



2017 年 04 月 13 日

买入(首次评级)

当前价: 9.42 元
目标价: 12.1 元

交运及设备行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

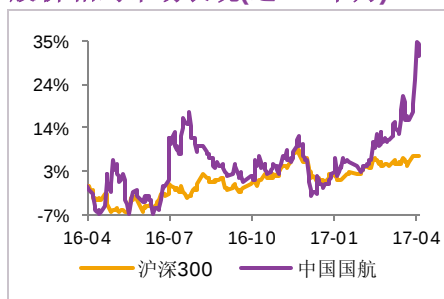
研究助理: 牛永涛

电话: 13810660508
邮箱: niuyongtao@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

电话: 18701150220
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	113964	125360	137896	151686
(+/-)	4.62%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	6814	8821	9688	11102
(+/-)	0.59%	29.45%	9.83%	14.60%
EPS(元)	0.55	0.61	0.67	0.76
P/E	17.13	15.51	14.12	12.32

资料来源: 联讯证券研究院

中国国航(601111.SH)

【联讯交运公司点评】中国国航：供需持续向好，静待旺季收获

投资要点

公司发布 2016 年年报, 全年实现营业收入 1139.64 亿元, 同比增长 4.62%, 实现归属母公司净利润 68.14 亿元, 同比增长 0.59%, 实现扣非后归属母公司净利润 61.72 亿元, 同比下降 2.71%。EPS 为 0.55 元/股, 加权平均净资产收益率 10.61%。同时, 拟每 10 股现金分红 1.0771 元 (含适用税项)。

✧ 供需两旺, 国际航线稳增长, 客座率持续提升

报告期内, 国航共实现客运收入 1016.39 亿元, 同比增长 45.71 亿元, 占主营业务的 91.4%。其中, 因运力投入增加而增加收入 83.09 亿元, 因收益水平降低而减少收入 46.81 亿元, 因客座率上升而增加收入 9.43 亿元。截至 2016 年末, 国航共有飞机 623 架 (2016 年引进 54 架, 退出 21 架, 净增 33 架), 平均机龄 6.36 年, 经营的客运航线达到 378 条, 航线覆盖全球六大洲。

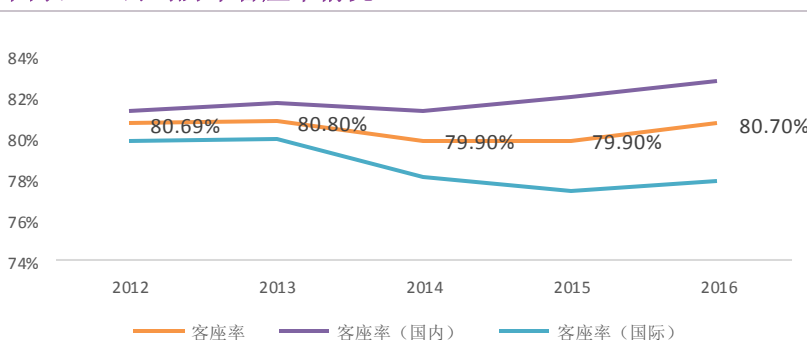
图 1: 公司营收及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院

供给端方面, 运力投入持续增加, 共投入 2332.18 亿可用座位公里。ASK 同比增长 8.56%, 其中, 国内航线同比增长 5.42%; 国际航线运力投入较大, 同比增长 16.04%。需求端方面, 同步稳增, 实现客运总周转量 1881.58 亿收入客公里, RPK 同比增长 9.58%, 其中, 国内航线同比增长 6.54%, 国际航线同比增长 16.56%。投产效率进一步提升, 客座率保持稳步提升, 总体客座率 80.68% (+0.75pct), 国内航线客座率 82.84%, 国际航线客座率 77.76%。

