

# 中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

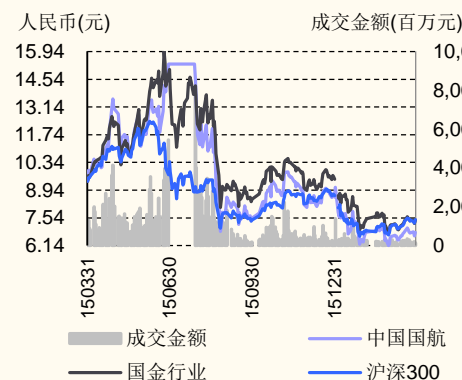
市场价格(人民币): 6.81元

## 汇兑损失压制业绩, 直销收入比重达到 30%

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)	8,522.07
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	89,107.15
年内股价最高最低(元)	15.31/6.14
沪深 300 指数	3216.28
上证指数	3000.64



### 相关报告

1. 《降成本提收益盈利增 7 倍, 短期股价超跌-中国国航业绩点评》, 2015.8.28
2. 《货运复苏明显, 成本领先优势扩大-中国国航业绩点评》, 2015.4.30

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.523	0.672	0.741	0.830
每股净资产(元)	4.15	4.57	5.63	6.32	7.10
每股经营性现金流(元)	1.34	2.43	1.02	1.12	1.14
市盈率(倍)	26.69	16.41	10.13	9.19	8.21
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.97	58.97	58.97
净利润增长率(%)	12.92%	77.98%	28.63%	10.20%	11.97%
净资产收益率(%)	7.07%	11.44%	11.94%	11.72%	11.68%
总股本(百万股)	13,084.75	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

### 事件

- 公司发布 2015 年年度报告。2015 年公司营业收入 1089 亿元, 同比增长 3.85%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 63.44 亿元, 同比增长 114.52%, 基本每股收益 0.55 元/股, 同比增长 77.42%。

### 经营分析

- **国内运力增幅较缓, 加大国际航线运力投放:** 2015 年运送旅客 8981.59 万人次, 同比增长 8.20%, 中转联程旅客达到 553.2 万人, 同比增长 13.3%。出境游旅客人次高速增长, 公司加大国际航线运力投入, 国际客运收入占比超过 30%。整体、国内航线和国际航线的 ASK 同比增长 10.95%、7.62%、18.95%。而需求亦非常旺盛, 整体、国内航线和国际航线的 RPK 同比增长 14.6%、11.5%、24.6%。整体客座率为 79.93%, 同比上升 0.04pts, 国内航线、国际航线客座率分别为 81.97%、77.42%, 分别同比上升 0.69pts, 下降 0.64pts, 基本保持稳定。每收入客公里收益, 国内航线为 0.5891 元, 同比下降 5.36%, 国际航线为 0.4922 元, 同比下降 7.39%, 整体为 0.565 元, 同比下降 6.47%, 主要因为油价下跌, 停止收取燃油附加费。而每可用座位公里的营业成本为 0.3896 元, 同比下降 14.16%。2015 年, 集团共引进飞机 66 架, 退出 16 架, 2015 年底共有飞机 590 架。公司附加收入同比增长 8%。“凤凰知音”会员总数达到 3737 万人, 贡献收入同比增加 15%。头等、公务两舱销售持续增长, 收入同比增加 9%。
- **燃油成本大幅下降, 直销收入占比 30%, 节省费用:** 航油价格大幅下降, 公司航空油料成本同比减少 105 亿元, 减少 30.40%, 对成本的占比从 2014 年的 39.3% 下降到 2015 年的 28.7%。公司有力推动官网、移动应用平台(手机 APP)等直销渠道的扩张, 新增用户 200 余万, 直销收入大幅提升 42%, 占整体收入比重达到 30%。规范分销渠道管理, 调降代理费用, 渠道品质不断提升的同时, 销售费用有效降低约 12.8 亿元, 同比下降 17.2%。
- **汇兑损失侵蚀业绩:** 2015 年, 公司财务费用为 79.49 亿元, 同比增长 47.97 亿元, 其中, 汇兑净损失为 51.56 亿元, 同比增加 47.96 亿元, 主要受美元兑人民币升值的拖累。以 2015 年底情况分析, 如果美元兑人民币升值 1%, 公司净利润会减少 5.3 亿元, 而如果平均航油价格上升 5%, 公司航油成本将上升 12.02 亿元, 对业绩有较大的负面影响。

