CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

中国国航601111.SH

目标估值：N.A
当前股价：9.42 元
2017 年 08 月 30 日

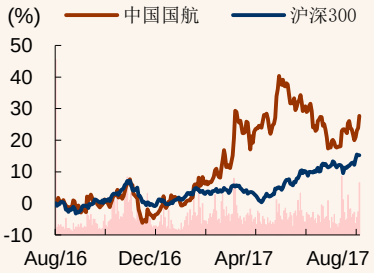
客座率和票价双升，中报业绩超预期

基础数据

上证综指	3364
总股本（万股）	1452482
已上市流通股（万股）	852207
总市值（亿元）	1368
流通市值（亿元）	803
每股净资产（MRQ）	5.6
ROE（TTM）	7.2
资产负债率	61.7%
主要股东	中国航空集团公司
主要股东持股比例	40.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	17	21
相对表现	2	6	5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中国国航（601111）—收益品质改善超预期，主业盈利能力被掩盖》2017-04-28
2、《中国国航（601111）—运力结构持续优化，收益水平持续提升》2017-04-14
3、《中国国航（601111）—主业盈利较佳，内在价值仍被低估》2017-03-31

袁钉
010-57601857
yuanding@cmschina.com.cn
S1090517080001

常涛
010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

事件：

公司公告 17 年中报。上半年，公司实现收入 581.55 亿元（+8.65%），归母净利润 33.26 亿元（-3.79%），扣非后归母净利 32.59 亿元（+6.32%），EPS 0.25 元（-10.71%），加权 ROE 4.33%（-1.25 pct）。

评论：

1、扣非后归母净利同比增长，超市场预期

上半年，公司实现收入 581.55 亿元（+8.65%），成本 476.64 亿元（+15.8%），毛利 104.9 亿元（-15.2%），毛利率 18%（-5.06 pct）。销售费用 30.72 亿元（+7.73%），管理费用 19.56 亿元（+3.15%），财务费用 3.14 亿元（-90.47%），主要是上半年汇兑利得 12.7 亿元，去年同期损失 16.98 亿元。营业利润 50.34 亿元（+12.14%），归母净利润 33.26 亿元（-3.79%），扣非后归母净利 32.59 亿元（+6.32%），超市场预期。

2、枢纽价值显著提升，全球网络持续优化

上半年，公司巩固北京枢纽，推进上海国际门户，成都、深圳区域枢纽建设，新开（含复航）国内、国际航线 15 条。截至 17H1，公司经营的客运航线条数达到 408 条，覆盖全球六大洲，其中国内航线 287 条，国际航线 106 条，地区航线 15 条，通航国家（地区）39 个，通航城市 184 个，其中国内 115 个，国际 66 个，地区 3 个。透过星空联盟，公司航线网络可覆盖 191 个国家的 1,307 个目的地。上半年，公司 ASK 同比+4.94%，其中国内+4.96%，国际+6.41%;

3、加强收益管理，票价和客座率双升

上半年，公司 RPK 同比+6.53%，其中国内+6.3%，国际+8.47%; 客座率 81.02%（+1.2 pct），国内 83.17%（+1.05 pct），国际 78.1%（+1.48 pct）；客公里收益 0.54 元（+1.43%），其中国内线 0.59 元（+3.67%），国际线 0.41（-3.21%）。

上半年，公商务出行逐渐恢复，国航国内干线大幅增投宽体机，国内流量稳步增长；国航践行价格优先策略，收益水平优势进一步稳固。优化国内两舱价格梯度，拓展国际两舱客源广度，国内、国际两舱收入同比分别上升 22%和 7%。“凤凰知音”会员总数达到 4,628 万人，会员活跃度明显提升，贡献收入同比增加 23%。

4、货运业务显著改善，国货航扭亏为盈

上半年，公司投放可用货运吨公里 64.08 亿吨公里（+1.9%），收入货运吨公里 35.31 亿吨公里（+6.2%），载运率 55.09%（+2.23 pct），实现货邮运输收入 44.87 亿元（+19.65%），收入货运吨公里收益 1.2707 元（+12.66%）。

截至 17H1，国货航共有飞机 15 架，投入可用货运吨公里 58.42 亿（+0.50%），收入货运吨公里 32.36 亿（+6.43%），载运率 55.40%（+3.09 pct），实现营业收入 49.51 亿元（+22.25%），归母净利润 2.82 亿元，去年同期亏损 2.45 亿元。

5、油价回升增加成本

上半年，公司航油成本 136.29 亿元（+40.11%），起降费 66.57 亿元（+7.95%），折旧 62.73 亿元（-1.61%），飞机保养、维修和大修成本 31.12 亿元（+12.73%），员工成本 80.38 亿元（+11.04%）。单位 ASK 成本 0.4006 元（+10.35%），单位 ATK 成本 2.7805 元（+11.6%）。

6、汇率敞口进一步缩小

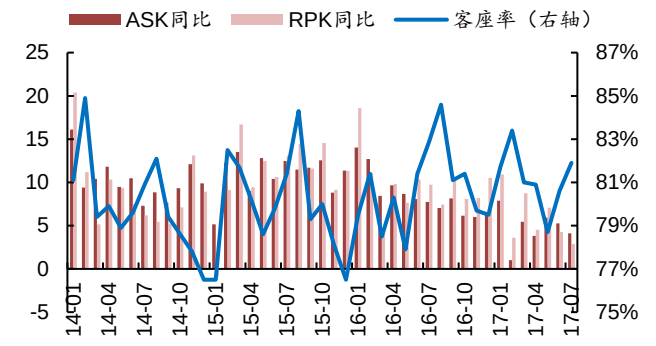
截至 17H1，假设人民币兑美元贬值 1%，减少公司净利润 2.91 亿元人民币，而 16 年底为 3.76 亿元。

7、投资策略

我们预测公司 17-19 年 EPS 为 0.75/0.79/0.89 元，对应当前股价 12.6/11.9/10.6X PE，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

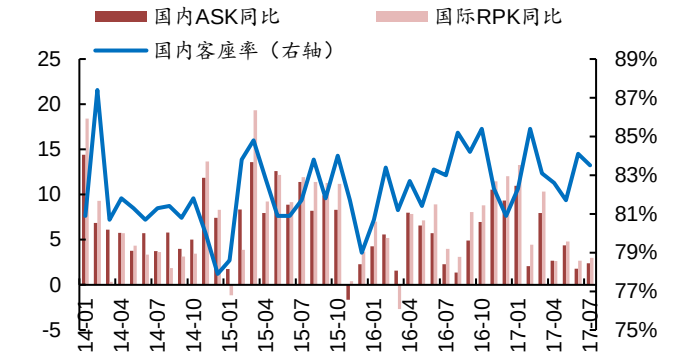
风险提示：经济下滑、航空事故

图 1：客运数据



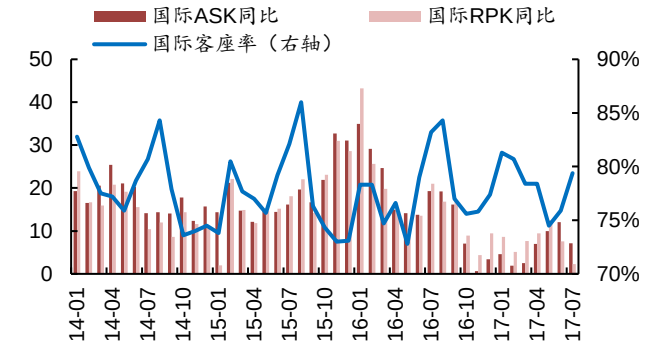
资料来源：公司公告

图 2：国内客运数据



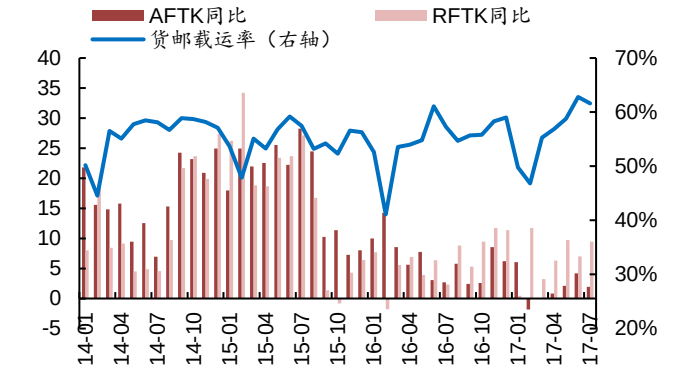
资料来源：公司公告

图 3：国际客运数据



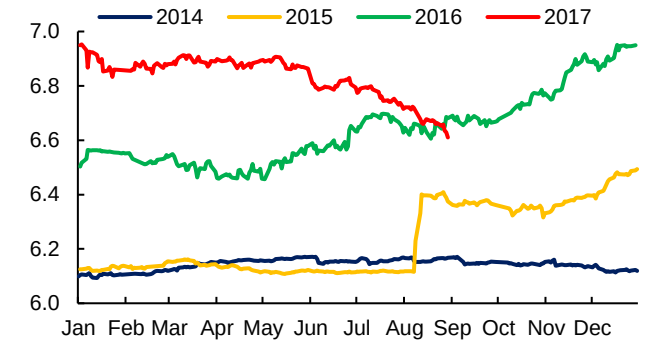
资料来源：公司公告

图 4：货运数据



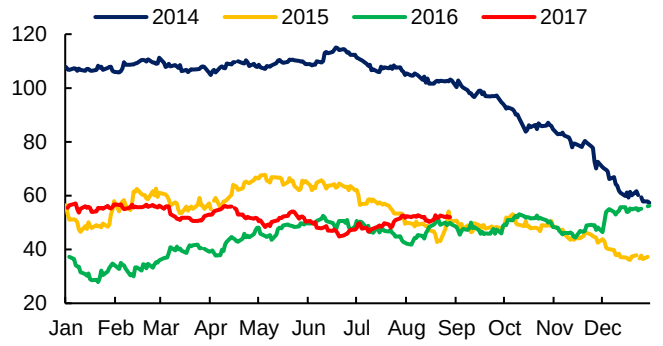
资料来源：公司公告

图 5：近三年美元兑人民币汇率走势一览



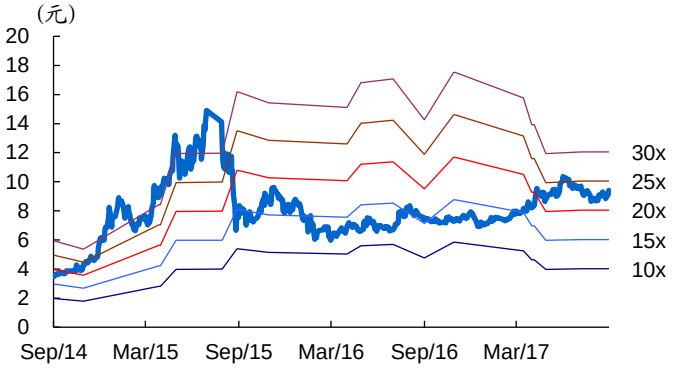
资料来源：Wind

图 6：北海布伦特原油价格走势



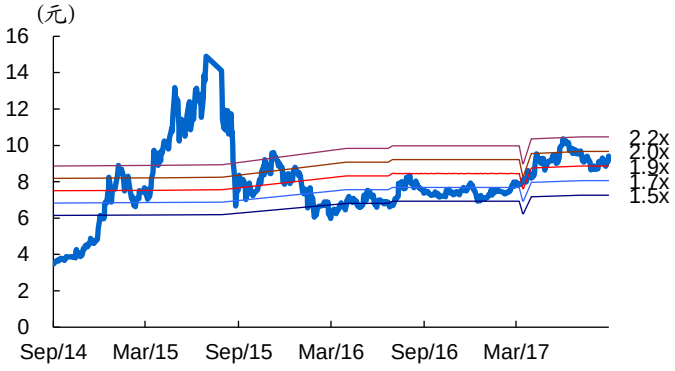
资料来源：Wind

图 7：中国国航历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：中国国航历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19528	19322	22491	24551	28759
现金	7793	7322	9234	10101	13081
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	3661	3286	3584	3907	4239
其它应收款	1883	1923	2111	2301	2496
存货	1731	1681	1907	2078	2255
其他	4458	5109	5655	6163	6687
非流动资产	194176	204806	210701	216115	221085
长期股权投资	12451	15169	15169	15169	15169
固定资产	149267	148910	155364	161268	166669
无形资产	4169	4252	3827	3444	3100
其他	28288	36475	36341	36234	36148
资产总计	**213704**	**224128**	**233192**	**240666**	**249845**
流动负债	50213	63846	51304	48372	45709
短期借款	3056	14489	11704	6291	1073
应付账款	11747	11776	13425	14634	15878
预收账款	149	181	206	225	244
其他	35262	37401	25968	27223	28514
长期负债	96895	83808	83808	83808	83808
长期借款	30794	12835	12835	12835	12835
其他	66101	70973	70973	70973	70973
负债合计	**147108**	**147655**	**135112**	**132180**	**129517**
股本	13085	13085	14525	14525	14525
资本公积金	16510	16510	26288	26288	26288
留存收益	30226	39282	48238	57127	67262
少数股东权益	6775	7597	9030	10547	12254
归属于母公司所有者权益	59820	68876	89050	97939	108074
负债及权益合计	**213704**	**224128**	**233192**	**240666**	**249845**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	31753	30724	28694	29870	31655
净利润	6774	6814	10280	10887	12251
折旧摊销	13200	13643	14104	14585	15029
财务费用	7817	7342	835	1680	1429
投资收益	(1676)	(88)	(88)	(88)	(88)
营运资金变动	4933	1812	2127	1285	1323
其它	705	1202	1436	1520	1711
投资活动现金流	(6788)	(19013)	(20000)	(20000)	(20000)
资本支出	(7625)	(20635)	(20000)	(20000)	(20000)
其他投资	837	1622	0	0	0
筹资活动现金流	(26562)	(12140)	(6782)	(9003)	(8675)
借款变动	(27215)	(9318)	(15929)	(5413)	(5218)
普通股增加	0	0	1440	0	0
资本公积增加	(138)	0	9778	0	0
股利分配	(642)	(727)	(1324)	(1998)	(2116)
其他	1433	(2094)	(747)	(1592)	(1341)
现金净增加额	(1597)	(428)	1911	867	2980

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	108929	113964	125053	136308	147894
营业成本	83695	87203	99417	108365	117576
营业税金及附加	274	294	323	352	381
营业费用	6148	5595	5627	5998	6359
管理费用	4024	4032	4424	4634	4881
财务费用	7949	7494	835	1680	1429
资产减值损失	182	254	180	180	180
公允价值变动收益	6	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	1676	88	88	88	88
营业利润	8340	9181	14335	15187	17176
营业外收入	1160	1155	1213	1273	1337
营业外支出	456	116	116	116	116
利润总额	9043	10219	15432	16344	18396
所得税	1823	2456	3719	3940	4438
净利润	7220	7764	11712	12404	13958
少数股东损益	446	950	1432	1517	1707
归属于母公司净利润	6774	6814	10280	10887	12251
EPS（元）	0.55	0.55	0.75	0.79	0.89

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	5%	10%	9%	9%
营业利润	113%	10%	56%	6%	13%
净利润	79%	1%	51%	6%	13%
获利能力					
毛利率	23.2%	23.5%	20.5%	20.5%	20.5%
净利率	6.2%	6.0%	8.2%	8.0%	8.3%
ROE	11.3%	9.9%	11.5%	11.1%	11.3%
ROIC	10.9%	10.8%	9.4%	10.0%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	65.9%	57.9%	54.9%	51.8%
净负债比率	21.6%	18.1%	10.5%	7.9%	5.6%
流动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	59.1	51.1	55.4	54.4	54.3
应收帐款周转率	32.8	32.8	36.4	36.4	36.3
应付帐款周转率	7.1	7.4	7.9	7.7	7.7
每股资料（元）					
每股收益	0.55	0.55	0.75	0.79	0.89
每股经营现金	2.58	2.50	2.09	2.17	2.30
每股净资产	4.87	5.60	6.48	7.13	7.87
每股股利	0.06	0.11	0.15	0.15	0.17
估值比率					
PE	17.1	17.0	12.6	11.9	10.6
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.3	7.1	7.2	6.7	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012 年、2013 年，2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012 年、2013 年，2014 年、2015 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。