国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 23 日

中国国航（601111）\交通运输

——享受航线布局红利，期待新一代混改落地

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	9.39 元
目标价格：	9.60 元

投资要点：

➢ **枢纽与航线布局具备先发优势，供需向好将带来提价红利**

中国国航现有的菱形布局涵盖了国内出行需求最旺盛的几大区域。国内航线方面，国航的枢纽航线占比在三大航中最高；国际航线方面，国航已在欧美远程航线占据最大市场份额。此外，国航的中高端定位也为其培养了最高质的客源结构。结合以上几点，我们认为在行业供给增速持续放缓，需求保持旺盛的背景下，国航将最大程度受益于机票提价带来的红利。

➢ **油价与汇率扰动相对最小**

根据2016年末的运营状态进行敏感性分析，油价/汇率变动1%将分别影响中国国航净利润的4.83%和2.84%，在三大航中皆处于最低水平，证明其抗风险能力最强。此外，根据国联石化和宏观组测算，17年油价将在55美元附近整荡，汇率将上升约1%，预计油价成本与汇兑损失同比大幅减少15亿元左右，考虑到国航仍将进一步缩减美元负债，实际影响可能更低。

➢ **货运板块将是混改重点**

中国国航是航司改革的排头兵，开辟了央企与外资交叉持股的先河。随着东航与南航相继完成客运业务外资引入计划、国有企业结构调整基金的入股、东航物流分拆混改，预示着国航下一轮改革将投向货运板块，而中国国际货运公司（国货航）的混改可能性较大。此外，国际贸易疲弱、货运运营承压的局势也提升了货运板块引入战略投资者的诉求，综合分析看，国货航引入快递或货运代理公司的概率较大，也能为双方带来协同效应。

➢ **投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级**

我们预测2017-2019年公司的EPS分别为0.59、0.62、0.76元，对应PE分别为15.82、15.03、12.30倍，考虑到汇率油价影响趋弱、行业景气度回升、航线枢纽质量高，首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价9.60元。

➢ **风险提示**

地缘政治风险、宏观经济风险、不可抗力灾害、油价与汇率异常波动

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	108,929.11	113,963.99	127,218.00	138,107.86	151,020.95
增长率（%）	3.91%	4.62%	11.63%	8.56%	9.35%
EBITDA（百万元）	25,271.74	27,201.91	31,078.02	33,469.67	37,264.55
净利润（百万元）	6,774.01	6,814.02	8,621.02	9,072.27	11,084.62
增长率（%）	79.09%	0.59%	26.52%	5.23%	22.18%
EPS（元/股）	0.47	0.47	0.59	0.62	0.76
市盈率（P/E）	20.13	20.02	15.82	15.03	12.30
市净率（P/B）	2.28	1.98	1.79	1.63	1.46
EV/EBITDA	7.24	6.87	5.90	5.31	4.56

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	9,962/8,522
流通 A 股市值（百万元）	81,982
每股净资产（元）	5.26
资产负债率（%）	65.88
一年内最高/最低（元）	9.79/6.61

一年内股价相对走势

陈晓　　分析师
执业证书编号：S0590513120001
电话：0510-82833217
邮箱：chenx@glsc.com.cn

王正成　　联系人
电话：0510-85613713
邮箱：wangzc@glsc.com.cn

相关报告

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1. 公司概况 4
1.1. 国航历史：袭承北京民航管理局 4
1.2. 机队规模：宽体机数量在三大航中最多 4
1.3. 航线分布：欧、美线具备先发优势 5
1.4. 枢纽布局：北京、成都为主要基地 6
2. 行业展望：需求增长稳健，供给暂遇瓶颈 8
2.1. 消费升级刺激出行需求 8
2.2. 机场资源决定供给瓶颈 9
2.3. 现状：供给降速，需求旺盛 9
3. 国航：精品航线高占比，提价窗口正来临 11
4. 油价与汇率分析 13
4.1. 油价：国航敏感性最弱 13
4.2. 汇率：趋稳背景下，影响微弱 14
5. 北京新机场：国航受益最大 15
6. 货运将成为混改关键领域 16
7. 盈利预测 17
7.1. 关键性假设 17
7.1. 估值 17

图表目录

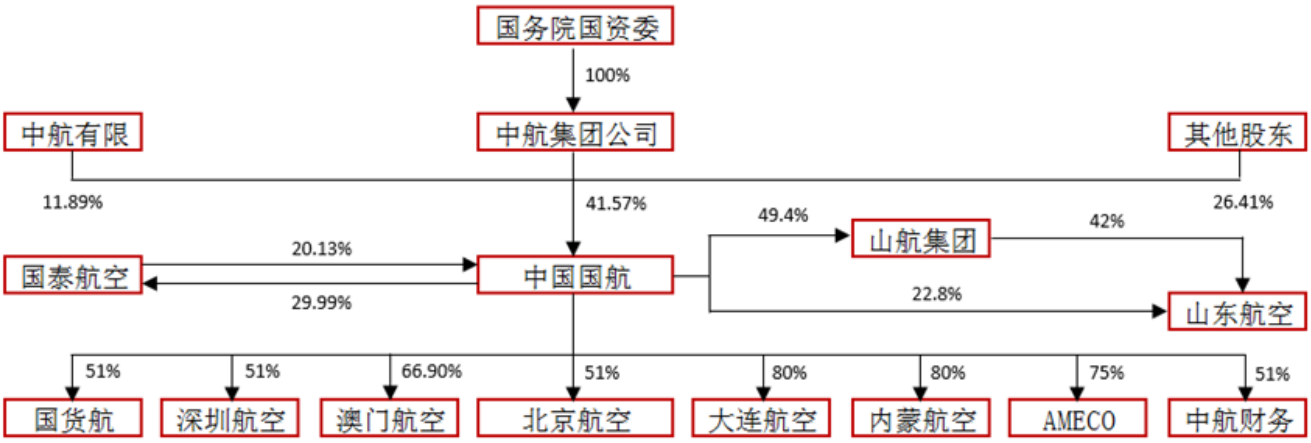
图表 1：中国国航股权架构 4
图表 2：三大航宽体机队数量（2016-2019E） 5
图表 3：三大航窄体机队数量（2016-2019E） 5
图表 4：三大航整体机队数量（2016-2019E） 5
图表 5：中国国航当前航线布局 6
图表 6：国内主要机场旅客吞吐量及其同比增速 7
图表 7：国航主要枢纽机场的地理位置 7
图表 8：IATA：年龄与乘机次数的比率统计 8
图表 9：中国人口年龄段分布 8
图表 10：五国出境游次数与人均 GDP 的关系 9
图表 11：2010-2017E 内地居民出入境人次及其同比 9
图表 12： 三大航 2015Q1-2017Q1 ASK 同比增速 10
图表 13： 三大航 2015Q1-2017Q1 RPK 同比增速 10
图表 14： 三大航 2015Q1-2017Q1 客座率同比增速 10
图表 15： 新获批国际航线对比（2016Q1 与 2017Q1） 10
图表 16：综合票价指数 2015.1-2017.1 11
图表 17：首都国际机场 11
图表 18：成都双流国际机场 11
图表 19：深圳宝安机场 11
图表 20：广州白云机场 11
图表 21：上海浦东国际机场 12
图表 22：上海虹桥国际机场 12
图表 23：原油价格近期走势（近三年） 13
图表 24：中国国航成本分拆 13
图表 25：三大航对油价变动的敏感性分析 13
图表 26：三大航对汇率变动的敏感性分析（百万元） 14
图表 27：中国国航美元负债情况（2012-2017） 15
图表 28：北京新机场区位示意图 15
图表 29：外运发展近年货运代理量（万吨）及增速 17
图表 30：中国国航近年 AFTK 及其增量 17
图表 31：PE Band 17
图表 32：PB Band 17
图表 33：财务预测摘要 18

1. 公司概况

1.1. 国航历史：袭承北京民航管理局

中国国航成立于 1988 年，是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，且承担着中国国家领导人出国访问的专机任务。2002 年，中国国际航空公司联合中国航空总公司和中国西南航空公司，整合三方运输资源，获取了华东与西南区域枢纽，组建了新的中国国际航空公司。2004 年，经国务院批准，国航股份在北京成立，并在香港（股票代码 0753）和伦敦（交易代码 AIRC）分别上市。随后，公司于 2010 年通过增资获取了深圳航空的控股权，进而取得了珠三角的枢纽基地。此外，公司还在近几年收购了山东航空部分股权，并与国泰航空实现交叉持股，控股了大连航空和内蒙航空，并加入了星空联盟与其他国际航空公司实现了代码共享。中国国航始终走在改革前沿，并通过一系列整合，获取航线与枢纽资源，继而确立了市场领先的地位。目前，公司的股权结构如下：

图表 1：中国国航股权架构



来源：公司年报，国联证券研究所

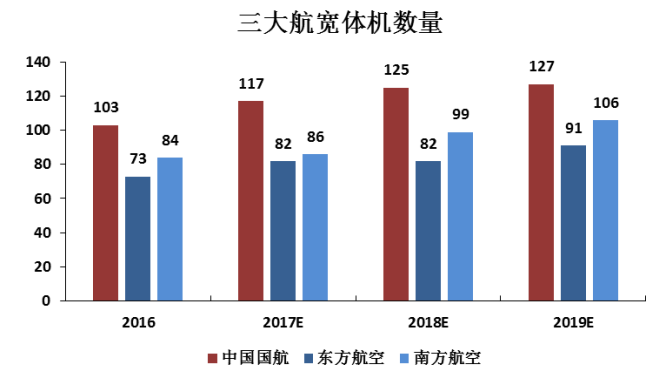
1.2. 机队规模：宽体机数量在三大航中最多

截至 2016 年末，国航的机队规模达到 623 架，在三大航中处于中位：其中宽体机数量为 103 架、窄体机数量为 498 架。按照公司规划，未来三年，国航的机队规模将分别同比增加 6.10%/ 4.39%/ 5.07%，并将于 2019 年末达到 725 架，其中宽体机数量增速为 13.59%/ 6.83%/ 1.60%，窄体机数量增速为 4.82%/ 4.02%/ 6.07%。

中国国航的发展策略可以从机队规模的配置中得到一些体现：在国有三大航中，国航的整体机队规模处于中位，但在宽体机数量上，国航的数量优势却较为明显。与其他航空公司较多布局航程偏中短途的日、韩、东南亚等区域的国际航线不同，国航

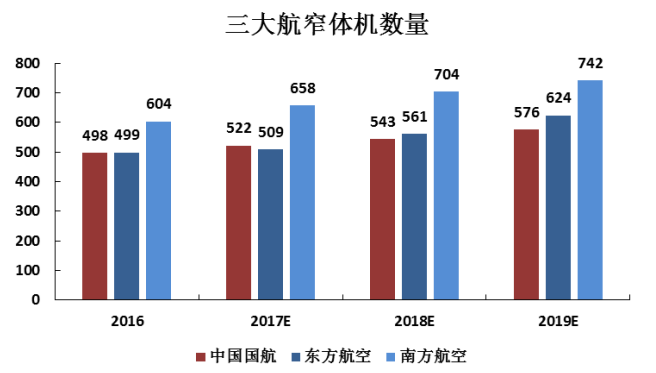
定位于服务中高端旅客，航线也更多集中在航程更远的欧洲和美洲。目前国航飞往美洲、欧洲、澳洲的 ASK 占比达到 34%，这也使得国航对于宽体机的需求量比东航和南航更多。

图表 2：三大航宽体机队数量（2016-2019E）



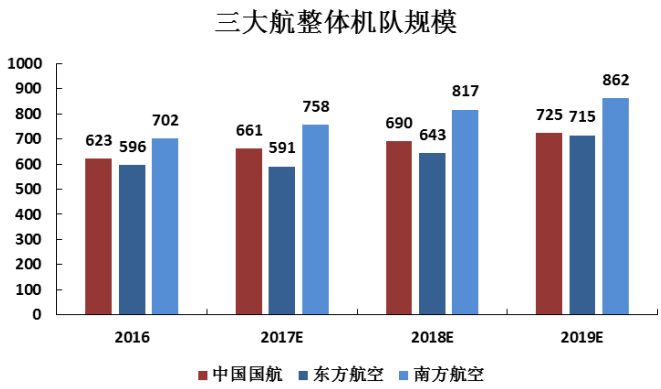
来源：公司年报，国联证券研究所

图表 3：三大航窄体机队数量（2016-2019E）



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 4：三大航整体机队数量（2016-2019E）



来源：公司年报，国联证券研究所

1.3.航线分布：欧、美线具备先发优势

由于继承了民航北京管理局的相关航线资源，国航实际上成为了众多往返于中国至欧美航线的首个承运人：

1974 年开通的北京—卡拉奇—巴黎，是中国民航开辟的首条中欧航线；

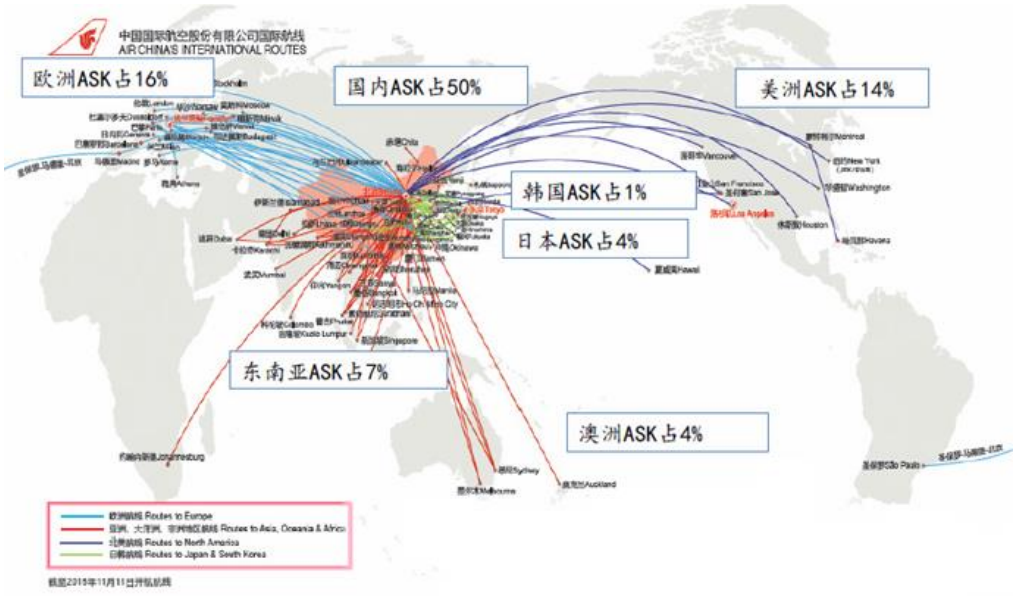
1981 年开通的北京—上海—旧金山—纽约，则是中国民航开辟的首条中美航线。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司经营的国际航线已达 102 条，覆盖 41 个国家和地区，成为亚洲地区唯一覆盖除南极洲外的航空公司。此外，公司还积极开展国际化合作，与 35 家航空公司进行代码共享航班合作；与星空联盟合作，将服务拓展到了

