



中国：航空公司

2015 年 10 月 12 日

投资建议：

601111 CH -持有-超越同业 (初次报告)**753 HK -持有-超越同业 (初次报告)**目标价隐含涨/跌幅：**12.7%(A)****(4.7%) (H)**日期 **2015/10/12**收盘价 **RMB8.34(A)/HK\$6.61(H)**十二个月目标价 **RMB9.40(A)/HK\$6.3(H)**

信息更新：

- 首次将中国国际航空纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级，目标价人民币 9.4 元，系根据 12.5 倍 2016 年预估市盈率与 1.5 倍 2016 年预估市净率。
- 本中心预估 2015/16/17 年每股收益为人民币 0.69/0.81/0.84 元，同比增长 123%/19%/3%。

本中心观点：

- 随着产业进入上行周期，股价或可出现短线动能，但因多项因素影响，我们担忧其长远前景。
- 本中心较看好中国南方航空(600029 CH, 买入)与中国东方航空(600115 CH, 买入)。

公司简介：中国国际航空股份有限公司与旗下子公司提供航空与航空相关服务，主要服务地区为中国、香港、澳门。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB96,072.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,383.6 百万元
总股本股数 (百万股)	13,084.8
流通 A 股股数比例	65.1%
自由流通股数比例	39.8%
大股东；持股比例	中国航空集团公司, 41.6%
净负债比率	169.0%
每股净值 (2015F)	RMB5.00 元
市净率 (2015F)	1.67 倍

简明损益表(RMB 百万元) - 601111 CH

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	104.826	109.438	118.936	130.314
营业利润 **	6.144	14.315	14.278	14.543
税后净利润 *	3.783	8.436	10.016	10.294
每股收益(元)	0.31	0.69	0.81	0.84
每股收益同比增长率 (%)	14.0	123.0	18.7	2.8
市盈率 (倍)	27.1	12.2	10.2	10.0
股利收益率(%)	0.6	1.2	1.5	1.5
净资产收益率 (%)	7.0	13.7	14.3	13.1

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

简明损益表(RMB 百万元) - 753 HK

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
每股收益 (元)	0.31	0.70	0.83	0.85
每股净值 (元)	4.4	5.0	5.7	6.4

报告分析师：

张 涵

+86 2 3518 7977

april.chang@yuanta.com

中国国航 (601111 CH)

防御性佳，但长期盈利增长恐不如同业

首次纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级，目标价人民币 9.4 元：中国国航股价短线可能上涨，系因航空业进入上行周期，低油价推升公司盈利。不过，我们担忧公司长线增长或许相对受限，系因 1) 与同业相较，受益于短程航线强劲需求的程度较少；2) 运量过度集中于北京首都机场。本中心(A 股)目标价人民币 9.4 元系以本中心目标市盈率倍数 12.6 倍与目标市净率 1.5 倍乘上 2016 年预估每股收益/每股净值，隐含 13% 上涨空间。本中心(H 股)目标价 6.3 港元系以 8.3 倍 2016 年预估市盈率与 1.0 倍 2016 年预估市净率平均而得。在中国航空业中，我们较看好中国南方航空(600029 CH, 买入)与中国东方航空(600115 CH, 买入)，系因本中心认为这两家公司在中国国内市场与短程航线市场中定位较佳。

受益中国短程出境需求增长的程度较小：本中心预估中国出境旅游市场在 2015-17 年年复合增长率有望达 14%，其中短程航线需求将会是主要增长动能，尤其受到中国飞往东北亚/东南亚观光需求带动。然而，中国国航的国际航线优势主要为北美与欧洲的远程航线，其在中国、韩国、东南亚市场的市占率落后国内同业。因此，中国出境旅游需求虽有大幅增长，但我们担忧中国国航受益程度较小。

运量集中于北京，恐阻碍未来增长：在航空业景气低迷时，中国国航通常会被归类为防御型的航空个股，系因其基地机场位处北京，客群组合较佳、也更稳定。不过，在观光需求蓬勃发展之际，其运量集中于北京首都机场(约 67%)恐将有碍公司未来增长，系因 1) 北京的交通运输易因政治活动打断；2) 北京首都机场运量已满，短期内缺乏第二座机场的支持，调整弹性小。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

初次纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级

国航股价短线有望随产业上行周期上涨，但我们长期较看好南方航空与东方航空。

本中心初次将国航(601111 CH/753 HK)纳入研究范围，给予“持有-超越同业”评级。12个月A股目标价人民币9.4元系根据12.5倍目标市盈率乘上2016年预估每股收益、1.5倍目标市净率乘上2016年预估每股净值推估，取平均值而得。H股目标价6.3港元系根据2016年8.3倍预估市盈率与1.0倍预估市净率推估，取平均值而得。以短线观之，国航股价有望随着产业上行周期与同业一同上涨。不过，我们担心国航长期的盈利增长恐较中国同业疲软，如中国南方航空(600029 CH，买入)与中国东方航空(600115 CH，买入)，系因1)短程出境需求蓬勃发展，但国航受益程度较小；2)运量过度集中于运量已满的北京首都机场。

财务展望

2015 下半年展望

本中心预估2015年3季度营收环比增长22%/同比增长6%，系因旅游需求增长以及进入远程航线观光的旺季。本中心亦预估毛利率/营业利润率可增至29%/19%，系因燃油价格下跌，且销售费用节省。本中心预估2015年4季度营收有望同比增长3%但环比下降15%，系因进入淡季。将2015年3季度人民币贬值影响纳入估算后，预期2015年3/4季度每股收益达人民币0.20/0.17元。

本中心预估2015/16/17年每股收益可达人民币0.69/0.81/0.84元。

2015/16/17 年展望

本中心预估2015/16/17年每股收益同比增长123%/19%/3%至人民币0.69/0.81/0.84元。我们预估低油价与直销比例增加，有望推升2015年盈利，但2016/17年盈利增速恐将放缓，系因1)国航在短程航线市场市占率较低；2)北京首都机场运量满载，调整弹性亦有限。

投资风险

- 1) 油价骤升
- 2) 人民币进一步大幅走贬
- 3) 发生重大飞行意外或其他事件
- 4) 中国政府对北京机场实施重大或长期交通运输限制
- 5) 非公开现金股权增资价格过低