图 2: 公司历年客座率情况

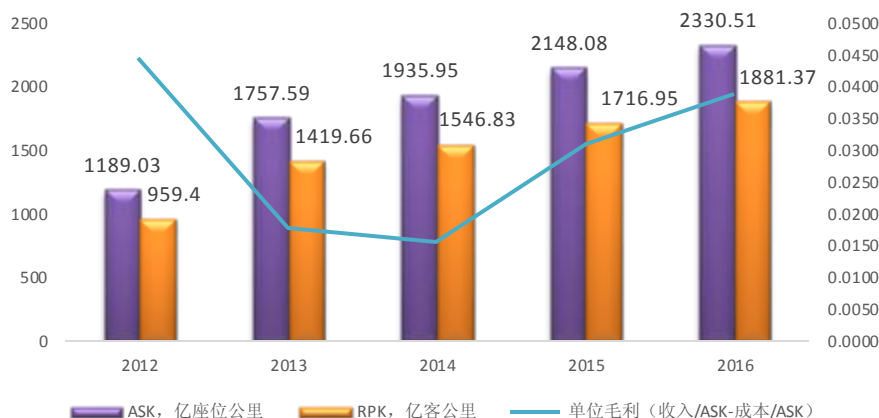


资料来源: 公司公告, 联讯证券研究院



收益水平方面，每收入客公里同比降低 4.43%至 0.5399 元。其中，国内航线进行优化调整，向纵深拓展航线网络，收益水平相对平稳，微幅下滑 0.56%至 0.5858 元；国际航线受恐怖袭击事件的冲击，明显下滑 11.23%至 0.4369 元。

图表 3：公司供需结构



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

✧ “提直降代”，优化债务结构，提高盈利能力

报告期内，国航注重提质增效，加强成本管控，“两金”压降效果明显，公司“提直降代”成效显著，直销渠道有效拓展，直销收入同比大幅提升 33%，收入占比达到 40.6%，代理费用支出进一步下降。

受国内经济增速放缓、美元强势及美联储加息等因素影响，人民币兑美元汇率大幅贬值 6.39%。面对美元升值的压力，公司一方面通过调整飞机引进模式，有效控制美元带息债务规模；另一方面通过积极调整债务币种结构，使公司美元带息债务规模及比重显著下降，有效地将汇兑损失降低至 42.34 亿元。

图表 4：公司费用及毛利率情况



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

公司在生产规模持续扩大的同时，通过大项成本过程管理、结构成本调整等举措，实现运输成本水平同比下降。报告期内，公司毛利率增加 0.28 个百分点至 23.33%，盈利能力有所提高。同时，公司积极进行转型创新商业模式，提升营销能力，电商平台功能全面增强，带动公司电子商务收入同比增长 54%。

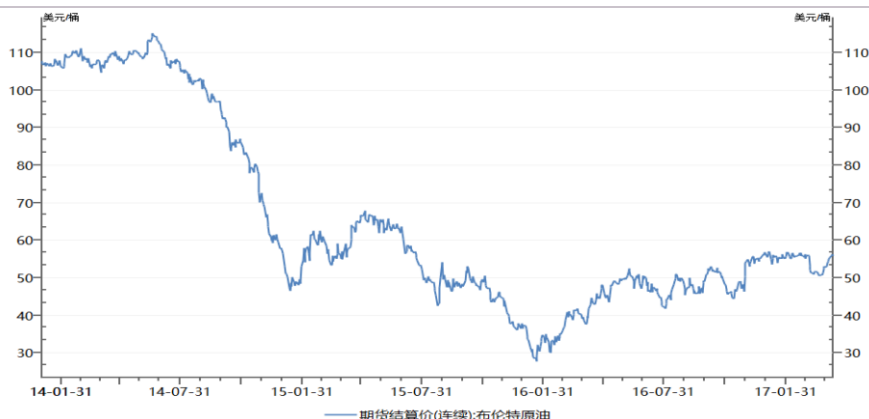
✧ 全年油价低位运行，Q4 油价上行导致亏损

航油成本是公司最主要的成本支出，国际原油价格的波动以及发改委对国内航油价格的调整都会对盈利产生较大的影响。2016 年布油均价为 45.13 美元/桶，较上一年的 53.60 美元/桶下降 15.8%，2016 年公司燃油成本占比下降



明显，由 2015 年占比 28.73% 降至 2016 年的 25.21%，燃油成本同比减少 20.61 亿元。得益于全年油价的低位运行，大幅增厚公司利润。

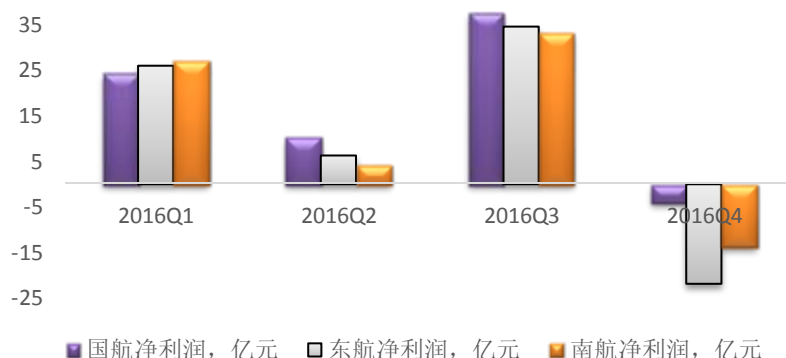
图表 5：布伦特原油走势



资料来源：Wind，联讯证券研究院

但从 2016Q4 开始，受国际原油输出组织减产影响，国际油价呈现探底回升走势，布油由 2016 年年初的 37.22 美元/桶增长至年底的 56.82 美元/桶。公司 2016Q4 亏损 4.13 亿元，但相较于东航、南航，国航的亏损幅度较小（东航亏损 21.86 亿元，南航亏损 13.86 亿元）。我们预计 2017 年国际油价稳中有升或将是大概率事件，航油成本提升或使公司业绩承压。

图表 6：三大航分季度净利润



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

✧ 受国泰拖累，投资收益大幅下降

国航持有国泰航空 29.99% 的股权，2016 年国泰营收 803.36 亿元，同比下降 3.49%，归母净利润 -4.98 亿元，同比下降 110.21%。国泰 ASK1460.9 亿 (+2.4%)，RPK1234.8 亿 (+0.9%)，运输旅客 3432.3 万人次 (+0.8%)，平均客座率为 84.5% (-1.2%)。2016 年，集团应占合联营企业本年净利润为 0.22 亿元，同比减少 15.98 亿元，主要是联营企业国泰航空本年利润减少，本年确认国泰航空投资收益 -6.58 亿元，同比减少 16.67 亿元，降幅达 165.29%。

✧ 增强多方合作，开展与汉莎联营安排

公司与汉莎航空达成航线联营安排，通过联营公司在欧洲市场的整体竞争实力将显著增强。国航与汉莎共同持有 AMECO 股权，股权重整后国航持有其 75% 股权，2016 年实现营收 68.27 亿元，税后利润 0.92 亿元。此外，公司与新加坡航空公司及其子公司胜安航空公司等分别开展代码共享合作，目前代码共享合作航空公司已达到 35 家，代码共享航班数量达到每周 15037 班；与美



国联合航空公司签署十年战略合作协议，将在商务及运营等方面加强合作；与星空联盟成员筹划北京枢纽改造和北京新机场建设，并达成合作方案。

✧ 着手打造国航“北京枢纽+均衡互补”的节点网络

国航是北京枢纽的市场领导者，北京的区位优势 and 客源结构优势有利于公司保持较高收益水平。随着东航、南航等天合联盟成员搬离北京新机场运营，公司将迎来北京枢纽建设的历史性机遇。公司形成了以北京为核心复合枢纽，以成都为区域枢纽，以上海为重要国际门户，以深圳为珠三角核心的四角菱形结构和广泛均衡的国内、国际航线网络。菱形网络系统覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域。公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的优势，公司是中欧、中美航线最大承运人，全球网络布局持续优化，国际转国际联程旅客流量大幅增长 49%。截至 2016 年 12 月 31 日，公司经营的客运航线条数达到 378 条，其中国际航线 102 条，地区航线 14 条，国内航线 262 条，通航国家及地区 41 个。此外，公司还积极开展国际化合作，35 家合作伙伴为公司提供每周 15037 班次代码共享航班；通过与星空联盟成员合作，将服务进一步拓展到全球 192 个国家的 1330 个目的地。

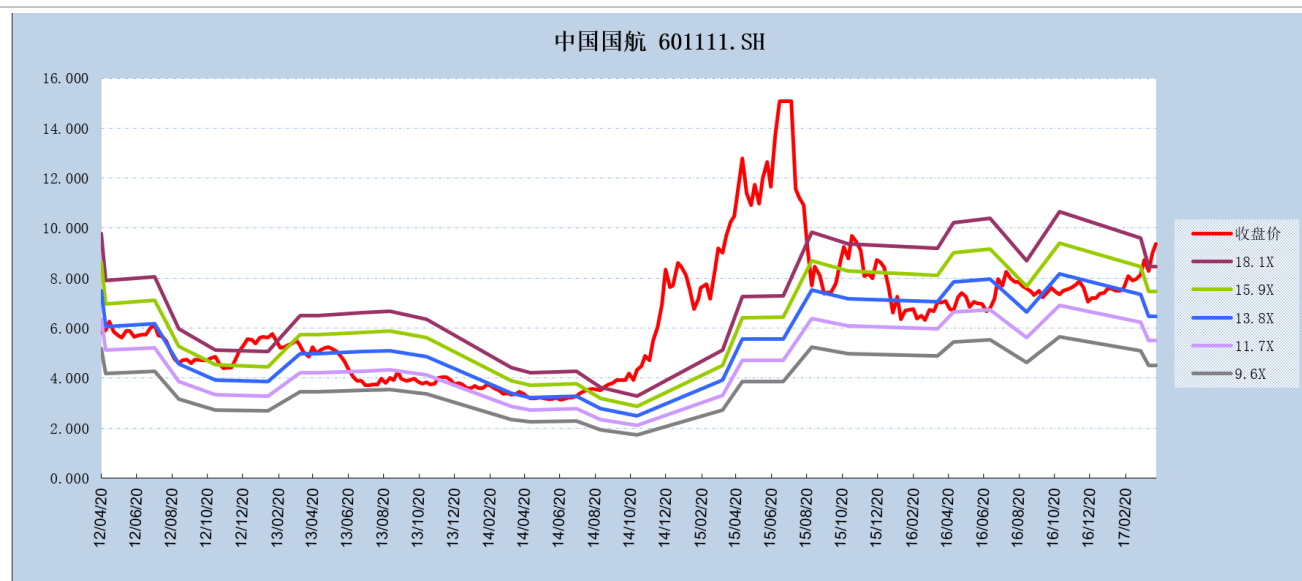
✧ 盈利预测与投资评级

三大区域战略京津冀、“一带一路”、长江经济带将加强区域之间的联系与协同，预计公司 2017~2019 年归母净利润为 88.21 亿元、96.88 亿元、111.02 亿元，对应 EPS 为 0.61 元、0.67 元、0.76 元。考虑到公司地位、航线优势以及强烈混改预期，给予 2017 年 20 倍 PE，目标价 12.1 元，给予“买入”评级。

