

中国国航 (601111)

买入 (维持)

旺季助力业绩跌幅大幅收窄，继续看好主业持续好转

市场数据

报告日期	2014-10-29
收盘价(元)	4.36
总股本(百万股)	13084.75
流通股本(百万股)	12891.95
总市值(百万元)	57834.60
流通市值(百万元)	36815.38
净资产(百万元)	56519.76
总资产(百万元)	207714.7
每股净资产	4.32

相关报告

《中国国航中报点评：国内国际冰火两重，汇兑损失拖累业绩》
2014-08-27

《中国国航一季报点评：汇兑损失是利润下滑主因，国际航线增长强劲》
2014-04-30

《中国国航年报点评：国际航线继续复苏，机队结构持续优化》
2014-03-26

分析师：

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com

S0190514070002

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn

S0190511020003

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	97628	102549	109276	118346
同比增长(%)	-2.20%	5.00%	6.60%	8.30%
净利润(百万元)	3319	3585	3947	4390
同比增长(%)	-32.40%	8.00%	10.10%	11.20%
毛利率(%)	15.30%	15.80%	16.00%	16.00%
净利润率(%)	3.40%	3.50%	3.60%	3.70%
净资产收益率(%)	6.10%	6.10%	6.30%	6.60%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.30	0.34
每股经营现金流(元)	1.33	0.98	1.84	1.5

投资要点

事件：

中国国航 2014 年前三季度度实现营业收入 789.11 亿元，同比增长 6.95%；归属上市公司股东的净利润 31.57 亿元，同比下降 22.26%；合 EPS0.26 元，同比减少 21.21%。

点评：

- **旺季助力业绩跌幅大幅收窄，继续看好主业持续好转。**虽然受三公出行高端客源流失、国内外经济增速放缓、空难事件冲击等不利因素影响，收入端依旧维持温和增长，2014 年前三季度度实现营业收入 789.11 亿元，同比增长 6.95%。前三季度度公司完成 RTK 143.19 亿吨公里、RPK 1159.84 亿客公里、RFTK 40.31 亿吨公里，同比增长 11.35%、11.68%、10.92%。公司提供运力 ATK 202.52 亿吨公里、ASK 1437.48 亿客公里、AFTK 72.85 亿吨公里，同比增长 14.31%、13.25%、16.17%。2014 年前三季度度国航归属上市公司股东的净利润 31.57 亿元，同比下降 22.26%，其中第三季度归属上市公司股东的净利润 26.83 亿元，同比下降 8.82%，相较于上半年 66.15% 的降幅大幅收窄。第三季度业绩继续负增长的原因依然是汇兑损益，第三季度人民币继续贬值 1.06%，汇兑损失导致国航财务费用大幅增加（第三季度财务费用 8.25 亿元，去年同期仅为 2.81 亿元）。从航空主业的角度，虽然行业供需失衡依然存在，客公里收益仍在下滑（12 年以来，国航的客公里收益从 2011 年 0.70 元，下滑到目前的 0.60 元左右，票价的下滑是这几年压缩国航主业毛利率和拖累主业业绩的主要因素），而目前来看国航的票价和毛利率正在低位止跌。伴随未来行业供需的结构性改善（行业整体供给增速依然很快，但三大航的供给增速放缓），我们认为这种主业改善趋势仍将继续。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **国内稳健国际恢复，收益水平有所回升。**2014 年前三季度国航国内航线旅客人数 5190.31 万人，同比增加 8.18%，RPK 同比增加 9.23%；国际航线旅客人数 686.96 万人，同比增加 18.29%， RPK 同比增加 15.86%；地区航线旅客人数 331.76 万人，同比增加 19.07%，RPK 同比增加 20.21%。从国航分地区航线运营情况来看，受益消费升级和海外经济复苏的国际航线市场依旧保持高速增速，国航合理配置、调整运力资源，将运力增幅主要投向欧美及日韩等高收益地区。三季度国航国内航线客公里收益同比提高 2 分，国际航线同比提高 5 厘，地区航线稍有下降，总体收益逐步提高。
- **货运市场温和复苏，公司开始减亏。**2014 年前三季度航空货运市场开始温和复苏，RFTK40.31 亿吨公里，同比增长 10.92%，货邮载运率 55.32% 同比减少 2.59%，AFTK 72.85 亿吨公里，同比增长 16.17%，国货航着力推进货机结构调整，并强化生产组织，加快新引进 B777F 在高收益欧洲航线的投放进度，货机运行效率提升，运营成本下降，机队结构调整效果初步显现。加大与中国邮政航空包机业务战略合作力度，以南京为中心运营的 B757F 增至 3 架，经营效益良好。加强客货联动，通过机下调舱、机下候补等措施，提高腹舱载运率，经营品质明显改善。
- **机队继续优化，老旧飞机加速退出。**根据公司规模，2014-2016 年，公司计划继续引进 182 架飞机（14 年 61 架、15 年 63 架、16 年 42 架），较去年末公司又增加了 22 架引进计划。我们预计未来公司机队将以 A320 系列、A330-300、 B737-800、B777-300ER、B777F 等机型为主，逐步退出 A340、B737 系列、B747-400COMBI、B767-300ER、B747-400F 等老旧飞机）。

表 1、国航机队构成及未来引进计划

	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄	2014	2015	2016
其中：客机	488	224	134	130	6.16	61	63	42
空客系列	239	96	86	57	5.31	25	22	21
A319	40	24	9	7	9.18	0	0	0
A320/A321	150	58	59	33	4.36	17	18	21
A330	45	10	18	17	4.13	8	4	0
A340	4	4	0	0	15.76	0	0	0
波音系列	249	128	48	73	7.00	36	41	21
B737	210	104	36	70	6.54	29	37	14
B747	5	5	0	0	18.44	3	4	0
B757	5	5	0	0	20.06	0	0	0
B777	29	14	12	3	6.03	4	0	0
B787	0	0	0	0	-	0	0	7
货机	12	11	1	0	11.76	7	3	0
B747F	5	5	0	0	16.89	0	0	0
B757F	3	3	0	0	18.55	3	0	0
B777F	4	3	1	0	0.27	4	3	0
公务机	12	1	0	11	3.07	1	2	3
合计	512	236	135	141	6.22	69	68	45

数据来源：兴业证券研究所

- **国际油价大跌，将有助于公司未来业绩修复。**受欧佩克（OPEC）成员国原油增产、页岩油产量剧增以及美国国内石油需求的锐减，国际油价近期连续大幅下跌。燃油成本是航空公司最主要的成本构成，2013 年国航燃油成本为 337.2 亿，占营业成本的 40.8%，预计国航 2014 年燃油成本大概为 360 亿，按目前的油价水平，明年均价比今年大概会下跌 13% 左右，在考虑燃油附加费下滑的情况，对应增厚的利润分别为 28.4 亿。本次油价下跌是政治原因大于经济原因。本次国际油价下跌除了需求展望预期下调外，更多的是欧佩克内斗和美国页岩油产量剧增，以及美元中期强势姿态不改，令以美元计价的国际原油承压。对于国内航空公司而言，国内经济的“维稳”将有助于国内需求保持平稳增长，同时在跨境游等消费性需求快速增长和航空公司宽体机大量投入国际航线的带动下，国际航线仍将保持高增速。我们认为油价带来成本端的大幅下降将有助于东方航空未来的业绩改善。（关于油价的探讨详情请参见我们的报告：兴业交运-燃油价格下跌的航空业绩弹性分析）
- **盈利预测与评级：**总体来看，中国宏观经济不佳、限制“三公消费”压抑两舱需求、空难事件冲击等不利因素等突发事件影响短期需求、行业运力供给过快，导致票价水平同比下滑，这对航空公司盈利水平有所拖累。伴随未来行业供需的结构性改善，国航票价和毛利率有望低位止跌回升，我们期待供需形势的持续改善，同时近期人民币重回升值轨道，油价大幅下降，公司未来盈利弹性有望逐渐显现，我们继续看好公司业绩估值双提升，建议继续重点配置。我们预测国航 2014~2016 年 EPS 为 0.27、0.30、0.34 元，对应 PE 为 16、15、13 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**国内外经济不佳影响航空需求，运力增长过快、油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁对航空业冲击超预期，发生突发性战争、疾病、灾害或不可抗力等。

图 1、国航 RTK 同比增速比较

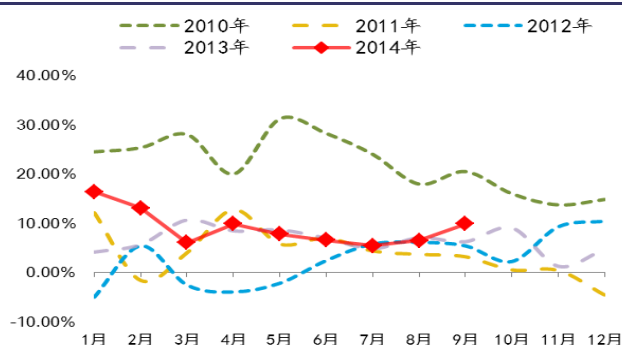
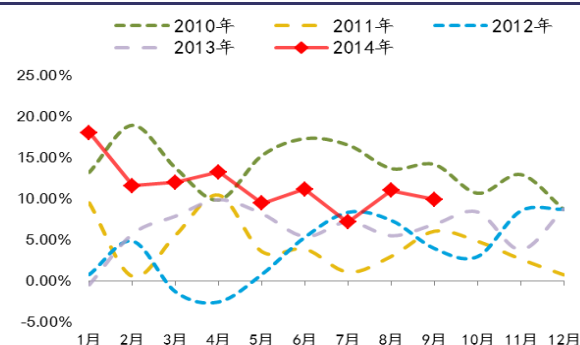


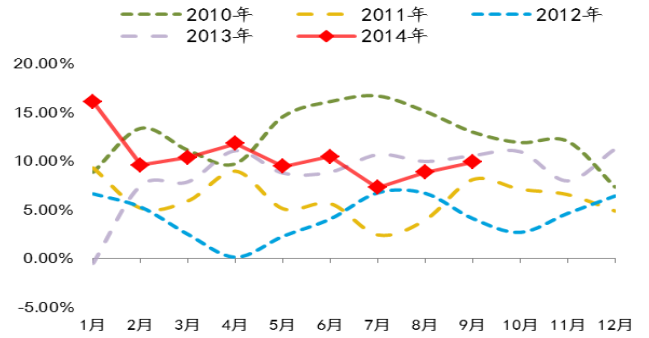
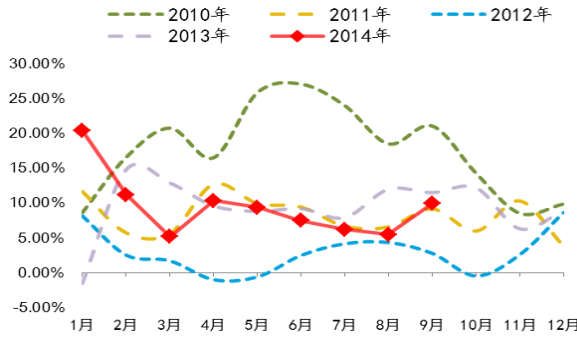
图 2、国航 ATK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、国航 RPK 同比增速比较

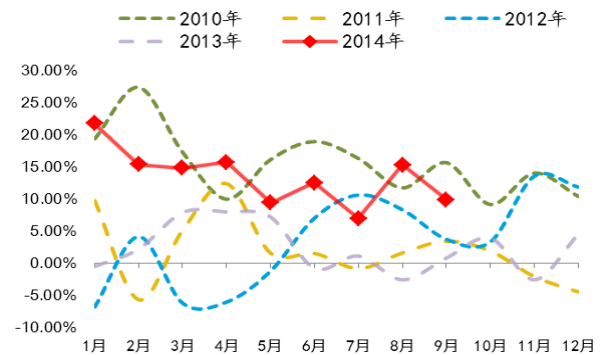
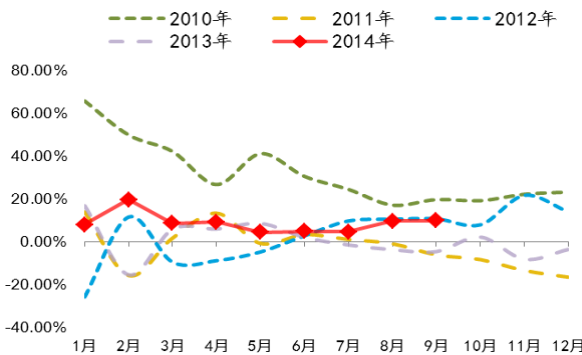
图 4、国航 ASK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、国航 RFTK 同比增速比较

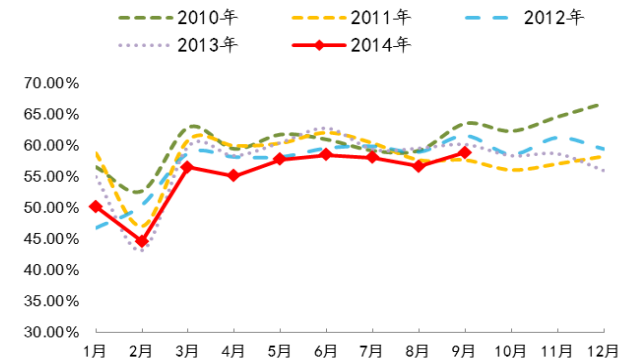
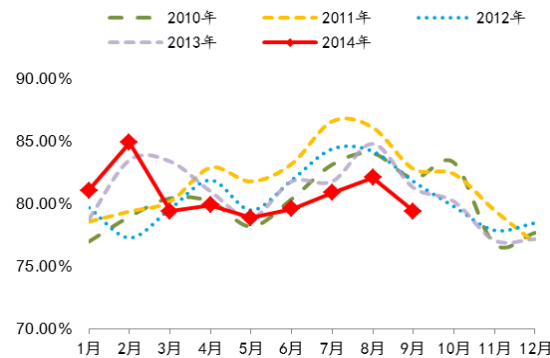
图 6、国航 AFTK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、国航历年客座率比较

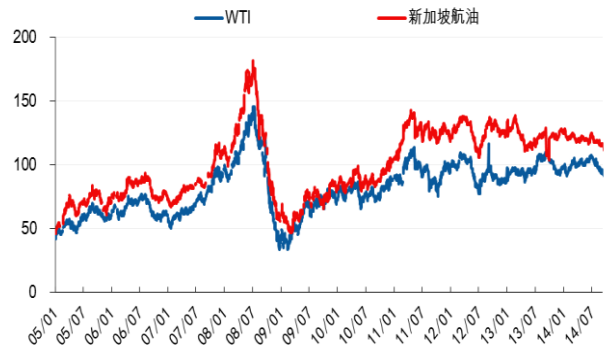
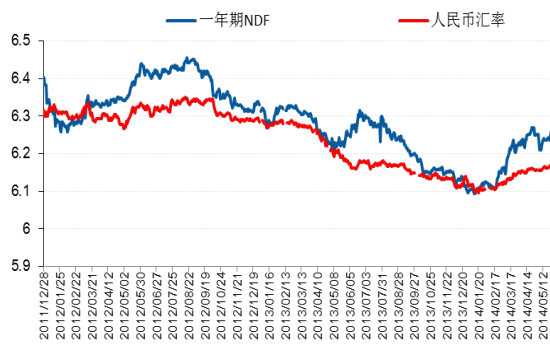
图 8、国航历年货邮载运率比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、人民币对美元汇率变化图

图 6、国际油价变化图



数据来源：Wind、Bloomberg、兴业证券研究所

附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	25426	22478	38297	58152
货币资金	15508	14357	29122	48295
交易性金融资产	0	15	15	15
应收账款	3101	3015	3213	3479
其他应收款	2850	3076	3278	3550
存货	1045	1174	1248	1352
非流动资产	179936	165677	153446	140775
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	15988	15423	15920	16418
投资性房地产	246	250	300	350
固定资产	123989	123261	118230	109691
在建工程	31773	19044	11427	6856
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2864	2714	2564	2414
资产总计	205362	188155	191744	198926
流动负债	69644	59983	56414	58667
短期借款	22821	21590	14000	15000
应付票据	0	432	459	497
应付账款	11829	12088	12851	13917
其他	34994	25873	29105	29253
非流动负债	77775	65562	68375	68465
长期借款	23266	23266	23266	23266
其他	54508	42296	45108	45198
负债合计	147419	125545	124789	127132
股本	13085	13085	13085	13085
资本公积	18319	18319	18319	18319
未分配利润	21245	24293	27648	31379
少数股东权益	3789	4132	4510	4931
股东权益合计	57943	62609	66954	71794
负债及权益合计	205362	188155	191744	198926

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3670	3585	3947	4390
折旧和摊销	10838	12120	13035	13584
资产减值准备	491	1784	85	75
无形资产摊销	257	250	250	250
公允价值变动损失	0	10	20	30
财务费用	425	2068	2157	1808
投资损失	-825	-950	-1050	-1000
少数股东损益	351	343	378	421
营运资金的变动	2400	-2388	2948	466
经营活动产生现金流量	17436	12787	24092	19612
投资活动产生现金流量	-20638	1401	400	350
融资活动产生现金流量	6443	-15339	-9727	-788
现金净变动	2974	-1151	14765	19174
现金的期初余额	11788	15508	14357	29122
现金的期末余额	14762	14357	29122	48295

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	97628	102549	109276	118346
营业成本	82646	86346	91792	99410
营业税金及附加	328	350	379	
销售费用	7199	7178	7649	8284
管理费用	3073	3282	3497	3787
财务费用	777	2068	2157	1808
资产减值损失	491	200	300	400
公允价值变动	0	10	20	30
投资收益	825	950	1050	1000
营业利润	3959	4107	4602	5307
营业外收入	880	1000	1100	1000
营业外支出	256	200	300	300
利润总额	4583	4907	5402	6007
所得税	913	978	1077	1197
净利润	3670	3929	4325	4810
少数股东损益	351	343	378	421
归属母公司净利润	3319	3585	3947	4390
EPS(元)	0.25	0.27	0.30	0.34

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	-2.20%	5.00%	6.60%	8.30%
营业利润增长率	-30.00%	3.70%	12.10%	15.30%
净利润增长率	-32.40%	8.00%	10.10%	11.20%
盈利能力(%)				
盈利能力(%)	15.30%	15.80%	16.00%	16.00%
毛利率	3.40%	3.50%	3.60%	3.70%
净利率	6.10%	6.10%	6.30%	6.60%
ROE	15.30%	15.80%	16.00%	16.00%

资产负债率	71.80%	66.70%	65.10%	63.90%
流动比率	0.37	0.37	0.68	0.99
速动比率	0.35	0.35	0.65	0.96

资产周转率	0.50	0.52	0.58	0.61
应收帐款周转率	31.49	32.81	34.39	34.66

每股收益	0.25	0.27	0.30	0.34
每股经营现金	1.33	0.98	1.84	1.50
每股净资产	4.14	4.47	4.77	5.11

PE	17.44	16.15	14.53	12.82
PB	1.05	0.98	0.91	0.85

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。