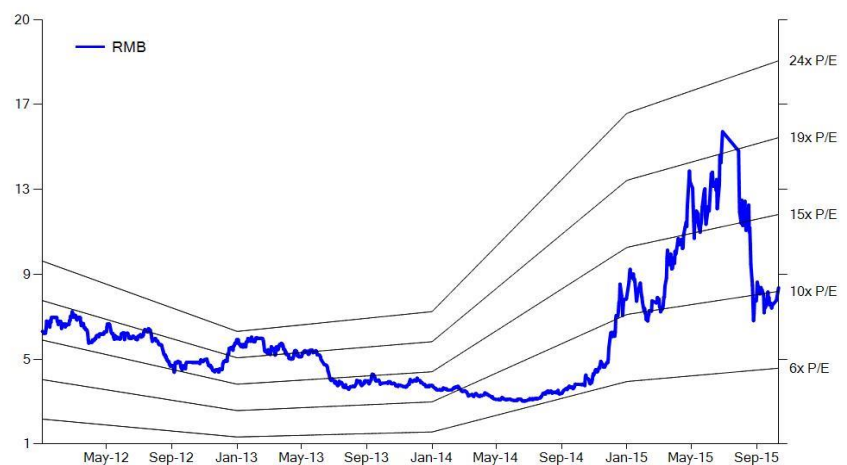
股票估值 – 601111 CH

国航目前股价相当于 12.2/10.2 倍 2015/16 年预估市盈率，高于国内同业平均的 11.6/9.3 倍，但同时其 2016 年盈利预估同比增长率 19% 却较低。本中心 12 个月 A 股目标价人民币 9.4 元系根据 12.5 倍目标市盈率乘上 2016 年预估每股收益人民币 0.81 元、1.5 倍目标市净率乘上 2016 年预估每股净值人民币 5.7 元推估，取平均值而得。本中心设定市盈率目标倍数 12.5 倍为 2011 年产业上行周期估值区间 9–15 倍的中间点；市净率目标倍数 1.5 倍为 2011 年周期区间 1.4–2.9 倍的低缘，系因人民币波动以及非公开现金股权增资的不确定性使得资产负债表估值风险较高。

股票估值– 753 HK

H 股 12 个月目标价 6.3 港元系根据 2016 年 8.3 倍预估每股收益人民币 0.83 元与 1.0 倍预估每股净值人民币 5.7 元推估，取平均值而得。目标市盈率与市净率倍数落在前次上行周期(2011 年)估值区间的中段。

图 1：12 个月预估市盈率区间(A 股)



资料来源：公司资料、元大

图 2：12 个月预估市净率区间(A 股)



资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较表

公司	代码	估值	股价	市值	每股收益			市盈率			每股收益增长率		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
国航	601111 CH	持有-超越同业	RMB8.34	15,121	0.31	0.69	0.81	27.1	12.2	10.2	14%	123%	19%
国内同业													
东方航空	600115 CH	买入	RMB7.99	13,513	0.27	0.59	0.74	29.6	13.6	10.8	38%	118%	25%
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.37	11,399	0.18	0.75	0.98	46.3	11.1	8.5	-6%	316%	31%
海南航空	600221 CH	未评级	RMB4.06	7,814	0.21	0.40	0.48	19.1	10.2	8.5	20%	88%	19%
平均									11.6	9.3			
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$14.82	7,522	0.80	1.53	1.73	18.5	9.7	8.6	20%	91%	13%
长荣航	2618 TT	买入	NT\$18	2,148	-0.40	2.74	2.82	N.M.	6.6	6.4	-172%	N.M.	3%
华航	2610 TT	买入	NT\$11	1,860	-0.14	1.36	1.60	N.M.	8.1	6.9	N.M.	N.M.	18%
平均									8.1	7.3			
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥335.3	9,809	11.24	18.88	21.90	29.8	17.8	15.3	108%	68%	16%
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4110	12,401	411	470	499	10.0	8.7	8.2	-10%	14%	6%
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5060	864	319	200	529	15.9	25.3	9.6	N.M.	-37%	164%
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.4	942	0.03	0.16	0.24	46.7	9.0	5.8	-77%	420%	56%
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$39.94	26,335	1.64	3.39	3.81	24.4	11.8	10.5	56%	106%	12%
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$47.21	37,551	0.78	5.35	5.59	N.M.	8.8	8.4	-94%	585%	5%
United Continental	UAL US	未评级	US\$55.71	21,281	2.93	10.90	8.53	19.0	5.1	6.5	92%	272%	-22%
American Airlines	AAL US	未评级	US\$42.42	28,499	3.93	8.40	6.37	10.8	5.0	6.7	N.M.	114%	-24%
Ryanair	RYA ID	未评级	€12.57	19,353	0.62	0.87	1.03	20.1	14.4	12.2	69%	40%	18%
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€13.59	7,156	0.12	2.84	2.38	N.M.	4.8	5.7	-82%	2266%	-16%
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.48	4,001	1.32	1.43	1.02	6.4	5.9	8.3	169%	8%	-28%
平均									10.6	8.8			

资料来源：Bloomberg、元大 (根据 10 月 12 日收盘价)

图 4：同业估值比较表 (续)

公司	代码	估值	股价	市值	净资产收益率			股利收益率			市净率		
				(百万美元)	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
国航	601111 CH	持有-超越同业	RMB8.34	15,121	7.0%	13.7%	14.3%	0.6%	1.2%	1.5%	1.9	1.7	1.5
国内同业													
东方航空	600115 CH	买入	RMB7.99	13,513	12.3%	20.6%	21.0%	0.0%	0.7%	0.9%	3.7	2.8	2.3
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.37	11,399	5.0%	18.0%	20.0%	0.6%	2.2%	2.9%	2.3	2.0	1.7
海南航空	600221 CH	未评级	RMB4.06	7,814	9.29	N.A.	N.A.	6.4%	N.A.	N.A.	1.73	N.A.	N.A.
平均						19.3%	20.5%		1.5%	1.9%	2.4	2.0	
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$14.82	7,522	5.5%	11.8%	12.1%	2.4%	4.0%	4.5%	1.13	1.03	0.9
长荣航	2618 TT	买入	NT\$18	2,148	-3.3%	18.7%	17.0%	0.0%	5.6%	2.8%	1.5	1.2	1.1
华航	2610 TT	买入	NT\$11	1,860	-1.5%	12.2%	12.9%	0.0%	1.8%	0.9%	1.1	1.0	0.9
平均						14.2%	14.0%		3.8%	2.7%	1.1	1.0	
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥335.3	9,809	5.1%	8.0%	9.0%	1.2%	1.5%	1.8%	1.47	1.38	1.3
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4110	12,401	20.3%	20.7%	19.0%	2.5%	2.9%	3.2%	1.92	1.63	1.4
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5060	864	6.5%	2.2%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.98	0.94	1.0
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.4	942	1.7%	10.0%	12.2%	2.1%	3.1%	3.8%	0.86	0.82	0.7
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$39.94	26,335	16.1%	31.6%	26.8%	0.6%	0.7%	0.8%	3.98	3.12	2.6
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$47.21	37,551	6.4%	34.2%	30.0%	0.6%	0.9%	1.2%	4.42	3.20	2.5
United Continental	UAL US	未评级	US\$55.71	21,281	42.1%	102.1%	44.9%	0.0%	0.0%	0.0%	8.71	3.59	2.3
American Airlines	AAL US	未评级	US\$42.42	28,499	N.A.	151.5%	50.4%	0.5%	0.9%	1.0%	14.64	4.71	3.2
Ryanair	RYA ID	未评级	€12.57	19,353	23.7%	26.3%	25.3%	0.0%	0.2%	1.3%	4.29	3.53	2.9
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€13.59	7,156	1.1%	25.3%	20.1%	0.0%	3.0%	4.1%	1.58	1.20	1.0
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.48	4,001	22.6%	15.0%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	1.28	0.97	0.9
平均						38.8%	23.3%		1.2%	1.6%	2.3	1.8	

资料来源：Bloomberg、元大 (根据 10 月 12 日收盘价)

受益中国短程出境旅游需求增长的程度较低

短程旅游为带动中国出境旅游增长的主要动能

亚洲地区短程旅游是带动中国出境旅游需求增长的主要动能。

研究中心看好中国出境航空旅游市场 2015-17 年的增长前景，预估年复合增长率可达 14%，其中短程出境旅游将是主要增长动能。如图 5 所示，国家旅游局通过旅行社统计出境旅游目的地，若不计入香港与澳门，2015 年上半年有半数以上的中国出境游客以亚洲地区为目的地。此外，下半年中国游客前往泰国、日本和韩国的人数也有望同比大幅增长，主要归功于 1) 人民币对上述国家货币相对强势；2) 上述国家放宽签证政策；3) 泰国及部分东南亚国家的政治风险降低。

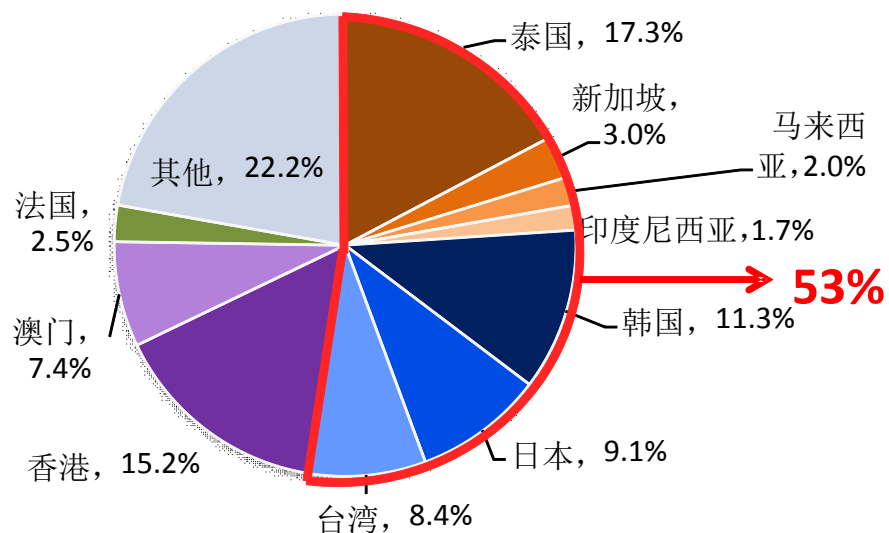
国航在短程出境旅游市场的市占率较低

虽然国航在中国国际航空交通的市占率较高，但其优势主要在于欧洲及北美等远程航线，在亚洲市场的市占率则较低。据本中心对中国三大航空公司的估计，东航在日本及韩国航线的市占率最高 (约达 45%)，其次为南航的 30%，而国航的 25-26% 则相对落后。此外，在三家航空业者中，东航及南航对东南亚/南亚航线的市占率分别达 50%/40%，而国航的市占率则不到 10%。

我们认为国航在短程出境旅游市场的市占率低于同业，因此受益于短程旅游需求大增的程度较低。

基于上述理由，我们认为国航受益于出境旅游需求大增的程度可能不及东航及南航。本中心认为这点足以解释国航 2015 年上半年的国际航线业务数据，其中 1) 可用座公里 (运能) 增长幅度高于客运收益公里数 (运量) 增幅；且 2) 载客率同比增长率持平 (参见图 7、图 8)。

图 5：2015 年上半年中国出境旅游目的地比重



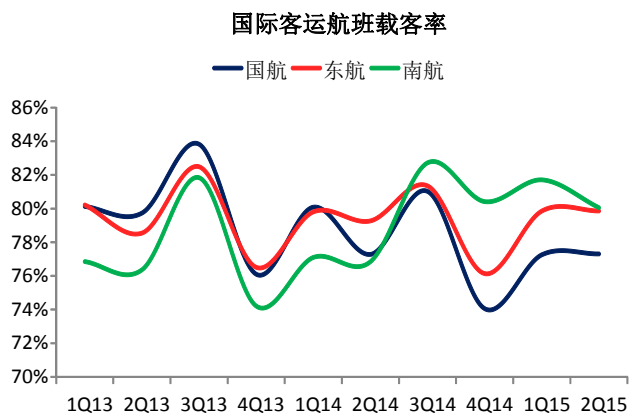
资料来源：中国旅游局、Wind、元大

图 6：十大旅游目的地的中国游客数量同比增长率

航点	中国游客数同比增长率
泰国	109% (截至 2015 年 7 月)
香港	2% (截至 2015 年 7 月)
韩国	27% (截至 2015 年 6 月) (若不计入 6 月 MERS 疫情爆发的冲击, 则为 43%)
台湾	6% (截至 2015 年 8 月)
日本	114% (截至 2015 年 7 月)
澳门	-4% (截至 2015 年 8 月)
新加坡	-9% (截至 2015 年 3 月)
马来西亚	-27% (截至 2015 年 3 月)
印度尼西亚	15% (截至 2014 年)
法国	28% (截至 2015 年 6 月)

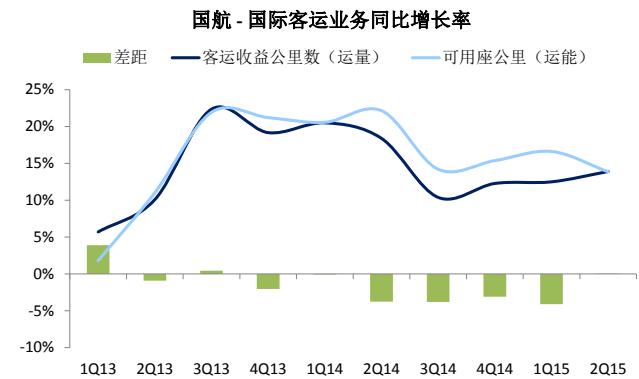
资料来源：上述国家的出入境管理局、元大

图 7：国际客运航线载客率



资料来源：公司资料、元大

图 8：国航国际客运业务同比增长率



资料来源：公司资料、元大

运能过度集中于北京

运能集中于旅客吞吐量达饱和的机场，恐阻碍未来增长

国航 67%的运能集中于北京，14%在成都，其余 12%则在上海。除了北京、上海、成都和广州四座核心枢纽机场，国航在国内主要机场的分布不及南航及东航广泛。

北京的交通运输容易受到政治活动干扰。

北京首都国际机场的吞吐量始终维持满载，且较缺乏弹性。

在产业下行周期，市场大多将国航视为防御型航空个股，系因 1) 其核心枢纽位于北京；2) 商务旅客人数稳定且比重高于同业，该类型旅客对票价的敏感度较低。不过，考虑 1) 北京交通运输容易受到政治活动干扰，短期旅客吞吐量恐受限；2) 北京首都国际机场已达饱和，且缺乏第二座机场支持，因此弹性较低 (参见图 9)，本中心因此担忧国航的增长前景可能因其运能过度集中而受限。

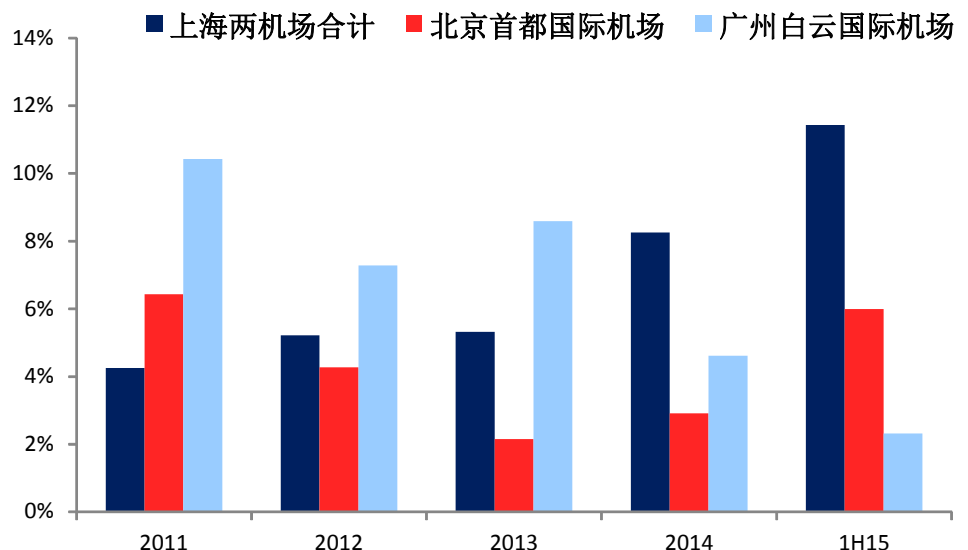
新北京机场距离遥远 – 双机场营运费用又将如何？

北京新机场预计建于北京市南边，距离目前在北京市北边的首都国际机场约 67 公里(参见图 10)。新机场预定于 2015 年底前开始兴建，2019 年 7 月完工。预估至 2019 年，新机场的旅客年吞吐量将达 4,500 万人，相当于北京首都国际机场 2014 年旅客吞吐量的 50%。

新北京机场存有变量，包括正式启用日期及国航双场运作费用增加的可能等。

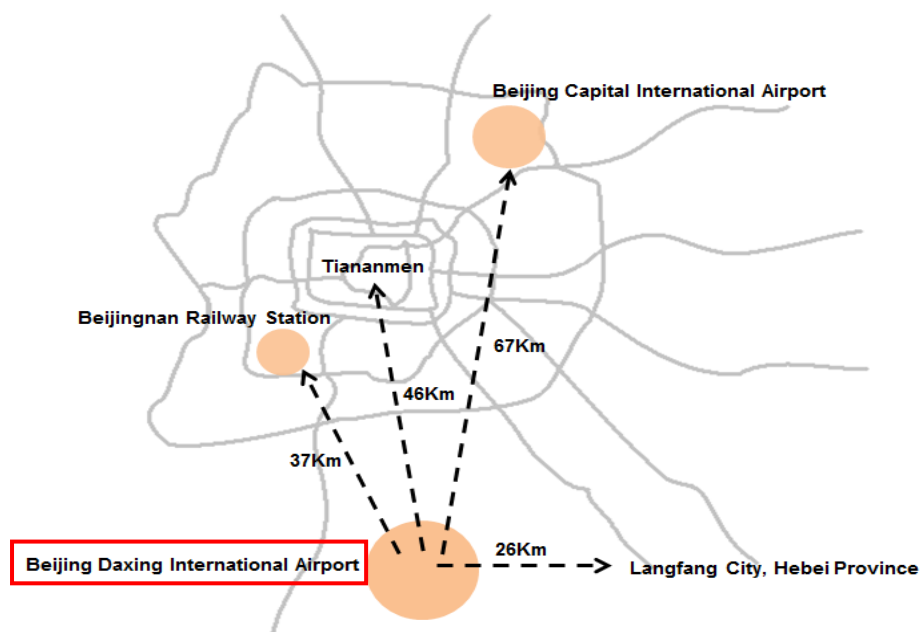
本中心虽赞同北京新机场将舒缓北京首都机场运量超载的情况，但对于该机场对国航的效益则持保守看法，系因 1) 实际启用日期尚未确定；2) 双机场营运可能导致费用增加，这也是以上海为基地的东航毛利率过去低于国内同业的原因之一。

图 9：中国主要机场旅客吞吐量比较



资料来源：Wind、元大

图 10：新北京机场距离北京首都国际机场 67 公里



资料来源：百度、元大

2015 年 2 季度回顾与盈利展望

2015 年 2 季度回顾

2015 年 2 季度营收环比增长 2%，同比增长 5%，系因旅游需求畅旺且单位收益相对稳定 (尽管燃料附加费减少造成了部分负面影响)。国际客运业务仍是重要增长动能，客运收益公里数同比增长 13.9%，而国内客运收益公里数则稳定同比增长 10.2%。另外，2015 年 2 季度毛利率由前季的 22% 小幅下滑至 20%，系因进入淡季，但同比增长 7 个百分点，主要因油价低。整体而言，2015 年 2 季度每股收益人民币增至 0.18 元，环比增长 31%，同比增长 492%。

2015 年下半年展望

本中心预估 2015 年 3 季度营收有望环比增长 22%，同比增长 6%，系受益于中国旅游需求佳，且进入远程旅游的旺季。本中心亦预估 2015 年 3 季度毛利率/营业利润率有望增加至 29%/19%，系因燃油价格更低，并省下销售费用。

2015 年 3 季度人民币贬值的负面影响大致纳入后，本中心预估 2015 年 3 / 4 季度每股收益可达人民币 0.20/0.17 元。

图 11：国航-季度与年度简明损益表 (合并)

(百万人民币)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	25,262	25,854	31,558	26,764	109,438	27,327	28,520	33,943	29,145	118,936
销货成本	(19,595)	(20,627)	(22,560)	(21,436)	(84,218)	(21,957)	(22,212)	(25,264)	(23,681)	(93,114)
营业毛利	5,666	5,227	8,998	5,329	25,220	5,370	6,308	8,680	5,464	25,822
营业费用	(2,437)	(2,584)	(2,966)	(2,917)	(10,905)	(2,623)	(2,766)	(3,123)	(3,031)	(11,544)
营业利润	3,229	2,643	6,032	2,411	14,315	2,747	3,541	5,557	2,433	14,278
业外利益	(823)	436	(2,719)	304	(2,802)	(847)	310	(299)	204	(633)
税前净利润	2,406	3,079	3,313	2,715	11,513	1,899	3,851	5,258	2,637	13,645
少数股东权益	(220)	(129)	(129)	(129)	(607)	(129)	(129)	(129)	(129)	(516)
所得税费用	(511)	(688)	(729)	(543)	(2,470)	(437)	(860)	(1,157)	(659)	(3,113)
归属母公司税后净利润	1,675	2,262	2,455	2,043	8,436	1,333	2,862	3,972	1,849	10,016
每股收益(依加权稀释股数)(元)	0.14	0.18	0.20	0.17	0.69	0.11	0.23	0.32	0.15	0.81
加权平均股数	11,966	12,305	12,305	12,305	12,295	12,305	12,305	12,305	12,305	12,295
重要比率										
营业毛利率	22.4%	20.2%	28.5%	19.9%	23.0%	19.7%	22.1%	25.6%	18.7%	21.7%
营业利润率	12.8%	10.2%	19.1%	9.0%	13.1%	10.1%	12.4%	16.4%	8.3%	12.0%
税前净利润率	9.5%	11.9%	10.5%	10.1%	10.5%	7.0%	13.5%	15.5%	9.0%	11.5%
有效所得税率	21.2%	22.3%	22.0%	20.0%	21.5%	23.0%	22.3%	22.0%	25.0%	22.8%
季增率 (%)										
营业收入	(2.5%)	2.3%	22.1%	(15.2%)	4.4%	2.1%	4.4%	19.0%	(14.1%)	8.7%
营业利润	566.3%	(18.1%)	128.2%	(60.0%)	133.0%	13.9%	28.9%	56.9%	(56.2%)	(0.3%)
税后净利润	167.9%	35.0%	8.5%	(16.8%)	123.0%	(34.7%)	114.6%	38.8%	(53.5%)	18.7%
每股收益	192.9%	31.3%	8.5%	(16.8%)	123.0%	(34.7%)	114.6%	38.8%	(53.5%)	18.7%
营收分布(百万人民币)										
客运	22,489	23,017	28,194	23,581	97,280	24,113	25,266	30,075	25,556	105,010
货运	2,136	2,186	2,570	2,508	9,399	2,525	2,558	3,019	2,868	10,969
其他	637	652	795	676	2,759	689	696	849	722	2,956
总计	25,262	25,854	31,558	26,764	109,438	27,327	28,520	33,943	29,145	118,936
营收分布 (%)										
客运	89%	89%	89%	88%	89%	88%	89%	89%	88%	88%
货运	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
其他	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史数据。

2015/16/17 年展望

本中心预估 2015/16/17 年每股收益同比增长 123%/19%/3%至人民币 0.69/0.81/0.84 元。我们预估低油价与直销比例增加，有望推升 2015 年盈利，但 2016/17 年盈利增长恐将放缓，系因 1) 国航在短程航线市场市占率较低；2) 北京首都机场运量满载，调整弹性亦有限。

- **国内客运业务：**我们预期国航 2015/16/17 年国内客运收益公里数(运量)同比增长 9%/6%/6.4%，部分系受限于枢纽机场的运量限制。
- **国际客运业务：**本中心预估 2015/16/17 年国际线客运收益公里数(运量)同比增长 18%/11%/13%，略逊于产业年复合增长率 14%，系因 1) 在持续增长的短程航线市场市占率较低；2) 远程航线市场基期高；3) 在北京首都机场难以扩展运能。
- **地区性客运业务：**在三大航空公司中，国航在地区市场市占率约 44%，我们担心 2015-17 年地区性业务增长相对持平，系因 1) 赴港澳旅客数增长速度更为和缓；2) 入台签证额度限制。
- **货运业务：**货运占国航总营收 8-9%，略高于同业。本中心预估 2015/16/17 年货运量同比增长 19.6%/16.6%/16.2%，每吨公里的收益(RFTK)为人民币 1.38 元，高于 2013-14 年的人民币 1.54-1.58 元。

债务结构与汇兑风险

国航美元债务占 71%，低于同业。

中国国际航空截至 2015 年上半年底的总负债为人民币 1,520 亿元，负债资产比为 70%。负债中有 71%为美元债务，在三大航空公司中为最低。

根据公司数据，人民币贬值 1%，税后净利润将对应减少约人民币 4.68 亿元。我们已于 2015 年 3 季度的盈利预估中纳入汇兑损失造成的负面冲击。长远来看，由于中国政府计划让人民币市场化而非持续贬值，我们认为人民币贬值空间有限。我们在财务模型中假设汇率为人民币 6.3 元兑 1 美元。

图 12：人民币兑美元汇率波动的盈利敏感度分析

百万人民币	若人民币贬值 1%，税后净利润将减少 (2014 年底估值)	2014 年税后净利润 占比	若人民币贬值 1%，税后净利润将减少 (2015 年上半年年底估值)	2015 年税后净利润 占比
601111 CH 中国国际航空	466	12.3%	468	5.6%

资料来源：公司资料、元大。

图 13：中国国际航空营运数据估值

营运数据估值		中国国际航空			
		2014	2015 估	2016 估	2017 估
客运	项目				
国内航线	可用座公里	123,119	133,113	142,436	152,425
	客运收益公里数	100,099	109,155	115,737	123,114
	载客率	81%	82%	81%	81%
国际航线	可用座公里	60,951	71,423	80,526	90,816
	客运收益公里数	47,583	56,089	62,506	70,525
	载客率	78%	79%	78%	78%
地区航线	可用座公里	9,525	9,935	10,282	10,693
	客运收益公里数	7,000	6,996	7,327	7,620
	载客率	73%	70%	71%	71%
总计	可用座公里	193,595	214,471	233,243	253,934
	客运收益公里数	154,682	172,240	185,570	201,259
	载客率	80%	80%	80%	79%
	单位收益(人民币/周转量)	0.60	0.56	0.57	0.57
	营收(百万人民币)	93,471	97,280	105,010	114,410
客运	项目	增长率			
国内航线	可用座公里	9.7%	8.1%	7.0%	7.0%
	客运收益公里数	9.0%	9.0%	6.0%	6.4%
	载客率	-0.6%	0.9%	-0.9%	-0.6%
国际航线	可用座公里	17.8%	17.2%	12.7%	12.8%
	客运收益公里数	15.0%	17.9%	11.4%	12.8%
	载客率	-2.4%	0.6%	-1.2%	0.0%
地区航线	可用座公里	17.6%	4.3%	3.5%	4.0%
	客运收益公里数	18.0%	-0.1%	4.7%	4.0%
	载客率	0.3%	-4.2%	1.2%	0.0%
总计	可用座公里	12.5%	10.8%	8.8%	8.9%
	客运收益公里数	11.2%	11.4%	7.7%	8.5%
	载客率	-1.2%	0.5%	-0.9%	-0.4%
	单位收益(人民币/周转量)	-3.9%	-6.5%	0.2%	0.5%
	营收(百万人民币)	6.9%	4.1%	7.9%	9.0%
货运	项目				
总计	可用吨公里	10,148	12,337	14,286	16,509
	货运收益吨公里数	5,691	6,808	7,942	9,226
	载运率	56%	55%	56%	56%
	单位收益(人民币/周转量)	1.54	1.38	1.38	1.38
	营收(百万人民币)	8,786	9,399	10,969	12,745
货运	项目	增长率			
总计	可用吨公里	18.0%	21.6%	15.8%	15.6%
	货运收益吨公里数	14.3%	19.6%	16.6%	16.2%
	载运率	-3.1%	-1.6%	0.7%	0.5%
	单位收益(人民币/周转量)	-2.4%	-10.6%	0.1%	0.0%
	营收(百万人民币)	11.5%	7.0%	16.7%	16.2%

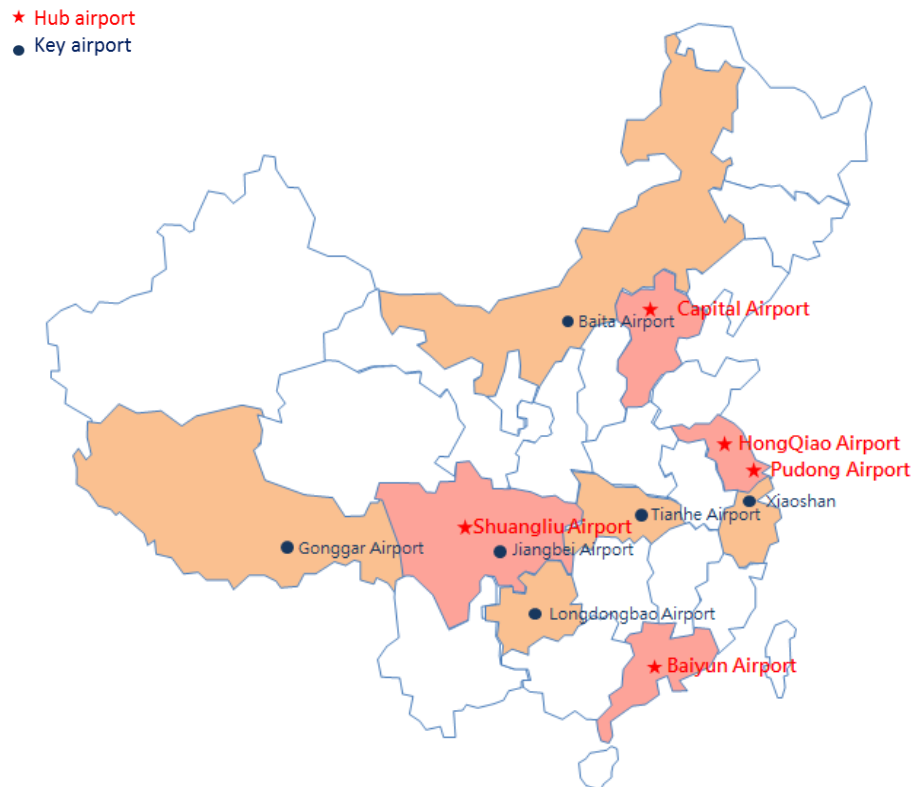
资料来源：公司资料、元大预估

公司简介

公司背景

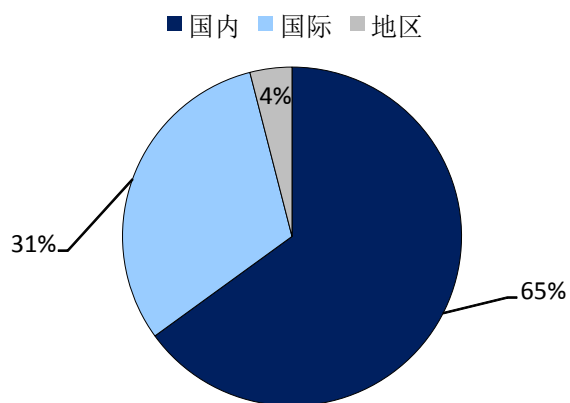
国航成立于 1988 年，总部位于北京，核心枢纽则位于北京、成都及上海。该公司为星空联盟会员，加入该联盟后，航线网络涵盖约 1,321 个航点及 193 个国家。此外该公司亦直接或间接持有其他航空公司股权，包括中国国际货运航空、深圳航空有限责任公司、澳门航空、北京航空有限公司、大连航空有限责任公司以及中国国际航空内蒙古公司。

图 14：中国国航核心枢纽及主要机场



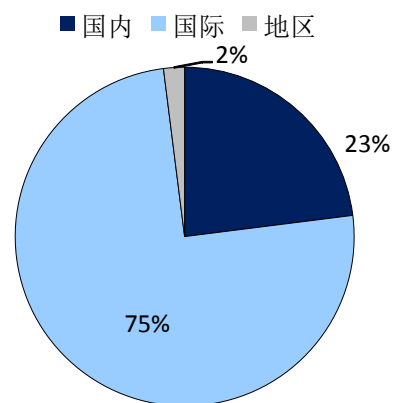
资料来源：公司资料、元大预估。

图 15：客运业务分布



资料来源：公司资料

图 16：货运业务分布



资料来源：公司资料

图 17：中国国航机队规模与扩张计划

	2014	2015 估		2016 估		2017 估	
	年底总数	交机数量	预估年底总数	交机数量	预估年底总数	交机数量	预估年底总数
Airbus							
A319	40	3	43	0	43	0	43
A320/A321	163	16	179	17	196	17	213
A330	49	4	53	0	53	0	53
A340	4	0	4	0	4	0	4
Airbus 数量	256	23	279	17	296	17	313
Boeing							
B737	223	37	260	14	274	16	290
B747	8	3	11	0	11	0	11
B757	2	0	2	0	2	0	2
B777	30	0	30	0	30	0	30
B787	0	0	0	12	12	11	23
Boeing 系列数量	263	40	303	26	329	27	356
客机数量	519	63	582	43	625	44	669
货机							
B747F	3	0	3	0	3	0	3
B757F	4	0	4	0	4	0	4
B777F	5	3	8	0	8	0	8
货机数量	12	3	15	0	15	0	15
商务机	9	0	9	2	11	0	11

资料来源：公司资料、元大预估

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	15,519	9,747	5,876	31,346	51,416
存货	1,045	1,100	746	1,193	1,080
应收帐款及票据	3,101	2,984	3,012	3,179	3,247
其他流动资产	5,761	6,658	5,934	5,796	7,057
流动资产	25,426	20,490	15,569	41,515	62,800
长期投资	16,234	13,806	15,088	16,370	17,651
固定资产	155,761	166,056	180,617	194,977	209,238
什项资产	7,941	9,290	9,290	9,290	9,290
其他资产	179,936	189,153	204,995	220,637	236,179
资产总额	205,362	209,643	220,563	262,152	298,979
应付帐款及票据	12,529	12,548	11,910	13,601	14,242
短期借款	42,737	33,467	34,821	43,886	51,362
什项负债	14,378	14,457	14,326	15,000	17,132
流动负债	69,644	60,472	61,057	72,487	82,736
长期借款	68,239	80,263	83,510	105,251	123,180
其他负债及准备	9,536	9,435	9,435	9,435	9,435
长期负债	77,775	89,699	92,945	114,687	132,615
负债总额	147,419	150,171	154,003	187,174	215,351
股本	13,085	13,085	13,085	13,085	13,085
资本公积	16,648	16,648	16,648	16,648	16,648
保留盈余	26,479	29,667	36,756	45,173	53,823
换算调整数	(2,057)	(5,059)	(5,059)	(5,059)	(5,059)
额归属母公司之权益	54,154	54,340	61,429	69,846	78,497
少数股权	3,789	5,132	5,132	5,132	5,132
股东权益总额	57,943	59,472	66,561	74,978	83,628
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	3,670	4,250	9,042	10,532	10,809
折旧及摊提	11,128	11,613	11,687	11,687	11,687
本期营运资金变动	96	(738)	282	1,889	1,557
其他营业资产	2,894	2,866	1,798	1,798	1,798
营运活动之现金流量	17,436	17,523	22,202	25,389	25,335
资本支出	(24,944)	(21,556)	(25,821)	(25,621)	(25,521)
本期长期投资变动	(231)	3,305	0	0	0
其他资产变动	4,537	7,937	9,213	9,213	9,213
投资活动之现金流量	(20,638)	(10,313)	(16,608)	(16,408)	(16,308)
股本变动	970	(2,254)	(1,347)	(1,599)	(1,643)
本期负债变动	14,189	2,654	4,600	30,807	25,404
其他调整数	(8,717)	(12,719)	(12,719)	(12,719)	(12,719)
融资活动之现金流量	6,443	(12,318)	(9,465)	16,489	11,043
本期产生现金流量	2,974	(5,102)	(3,871)	25,470	20,070
自由现金流量	(3,202)	7,210	5,594	8,981	9,027
资料来源：公司资料、元大					

损益表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	97,628	104,826	109,438	118,936	130,314
销货成本	(82,954)	(88,029)	(84,218)	(93,114)	(103,699)
营业毛利	14,674	16,796	25,220	25,822	26,615
营业费用	(10,273)	(10,652)	(10,905)	(11,544)	(12,071)
营业利润	4,401	6,144	14,315	14,278	14,543
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	777	3,241	2,635	2,635	2,635
利息收入净额	777	3,241	2,635	2,635	2,635
投资利益(损失)净额	825	877	1,282	1,282	1,282
其他业外收入(支出)净额	(1,420)	(5,244)	(6,718)	(4,549)	(4,489)
非常项目净额	0	1	0	0	0
税前净利润	4,583	5,019	11,513	13,645	13,970
所得税费用	(913)	(768)	(2,470)	(3,113)	(3,161)
少数股权净利	(351)	(468)	(607)	(516)	(516)
归属母公司之净利	3,319	3,783	8,436	10,016	10,294
税前息前折旧摊销前净利	15,529	17,757	26,002	25,965	26,230
每股收益 (RMB)	0.27	0.31	0.69	0.81	0.84
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.27	0.31	0.69	0.81	0.84
资料来源：公司资料、元大					

主要财务报表分析

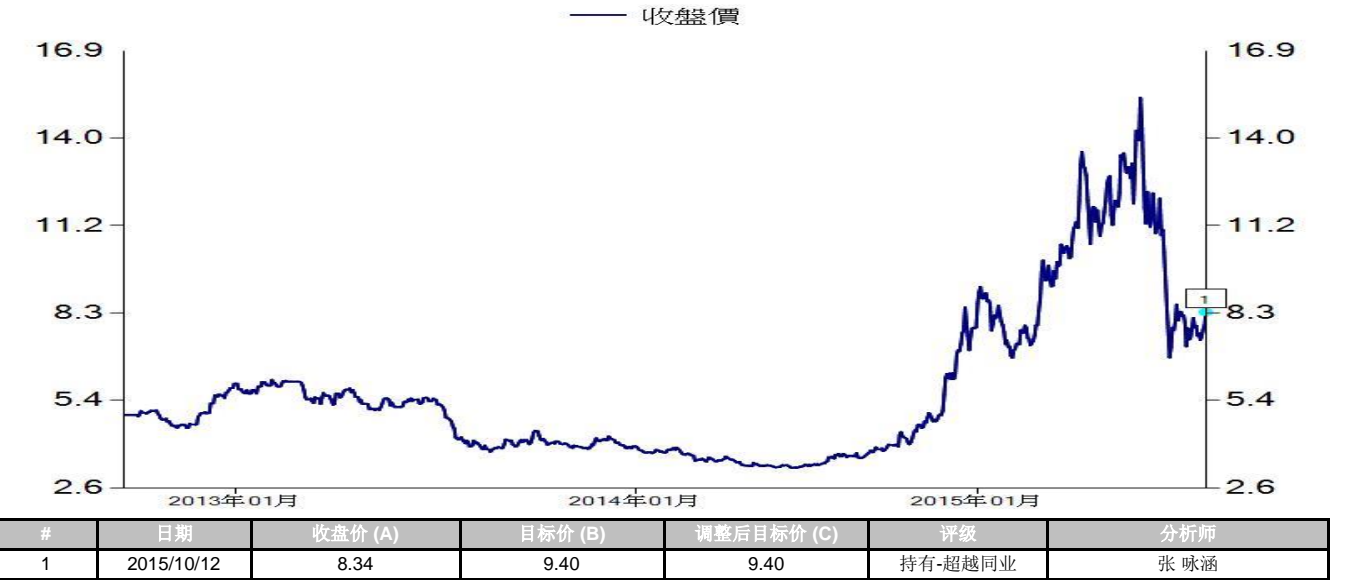
年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长长率 (%)					
营业收入	(2.2)	7.4	4.4	8.7	9.6
营业利润	(39.4)	39.6	133.0	(0.3)	1.9
税前息前折旧摊销前净	(12.0)	14.3	46.4	(0.1)	1.0
税后净利润	(32.4)	14.0	123.0	18.7	2.8
每股收益	(33.28)	14.00	122.96	18.74	2.77
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	15.0	16.0	23.0	21.7	20.4
营业利润率	4.5	5.9	13.1	12.0	11.2
税前息前 折旧摊销前净利率	15.9	16.9	23.8	21.8	20.1
税后净利率	3.4	3.6	7.7	8.4	7.9
资产报酬率	1.9	2.0	4.2	4.4	3.9
净资产收益率	6.1	7.0	13.7	14.3	13.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	191.5	191.2	177.8	198.9	208.7
净现金(负债)权益比(%)	25.5	16.2	8.7	41.7	61.4
利息保障倍数 (倍)	(4.9)	(0.5)	(3.4)	(4.2)	(4.3)
利息及短期债	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(22.4)	(5.4)	(8.4)	(9.6)	(9.6)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
流动比率 (倍)	0.4	0.3	0.3	0.6	0.8
速动比率 (倍)	0.4	0.3	0.2	0.6	0.7
净负债 (RMB 百万元)	95,457	103,984	112,455	117,791	123,126
每股净值 (RMB)	4.40	4.42	5.00	5.68	6.38
估值指标 (倍)					
市盈率	30.9	27.1	12.2	10.2	10.0
股价自由现金流量比	(32.0)	14.2	18.3	11.4	11.4
市净率	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	6.6	5.8	3.9	3.9	3.9
股价营收比	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
资料来源：公司资料、元大					

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国国航 (601111 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