✧ 风险提示：油价上涨的风险；人民币贬值的风险；铁路分流的风险。

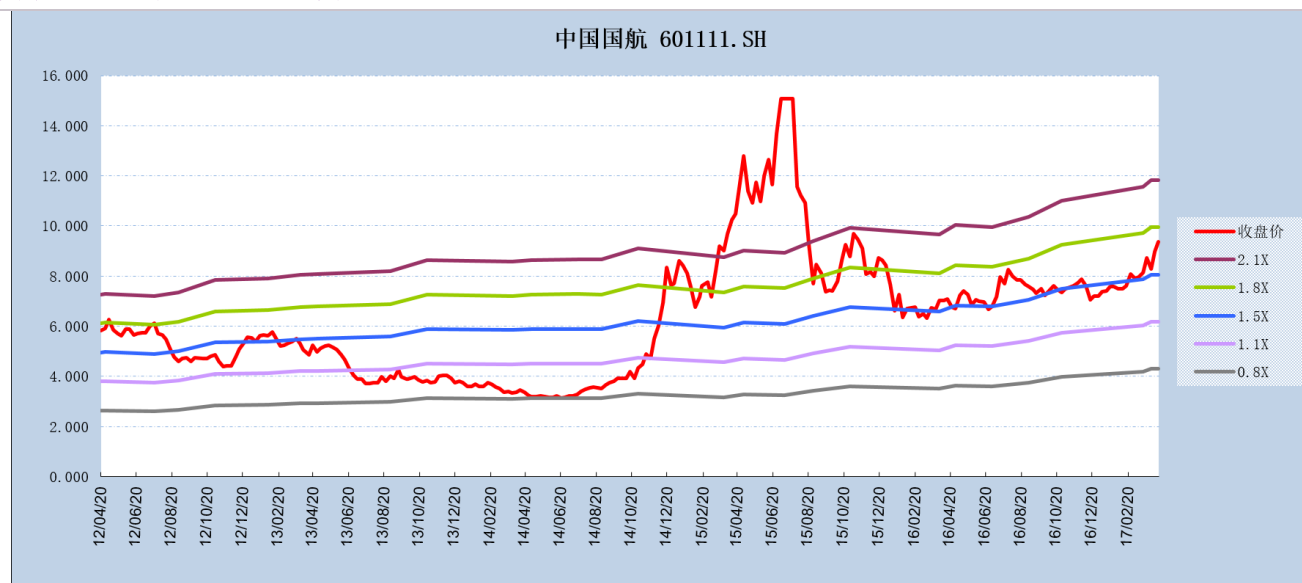


图表 7: 公司 PE-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表 8: 公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	19,322	21,255	23,380	25,718	经营活动现金流	30,724	32,261	33,874	35,567
现金	7,322	15,348	23,110	30,528	净利润	7,764	9,789	10,676	12,110
应收账款	3,286	3,615	3,976	4,374	折旧摊销	13,643	14,325	15,041	15,793
其它应收款	1,923	2,116	2,327	2,560	财务费用	7,494	8,023	9,101	10,011
预付账款	1,137	1,251	1,376	1,513	投资损失	-88	-615	-738	-886
存货	1,681	1,849	2,034	2,237	营运资金变动	-13,838	655	823	1,009
其他	3,973	-2,923	-9,443	-15,494	其它	15,750	83	-1,030	-2,471
非流动资产	204,806	215,046	225,798	237,088	投资活动现金流	-19,013	-13,309	-14,640	-16,104
长期投资	15,169	15,927	16,724	17,560	资本支出	20,635	21,667	22,750	23,887
固定资产	148,910	156,356	164,173	172,382	长期投资	15,169	15,927	16,724	17,560
无形资产	4,252	4,465	4,688	4,923	其他	-54,817	-50,903	-54,113	-57,551
其他	36,475	38,298	40,213	42,224	筹资活动现金流	-12,140	-10,926	-11,472	-12,045
资产总计	224,128	236,301	249,178	262,806	短期借款	14,489	15,213	15,974	16,773
流动负债	63,846	65,123	66,426	67,754	长期借款	12,835	13,092	13,354	13,621
短期借款	14,489	15,213	15,974	16,773	其他	-39,464	-39,231	-40,800	-42,439
应付账款	11,776	12,011	12,252	12,497	现金净增加额	-428	8,026	7,762	7,418
其他	37,582	37,899	38,200	38,485					
非流动负债	83,808	85,484	87,194	88,938	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
长期借款	12,835	13,092	13,354	13,621	成长能力				
其他	70,973	72,392	73,840	75,317	营业收入	4.62%	10.00%	10.00%	10.00%
负债合计	147,655	150,608	153,620	156,692	营业利润	10.08%	19.04%	13.72%	13.65%
少数股东权益	7,597	7,977	8,376	8,795	归属母公司净利润	0.59%	29.45%	9.83%	14.60%
归属母公司股东权益	68,876	77,716	87,183	97,320	获利能力				
负债和股东权益	224,128	236,301	249,178	262,806	毛利率	23.48%	23.20%	23.35%	23.50%
					净利率	5.98%	7.04%	7.03%	7.32%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE	10.85%	12.07%	11.78%	12.01%
营业收入	113,964	125,360	137,896	151,686	ROIC	5.30%	6.72%	7.51%	8.73%
营业成本	87,203	96,277	105,698	116,040	偿债能力				
营业税金及附加	294	313	345	379	资产负债率	65.88%	63.74%	61.65%	59.62%
营业费用	5,595	5,641	5,792	6,219	流动比率	0.30	0.33	0.35	0.38
管理费用	4,032	4,513	4,964	5,461	速动比率	0.28	0.30	0.32	0.35
财务费用	7,494	8,023	9,101	10,011	营运能力				
资产减值损失	254	279	307	338	总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.59
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	32.81	36.33	36.33	36.33
投资净收益	88	615	738	886	应付账款周转率	7.41	8.09	8.71	9.38
营业利润	9,181	10,928	12,428	14,123	每股指标(元)				
营业外收入	1,155	1,178	1,201	1,225	每股收益	0.55	0.61	0.67	0.76
营业外支出	116	186	195	205	每股经营现金	2.35	2.22	2.33	2.45
利润总额	10,219	11,920	13,434	15,144	每股净资产	5.84	5.90	6.58	7.31
所得税	2,456	2,131	2,758	3,034	估值比率				
净利润	7,764	9,789	10,676	12,110	P/E	17.13	15.51	14.12	12.32
少数股东损益	950	969	988	1,008	P/B	1.61	1.60	1.43	1.29
归属母公司净利润	6,814	8,821	9,688	11,102	EV/EBITDA	8.66	10.77	9.73	8.79
EBITDA	30,425	25,253	27,469	29,917					

资料来源：联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com