

评级：买入 维持评级

业绩点评

市场价格（人民币）：13.12元  
 目标价格（人民币）：16.00-17.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	8,329.27
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	171,671.93
年内股价最高最低(元)	13.59/3.19
沪深 300 指数	4774.33
上证指数	4476.62
人民币(元)	成交金额(百万元)



## 相关报告

- 《业绩符合预期，期待王者归来》，2015.3.27
- 《收益下降利润下滑,成本端改善催化估值修复》，2014.10.29
- 《汇兑损失拖累业绩,旺季尾声行情仍可期待》，2014.8.27
- 《汇兑收益拖累业绩,主业盈利大幅增长》，2014.4.30

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.254	0.289	0.590	0.632	0.891
每股净资产(元)	4.14	4.15	5.08	5.66	6.50
每股经营性现金流(元)	1.33	1.34	1.50	2.08	2.30
市盈率(倍)	15.57	27.12	23.04	21.49	15.25
行业优化市盈率(倍)	30.32	56.53	99.59	99.59	99.59
净利润增长率(%)	-32.93%	13.97%	104.08%	7.21%	40.88%
净资产收益率(%)	6.13%	6.96%	11.61%	11.17%	13.70%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	13,084.75	13,084.75	13,084.75

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 国航 15Q1 完成营收 252.6 亿，同比增长 3.45%，实现归母净利润 16.8 亿，同比增加 15.8 亿，合 EPS 0.14 元，与我们预期一致

## 经营分析

- 国际航线和货运量快速增长，客座率有所下滑：公司 15Q1 国内航线 RPK 增长 7.7%，客座率降低 0.5%。国际航线流量增长 16.4%，依旧保持较快步伐，但客座率下降 2.8%，我们认为这是由于公司保持强势的定价政策及欧洲需求复苏缓慢。值得一提的是 Q1 货运周转量大幅增长 25%，载运率提升 1.6%，复苏态势明显。
- 收益水平下降，但成本领先优势扩大贡献盈利：受燃油附加费减少，货运量大增，客座率下滑等因素影响公司吨公里收益 (RATK) 下降 9.5%，但油价大跌使燃油成本下降远超燃油附加费减少（估算差额在 19.7 亿），加上公司各项成本管控良好，货运业务增加摊薄成本效应明显，油价弹性也更高使得成本领先优势进一步扩大导致可用吨公里成本下降 17.5%，这拉动毛利率回升至 22.6%。Q1 公司实现息税前利润 32.3 亿，同比增长 171%
- 投资收益增长，财务费用攀升：受油价下跌提振，预计国泰航空盈利大幅增长，这推动国航 Q1 实现投资收益 1.9 亿，同比增长 331%。

## 盈利调整

- 我们维持公司 15 年 EPS 0.59 元、基于中期布油 75 美元假设预计 16~17 年 EPS 分别为 0.63 元和 0.89 元的，对应当前股价的 PE 分别为 22X, 20.8X 和 14.8X，给予“买入”的投资评级，目标价 17 元

