

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市场价格 (人民币): 7.19 元
目标价格 (人民币): 10.00-11.00 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)	94,079.36
年内股价最高最低(元)	15.36/3.55
沪深 300 指数	3205.64
上证指数	3083.59



相关报告

- 《货运复苏明显, 成本领先优势扩大-中国国航业绩点评》, 2015.4.30
- 《业绩符合预期, 期待王者归来-中国国航业绩点评》, 2015.3.27
- 《收益下降利润下滑, 成本端改善催化估值修复-中国国航业绩点评》, 2014.10.29

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

降成本提收益盈利增 7 倍, 短期股价超跌

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	0.659	0.785	1.113
每股净资产(元)	4.14	4.15	5.15	5.88	6.95
每股经营性现金流(元)	1.33	1.34	1.60	2.25	2.53
市盈率(倍)	15.57	27.12	20.61	17.32	12.21
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%	128.12%	18.99%	41.83%
净资产收益率(%)	6.13%	6.96%	12.81%	13.34%	16.02%
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 15H1 实现营收 511.2 亿元, 同比增长 4.1%, 实现归属于母公司所有者净利润 39.4 亿元, 同比增长 730%, 合 EPS 0.32 元, 略超我们预期

经营分析

- **客运平稳增长, 货运供需两旺:** 上半年公司 ASK 增长 10.5%, 客座率下降 0.7%, 在较高的票价水平上保持了供需的基本匹配。国际航线在日韩短途航线带动下实现 RPK 增长 12.9%。值得关注的是在国航航置换欧美线机型, 加大高附加值产品和营销的作用下货邮收入吨公里大增 23.5%, 载运率同时提高 0.47%, 远好于行业平均水平, 表现亮眼。
- **油价下跌和汇兑损失减少贡献过半业绩增长:** 上半年油价同比下降 40%使公司燃油成本减少 51.3 亿, 同时燃油附加费减少 30.7 亿, 净燃油成本降低 20.6 亿, 对盈利改善贡献达 41%。同时, 票代佣金率下调和汇兑损失大幅收缩使三项费用合计减少 6.8 亿, 对盈利改善贡献 13.7%。
- **国内航线和货运拉动整体收益水平提升:** 上半年公司裸票客公里收入上升 1.7%, 其中国内航线上升 3.8%, 主要受供需好转和基准票价提升拉动。不含燃油附加费的货运吨公里收入上升 0.2%, 受上半年欧元日元等兑人民币大幅贬值拖累, 国际航线裸票客公里收入微幅下降 0.46%, 剔除汇率影响后还略有上涨。
- **积极调整负债总量和结构, 美元敞口减少:** 上半年公司偿债 163.3 亿, 筹资活动净现金流出 93.7 亿, 创历史新高, 使负债规模仅微增 22.6 亿, 保持了资产负债表的健康。同时公司积极调整负债货币结构, 带息美元负债占比下降 2.26%至 71.3%, 美元风险敞口进一步缩小。

盈利调整

- 考虑到近期人民币贬值幅度较大, 未来可能进一步走弱。我们基于 15~16 年布伦特平均油价 55 美元/人民币贬值每年贬值 5% 的假设, 下调 15~17 年盈利预测至 86.3 亿, 102.7 亿和 145.6 亿。合 EPS 0.66 元、0.79 元和 1.11 元

投资建议

- 我们认为市场对人民币贬值过度担忧使股价超跌, 目前股价已经包含了十分悲观的预期, 未来有价值回归的需要。公司较强的国际航线盈利能力和积极调整负债结构对于积累外汇减少贬值压力有正面贡献。公司飞机利用率有较大提升空间, 辅助收入和互联网航空的加速推进都为未来释放业绩奠定基础

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	99,841	97,628	104,826	107,149	117,161	126,341	货币资金	12,591	15,508	9,735	14,570	15,548	16,872
增长率		-2.2%	7.4%	2.2%	9.3%	7.8%	应收款项	6,071	5,951	5,830	6,077	6,677	7,269
主营业务成本	-80,774	-82,646	-87,841	-81,054	-88,289	-93,534	存货	1,105	1,045	1,100	999	1,137	1,281
%销售收入	80.9%	84.7%	83.8%	75.6%	75.4%	74.0%	其他流动资产	781	2,923	3,825	2,823	2,895	2,948
毛利	19,066	14,983	16,984	26,095	28,871	32,808	流动资产	20,548	25,426	20,490	24,469	26,257	28,370
%销售收入	19.1%	15.3%	16.2%	24.4%	24.6%	26.0%	%总资产	11.1%	12.4%	9.8%	10.4%	10.2%	9.9%
营业税金及附加	-1,728	-309	-188	-208	-223	-236	长期投资	15,916	16,686	14,331	14,391	14,452	14,514
%销售收入	1.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	142,281	155,761	166,056	186,668	196,539	213,671
营业费用	-6,894	-7,199	-7,434	-6,828	-7,315	-7,750	%总资产	76.6%	75.8%	79.2%	79.4%	76.3%	74.2%
%销售收入	6.9%	7.4%	7.1%	6.4%	6.2%	6.1%	无形资产	4,210	4,330	5,280	5,652	5,490	5,335
管理费用	-3,178	-3,073	-3,218	-3,555	-3,738	-3,960	非流动资产	165,163	179,936	189,153	210,711	231,481	259,520
%销售收入	3.2%	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%	%总资产	88.9%	87.6%	90.2%	89.6%	89.8%	90.1%
息税前利润 (EBIT)	7,266	4,401	6,144	15,504	17,596	20,862	资产总计	185,711	205,362	209,643	235,180	257,738	287,890
%销售收入	7.3%	4.5%	5.9%	14.5%	15.0%	16.5%	短期借款	30,591	43,328	34,397	47,235	49,170	58,659
财务费用	-2,200	-777	-3,241	-5,780	-5,837	-3,389	应付款项	16,734	17,467	17,301	16,219	17,653	18,704
%销售收入	2.2%	0.8%	3.1%	5.4%	5.0%	2.7%	其他流动负债	8,487	8,849	8,775	4,240	4,674	4,762
资产减值损失	241	-491	130	-100	-100	-100	流动负债	55,811	69,644	60,472	67,694	71,498	82,125
公允价值变动收益	5	0	7	10	0	0	%总资产	30.254	23.266	31,829	33,829	35,829	37,829
投资收益	383	825	877	1,500	1,650	1,800	其他长期负债	45,699	54,508	57,871	60,194	66,194	68,194
%税前利润	5.4%	18.0%	17.5%	12.5%	11.6%	8.9%	负债	131,764	147,419	150,172	161,717	173,521	188,149
营业利润	5,695	3,959	3,917	11,133	13,308	19,173	普通股股东权益	50,579	54,154	54,339	67,373	76,986	90,893
%营业收入	5.7%	4.1%	3.7%	10.4%	11.4%	15.2%	少数股东权益	3,368	3,789	5,132	6,090	7,231	8,849
营业外收支	1,343	624	1,101	851	951	1,051	负债股东权益合计	185,711	205,362	209,643	235,180	257,738	287,890
税前利润	7,038	4,583	5,018	11,984	14,259	20,224	比率分析						
利润率	7.0%	4.7%	4.8%	11.2%	12.2%	16.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-1,603	-913	-768	-2,397	-2,852	-4,045	每股指标						
所得税率	22.8%	19.9%	15.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.384	0.254	0.289	0.659	0.785	1.113
净利润	5,434	3,670	4,250	9,587	11,407	16,179	每股净资产	3.923	4.139	4.153	5.149	5.884	6.946
少数股东损益	486	351	468	959	1,141	1,618	每股经营现金净流	0.963	1.333	1.339	1.602	2.255	2.530
归属于母公司的净利润	4,948	3,319	3,782	8,629	10,267	14,561	每股股利	0.059	0.045	0.000	0.050	0.050	0.050
净利率	5.0%	3.4%	3.6%	8.1%	8.8%	11.5%	回报率						
							净资产收益率	9.78%	6.13%	6.96%	12.81%	13.34%	16.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.66%	1.62%	1.80%	3.67%	3.98%	5.06%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	4.37%	2.42%	3.58%	7.10%	7.43%	7.71%
净利润	4,948	3,670	4,250	9,587	11,407	16,179	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.78%	-2.22%	7.37%	2.22%	9.34%	7.84%
非现金支出	10,139	11,586	11,471	12,570	14,801	17,033	EBIT 增长率	-13.26%	-39.42%	39.59%	152.34%	13.49%	18.56%
非经营收益	2,415	-252	2,206	3,567	2,236	-462	净利润增长率	-33.82%	-32.93%	13.97%	128.12%	18.99%	41.83%
营运资金变动	-5,580	2,400	-416	-4,767	1,060	349	总资产增长率	24.16%	10.58%	2.08%	12.18%	9.59%	11.70%
经营活动现金净流	11,921	17,404	17,511	20,958	29,505	33,099	资产管理能力						
资本开支	-14,762	-21,347	-12,666	-32,702	-33,559	-42,959	应收账款周转天数	10.3	11.3	10.6	10.7	10.8	11.0
投资	0	-15	0	-60	-61	-62	存货周转天数	5.0	4.7	4.5	4.5	4.7	5.0
其他	-12	465	701	1,510	1,650	1,800	应付账款周转天数	52.7	51.0	49.0	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-14,774	-20,898	-11,965	-31,252	-31,970	-41,221	固定资产周转天数	425.2	463.6	486.1	529.1	525.8	520.1
股权募资	0	1,044	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	6,095	12,796	-3,636	15,851	9,935	13,489	净负债/股东权益	111.67%	120.94%	123.88%	113.90%	102.87%	97.05%
其他	-7,258	-3,985	-4,163	-721	-6,491	-4,043	EBIT 利息保障倍数	3.3	5.7	1.9	2.7	3.0	6.2
筹资活动现金净流	-1,163	9,855	-7,800	15,130	3,443	9,446	资产负债率	70.95%	71.78%	71.63%	68.76%	67.32%	65.35%
现金净流量	-4,016	6,361	-2,254	4,835	978	1,324							

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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
5	2015-04-30	买入	13.12	16.00~17.00

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作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

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