

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格（人民币）：7.40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)	8,522.07
流通港股(百万股)	4,562.68	
总市值(百万元)	96,827.16	
年内股价最高最低(元)	9.86/6.14	
沪深 300 指数	3345.70	
上证指数	3112.35	
人民币(元)		成交金额(百万元)



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	0.602	0.661	0.728
每股净资产(元)	4.15	4.57	5.61	6.27	7.00
每股经营性现金流(元)	1.34	2.43	1.58	2.07	2.18
市盈率(倍)	26.69	16.41	12.29	11.20	10.17
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%	15.20%	9.68%	10.19%
净资产收益率(%)	7.07%	11.44%	10.74%	10.53%	10.40%
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

相关报告

- 《汇兑损失致业绩下滑，提直降代节省支出-中国国航公司点评》，2016.8.31
- 《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
- 《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

事件

- 2016 年第三季度报告。前三季度，公司实现营业收入 854.48 亿元，同比增长 3.72%，归属于上市公司股东的净利润 72.27 亿元，同比增长 15.07%，每股收益 0.59 元，同比增长 15.07%。

评论

- **国际航线持续高增长，国际客座率小幅下滑：**前三季度，国航整体供需增速较 2015 年有所下降，整体 RPK 增速 9.8%，ASK 增速为 9.3%；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 19.7%，ASK 增速为 20.5%，由于行业运力投放短期偏快，国际航线客座率同比下滑 0.5 个百分点。国内航线供需增速较 2015 年有所减缓，RPK 增速为 5.2%，ASK 增速为 4.3%，客座率同比上升 0.7 个百分点。
- **低油价持续，汇兑损失同比改善与提直降代贡献业绩：**国内航空煤油出厂价，前三季度均价为 3161 元/吨，同比下降 24%，但 10 月份同比上升 0.4%。受益于油价下降，公司毛利率为 24.78%，同比持平。前三季度，公司财务费用为 46.4 亿元，同比减少 18.1%，同比节省 10.3 亿元，主要是汇兑损失同比改善明显。人民币对美元，去年前三季度贬值约 4%，今年前三季度贬值约 2.8%。在营销方面，公司着重扩大直销比例，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，提直降代也节省代理费支出约 6.47 亿元，预计对全年业绩有较大贡献。
- **与汉莎进行中欧航线联营，国际航线的优势持续增强：**2016 年 9 月 20 日，公司与德国汉莎航空就双方在中国至欧洲之间的运营达成航线联营安排，并自 2017 年 4 月 1 日起实施。这是继国航 2007 年 12 月加入星空联盟以来实施国际化战略的又一大举措。目前国航是中欧航线上的最大承运人，占据 22% 份额，双方联营将在中欧航线市场占据近 40% 的市场份额。国航是国内最大的国际航线承运人，以北京为枢纽，面向高端客户，优势将持续增强。

投资建议

- 公司定位于中高端公商务市场，国际航线持续高增长。低油价，提直降代，汇兑损失同比改善，均贡献业绩。预计 2016-2018 年的 EPS 为 0.60 元、0.66 元和 0.73 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 人民币大幅贬值，油价大幅反弹，经济放缓拖累民航需求等。

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

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	114,263	121,591	129,772
增长率	7.3%	3.9%	4.8%	6.4%	6.7%	
主营业务成本	-82,657	-87,853	-83,705	-89,207	-97,142	-105,065
%销售收入	84.6%	83.8%	76.8%	78.1%	79.9%	81.0%
毛利	15,068	17,046	25,301	25,056	24,449	24,707
%销售收入	15.4%	16.2%	23.2%	21.9%	20.1%	19.0%
营业税金及附加	-309	-188	-274	-286	-304	-324
%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	-6,056	-6,323	-6,618
%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	-4,273	-4,316	-4,347
%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	14,441	13,506	13,417
%销售收入	4.6%	5.9%	13.6%	12.6%	11.1%	10.3%
财务费用	-777	-3,241	-7,949	-5,477	-4,586	-3,663
%销售收入	0.8%	3.1%	7.3%	4.8%	3.8%	2.8%
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%	13.1%	15.4%	14.8%
营业利润	4,044	3,978	8,407	10,363	10,670	11,594
营业利润率	4.1%	3.8%	7.7%	9.1%	8.8%	8.9%
营业外收支	624	1,101	703	300	700	800
税前利润	4,668	5,079	9,110	10,663	11,370	12,394
利润率	4.8%	4.8%	8.4%	9.3%	9.4%	9.6%
所得税	-913	-768	-1,823	-2,133	-2,047	-2,169
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	8,531	9,324	10,225
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	7,881	8,644	9,525
净利率	3.5%	3.7%	6.3%	6.9%	7.1%	7.3%

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	8,531	9,324	10,225
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	7,637	2,623	1,526
营运资金变动	2,400	-416	4,654	-8,219	1,001	964
经营活动现金净流	17,404	17,511	31,634	20,661	27,106	28,559
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	-4,704	-323	-873
其他	-3,985	-4,163	-3,881	126	-4,683	-3,776
筹资活动现金净流	9,855	-7,800	-17,029	-4,577	-5,006	-4,649
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
应收账款	5,951	5,830	5,545	6,104	6,496	6,933
存货	1,045	1,100	1,731	1,833	1,996	2,159
其他流动资产	2,923	3,825	4,459	5,071	5,667	6,262
流动资产	25,426	20,490	19,528	19,009	21,159	23,354
%总资产	12.4%	9.8%	9.1%	8.8%	9.3%	9.7%
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%	81.3%	81.2%
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%	90.7%	90.3%
资产总计	205,362	209,643	213,704	216,425	227,977	239,887
短期借款	43,328	34,397	15,455	13,497	12,644	10,771
应付款项	17,467	17,301	22,482	22,288	24,207	26,125
其他流动负债	8,849	8,775	12,276	2,927	3,159	3,399
流动负债	69,644	60,472	50,213	38,712	40,010	40,295
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	135,593	137,820	139,506
普通股股东权益	54,154	54,340	59,820	73,408	82,052	91,577
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	216,425	227,977	239,887

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.260	0.294	0.523	0.602	0.661	0.728
每股净资产	4.139	4.153	4.572	5.610	6.271	6.999
每股经营现金净流	1.333	1.339	2.427	1.579	2.072	2.183
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%	10.74%	10.53%	10.40%
总资产收益率	1.66%	1.83%	3.20%	3.64%	3.79%	3.97%
投入资本收益率	2.48%	3.63%	8.87%	7.90%	7.14%	6.75%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.12%	7.34%	3.92%	4.82%	6.41%	6.73%
EBIT增长率	-38.25%	38.31%	139.40%	-2.79%	-6.47%	-0.66%
净利润增长率	-31.21%	12.92%	77.98%	15.20%	9.68%	10.19%
总资产增长率	34.23%	2.08%	1.94%	1.27%	5.34%	5.22%
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	487.7	476.3	464.0
偿债能力						
净负债/股东权益	120.94%	123.88%	85.06%	69.88%	60.60%	51.56%
EBIT利息保障倍数	5.8	1.9	1.9	2.6	2.9	3.7
资产负债率	71.78%	71.63%	68.84%	62.65%	60.45%	58.15%

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
7	2016-08-31	买入	7.49	N/A

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