

沪港通股票

中国国航 A

有望持续受益于出境游的快速增长

运营数据分析：2014 年公司 RPK 同比增长 9%

1) 客运：12 月，公司 RPK 同比+8.9%，缓于运力投放增速（9.9%），客座率同比下滑 0.7ppt 至 76.5%；2014 年，公司 RPK/ASK 同比+9%/+10.2%，客座率下滑 0.9ppt 至 79.9%，为 2010 年来同期最低值。2) 货运：12 月，公司 RFTK 同比+27.5%，货载率同比提升 1.3ppt 至 57.1%；2014 年，公司 RFTK 同比+13.5%，货载率同比下滑 1.8ppt 至 56.1%，依然低迷。

有望明显受益于出境游的快速增长

展望 2015 年，我们认为，除油价及汇兑等因素影响，考虑到公司国际航线比重高于东航、南航，公司业绩有望明显受益于出境游的快速增长。

2015/2016 年业绩预测上调 54%/59%

我们将 2015/2016 年油价假设由 6720/6375 元/吨下调至 4255/3810 元/吨，下调幅度为 37%/42%。尽管油价下跌影响因燃油附加费的下降而被部分抵消，我们仍预计利润率提升可期，将 2015/2016 年净利润预测由 55 /61 亿元上调至 86 /96 亿元。

估值：目标价上调至 7.6 元，维持“中性”评级

我们基于 1.6 倍目标 12 个月动态市净率得出我们的新目标价 7.6 元（原：5.2 元），假设可持续 ROE 为 15%、COE 为 9.6%。考虑到经济趋缓，商务客未明显回暖，加之国内 RPK 个位数增长依旧，维持“中性”评级。

Equities

中国

航空公司

12 个月评级 **中性**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb7.60**
之前: **Rmb5.20**

股价 **Rmb7.29**

路透代码: 601111.SS 彭博代码 601111 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb9.17-3.23

市值 Rmb88.5 十亿/US\$14.2 十亿

已发行股本 8,522 百万 (ORDA)

流通股比例 30%

日均成交量(千股) 120,426

日均成交额(Rmb 百万) Rmb841.4

普通股股东权益 (12/14E) Rmb56.0 十亿

市净率 (12/14E) 1.7x

净债务 / EBITDA 5.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.27	0.31	15.14
12/15E	0.42	0.65	53.65
12/16E	0.46	0.74	58.94

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	97,139	99,841	97,628	104,947	107,303	113,094	120,429	129,459
息税前利润(UBS)	8,377	7,266	4,401	7,069	13,836	15,915	16,066	17,295
净利润 (UBS)	4,414	4,724	2,160	4,072	8,513	9,624	9,236	9,813
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.34	0.37	0.18	0.31	0.65	0.74	0.71	0.75
每股股息 (Rmb)	0.12	0.06	0.05	0.05	0.11	0.13	0.13	0.14
现金 / (净债务)	(60,254)	(89,850)	(96,839)	(102,747)	(99,090)	(92,594)	(85,268)	(77,021)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	8.6	7.3	4.5	6.7	12.9	14.1	13.3	13.4
ROIC (EBIT) (%)	9.4	6.4	3.3	5.0	9.4	10.8	10.9	11.9
EV/EBITDA(core)x	8.2	7.5	8.0	8.3	5.7	5.1	5.0	4.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	28.2	15.9	26.8	23.4	11.2	9.9	10.3	9.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	11.5	(8.5)	(5.4)	(5.1)	7.8	9.9	10.2	11.4
净股息收益率(%)	1.2	1.1	1.0	0.7	1.5	1.8	1.8	2.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2015 年 02 月 02 日 16 时 27 分的股价(Rmb7.29)得出；

投资主题

中国国航 A

投资理由

考虑到国航良好的国内、国际网络结构，我们认为该公司将继续是中国效率最好的航空公司。公司对国人出境游长期布局。自上市以来，国航的盈利和回报表现一直好于国内同业。但我们认为其优异的业绩表现已经基本反映在其相对同业的估值溢价中。考虑到经济趋缓，商务客未明显回暖，加之国内 RPK 个位数增长依旧，我们维持“中性”评级。

乐观情景

我们的乐观情景假设：1) 全球经济（特别是美国和欧元区）2015-2016 年继续复苏；2) 国航所处的华北地区的公务出行需求明显反弹。这种情景下，我们预计 2015-2016 年国内票价+0%/1%（基准假设：-4%/-1%）、国际票价-1%/1%（基准假设：-6%/-1%），则每股估值有望升至 8.9 元。

悲观情景

我们的悲观情景假设：1) 全球经济（特别是美国和欧元区）2015-2016 年放缓；2) 华北地区的公务出行需求下降。这种情景下，我们预计 2015-2016 年国内票价-5%/-2%、国际票价-7%/-2%，每股估值或跌至 6.2 元。

近期催化剂

正面催化剂：票价若转为正增长；
负面催化剂：油价若大幅上涨。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb7.60

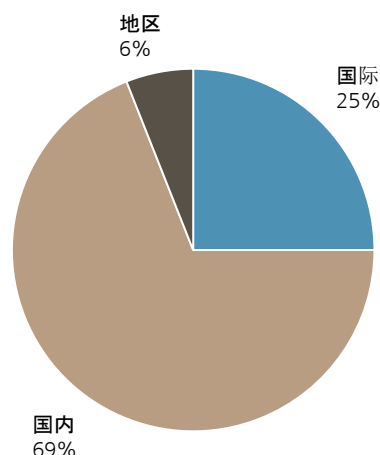
公司简介

中国国航是中国唯一的载旗航空公司，也是国内第二大航空公司。国航为国有企业，自母公司中国航空集团公司处获得所有航空相关资产及负债后，于 2004 年成立。其前身为中国民航北京管理局，从上世纪 50 年代开始提供航空服务，于 2007 年加入星空联盟。

行业展望

航空业与宏观经济高度相关。我们预计 2015 年全球经济将继续复苏，这或能支持航空旅行需求达到超过 10% 的增长。供给方面，在 2013 年的密集交付之后，我们预计对国内航空公司的飞机供应将放缓，令整体供需情况逐渐趋于平衡。

收入按地区划分, 2014E



来源：公司数据，瑞银证券估算

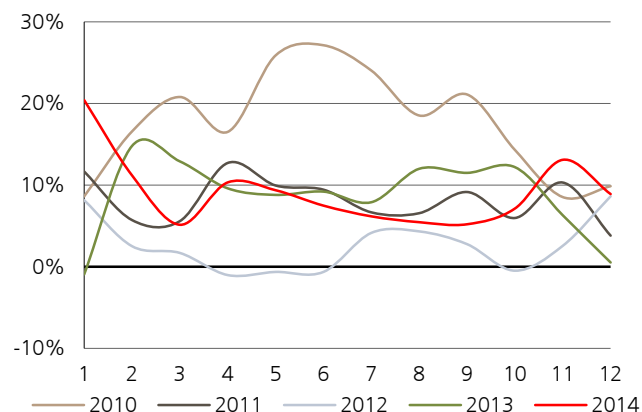
收入按业务划分

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客运	89,279	87,472	90,872	93,676	99,019
货运	8,469	7,876	8,887	8,958	9,406
其他	2,092	2,280	5,188	4,669	4,669
总收入	99,841	97,628	104,947	107,303	113,094

来源：公司数据，瑞银证券估算

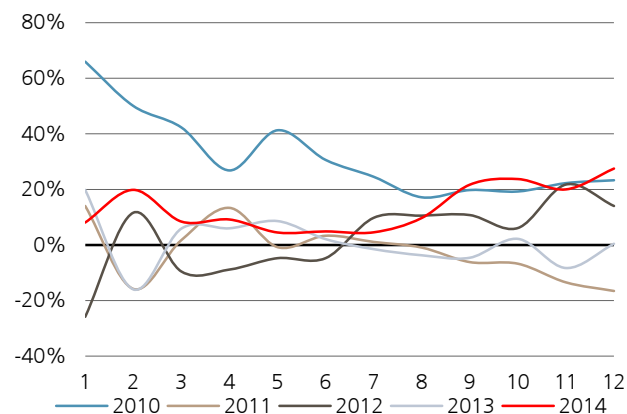
2014 年运营回顾

图表 3: 2014 年公司 RPK 同比+9%



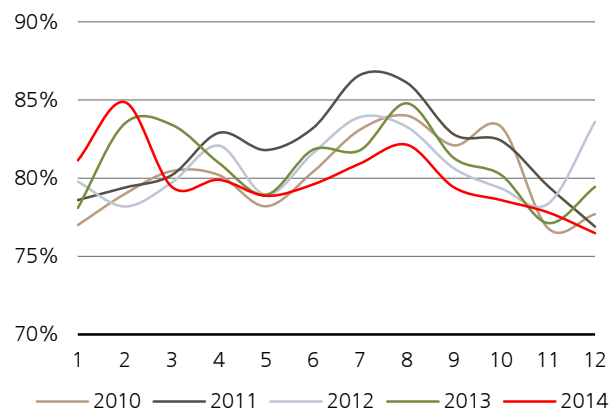
来源: 公司数据

图表 5: 2014 年公司 RFTK 同比+13.5%



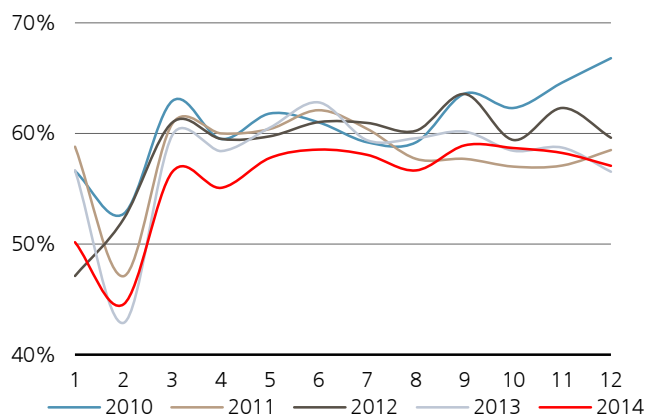
来源: 公司数据

图表 4: 2014 年公司客座率同比降 0.9ppt 至 79.9%



来源: 公司数据

图表 6: 2014 年公司货载率同比降 1.8ppt 至 56.1%



来源: 公司数据

盈利预测变动

图表 7: 盈利预测变动

人民币 百万元	2014E			2015E			2016E		
	新	旧	变动幅度	新	旧	变动幅度	新	旧	变动幅度
客运收入	90,872	92,505	-1.8%	93,676	100,587	-6.9%	99,019	110,785	-10.6%
货运收入	8,887	8,542	4.0%	8,958	9,059	-1.1%	9,406	9,607	-2.1%
其他收入	5,188	5,188	0.0%	4,669	5,447	-14.3%	4,669	5,719	-18.4%
总收入	104,947	106,234	-1.2%	107,303	115,093	-6.8%	113,094	126,112	-10.3%
					108,115				
营业利润	7,069	6,348	11.4%	13,836	9,524	45.3%	15,915	10,730	48.3%
营业利润率	6.7%	6.0%	0.8%	12.9%	8.3%	4.6%	14.1%	8.5%	5.6%
财务费用	-2,782	-2,782	0.0%	-3,562	-3,534	0.8%	-4,298	-4,219	1.9%
净利润	3,582	3,012	18.9%	7,187	5,541	29.7%	9,191	6,055	51.8%
净利润 (UBS)	4,072	3,502	15.1%	8,513	5,541	53.7%	9,624	6,055	58.9%
EPS (元)	0.31	0.27	15.1%	0.65	0.42	53.7%	0.74	0.46	58.9%

来源: 瑞银证券估算

图表 8: PB band



来源: Wind, 瑞银证券估算

中国国航 A (601111.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	97,139	99,841	97,628	104,947	7.5	107,303	2.2	113,094	120,429	129,459
毛利	18,205	17,338	14,674	14,940	1.8	21,884	46.5	24,397	25,098	27,005
息税折旧摊销前利润(UBS)	17,683	17,642	15,338	18,208	18.7	26,644	46.3	29,422	30,274	32,203
折旧和摊销	(9,306)	(10,376)	(10,937)	(11,139)	1.9	(12,808)	15.0	(13,508)	(14,208)	(14,908)
息税前利润(UBS)	8,377	7,266	4,401	7,069	60.6	13,836	95.7	15,915	16,066	17,295
联营及投资收益	1,332	350	825	1,039	25.9	1,163	11.9	1,266	1,295	1,469
其他非营业利润	(1,137)	1,343	624	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(1,513)	(2,200)	(2,715)	(2,782)	-2.5	(3,562)	-28.1	(4,298)	(5,005)	(5,697)
例外项目 (包括商誉)	3,063	241	1,447	(620)	-	(1,768)	-185.2	(578)	0	0
税前利润	10,122	7,000	4,583	4,706	2.7	9,668	105.4	12,305	12,356	13,067
税项	(2,224)	(1,603)	(913)	(770)	15.7	(2,126)	-176.1	(2,760)	(2,765)	(2,900)
税后利润	7,898	5,397	3,670	3,936	7.3	7,542	91.6	9,545	9,591	10,168
优先股股息及少数股权	(421)	(486)	(351)	(354)	-0.9	(354)	0.0	(354)	(354)	(354)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	7,477	4,910	3,319	3,582	7.9	7,187	100.7	9,191	9,236	9,813
净利润 (UBS)	4,414	4,724	2,160	4,072	88.5	8,513	109.1	9,624	9,236	9,813
税率(%)	22.0	22.9	19.9	16.4	-17.9	22.0	34.4	22.4	22.4	22.2
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.34	0.37	0.18	0.31	77.1	0.65	109.1	0.74	0.71	0.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.58	0.38	0.27	0.27	1.4	0.55	100.7	0.70	0.71	0.75
每股收益 (UBS, 基本)	0.34	0.37	0.18	0.31	77.1	0.65	109.1	0.74	0.71	0.75
每股股息净值(Rmb)	0.12	0.06	0.05	0.05	3.1	0.11	124.1	0.13	0.13	0.14
每股账面价值	3.92	3.83	4.09	4.28	4.6	4.72	10.2	5.29	5.86	6.47
平均股数(稀释后)	12,891.95	12,891.95	12,294.18	13,084.75	6.4	13,084.70	0.0	13,084.70	13,084.70	13,084.70
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	12,591	12,048	14,762	13,574	-8.0	18,999	40.0	26,073	33,398	41,646
其他流动资产	7,957	10,393	11,056	11,304	2.2	11,323	0.2	11,533	11,828	12,178
流动资产总额	20,548	22,440	25,817	24,877	-3.6	30,322	21.9	37,606	45,226	53,824
有形固定资产净值	104,515	125,370	132,806	141,209	6.3	142,401	0.8	142,893	142,685	141,777
无形固定资产净值	3,913	1,370	1,154	1,154	0.0	1,154	0.0	1,154	1,154	1,154
投资/其他资产	56,734	38,181	45,059	46,098	2.3	47,261	2.5	48,527	49,822	51,291
总资产	185,711	187,361	204,837	213,339	4.2	221,138	3.7	230,181	238,888	248,047
应付账款和其他短期负债	25,221	25,179	26,713	27,218	1.9	26,729	-1.8	27,140	27,937	28,802
短期债务	30,591	34,167	43,362	43,362	0.00	43,362	0.00	43,362	43,362	43,362
流动负债总额	55,811	59,346	70,074	70,579	0.7	70,090	-0.7	70,502	71,298	72,164
长期债务	42,254	67,731	68,239	72,959	6.9	74,727	2.4	75,305	75,305	75,305
其它长期负债	33,699	8,237	9,224	9,673	4.9	10,109	4.5	10,340	10,340	10,340
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	131,764	135,313	147,537	153,211	3.8	154,926	1.1	156,147	156,944	157,809
普通股股东权益	50,579	49,429	53,511	55,984	4.6	61,714	10.2	69,182	76,738	84,678
少数股东权益	3,368	2,619	3,789	4,143	9.4	4,497	8.6	4,852	5,206	5,560
负债和权益总计	185,711	187,361	204,837	213,339	4.2	221,138	3.7	230,181	238,888	248,047
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	7,477	4,910	3,319	3,582	7.9	7,187	100.7	9,191	9,236	9,813
折旧和摊销	9,306	10,376	10,937	11,139	1.9	12,808	15.0	13,508	14,208	14,908
营运资本变动净值	268	(3,204)	2,140	706	-67.0	(72)	-	433	503	515
其他营业性现金流	(4,632)	(2,289)	(1,787)	35	-	960	NM	(334)	(941)	(1,114)
经营性现金流	12,419	9,794	14,608	15,462	5.8	20,883	35.1	22,797	23,006	24,121
有形资本支出	0	(15,623)	(17,915)	(20,000)	-11.6	(14,000)	30.0	(14,000)	(14,000)	(14,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	92	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(14,774)	3,151	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(14,774)	(12,379)	(17,915)	(20,000)	-11.6	(14,000)	30.0	(14,000)	(14,000)	(14,000)
已付股息	(1,524)	(1,521)	(825)	(593)	28.1	(650)	-9.7	(1,458)	(1,723)	(1,874)
股份发行/回购	0	0	1,044	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	419	124	1,938	(777)	-	(2,575)	-231.22	(843)	42	0
债务及优先股变化	0	6,021	10,858	4,720	-56.53	1,768	-62.54	578	0	0
融资性现金流	(1,105)	4,623	13,015	3,350	-74.3	(1,458)	-	(1,723)	(1,680)	(1,874)
现金流量中现金的增加/(减少)	(3,461)	2,037	9,708	(1,188)	-	5,425	-	7,074	7,325	8,248
外汇/非现金项目	1,040	(2,581)	(6,994)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(2,420)	(543)	2,714	(1,188)	-	5,425	-	7,074	7,325	8,248

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中国国航 A (601111.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	16.7	15.3	17.4	26.6	13.3	10.4	10.3	9.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	28.2	15.9	26.8	23.4	11.2	9.9	10.3	9.7
股价/每股现金收益	9.1	5.0	4.4	6.3	4.5	4.1	4.1	3.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	11.5	(8.5)	(5.4)	(5.1)	7.8	9.9	10.2	11.4
净股息收益率(%)	1.2	1.1	1.0	0.7	1.5	1.8	1.8	2.0
市净率	2.5	1.5	1.2	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.2	7.5	8.0	8.3	5.7	5.1	5.0	4.7
企业价值/息税前利润(核心)	17.4	18.2	27.8	21.3	10.9	9.5	9.4	8.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.3	17.6	NM	NM	12.7	10.6	10.3	9.1
企业价值/运营投入资本	1.6	1.2	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	108,226	68,447	60,699	88,499	88,499	88,499	88,499	88,499
净债务 (现金)	48,666	75,052	72,810	72,810	72,810	72,810	72,810	72,810
少数股东权益	4,208	2,619	3,789	4,143	4,497	4,852	5,206	5,560
养老金拨备/其他	0	266	35	35	35	35	35	35
企业价值总额	161,100	146,384	137,333	165,487	165,841	166,196	166,550	166,904
非核心资产	(15,240)	(14,083)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)	(15,001)
核心企业价值	145,859	132,301	122,331	150,486	150,840	151,194	151,549	151,903
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20.0	2.8	-2.2	7.5	2.2	5.4	6.5	7.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	-6.1	-0.2	-13.1	18.7	46.3	10.4	2.9	6.4
息税前利润(UBS)	-20.3	-13.3	-39.4	60.6	95.7	15.0	1.0	7.7
每股收益(UBS 稀释后)	-61.3	7.0	-52.1	77.1	109.1	13.0	-4.0	6.2
每股股息净值	-9.8	-45.8	-24.6	3.1	124.1	18.2	-2.5	11.5
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	18.7	17.4	15.0	14.2	20.4	21.6	20.8	20.9
息税折旧摊销前利润率	18.2	17.7	15.7	17.3	24.8	26.0	25.1	24.9
息税前利润率	8.6	7.3	4.5	6.7	12.9	14.1	13.3	13.4
净利 (UBS) 率	4.5	4.7	2.2	3.9	7.9	8.5	7.7	7.6
ROIC (EBIT)	9.4	6.4	3.3	5.0	9.4	10.8	10.9	11.9
税后投资资本回报率	5.8	4.9	2.4	3.9	7.1	8.1	8.2	8.9
净股东权益回报率(UBS)	9.6	9.4	4.2	7.4	14.5	14.7	12.7	12.2
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	3.4	5.1	6.3	5.6	3.7	3.1	2.8	2.4
净债务/总权益 %	111.7	172.6	169.0	170.9	149.7	125.1	104.1	85.4
净债务 / (净债务 + 总权益) %	52.8	63.3	62.8	63.1	59.9	55.6	51.0	46.0
净债务/企业价值	41.3	67.9	79.2	68.3	65.7	61.2	56.3	50.7
资本支出 / 折旧 %	0.0	150.6	163.8	179.5	109.3	103.6	98.5	93.9
资本支出/营业收入(%)	0.0	15.6	18.3	19.1	13.0	12.4	11.6	10.8
息税前利润/净利息	5.5	3.3	1.6	2.5	3.9	3.7	3.2	3.0
股息保障倍数 (UBS)	2.9	5.7	3.6	6.3	5.8	5.6	5.5	5.2
股息支付率 (UBS) %	34.5	17.5	27.5	16.0	17.1	17.9	18.2	19.1
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	97,139	99,841	97,628	104,947	107,303	113,094	120,429	129,459
总计	97,139	99,841	97,628	104,947	107,303	113,094	120,429	129,459
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	8,377	7,266	4,401	7,069	13,836	15,915	16,066	17,295
总计	8,377	7,266	4,401	7,069	13,836	15,915	16,066	17,295

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。