全球 192 个国家的 1330 个目的地。

国航在往返于中国的国际航线中处于绝对的领先地位，统计数据显示，国航的前十大航线 ASK 占其国际航线总 ASK 的 39%（CAPA, 2016），而这些航线的目的地分别是洛杉矶、纽约、法兰克福、巴黎、伦敦、悉尼、墨尔本等一线大城市，主要往返于首都国际机场。鉴于首都国际机场与欧美一线城市的时刻都较为紧张，新增航线的难度较大，国航的现有资源可以支持其在需求回暖的前提下提升票价，这其中的驱动因素将会是欧美经济复苏带来的周期性需求回暖和国内消费升级带来的新增需求。

图表 5：中国国航当前航线布局



来源：公司官网，国联证券研究所

1.4.枢纽布局：北京、成都为主要基地

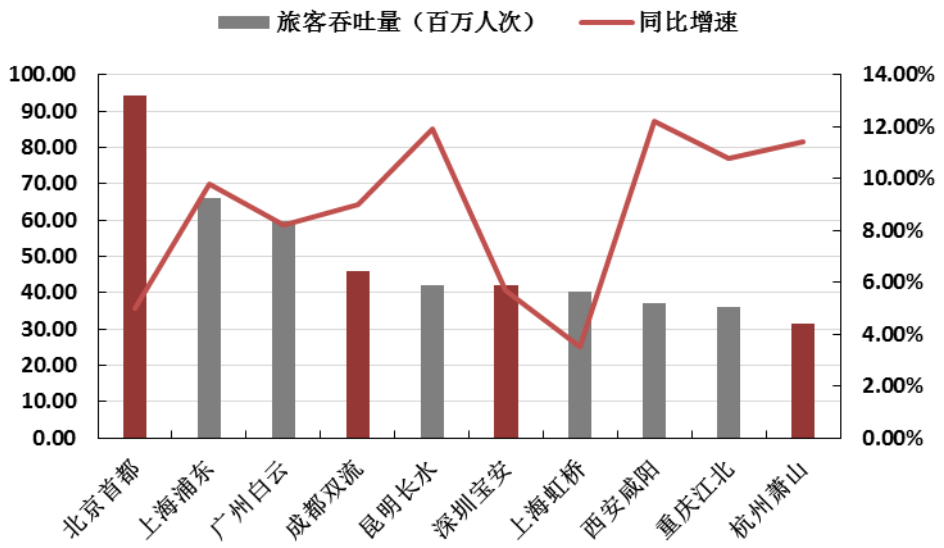
枢纽网络战略是世界各国机场为了应对航空市场同质化竞争而探索出的商业模式。各家航空公司在其枢纽基地占据支配地位，其他竞争对手难以在其枢纽基地扩张航线资源，或与东道主抗衡收益能力。因此，各家航司枢纽机场的区域布局对于其盈利水平和未来发展起到了决定性作用。

中国国航在设立之初便将主基地设在首都国际机场，并在日后通过一系列的资源整合获取了成都和深圳两大核心枢纽，且在上海、广州机场也占据了十分可观的市场份额，最终形成了以北京、成都、深圳、上海为主节点，以杭州、重庆、大连、天津为次节点的网络架构。地理上看，这个网络覆盖了京津冀、西南、珠三角和长三角地区，涵盖了我国当前经济最为发达、未来发展前景最为可观的区域，可攻可守、布局绝佳。

数据上看，主基地首都国际机场 2016 年旅客吞吐量位列中国第一、世界第二，而上海浦东、上海虹桥、西南枢纽成都机场、华南枢纽深圳机场则分列国内机场旅客吞吐量的第二、六、四、五位。

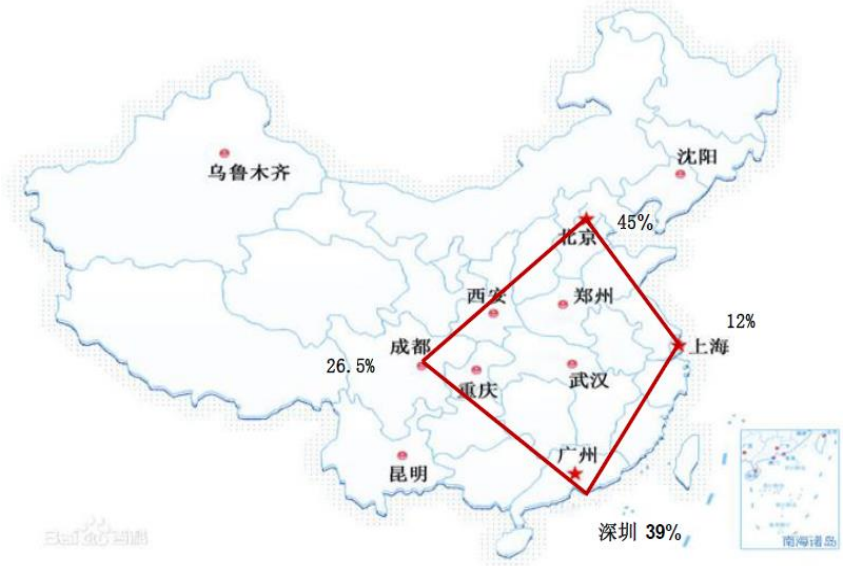
国航在首都与成都机场拥有较为完善的基础设施，并通过控股相关飞机工程服务公司（成都富凯与 AMECO），使成都与北京两地枢纽也成为了其飞机维修的主要基地。

图表 6：国内主要机场旅客吞吐量及其同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：国航主要枢纽机场的地理位置



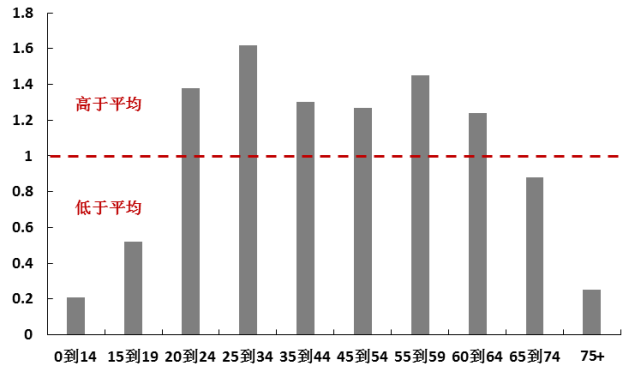
来源：网上资料，国联证券研究所

2. 行业展望：需求增长稳健，供给暂遇瓶颈

2.1.消费升级刺激出行需求

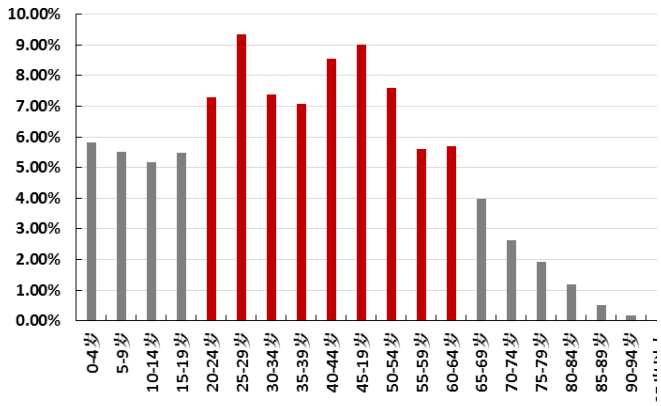
人口结构使我国航空出行进入高速发展期。根据 IATA 的研究，在 20-64 岁年龄段，人们的出行频次要普遍高于其他年龄段。结合国情，我国在 1970 年与 1990 年前后先后迎来两个人口激增时期，而这两批人的当前年龄分别在 45 与 25 岁左右。45 岁人群在解决“车子”、“房子”、“孩子”三大人生消费之后，支出意愿开始向旅游娱乐等活动转移。而 25 岁人群涵盖“80 后”、“90 后”等人群，他们已积聚了两代人的财富且逐步开始实现自身的财务自由，具备较强的超前消费意愿。我们也有理由相信随着中产阶级比例的提高，这种消费习惯会在更年轻的群体中蔓延扩散，而“二胎”政策的放开，则将使航空业分享更长远的人口红利。

图表 8：IATA：年龄与乘机次数的比率统计



来源：IATA，国联证券研究所

图表 9：中国人口年龄段分布



来源：国家统计局，国联证券研究所

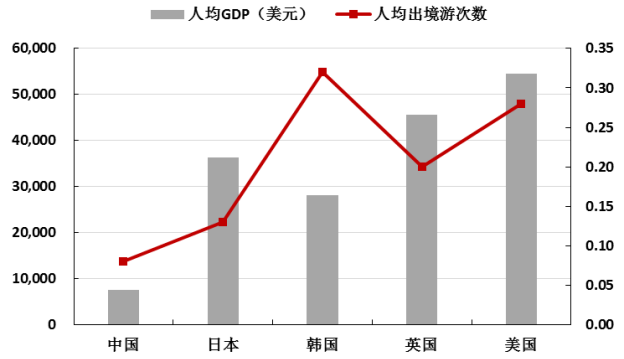
收入增长是提升航空旅行能力的基础。一般认为，当某国人均 GDP 达到 10000 美元时，该国的旅游业将会进入国内旅游的快速发展期；当人均 GDP 达到 20000 美元时，则将进入出国旅游的快速增长期。而当前中国人均 GDP 不足 10000 元，年均出境次数仅为 0.08 次，远低于美国的 0.28 次、韩国 0.32 次和日本的 0.13 次。2009 年至今，中国内地居民出入境次数平均年增速为 13.58%，而同期国际航班的 ASK 增速则仅有 8%。从长远来看，随着本国 GDP 的增长，仍有较大的发展空间。

我们认为，在中产阶级崛起、消费升级的大背景下，境内、境外游的需求仍将保持强势，原因在于：

1）当前我国人均出境次数仍处于较低水平，未来随着人均 GDP 的持续增长，财富积累的提升将会提升旅行的能力；

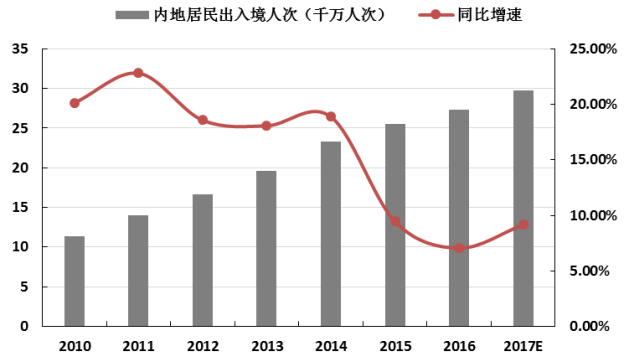
2）落地签国家持续增加、签证手续不断简化、支付方式更加便捷将提升国民出境游的意愿。

图表 10：五国出境游次数与人均 GDP 的关系



来源：Wind，国联证券研究所

图表 11:2010-2017E 内地居民出入境人次及其同比



来源：Wind，国联证券研究所

2.2.机场资源决定供给瓶颈

机场设施和空域资源是制约航司航线扩张的重要因素。相关数据显示，中国目前 TOP10 机场的客流集中度为 55%，但现有的几大枢纽机场（北上广）却均面临着时刻资源紧缺的情况：TOP10 机场的产能利用率已接近 90%，航班执行率也逼近 100%。就机场建设来看，北京新机场、浦东二期扩建和白云二期扩建等工程几乎都要到 2019 年左右才能投入使用。此外，机场产能的释放还必须与空域资源相匹配，而中国又实行着最严格的空域管制：80%的空域由军方控制，仅有 20%可供民用。这使得短期内，一线城市的航线供给遭遇了瓶颈。

另一方面，**二三线机场基础设施的建成完善能在疏导部分一线机场的流量**，也为当地城市居民的出行提供便捷，成为国内航线的需求带来新的增长点，也是各大民营航空公司抓紧布局的重要领域。根据“中国民航十三五规划”，到 2020 年末，我国民用航空机场将由 2015 年末的 207 个增长至 260 个，运输机场直线 100km 半径范围内覆盖的地级市将由 87.2%提升至 93.2%，保障起降次数将由 857 万次提升至 1300 万次。预计未来三年二十大机场的产能复合增速不会超过 5%，这与 10%以上的 ASK 增速形成巨大反差。

2.3.现状：供给降速，需求旺盛

在上一章节中，我们已经具体讨论了当前限制国内航司供给的主要因素，具体从三大航公布整理的 2017Q1 的数据来看：可用座公里(ASK)增速由 2016Q1 的 11.86%跌至 7.47%。分区域来看，国际线运力增速由 29.58%降至 9.07%，而国内线则由 5.09%略升至 7.52%。

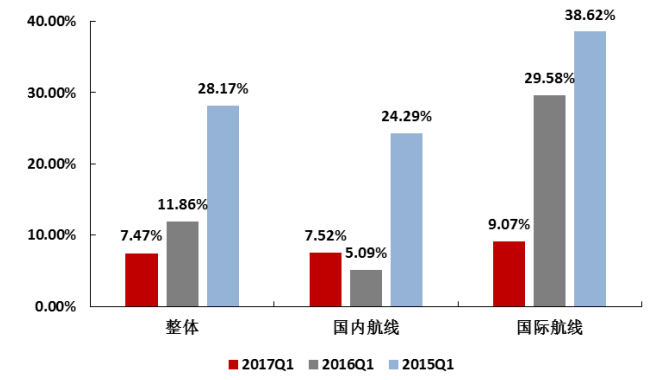
此外，民航局披露的国际航线审批情况也可反映出航司对于国际航线扩张的态度：远距离航线方面，欧洲与北美由 2015Q1 的 12 条下降至 2017Q1 的 4 条；短距离航线方面，日韩也从 25 条下降至 21 条。而以东南亚为首的亚洲其他地区，成为新增航线的主要来源。这些数据也从侧面说明了：国内航司 15 年以来的航权争夺已经告一段落，**远距离航线扩张放缓是导致国际航线降速的主因。**

需求方面，2017 年以来的航空需求改善始于春运：2017 年春节 7 天，国内航空公司运送旅客 984 万人次，同比增长 15.1%，执行航班 8 万余班，同比增长 11.9%，客座率达到 83%。而从 RPK 方面显示的数据来看，三大航 2017Q1 的 RPK 增速与去年基本持平，主要受到供给侧运力投放分布由国际转国内的影响，国际航线增速放缓、国内航线增速大增。

供给侧增速的下降是促使 2017Q1 航线供需面改善的主因，而需求维持旺盛则为此打下了坚实基础。三大航 2017Q1 的客座率同比提升 2.22ppt，大幅扭转了 2015Q1 以来的下降局面。此外，国内、国外区域也分别实现了 2.53ppt、1.68ppt 的增速，而去年同期的增速仅为-1.07ppt 和-0.23ppt，边际改善的幅度非常可观。

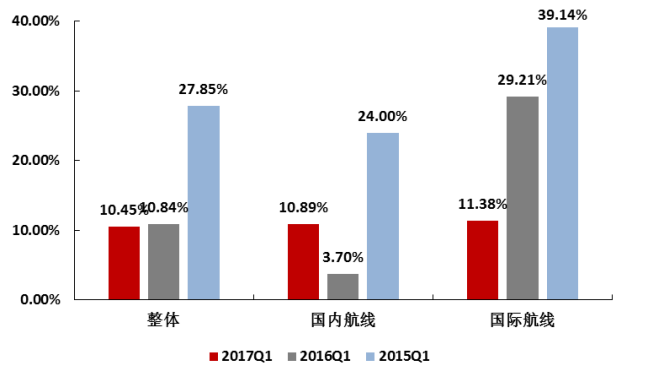
由于本轮攻击增速收紧是航司主动调整的结果，而非机队错位所致，结合枢纽机场时刻紧张的局面和需求保持旺盛的客观事实，我们认为**当前的供需格局有望得到延续**。客座率的持续走高，将会传导至票价层面，届时航司也将迎来量价齐升的局面。

图表 12： 三大航 2015Q1-2017Q1 ASK 同比增速



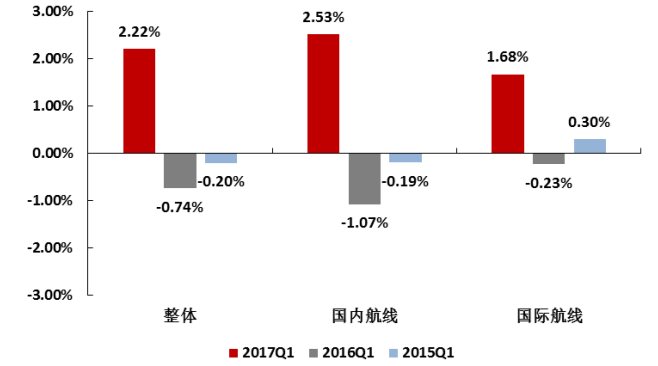
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13： 三大航 2015Q1-2017Q1 RPK 同比增速



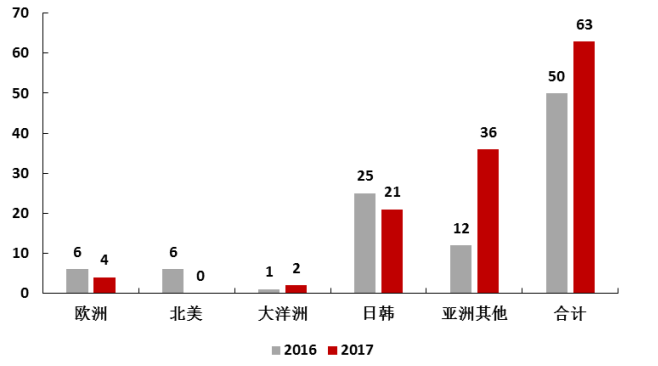
来源：Wind，国联证券研究所

图表 14： 三大航 2015Q1-2017Q1 客座率同比增速



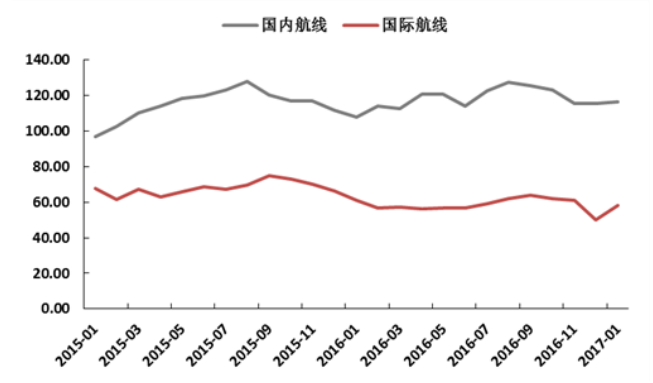
来源：Wind，国联证券研究所

图表 15： 新获批国际航线对比（2016Q1 与 2017Q1）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：综合票价指数 2015.1-2017.1

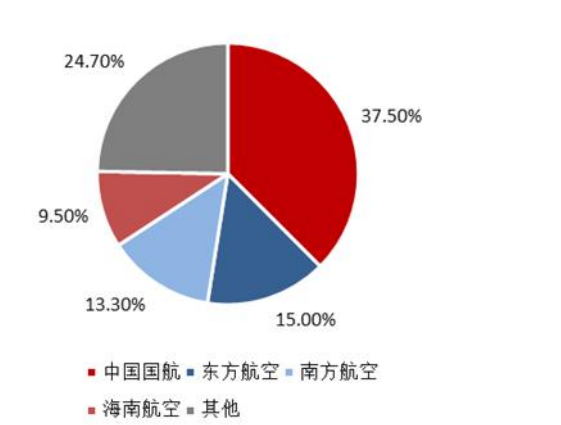


来源：网上资料，国联证券研究所

3. 国航：精品航线高占比，提价窗口正来临

中国国航现有的菱形布局涵盖了国内出行需求最旺盛的几大区域。京津冀、长三角、珠三角以及中西部的成渝城市群囊括了我国东西部最发达区域。放眼全国主要机场，具体从市场分额来看，国航在北京、深圳和成都的市场份额均为第一，其中首都机场达 37.5%，成都机场达 25.9%，深圳机场方面，国航则通过子公司深圳航空共同占据了 34.5%的份额。而在上海和广州这两个国际性枢纽机场，国航也占据了相对领先的地位：在广州机场，国航与深航的航班份额达到 15.4%，仅次于南航；上海机场方面，国航在浦东占据 6.8%，仅次于东航与吉祥航空，在虹桥的市占率则为 5.6%，虽然位列东航与南航之后，但此机场包含了大部分往返于京沪与沪蓉的高收益航线。

图表 17：首都国际机场



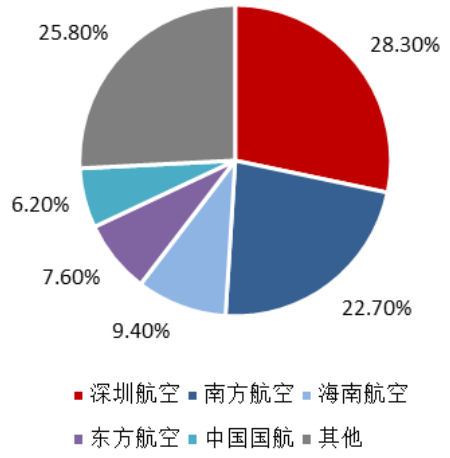
来源：CAPA，国联证券研究所

图表 18：成都双流国际机场

来源：CAPA，国联证券研究所

图表 19：深圳宝安机场

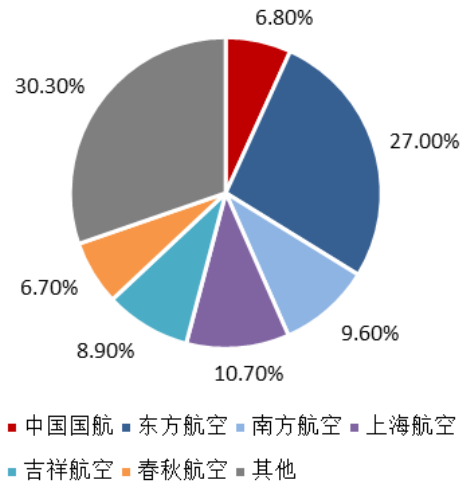
图表 20：广州白云机场



来源：CAPA，国联证券研究所

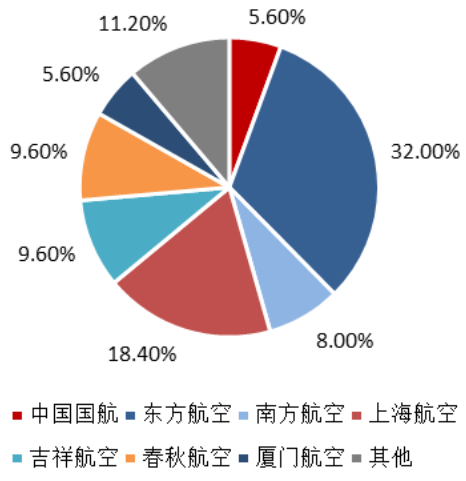
来源：CAPA，国联证券研究所

图表 21：上海浦东国际机场



来源：CAPA，国联证券研究所

图表 22：上海虹桥国际机场



来源：CAPA，国联证券研究所

航线方面，国航的枢纽航线占比较高。国航当前的航线布局较为均衡，国际、国内的 ASK 占比均为 50%。国内航线主要由其四大枢纽机场（北京、上海、成都、深圳）出发的航线组成，其他非枢纽航线占比极少。由于这些枢纽机场的高峰时刻资源已经接近饱和，预计公司的国内航线收益水平受供需关系向好影响，客座率维持高位，票价存在上涨空间。

国际方面，国航掌握欧美优质航权且市场份额最高。目前，公司在北美、欧洲市场份额常年保持在第一的位置，其执飞航线主要以以一线城市始发前往一线城市为主，收益水平也常年维持在较高水平。而当下欧美主要国家枢纽城市航权已经逐渐申请完毕，竞争格局也已逐渐步入稳定状态，随着欧美经济复苏带来的出行需求增长将使公司的收益水平进一步提高。此外，针对大洋洲、东南亚区域航线较为富足的情况，公司近年也逐步深耕亚太航线，不断丰富周边亚太市场通航点，开发新兴海岛游等新兴出境游市场，开拓第六航权市场发展，以提高整体市场份额。

国航还拥有最高质的客户群体。由于北京是中国的政治与商务活动中心，北京枢纽为国航带来了大量的公商务客源。此外，一直以来，国航的定位都是服务于中高端主流旅客市场，且拥有目前国内规模最大、价值最高的客户群体：目前国航的常旅计划凤凰知音会员达到了 4297 万人，并为公司贡献了 39.3%客运收入。

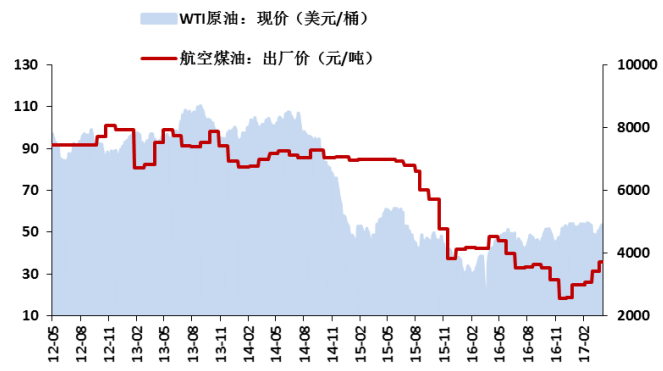
综上所述，**国航已经在航线和枢纽领域建立了同行业难以望其项背的优势壁垒，这将使其成为在供需边际发生改善时业内的最大受益者。**

4. 油价与汇率分析

4.1. 油价：国航敏感性最弱

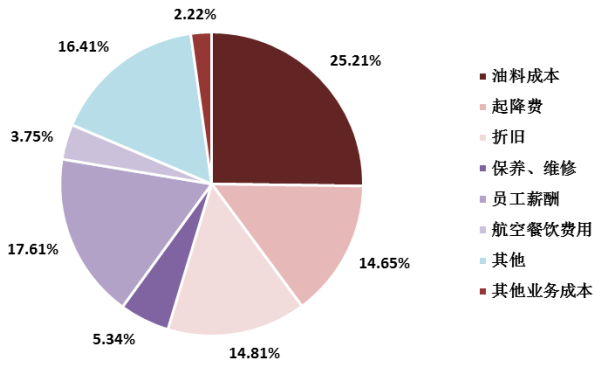
航油成本在航空公司的运营成本中占据的较大比例叠加油价的不稳定性，使其在很大程度上左右着航空公司的盈利水平。根据 2016 年年报，国航/东航/南航的航油成本占总成本的比例均在 25%左右，倘若油价上涨 1%，将分别造成 2.83%、3.95%、4.04%的净利润影响，国航的弹性最小。此外，结合各家航空公司未来的发展策略，国航的机队扩张较为保守，对燃料的需求程度也相对较低。因此，**国航的油价敏感性最低，而抗风险能力最强。**根据国联石化组的测算，2017 年油价将在 55 美元左右震荡，由此预测国航当年的油料成本将在 42 亿元左右，较去年增 21 亿元。

图表 23：原油价格近期走势（近三年）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：中国国航成本分析



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 25：三大航对油价变动的敏感性分析

	中国国航	东方航空	南方航空
航油成本占比	25.21%	23.76%	24.70%
销售成本率	76.52%	83.79%	83.94%
净利率	6.81%	5.04%	5.13%
油价上涨 1%，净利润减少	2.83%	3.95%	4.04%

来源：公司年报，国联证券研究所

4.2. 汇率：趋稳背景下，影响微弱

汇率波动对于航空公司的利润影响体现在汇兑损益：具体来看，航空公司的资本支出主要用于扩张机队，而航企从波音或空客公司采购飞机主要以美元结算，从而产生了大量美元负债。由于美元负债在带息负债中占据着较大比重，人民币贬值将进一步加剧美元负债水平，使航空公司产生大规模汇兑损失，吞噬航企利润。

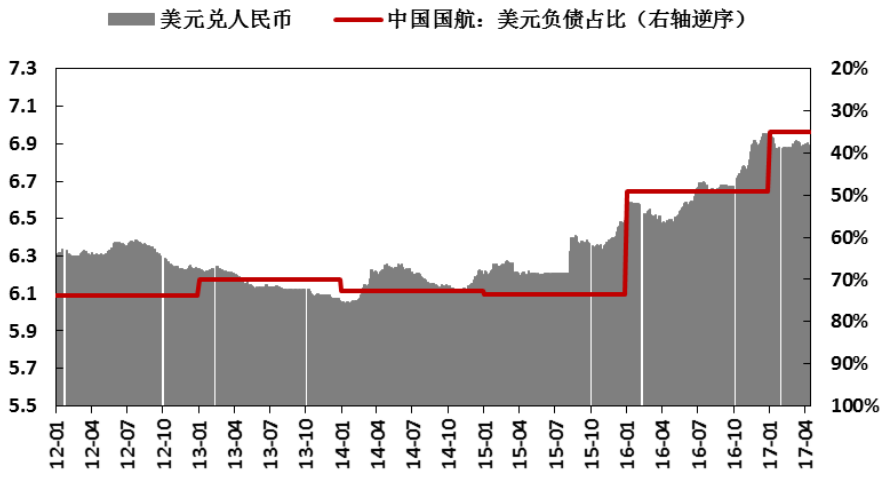
长期以来，国航的美元负债比例一直保持在 70%以上，针对 2015 年以来的人民币贬值情况，国航主动优化债务结构并缩减美元负债比例，目前国航的美元负债比例已从 73%降至 49%，17 年的目标将会降至 35%左右。据此判断，公司业绩对汇率波动的敏感性会大大降低，对于美元升值的免疫能力进一步增强。**而根据三大航自身的敏感性分析，国航的汇率敏感性也处于最低水平。**根据国联宏观组的测算，17 年美元兑人民币汇率料将升 1%左右，据此对应的汇兑损失大约为 4.7 亿元，较去年大幅缩减 35 亿元。

图表 26：三大航对汇率变动的敏感性分析（百万元）

	中国国航		东方航空		南方航空	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015
当年净利	7,764	7,220	4,965	5,047	5,888	5,702
汇兑损益	4,234	5,156	3,266	4,987	3,266	5,702
汇率变动	6.39%	6.02%	6.39%	6.02%	6.39%	6.02%
1%汇率变动对净利润影响	376	535	377	581	303	442
占比	4.84%	7.41%	7.59%	11.51%	5.15%	7.75%

来源：公司年报，国联证券研究所

图表 27：中国国航美元负债情况（2012-2017）



来源：公司年报，国联证券研究所

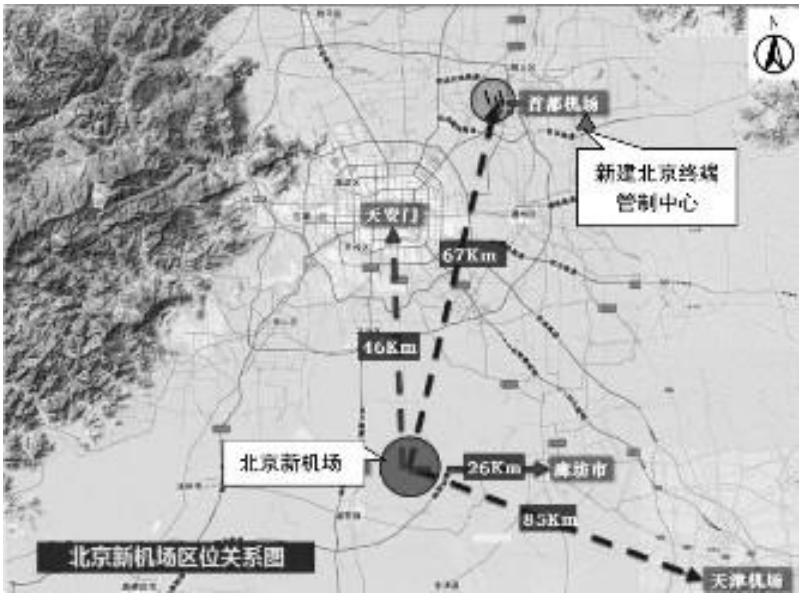
5. 北京新机场：国航受益最大

北京第二机场位于北京市大兴区，将于 2019 年 7 月交付使用，根据民航局下发的《关于北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，中国国航等星空联盟将保留在首都机场运营，而东方航空、南方航空等天合联盟成员则将整体搬迁至北京新机场。

从地理空间上看，首都机场的区位优势更明显：首都国际机场位于六环以内，距离天安门的距离约为 32 公里，而新机场在六环以外，到达北京的距离则为 46 公里，因此往返于北京市区的乘客将会更倾向于选择通勤时间更短的首都国际机场。

通知中还强调，东航、南航作为北京新机场主基地航空公司，待迁出首都机场后，腾出的空间将优先满足国航发展需求，这也意味着国航将会在新机场建成之后获取大量首都国际机场的时刻。此外，由于首都机场长期以来时刻紧张，国航并不能完全发挥其枢纽机场的作用，未来随着时刻富余，国航将有机会优化航班驳、提升转运效率，从而进一步提高航线的服务质量。

图表 28：北京新机场区位示意图



来源：国联证券研究所

6. 货运将成为混改关键领域

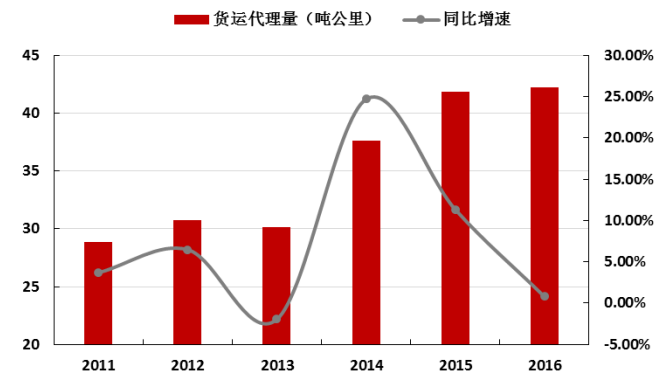
2016 年 12 月，国资委在传达中央经济工作会议精神的会议上提出，要求在民航、电信、军工等领域推动混合所有制改革试点。2017 年，在两会政府工作报告中，民航继续罗列在混合所有制的深化名单之中，预示着改革将迈出实质性步伐。

紧接着，航空业混改进入了加速趋势：东航于 2 月完成将东航物流转让给东航集团，并将作为集团层面混改的重要项目；国航于 3 月完成定增项目，并引入了国有企业结构调整基金；南航于 4 月同美国航空签署股权认购协议，拟通过新发行 H 股的方式引入美国航空，并给予一个董事会观察员席位。

回顾历史，中国国航是航司改革的排头兵，也是我国第一位引入战略投资者的航司。2004 年，国航通过公开发行 H 股，使国泰航空持有其 10%的股份。2006 年，国航向太古及中信泰富支付 53.91 亿港元购买国泰航空股份，并通过中航兴业联合持有国泰航空 27.50%股份，而国泰则持有国航 17.5%的股权，开辟了中国央企与外资同行交叉持股的先河。随着东航与南航相继完成外资引入计划，国有企业结构调整基金的入股为国航的下一轮混改埋下伏笔。**我们认为，客运领域混改的落地预示着下一轮改革或将投向货运板块，其中东航已经迈出实质性步伐。而作为国航主要的货运公司，中国国际货运公司（国货航）的混改可能性较大。**

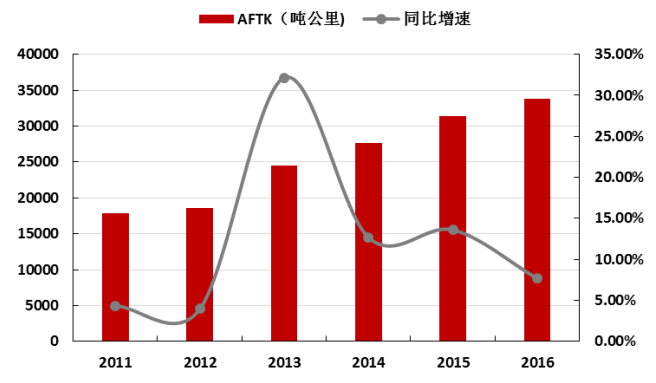
国货航目前总共拥有 15 架全货机，并经营者中国国航的全部客机腹舱。2016 年国货航的营收规模达 90.2 亿元，货邮运输量达 166.4 万吨，占全国市场份额的 26.5%。近年来国际贸易增速放缓，航空货运行业表现疲弱，中国国航近年的 AFTK 增速呈现快速下降趋势。而以招商局旗下中国最大的航空货运代理外运发展为例，2014-2016 年期间，其业务增速也大幅下滑，其中 16 年的增速仅为 0.79%。货机运营公司承压，这或许也是引入战略投资者、实现双赢的较好时机，我们认为交易对象在快递或货运领域出现的概率较大。

图表 29：外运发展近年货运代理量（万吨）及增速



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 30：中国国航近年 AFTK 及其增量



来源：公司年报，国联证券研究所

7. 盈利预测

7.1. 关键性假设

1）客运方面：我们预计中国国航 2017-2019 年的 ASK 增速分别为 9.56%、10.23%、9.68%

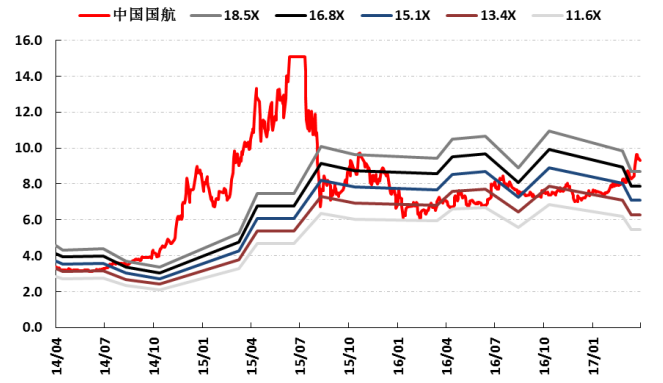
2）油价方面：根据国联石油石化组的测算，17-19 年，北海布伦特原油预计为 55-60 美元/桶。

3）汇率方面：根据国联宏观组的测算，2017 年美元兑人民币的汇率范围在 6.95-7.10 之间。

7.1. 估值

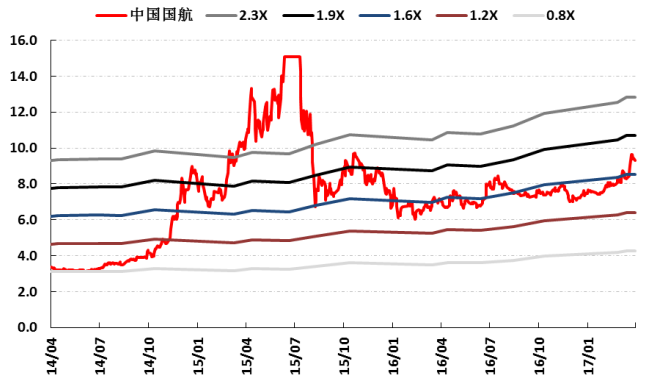
我们预计 2017-2019 年公司的 EPS 分别为 0.59、0.62、0.76 元，对应 PE 分别为 15.82、15.03、12.30 倍，考虑到汇率油价影响趋弱、行业景气度回升、公司航线枢纽质量高，首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价 9.60 元。

图表 31：PE Band



来源：Wind，国联证券研究所

图表 32：PB Band



来源：Wind，国联证券研究所

图表 33：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,202.29	469.37	1,272.18	1,381.08	1,851.52
应收账款+票据	5,544.52	5,210.39	6,078.35	5,978.56	6,247.17
预付账款	1,069.26	1,136.83	1,041.66	1,332.42	1,251.42
存货	1,730.74	1,680.63	1,514.57	1,967.51	1,822.22
其他	2,806.97	3,053.37	3,053.37	3,053.37	3,053.37
流动资产合计	12,354.7	11,550.8	12,960.3	13,713.1	14,225.9
长期股权投资	12,451.0	15,168.7	15,168.7	15,168.7	15,168.7
固定资产	149,267.	148,910.	133,515.	145,486.	144,004.
在建工程	20,747.8	29,320.9	46,320.9	37,000.0	40,000.0
无形资产	4,169.34	4,252.31	4,138.74	4,025.17	3,911.59
其他非流动资产	3,855.96	4,170.70	4,093.30	4,015.90	3,938.51
非流动资产合计	190,491.	201,822.	203,237.	205,696.	207,023.
资产总计	202,846.	213,373.	216,197.	219,409.	221,249.
短期借款	5,654.48	19,636.0	15,226.6	8,813.24	0.00
应付账款+票据	11,759.1	11,775.9	10,768.0	11,753.0	11,823.0
其他	28,882.0	28,119.6	28,133.5	28,116.5	28,120.5
流动负债合计	46,295.6	59,531.5	54,128.2	48,682.7	39,943.5
长期带息负债	48,987.5	37,833.2	37,833.2	37,833.2	37,833.2
长期应付款	3,122.38	3,546.59	3,546.59	3,546.59	3,546.59
其他	37,845.6	35,988.5	35,988.5	35,988.5	35,988.5
非流动负债合计	89,955.5	77,368.3	77,368.3	77,368.3	77,368.3
负债合计	136,251.	136,899.	131,496.	126,051.	117,311.
少数股东权益	6,774.74	7,597.14	8,534.17	9,520.25	10,725.0
股本	13,084.7	13,084.7	13,084.7	13,084.7	13,084.7
资本公积	16,509.5	16,509.5	16,509.5	16,509.5	16,509.5
留存收益	30,226.1	39,282.2	46,572.4	54,244.2	63,617.7
股东权益合计	66,595.1	76,473.6	84,700.8	93,358.7	103,937.
负债和股东权益	202,846.	213,373.	216,197.	219,409.	221,249.

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	5,641.49	7,715.53	8,847.34	9,347.63	11,578.71
折旧摊销	13,199.99	13,642.84	15,483.63	17,438.36	18,571.69
财务费用	7,816.57	7,341.91	2,850.33	2,620.19	2,306.97
存货减少	-56.75	-22.18	166.07	-452.94	145.29
营运资金变动	4,711.02	1,540.40	1,766.75	777.03	1113.61
其它	5,360.43	4,659.95	101.99	101.99	101.99
经营活动现金流	36,672.73	34,878.44	25,682.60	29,832.26	32,591.04
资本支出	7,625.08	20,635.45	17,000.00	20,000.00	20,000.00
长期投资	632.36	17.86	0.00	0.00	0.00
其他	1,469.35	1,640.27	710.71	710.71	710.71
投资活动现金流	-6,788.08	-19,013.04	-16,289.29	-19,289.29	-19,289.29
债权融资	-16,788.09	-724.66	-4,409.37	-6,413.42	-8,813.24
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-9,773.76	-11,414.85	-4,181.13	-4,020.66	-4,018.07
筹资活动现金流	-26,561.84	-12,139.51	-8,590.50	-10,434.08	-12,831.31
现金净增加额	3,418.44	3,864.00	1802.81	1108.90	1470.44

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	108,929.	113,963.	127,218.	138,107.	151,020.
营业成本	83,694.9	87,202.7	102,334.	111,522.	121,375.
营业税金及附	274.19	293.97	328.16	356.25	389.56
营业费用	6,147.91	5,594.96	5,228.66	6,435.83	6,811.04
管理费用	4,023.52	4,031.54	4,058.25	4,087.99	4,077.57
财务费用	7,948.53	7,493.77	3,370.33	3,140.19	2,826.97
资产减值损失	181.88	253.84	101.99	101.99	101.99
公允价值变动	5.63	-0.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,620.20	22.24	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8,284.01	9,115.15	11,796.4	12,463.5	15,438.2
营业外净收益	759.24	1,104.22	947.62	947.62	947.62
利润总额	9,043.24	10,219.3	12,744.0	13,411.1	16,385.8
所得税	1,823.10	2,455.84	3,186.02	3,352.78	4,096.47
净利润	7,220.15	7,763.54	9,558.05	10,058.3	12,289.4
少数股东损益	446.14	949.52	937.03	986.08	1,204.80
归属于母公司	6,774.01	6,814.02	8,621.02	9,072.27	11,084.6

主要财务比

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.91%	4.62%	11.63%	8.56%	9.35%
EBIT	47.13%	12.32%	15.01%	2.80%	16.60%
EBITDA	27.52%	7.64%	14.25%	7.70%	11.34%
归属于母公司	13.97%	0.59%	26.52%	5.23%	22.18%
获利能力					
毛利率	23.17%	23.48%	19.56%	19.25%	19.63%
净利率	6.63%	6.81%	7.51%	7.28%	8.14%
ROE	11.32%	9.89%	11.32%	10.82%	11.89%
ROIC	7.08%	7.91%	8.27%	8.28%	9.59%
偿债能力					
资产负债率	67.17%	64.16%	60.82%	57.45%	53.02%
流动比率	0.27	0.19	0.24	0.28	0.36
速动比率	0.17	0.11	0.16	0.18	0.23
营运能力					
应收账款周转	29.75	34.67	31.63	36.21	35.97
存货周转率	48.36	51.89	67.57	56.68	66.61
总资产周转率	0.54	0.53	0.59	0.63	0.68
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.47	0.59	0.62	0.76
每股经营现金	2.52	2.40	1.77	2.05	2.24
每股净资产	4.12	4.74	5.24	5.77	6.42
估值比率					
市盈率	20.13	20.02	15.82	15.03	12.30
市净率	2.28	1.98	1.79	1.63	1.46
EV/EBITDA	7.24	6.87	5.90	5.31	4.56
EV/EBIT	15.16	13.77	11.75	11.10	9.09

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064