需求不及预期，下调至增持

中国国航(601111)

8月需求增幅不及预期，客座率下降1.7个百分点，下调评级至“增持”

国航继续采取谨慎的运力扩张计划，8月供给同比增长4.5%，然而需求同比仅增加2.4%，在三大航中增速最慢，不及预期，客座率同比下降1.7个百分点，表现不佳。尽管8月份运力投放由国际向国内转移，国际线同比仅增加2.3%（国内线同比+6.0%），较7月的同比增幅下降4.7个百分点，受国际线需求疲软同比下降1.5%影响，客座率下降3.1个百分点；国内线需求增速亦不及供给增速（需求同比+4.5%），客座率下降1.2个百分点。考虑生产数据不达预期，结合汇率利好已经充分反应、京沪高铁即将提速，下调目标价区间至10.4-10.7元，下调评级至“增持”。

暑运需求表现不如预期，国内、国际航线客座率均下降，地区线改善明显

暑运期间，国航客座率表现一般，7、8两月同比下降1.3个百分点，需求同比仅增长2.7%，较东航、南航分别低4.0/6.7个百分点。分航线来看：1）国际线需求表现疲软，暑期同比仅增0.4%，较东航、南航分别低4.9/16.1个百分点，客座率同比下降3.4个百分点，拖累整体表现。2）国内线表现一般，客座率下降0.4个百分点，需求、供给增速基本持平（分别为3.8%/4.8%）。其中7月份受雷暴天气影响较甚，需求同比仅增加3%，8月有所改善，同比增加4.5%。3）地区线受暑运旺季影响较明显，需求同比增加9.3%，客座率提升6.1个百分点，位列三大航之首，表现亮眼。

中长期利好因素尤存，短期利好反映充分，下调目标价区间

尽管中长期来看，不乏利好因素：1）货运混改带来业绩改善；2）国泰航空三年改革计划或能使其投资收益由负转正；3）北京第二机场的投入运营将增强其主导地位。但短期来看，基于：1）下半年油价、汇率利好已经充分反映在股价中，2）暑运旺季的生产数据表现不及预期，3）供给增幅计划加速，下半年量价平衡难度加大，4）京沪高铁提速在即，我们认为估值仍有吸引力，但缺乏催化股价上行催化剂，下调中国国航的评级至“增持”。基于公司历史估值倍数取13.5x 2017PE和1.65x 2017PB，下调目标价区间至10.4-10.7元。

风险提示：经济低迷，油价大幅上涨，人民币大幅贬值，高铁提速，疾病、自然灾害等不可抗力。

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元):	9.0
合理价格区间(元):	10.4~11.7

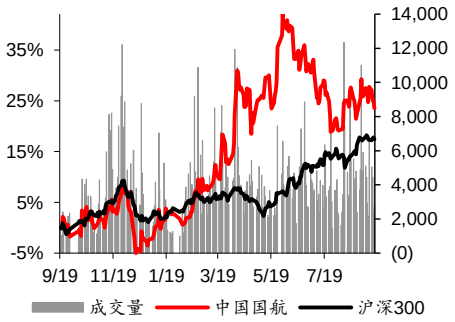
沈晓峰 研究员 执业证书编号：S0570516110001
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 联系人 021-28972065
chenyu011574@htsc.com

相关研究

1《中国国航(601111,买入)：业绩低于预期，但主业利润最坚挺》2017.09
2《中国国航(601111,买入)：上半年需求稳增，客座率改善》2017.07
3《中国国航(601111,买入)：受油价国泰拖累，业绩略低于预期》2017.04

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本（百万股）	14,525
流通A股（百万股）	8,522
52周内股价区间（元）	7.00-10.47
总市值（百万元）	130,723
总资产（百万元）	229,114
每股净资产（元）	5.58

资料来源：公司公告

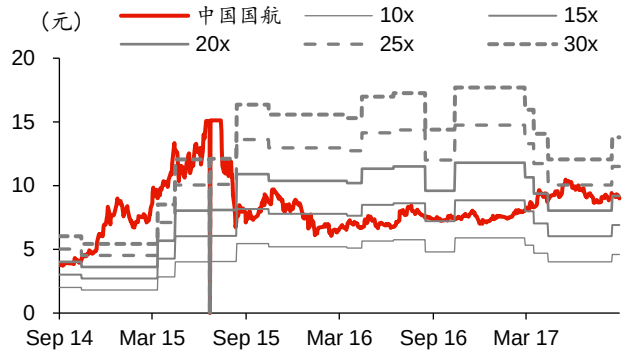
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	108,929	113,964	123,835	137,400	154,484
+/-%	3.85	4.62	8.66	10.95	12.43
归属母公司净利润（百万元）	6,774	6,814	10,347	12,074	14,510
+/-%	77.45	0.59	51.84	16.70	20.17
EPS（元，最新摊薄）	0.50	0.50	0.76	0.88	1.06
PE（倍）	18.13	18.02	11.87	10.17	8.47

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

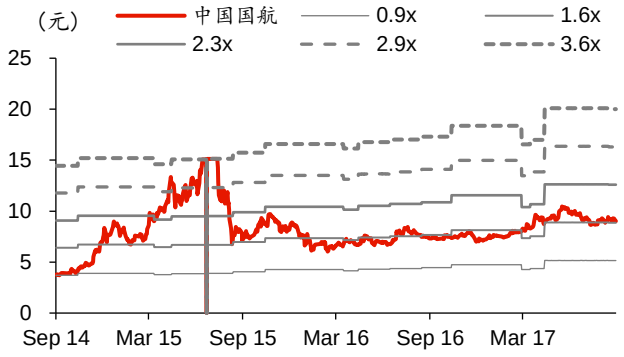
PE/PB - Bands

图表1： 中国国航历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 中国国航历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19,528	19,322	19,649	28,497	42,108
现金	7,793	7,322	6,609	14,029	25,841
应收账款	3,661	3,286	3,835	4,590	5,540
其他应收账款	1,883	1,923	2,170	2,508	2,934
预付账款	1,069	1,137	1,235	1,371	1,541
存货	1,731	1,681	1,826	2,026	2,278
其他流动资产	3,390	3,973	3,973	3,973	3,973
非流动资产	194,176	204,806	203,620	203,760	202,666
长期投资	12,451	15,169	13,888	14,315	14,315
固定投资	149,267	148,910	149,121	148,901	147,830
无形资产	4,169	4,252	4,124	4,004	3,891
其他非流动资产	28,288	36,475	36,487	36,539	36,631
资产总计	213,704	224,128	223,268	232,257	244,774
流动负债	50,213	63,846	59,948	64,488	70,029
短期借款	3,056	14,489	13,611	14,453	15,337
应付账款	11,747	11,776	12,796	14,198	15,963
其他流动负债	35,410	37,582	33,541	35,837	38,729
非流动负债	96,895	83,808	65,299	57,826	50,441
长期借款	30,794	12,835	29,516	22,478	15,440
其他非流动负债	66,101	70,973	35,782	35,348	35,000
负债合计	147,108	147,655	125,247	122,315	120,470
少数股东权益	6,775	7,597	9,162	10,561	12,224
股本	13,085	13,085	14,525	14,525	14,525
资本公积	16,510	16,510	26,270	26,270	26,270
留存公积	35,878	41,278	50,061	60,583	73,281
归属母公司股	59,820	68,876	88,860	99,382	112,080
负债和股东权益	213,704	224,128	223,268	232,257	244,774

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	31,753	30,724	31,513	33,510	37,393
净利润	7,220	7,764	11,911	13,473	16,173
折旧摊销	13,184	13,627	15,587	16,447	17,309
财务费用	7,949	7,494	1,775	2,328	1,656
投资损失	(1,676)	(87.85)	(257.51)	(891.37)	(486.40)
营运资金变动	4,654	1,518	1,651	2,269	2,858
其他经营现金	421.56	409.80	845.83	(116.17)	(116.17)
投资活动现金	(6,788)	(19,013)	(14,515)	(15,579)	(15,613)
资本支出	7,625	20,635	20,631	20,564	20,564
长期投资	422.65	2.55	(1,539)	(464.29)	(486.40)
其他投资现金	1,260	1,625	4,577	4,521	4,465
筹资活动现金	(26,562)	(12,140)	(17,236)	(10,511)	(9,969)
短期借款	(16,091)	11,433	2,087	2,166	2,252
长期借款	(1,035)	(17,959)	(27,185)	(8,796)	(8,754)
普通股增加	0.00	0.00	1,440	0.00	0.00
资本公积增加	(258.10)	0.00	9,760	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,178)	(5,614)	(3,339)	(3,880)	(3,467)
现金净增加额	(1,502)	(290.08)	(238.87)	7,420	11,812

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	108,929	113,964	123,835	137,400	154,484
营业成本	83,695	87,203	97,077	107,694	119,903
营业税金及附加	274.19	293.97	319.43	354.43	398.49
营业费用	6,148	5,595	6,080	6,746	7,584
管理费用	4,024	4,032	4,381	4,861	5,465
财务费用	7,949	7,494	1,775	2,328	1,656
资产减值损失	181.89	253.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.63	(0.28)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,676	87.85	257.51	891.37	486.40
营业利润	8,340	9,181	14,461	16,309	19,965
营业外收入	1,160	1,155	1,155	1,155	1,155
营业外支出	456.31	116.17	116.17	116.17	116.17
利润总额	9,043	10,219	15,500	17,348	21,003
所得税	1,823	2,456	3,589	3,874	4,830
净利润	7,220	7,764	11,911	13,473	16,173
少数股东损益	446.14	949.52	1,564	1,399	1,663
归属母公司净利润	6,774	6,814	10,347	12,074	14,510
EBITDA	29,473	30,301	32,516	35,185	39,475
EPS (元)	0.50	0.50	0.76	0.88	1.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.85	4.62	8.66	10.95	12.43
营业利润	109.27	10.08	57.51	12.78	22.41
归属母公司净利润	77.45	0.59	51.84	16.70	20.17
获利能力 (%)					
毛利率	23.17	23.48	21.61	21.62	22.39
净利率	6.22	5.98	9.62	9.81	10.47
ROE	11.32	9.89	11.64	12.15	12.95
ROIC	7.72	8.35	8.20	9.18	11.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.84	65.88	56.10	52.66	49.22
净负债比率 (%)	31.44	27.41	39.58	35.46	30.90
流动比率	0.39	0.30	0.33	0.44	0.60
速动比率	0.35	0.27	0.30	0.41	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.52	0.55	0.60	0.65
应收账款周转率	31.71	31.52	34.78	32.62	30.50
应付账款周转率	7.12	7.41	7.90	7.98	7.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.50	0.76	0.88	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	2.33	2.25	2.31	2.46	2.74
每股净资产(最新摊薄)	4.38	5.05	6.51	7.28	8.21
估值比率					
PE (倍)	18.13	18.02	11.87	10.17	8.47
PB (倍)	2.05	1.78	1.38	1.24	1.10
EV_EBITDA (倍)	6.15	6.10	5.55	4.78	3.85

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com