## 投资建议

- 航空股的投资逻辑正从低油价向供需反转、票价改革、辅助收入增长及产业链延伸上切换。低油价和非美货币大幅贬值对旅游的刺激作用将逐渐显现，预计暑运旺季票价将明显上升，呈现出淡季不淡，旺季更旺的局面。公司率先将机队结构调整到位，巩固中转枢纽，大力拓展国际市场有利于长期可持续发展。加上在高收益市场份额稳固，拥有最高的客源结构我们期待公司未来在经济舱票价上限逐步放开和增值业务推广过程中释放盈利弹性。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号：S1130514080001  
 (8621)60230251  
 wuyanfeng@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E	
	99,841	97,628	104,826	105,634	118,576	127,845	应收账款		12,591	15,508	9,735	14,570	
增长率	-2.2%	7.4%	0.8%	12.3%	7.8%	存货		6,071	5,951	5,830	5,991	6,757	
主营业务成本	-80,774	-82,646	-87,841	-80,966	-93,056	-98,584	其他流动资产		1,105	1,045	1,100	998	1,198
%销售收入	80.9%	84.7%	83.8%	76.6%	78.5%	77.1%	流动资产		781	2,923	3,825	2,822	2,943
毛利	19,066	14,983	16,984	24,668	25,520	29,261	%总资产		20,548	25,426	20,490	24,381	27,447
%销售收入	19.1%	15.3%	16.2%	23.4%	21.5%	22.9%	长期投资		11.1%	12.4%	9.8%	10.4%	10.5%
营业税金及附加	-1,728	-309	-188	-208	-223	-236	固定资产		15,916	16,686	14,331	14,391	14,452
%销售收入	1.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	%总资产		142,281	155,761	166,056	186,668	196,539
营业费用	-6,894	-7,199	-7,434	-7,063	-7,567	-8,016	无形资产		76.6%	75.8%	79.2%	79.4%	75.9%
%销售收入	6.9%	7.4%	7.1%	6.7%	6.4%	6.3%	非流动资产		4,210	4,330	5,280	5,652	5,490
管理费用	-3,178	-3,073	-3,218	-3,379	-3,553	-3,764	%总资产		165,163	179,936	189,153	210,711	231,481
%销售收入	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%	3.0%	2.9%	负债总计		88.9%	87.6%	90.2%	89.6%	89.4%
息税前利润 (EBIT)	7,266	4,401	6,144	14,019	14,178	17,246	资产总计		185,711	205,362	209,643	235,093	258,928
%销售收入	7.3%	4.5%	5.9%	13.3%	12.0%	13.5%	短期借款		20,548	25,426	20,490	24,381	27,447
财务费用	-2,200	-777	-3,241	-5,063	-4,964	-3,389	应付款项		30,591	43,328	34,397	48,352	68,822
%销售收入	2.2%	0.8%	3.1%	4.8%	4.2%	2.7%	其他流动负债		16,734	17,467	17,301	16,203	18,573
资产减值损失	241	-491	130	-100	-100	-100	流动负债		8,487	8,849	8,775	4,224	4,783
公允价值变动收益	5	0	7	10	0	0	长期贷款		55,811	69,644	60,472	68,780	92,178
投资收益	383	825	877	1,500	1,900	2,000	其他长期负债		30,254	23,266	31,829	32,829	34,829
%税前利润	5.4%	18.0%	17.5%	12.7%	15.1%	11.4%	负债总计		45,699	54,508	57,871	60,194	45,194
营业利润	5,695	3,959	3,917	10,366	11,014	15,756	普通股股东权益		131,764	147,419	150,172	161,803	176,201
营业利润率	5.7%	4.1%	3.7%	9.8%	9.3%	12.3%	少数股东权益		50,579	54,154	54,339	66,464	74,085
营业外收支	1,343	624	1,101	1,401	1,601	1,801	负债股东权益合计		3,368	3,789	5,132	6,826	8,642
税前利润	7,038	4,583	5,018	11,766	12,615	17,557	负债股东权益总计		185,711	205,362	209,643	235,093	258,928
利润率	7.0%	4.7%	4.8%	11.1%	10.6%	13.7%							290,096
所得税	-1,603	-913	-768	-2,353	-2,523	-3,511							
所得税率	22.8%	19.9%	15.3%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	5,434	3,670	4,250	9,413	10,092	14,046							
少数股东损益	486	351	468	1,694	1,817	2,388							
归属于母公司的净利润	4,948	3,319	3,782	7,719	8,275	11,658							
净利率	5.0%	3.4%	3.6%	7.3%	7.0%	9.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	
净利润	4,948	3,670	4,250	9,413	10,092	14,046	<b>每股指标</b>					2017E	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益		0.384	0.254	0.289	0.590	0.632
非现金支出	10,139	11,586	11,471	12,570	14,801	17,033	每股净资产		3.923	4.139	4.153	5.079	5.662
非经营收益	2,415	-252	2,206	2,300	463	-1,412	每股经营现金净流		0.963	1.333	1.339	1.496	2.079
营运资金变动	-5,580	2,400	-416	-4,710	1,841	394	每股股利		0.059	0.045	0.000	0.050	0.050
经营活动现金净流	11,921	17,404	17,511	19,573	27,197	30,061	<b>回报率</b>						
资本开支	-14,762	-21,347	-12,666	-32,152	-32,909	-42,209	净资产收益率		9.78%	6.13%	6.96%	11.61%	11.17%
投资	0	-15	0	-60	-61	-62	总资产收益率		2.66%	1.62%	1.80%	3.28%	3.20%
其他	-12	465	701	1,510	1,900	2,000	投入资本收益率		4.37%	2.42%	3.58%	6.42%	5.52%
投资活动现金净流	-14,774	-20,898	-11,965	-30,702	-31,070	-40,271	<b>增长率</b>						
股权募资	0	1,044	0	0	0	0	主营业务收入增长率		2.78%	-2.22%	7.37%	0.77%	12.25%
债权募资	6,095	12,796	-3,636	15,968	11,469	16,578	EBIT增长率		-13.26%	-39.42%	39.59%	128.17%	1.13%
其他	-7,258	-3,985	-4,163	-3	-5,618	-4,043	净利润增长率		-33.82%	-32.93%	13.97%	104.08%	7.21%
筹资活动现金净流	-1,163	9,855	-7,800	15,965	5,851	12,534	总资产增长率		24.16%	10.58%	2.08%	12.14%	10.14%
现金净流量	-4,016	6,361	-2,254	4,835	1,978	2,324	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数		10.3	11.3	10.6	10.7	10.8
							存货周转天数		5.0	4.7	4.5	4.5	5.0
							应付账款周转天数		52.7	51.0	49.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数		425.2	463.6	486.1	536.7	519.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益		111.67%	120.94%	123.88%	114.33%	124.85%
							EBIT利息保障倍数		3.3	5.7	1.9	2.8	5.1
							资产负债率		70.95%	71.78%	71.63%	68.83%	68.05%
													66.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.50</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-30	增持	3.33	N/A
2	2014-08-27	增持	3.58	N/A
3	2014-10-29	增持	4.20	N/A
4	2015-03-27	买入	9.18	11.00~14.00

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD