年内最低价(元)	3.21
上证指数	3682.10
市净率	2.22
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)	764.63

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、2014年公司净利润同比增长13.97%，略超预期

2014年，中国国航共实现营业收入1048.26亿元，同比增长7.37%，实现归属于上市公司股东的净利润37.82亿元，同比增长13.97%，扣除非经常性损益后为29.54亿元，同比小幅增长2.13%，实现每股收益0.31元/股，同比2013年增长14.81%，整体而言，中国国航在2014年净利润略超出我们的预期（我们前期预测为0.27元/股），超出预期的主要因素在于应收账款项减值准备转回项目2014年度为4.01亿元，超出2013年度0.52亿元较多，由此增加EPS约0.03元/股。

2、完全由航空主营产生的税前利润大幅增加

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年中国国航纯粹由于航空主营产生的税前利润约为32.63亿元，2013年为16.87亿元，同比大幅约15.77亿元，同比增加幅度为93.47%。

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

3、油价下滑是航空主营税前利润大幅提升的首因

2014年度，航空业全行业遭遇1)汇兑损益大幅下降；2)客座率同比下滑；3)票价水平同比下滑，但2014年中国国航毛利率水平有所提升、完全由航空主营产生的税前利润大幅增加，首要原因在于油价同比下滑导致单位航油成本的下降。

2014年度中国国航客座率79.89%，同比2013年度的80.81%减少0.93个百分点，其中国内航线客座率水平81.28%，也小幅减少0.46个百分点，综合客公里收益水平0.60元/客公里，同比下降1.63个百分点。

受人民币兑美元贬值影响，2014年度公司汇兑净损失为3.60亿元，而去年同期为汇兑净收益19.38亿元，同比降低22.98亿元。

2014年度公司航油成本345.42亿元，同比2013年度小幅增加8.2亿元，增加幅度为2.43%，而2014年度公司旅客周转量同比增长8.96%，总周转量同比增长10.12%，表明单位周转耗油

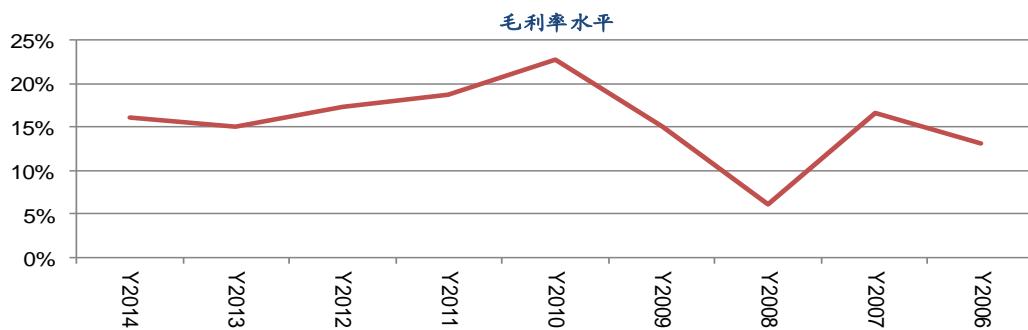
较大幅度低于 2013 年度水平。

图 2：中国航油内航内线出厂价发展趋势



资料来源：中国银河证券研究部、WIND

图 3：中国国航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、运力及运量增速低于行业平均水平

2014 年，中国国航共引进飞机 67 架，退出飞机 24 架，截止 2014 年底，共有飞机 540 架，同比 2013 年底的 497 架增加 43 架，2014 年度 ASK(可用座公里)同比增长 10.22%，运力引进增速低于行业平均水平。

2014 年度中国国航实现旅客周转量 154,683.91 百万客公里，同比增长 8.96%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长 6.11%、14.65%、14.31%；实现旅客运输量 8300.96 万人，同比增长 6.87%，其中国内、国际、地区航线分别同比增长 5.18%、18.13%、12.78%，旅客周转量增速及旅客运输量增速均低于行业平均水平。

5、盈利预测与投资评级

总体而言，公司在 2014 年净利润受到油价下滑的正面影响，受到客座率下滑、汇兑损益大幅降低的负面影响，净利润总额水平略超我们的预期，展望 2015 年，在油价水平大幅下滑、客座率有望保持平稳的影响下将大幅提升，中长期而言，我们认为航空的周期有望在 2016 年

缓慢缓慢回升，我们预计 2015 年至 2016 年公司 EPS 将分别达到 0.61 元/股、0.68 元/股，我们认为公司目前估值水平在目前的周期水平上依然较低，依然具有上升空间，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:

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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
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:

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: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn