

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 7.49 元

汇兑损失致业绩下滑, 提直降代节省支出

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)	8,522.07
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	98,004.79
年内股价最高最低(元)	9.86/6.14
沪深 300 指数	3311.99
上证指数	3074.68

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.523	0.668	0.704	0.774
每股净资产(元)	4.15	4.57	5.68	6.38	7.15
每股经营性现金流(元)	1.34	2.43	1.63	2.13	2.23
市盈率(倍)	26.69	16.41	11.21	10.64	9.68
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.97	58.97	58.97
净利润增长率(%)	12.92%	77.98%	27.79%	5.36%	9.98%
净资产收益率(%)	7.07%	11.44%	11.77%	11.03%	10.82%
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

■ 中国国航 2016 年上半年实现营业收入 535.24 亿元, 同比上涨 4.64%; 归属上市公司股东净利润为 34.58 亿元, 同比下降 12.45%; 每股收益为 0.28 元/股, 同比下降 12.5%。

经营分析

■ **国际航线持续高增长, 国内航线收益水平稳健:** 上半年国航整体供需增速较 2015 年有所减缓, 整体 RPK 增速 10%, ASK 增速为 10.21%; 2015 年增速分别为 11% 及 10.9%。其中国际航线需求持续高增长, RPK 增速为 21%, ASK 增速为 22%; 但是由于前期运力投放尚未得到完全消化, 上半年国际航线客座率同比减少 0.8 个百分点, 客公里收益同比下降 13.4%。国内航线供需增速较 2015 年有所减缓, RPK 增速为 5.3%, ASK 增速为 5%; 客座率与客公里收益水平较上期有微幅上涨。国航引进飞机速度较上年有所下滑, 上半年引进飞机 25 架, 退出 12 架, 截止 6 月 30 日集团共有飞机 603 架, 折合全年飞机引进速度约 5%。

■ **低油价提升盈利水平, 规范营销节省销售费用:** 上半年公司主业毛利率达到 23.1%, 较上年同期上升 1.57 个百分点。其中受航油价格同比下降影响, 公司节省成本约 35 亿元。同时通过加强资源管理, 机组、客机及货机的可利用率分别提高了 0.7、0.8、1.9 个百分点, 有效降低单位成本。在营销方面, 公司着重扩大直销比例、发展电子商务、拓宽营销渠道, 上半年直销收入占整体收入比重达到 37%, 同比提升了 10 个百分点; 提直降代也为公司节省代理费支出约 6.47 亿元。通过直销比例提升, 公司品牌建设及客户忠诚度也有明显改善。两舱客座率同比提高 3.1 个百分点, 收入同比增加 3.3%。

■ **汇兑损失为净利润下降最主要原因:** 上半年人民币兑美元贬值约 2.1%, 公司产生汇兑损失 17 亿元, 为归母净利润下降的主要原因。自 2015 年国航开始优化债务结构, 截至 6 月末美元带息债规模为 668 亿元, 较 2015 年末下降 13%。导致公司净利润对人民币贬值敏感性下降, 人民币贬值 1%, 净利润减少从 2015 年的 5.29 亿下降到 2016 年 6 月的 4.82 亿元。进入下半年, 预计人民币汇率企稳, 叠加汇率敏感性下降, 相比较去年同期约 50 亿的汇兑损失, 公司业绩将有显著提升。

盈利调整

相关报告

1. 《北京复合枢纽最大受益者, 国际航线具备全球竞争力-中国国航深度...》, 2016.6.22
2. 《汇兑损失压制业绩, 直销收入比重达到 30%-中国国航公司点评》, 2016.3.31

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

- 公司国际航线持续高增长，受益于低油价逻辑，提直降代有效降低销售费用；下半年汇率企稳，将有显著相对汇兑收益。定位于中高端公商务市场，旅客忠诚度高。预计 2016-2018 年的 EPS 为 0.67 元、0.7 元和 0.77 元，给予“买入”评级。

投资建议

- 人民币大幅贬值，油价大幅反弹，经济放缓拖累民航需求等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	97,724	104,898	109,006	115,271	124,636	135,240
增长率		7.3%	3.9%	5.7%	8.1%	8.5%
主营业务成本	-82,657	-87,853	-83,705	-89,207	-99,513	-109,717
%销售收入	84.6%	83.8%	76.8%	77.4%	79.8%	81.1%
毛利	15,068	17,046	25,301	26,064	25,123	25,523
%销售收入	15.4%	16.2%	23.2%	22.6%	20.2%	18.9%
营业税金及附加	-309	-188	-274	-288	-312	-338
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,199	-7,434	-6,148	-6,109	-6,481	-6,897
%销售收入	7.4%	7.1%	5.6%	5.3%	5.2%	5.1%
管理费用	-3,073	-3,218	-4,024	-4,311	-4,425	-4,531
%销售收入	3.1%	3.1%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	4,486	6,205	14,855	15,355	13,906	13,757
%销售收入	4.6%	5.9%	13.6%	13.3%	11.2%	10.2%
财务费用	-777	-3,241	-7,949	-5,315	-4,294	-3,271
%销售收入	0.8%	3.1%	7.3%	4.6%	3.4%	2.4%
资产减值损失	-491	130	-182	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	6	0	0	0
投资收益	825	877	1,676	1,400	1,750	1,840
%税前利润	17.7%	17.3%	18.4%	11.9%	14.5%	14.0%
营业利润	4,044	3,978	8,407	11,440	11,362	12,327
营业利润率	4.1%	3.8%	7.7%	9.9%	9.1%	9.1%
营业外收支	624	1,101	703	300	700	800
税前利润	4,668	5,079	9,110	11,740	12,062	13,127
利润率	4.8%	4.8%	8.4%	10.2%	9.7%	9.7%
所得税	-913	-768	-1,823	-2,348	-2,171	-2,297
所得税率	19.6%	15.1%	20.0%	20.0%	18.0%	17.5%
净利润	3,755	4,311	7,287	9,392	9,891	10,830
少数股东损益	351	468	446	650	680	700
归属于母公司的净利润	3,404	3,844	6,841	8,742	9,211	10,130
净利率	3.5%	3.7%	6.3%	7.6%	7.4%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,670	4,250	7,220	9,392	9,891	10,830
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11,586	11,471	13,366	12,712	14,158	15,845
非经营收益	-252	2,206	6,393	7,475	2,331	1,133
营运资金变动	2,400	-416	4,654	-8,252	1,464	1,392
经营活动现金净流	17,404	17,511	31,634	21,326	27,845	29,200
资本开支	-21,347	-12,666	-7,264	-19,077	-22,650	-24,550
投资	-15	0	-277	-200	-200	-200
其他	465	701	961	1,400	1,750	1,840
投资活动现金净流	-20,898	-11,965	-6,581	-17,877	-21,100	-22,910
股权募资	1,044	0	0	0	0	0
债权募资	12,796	-3,636	-13,148	-5,531	-1,353	-1,907
其他	-3,985	-4,163	-3,881	288	-4,391	-3,383
筹资活动现金净流	9,855	-7,800	-17,029	-5,243	-5,745	-5,290
现金净流量	6,361	-2,254	8,024	-1,793	1,000	1,000

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	15,508	9,735	7,793	6,000	7,000	8,000
应收款项	5,951	5,830	5,545	6,158	6,659	7,225
存货	1,045	1,100	1,731	1,833	2,045	2,254
其他流动资产	2,923	3,825	4,459	5,071	5,695	6,318
流动资产	25,426	20,490	19,528	19,063	21,399	23,797
%总资产	12.4%	9.8%	9.1%	8.8%	9.4%	9.9%
长期投资	16,686	14,331	14,521	14,721	14,921	15,121
固定资产	155,761	166,056	170,015	176,434	185,412	194,711
%总资产	75.8%	79.2%	79.6%	81.5%	81.2%	81.0%
无形资产	4,330	5,280	5,955	6,191	6,404	6,611
非流动资产	179,936	189,153	194,176	197,416	206,818	216,533
%总资产	87.6%	90.2%	90.9%	91.2%	90.6%	90.1%
资产总计	205,362	209,643	213,704	216,479	228,217	240,331
短期借款	43,328	34,397	15,455	12,670	10,786	7,880
应付款项	17,467	17,301	22,482	22,298	24,799	27,279
其他流动负债	8,849	8,775	12,276	2,937	3,237	3,547
流动负债	69,644	60,472	50,213	37,905	38,822	38,706
长期贷款	23,266	31,829	30,794	30,794	30,794	30,794
其他长期负债	54,508	57,870	66,101	66,086	67,016	68,416
负债	147,419	150,171	147,108	134,785	136,632	137,916
普通股股东权益	54,154	54,340	59,820	74,269	83,480	93,610
少数股东权益	3,789	5,132	6,775	7,425	8,105	8,805
负债股东权益合计	205,362	209,643	213,704	216,479	228,217	240,331

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.260	0.294	0.523	0.668	0.704	0.774
每股净资产	4.139	4.153	4.572	5.676	6.380	7.154
每股经营现金净流	1.333	1.339	2.427	1.630	2.128	2.232
每股股利	0.045	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.29%	7.07%	11.44%	11.77%	11.03%	10.82%
总资产收益率	1.66%	1.83%	3.20%	4.04%	4.04%	4.21%
投入资本收益率	2.48%	3.63%	8.87%	8.39%	7.37%	6.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.12%	7.34%	3.92%	5.75%	8.12%	8.51%
EBIT 增长率	-38.25%	38.31%	139.40%	3.36%	-9.44%	-1.06%
净利润增长率	-31.21%	12.92%	77.98%	27.79%	5.36%	9.98%
总资产增长率	34.23%	2.08%	1.94%	1.30%	5.42%	5.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	10.6	11.1	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	4.7	4.5	6.2	7.5	7.5	7.5
应付账款周转天数	50.9	49.0	51.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	463.1	485.8	499.8	483.5	464.7	445.2
偿债能力						
净负债/股东权益	120.94%	123.88%	85.06%	68.13%	57.62%	47.71%
EBIT 利息保障倍数	5.8	1.9	1.9	2.9	3.2	4.2
资产负债率	71.78%	71.63%	68.84%	62.26%	59.87%	57.39%

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	2014-10-29	增持	4.20	N/A
2	2015-03-27	买入	9.18	11.00~14.00
3	2015-04-30	买入	13.12	16.00~17.00
4	2015-08-28	买入	7.19	10.00~11.00
5	2016-03-31	增持	6.81	N/A
6	2016-06-22	买入	7.03	9.36~10.80

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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