### 投资建议

- 公司国际航线的收入占比高，受益于出境游。定位于中高端公商务市场，旅客忠诚度高，直销收入比重达到 30%。预计 2016-2018 年的 EPS 为 0.67 元、0.74 元和 0.83 元。

**风险提示**

- 人民币大幅贬值，油价大幅反弹，经济放缓拖累民航需求等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>97,724</b>	<b>104,898</b>	<b>109,006</b>	<b>113,644</b>	<b>117,321</b>	<b>120,833</b>	货币资金	15,508	9,735	7,793	7,212	7,527	8,018
增长率		7.3%	3.9%	4.3%	3.2%	3.0%	应收款项	5,951	5,830	5,545	5,604	5,786	5,959
<b>主营业务成本</b>	<b>-82,657</b>	<b>-87,853</b>	<b>-83,705</b>	<b>-89,176</b>	<b>-94,068</b>	<b>-97,506</b>	存货	1,045	1,100	1,731	1,710	1,804	1,870
%销售收入	84.6%	83.8%	76.8%	78.5%	80.2%	80.7%	其他流动资产	2,923	3,825	4,459	5,339	5,724	6,269
<b>毛利</b>	<b>15,068</b>	<b>17,046</b>	<b>25,301</b>	<b>24,468</b>	<b>23,253</b>	<b>23,327</b>	流动资产	25,426	20,490	19,528	19,865	20,841	22,115
%销售收入	15.4%	16.2%	23.2%	21.5%	19.8%	19.3%	%总资产	12.4%	9.8%	9.1%	9.2%	9.4%	9.7%
营业税金及附加	-309	-188	-274	-341	-352	-362	长期投资	16,686	14,331	14,521	14,521	14,521	14,521
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	155,761	166,056	170,015	175,950	180,735	185,179
营业费用	-7,199	-7,434	-6,148	-6,023	-5,983	-5,921	%总资产	75.8%	79.2%	79.6%	81.7%	81.5%	81.3%
%销售收入	7.4%	7.1%	5.6%	5.3%	5.1%	4.9%	无形资产	4,330	5,280	5,955	5,029	5,469	5,896
管理费用	-3,073	-3,218	-4,024	-4,205	-4,341	-4,471	非流动资产	179,936	189,153	194,176	195,571	200,805	205,687
%销售收入	3.1%	3.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	%总资产	87.6%	90.2%	90.9%	90.8%	90.6%	90.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,486</b>	<b>6,205</b>	<b>14,855</b>	<b>13,899</b>	<b>12,577</b>	<b>12,573</b>	<b>资产总计</b>	<b>205,362</b>	<b>209,643</b>	<b>213,704</b>	<b>215,436</b>	<b>221,646</b>	<b>227,802</b>
%销售收入	4.6%	5.9%	13.6%	12.2%	10.7%	10.4%	短期借款	43,328	34,397	15,455	8,593	43,786	37,648
财务费用	-777	-3,241	-7,949	-3,066	-1,906	-1,824	应付款项	17,467	17,301	22,482	24,747	26,046	26,960
%销售收入	0.8%	3.1%	7.3%	2.7%	1.6%	1.5%	其他流动负债	8,849	8,775	12,276	4,361	4,437	4,565
资产减值损失	-491	130	-182	0	0	0	流动负债	69,644	60,472	50,213	37,701	74,269	69,173
公允价值变动收益	0	7	6	0	0	0	%总资产	33.7%	28.8%	23.5%	17.5%	33.5%	30.4%
投资收益	825	877	1,676	700	900	1,200	长期贷款	23,266	31,829	30,794	30,794	30,794	30,794
%税前利润	17.7%	17.3%	18.4%	5.8%	7.3%	9.3%	其他长期负债	54,508	57,870	66,101	66,193	26,593	27,493
营业利润	4,044	3,978	8,407	11,532	11,570	11,949	<b>负债</b>	<b>147,419</b>	<b>150,171</b>	<b>147,108</b>	<b>134,689</b>	<b>131,657</b>	<b>127,461</b>
%营业收入	4.1%	3.8%	7.7%	10.1%	9.9%	9.9%	<b>普通股股东权益</b>	<b>54,154</b>	<b>54,340</b>	<b>59,820</b>	<b>73,672</b>	<b>82,715</b>	<b>92,917</b>
营业外收支	624	1,101	703	600	800	1,000	少数股东权益	3,789	5,132	6,775	7,075	7,275	7,425
税前利润	4,668	5,079	9,110	12,132	12,370	12,949	<b>负债股东权益合计</b>	<b>205,362</b>	<b>209,643</b>	<b>213,704</b>	<b>215,436</b>	<b>221,646</b>	<b>227,802</b>
利润率	4.8%	4.8%	8.4%	10.7%	10.5%	10.7%							
所得税	-913	-768	-1,823	-3,033	-2,474	-1,942	<b>比率分析</b>						
所得税率	19.6%	15.1%	20.0%	25.0%	20.0%	15.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,755	4,311	7,287	9,099	9,896	11,007	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	351	468	446	300	200	150	每股收益	0.260	0.294	0.523	0.672	0.741	0.830
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,404</b>	<b>3,844</b>	<b>6,841</b>	<b>8,799</b>	<b>9,696</b>	<b>10,857</b>	每股净资产	4.139	4.153	4.572	5.630	6.321	7.101
净利率	3.5%	3.7%	6.3%	7.7%	8.3%	9.0%	每股经营现金净流	1.333	1.339	2.427	1.018	1.123	1.141
							每股股利	0.045	0.052	0.000	0.050	0.050	0.050
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.29%	7.07%	11.44%	11.94%	11.72%	11.68%
							总资产收益率	1.66%	1.83%	3.20%	4.08%	4.37%	4.77%
							投入资本收益率	2.48%	3.63%	8.87%	7.38%	5.40%	5.60%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-2.12%	7.34%	3.92%	4.25%	3.24%	2.99%
							EBIT增长率	-38.25%	38.31%	139.40%	-6.44%	-9.51%	-0.03%
							净利润增长率	-31.21%	12.92%	77.98%	28.63%	10.20%	11.97%
							总资产增长率	34.23%	2.08%	1.94%	0.81%	2.88%	2.78%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	11.3	10.6	11.1	12.0	12.0	12.0
							存货周转天数	4.7	4.5	6.2	7.0	7.0	7.0
							应付账款周转天数	50.9	49.0	51.2	52.0	52.0	52.0
							固定资产周转天数	463.1	485.8	499.8	495.3	491.5	488.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	120.94%	123.88%	85.06%	62.38%	94.73%	78.35%
							EBIT利息保障倍数	5.8	1.9	1.9	4.5	6.6	6.9
							资产负债率	71.78%	71.63%	68.84%	62.52%	59.40%	55.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-30	增持	3.33	N/A
2	2014-08-27	增持	3.58	N/A
3	2014-10-29	增持	4.20	N/A
4	2015-03-27	买入	9.18	11.00~14.00
5	2015-04-30	买入	13.12	16.00~17.00
6	2015-08-28	买入	7.19	10.00~11.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**特别声明：**

国金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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD