

# 中国国航 (601111.SH) 航空机场

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 8.32 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)



供需向好, 客座率回升, 汇兑损失持续拖累业绩增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.518	0.521	0.575	0.731	0.821
每股净资产(元)	4.57	5.26	6.00	6.63	7.35
每股经营性现金流(元)	2.41	2.34	1.56	1.67	2.02
市盈率(倍)	16.57	13.83	14.47	11.38	10.14
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	79.09%	0.59%	22.56%	27.24%	12.19%
净资产收益率(%)	11.32%	9.89%	9.58%	11.03%	11.16%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	14,528.82	14,528.82	14,528.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 中国国航公布 2016 年年报。2016 年公司实现营业收入 1139.6 亿元, 同比增长 4.62%; 实现归属上市公司股东净利润 68.14 亿元, 同比增长 0.59%; 拟每 10 股现金分红 1.0771 元 (含税)。

## 经营分析

- 整体供给增速均有小幅下滑, 客座率水平回升: 2016 年公司整体运力投放均有所放缓, 整体、国内航线和国际航线的 ASK 同比增长 8.56%、5.42%、16.04%, 相比较去年同期增速 10.95%、7.62%、18.95% 均有所下滑。整体、国内航线及国际航线 RPK 同比增长 9.58%、6.54% 及 16.56%; 客座率分别达到 80.68%、82.84%、77.76%, 同比增长 0.75、0.87 及 0.35pts。而由于整体行业运力投放水平依旧处于较高位置, 每收入客公里收益均处于下滑状态, 国内航线为 0.5858 元, 同比下降 0.56%, 国际航线为 0.4369 元, 同比下降 11.23%, 整体为 0.5399 元, 同比下降 4.43%。而每可用座位公里的营业成本为 0.3739 元, 同比下降 4.02%。2016 年, 集团共引进飞机 54 架, 退出 21 架, 2016 年底共有飞机 623 架。“凤凰知音”会员总数达到 4297 万人, 贡献收入比重达到 39.3%。

- 燃油费用下降, 提直降代继续深入, 联营企业亏损拖累投资收益: 2016 全年国内航空煤油出厂均价同比下降 17%, 公司航空油料成本同比减少 20.61 亿元, 减少 8.6%; 对成本的占比从 2015 年的 28.7% 进一步下降到 2016 年的 25.2%。公司进一步深入“提直降代”, 致使直销比重增长至 40.6%, 代理费支出进一步下降, 销售费用有效同比降低约 5.54 亿元, 下降 8.99%。公司本期投资收益较上期减少约 16 亿元, 主要是本年确认国泰航空投资收益 -6.58 亿元, 同比减少 16.67 亿元。

- 人民币贬值持续侵蚀利润: 2016 年, 公司财务费用为 74.93 亿元, 虽同比下降 5.72%, 但受人民币贬值影响, 依旧处于高位。其中, 汇兑净损失为 42.34 亿元, 同比减少 9.22 亿元。2016 年人民币兑美元贬值 6.8%, 15 年贬值 6.1%, 但是由于公司主动降低美元负债占比, 从 2015 年的 73.5% 下降至 16 年的 49%, 致使净汇兑损失有所减少。以 2017 年预测数为基础测算油价及汇率敏感性; 如果美元兑人民币升值 1%, 公司净利润会减少 3.9 亿元, 而如果平均航油价格上升 5%, 公司航油成本将上升 10.4 亿元, 对业绩有较大的负面影响。

## 相关报告

1. 《汉莎联营增优势, 提直降代显成效-中国国航三季报点评》, 2016.10.28
2. 《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
3. 《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
4. 《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

### 投资建议

- 我们预计 2017-19 年 EPS 为 0.58/0.73/0.82 元/股。公司拥有在北京枢纽的绝对优势，在国际航线布局上具有竞争优势，深耕优质市场，北京二机场建成后，公司将受益于东航、南航搬迁空出的 30% 机场时刻。两舱票价国内领先，品牌竞争力明显提升，与汉莎航空合资事业即将运营，有助于开拓欧洲航线并稳定欧洲航线票价。维持“买入”评级；

### 风险提示

- 宏观经济下滑，油价和汇率波动较大，疾病爆发和恶劣天气等影响。

**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	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E
增长率	104,826	108,929	113,964	121,700	133,324	144,924	应收账款	9,735	7,793	7,322	7,000	7,398
主营业务成本	-87,841	-83,695	-87,203	-97,667	-107,319	-116,810	存货	5,830	5,545	5,210	5,736	6,284
%销售收入	83.8%	76.8%	76.5%	80.3%	80.5%	80.6%	其他流动资产	1,100	1,731	1,681	1,873	2,058
毛利	16,984	25,234	26,761	24,034	26,005	28,114	流动资产	3,825	4,459	5,109	5,173	5,289
%销售收入	16.2%	23.2%	23.5%	19.7%	19.5%	19.4%	%总资产	9.8%	9.1%	8.6%	8.6%	8.9%
营业税金及附加	-188	-274	-294	-304	-333	-362	长期投资	14,331	14,521	17,568	18,369	19,168
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	166,056	170,015	178,231	184,379	188,582
营业费用	-7,434	-6,148	-5,595	-5,842	-6,266	-6,666	%总资产	79.2%	79.6%	79.5%	80.0%	79.6%
%销售收入	7.1%	5.6%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	无形资产	5,280	5,955	6,024	5,005	5,109
管理费用	-3,218	-4,024	-4,032	-4,552	-4,733	-4,855	非流动资产	189,153	194,176	204,806	210,753	215,859
%销售收入	3.1%	3.7%	3.5%	3.7%	3.6%	3.4%	%总资产	90.2%	90.9%	91.4%	91.1%	91.1%
息税前利润 (EBIT)	6,144	14,789	16,841	13,336	14,673	16,230	<b>资产总计</b>	<b>209,643</b>	<b>213,704</b>	<b>224,128</b>	<b>230,535</b>	<b>236,887</b>
%销售收入	5.9%	13.6%	14.8%	11.0%	11.0%	11.2%	<b>短期借款</b>	<b>34,397</b>	<b>15,455</b>	<b>27,633</b>	<b>17,165</b>	<b>13,500</b>
财务费用	-3,241	-7,949	-7,494	-3,068	-1,589	-1,375	<b>应付款项</b>	<b>17,301</b>	<b>22,482</b>	<b>20,437</b>	<b>23,883</b>	<b>26,205</b>
%销售收入	3.1%	7.3%	6.6%	2.5%	1.2%	0.9%	<b>其他流动负债</b>	<b>8,775</b>	<b>12,276</b>	<b>15,776</b>	<b>12,702</b>	<b>10,083</b>
资产减值损失	130	-182	-254	0	0	0	<b>流动负债</b>	<b>60,472</b>	<b>50,213</b>	<b>63,846</b>	<b>53,750</b>	<b>49,787</b>
公允价值变动收益	7	6	0	0	0	0	<b>长期贷款</b>	<b>31,829</b>	<b>30,794</b>	<b>12,835</b>	<b>12,835</b>	<b>12,836</b>
投资收益	877	1,676	88	1,400	1,750	1,840	<b>其他长期负债</b>	<b>57,870</b>	<b>66,101</b>	<b>70,973</b>	<b>68,206</b>	<b>68,248</b>
%税前利润	17.5%	18.5%	0.9%	11.2%	11.2%	10.5%	<b>负债总计</b>	<b>150,171</b>	<b>147,108</b>	<b>147,655</b>	<b>134,792</b>	<b>130,871</b>
营业利润	3,917	8,340	9,181	11,668	14,834	16,695	<b>普通股股东权益</b>	<b>54,340</b>	<b>59,820</b>	<b>68,876</b>	<b>87,146</b>	<b>96,319</b>
营业利润率	3.7%	7.7%	8.1%	9.6%	11.1%	11.5%	<b>少数股东权益</b>	<b>5,132</b>	<b>6,775</b>	<b>7,597</b>	<b>8,597</b>	<b>9,697</b>
营业外收支	1,101	703	1,039	800	800	800	<b>负债股东权益合计</b>	<b>209,643</b>	<b>213,704</b>	<b>224,128</b>	<b>230,535</b>	<b>236,887</b>
税前利润	5,018	9,043	10,219	12,468	15,634	17,495	<b>241,464</b>					
利润率	4.8%	8.3%	9.0%	10.2%	11.7%	12.1%						
所得税	-768	-1,823	-2,456	-3,117	-3,909	-4,374						
所得税率	15.3%	20.2%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%						
净利润	4,250	7,220	7,764	9,351	11,726	13,121						
少数股东损益	468	446	950	1,000	1,100	1,200						
非现金支出	11,263	13,219	13,746	13,985	14,936	15,933						
非经营收益	2,206	6,496	7,546	-407	-1,288	-1,591						
营运资金变动	-416	4,654	1,518	-313	-1,105	1,852						
经营活动现金净流	17,303	31,590	30,574	22,616	24,269	29,314						
资本开支	-12,666	-7,264	-19,984	-18,315	-18,442	-18,464						
投资	0	-277	26	-801	-800	-800						
其他	701	961	750	1,400	1,750	1,840						
投资活动现金净流	-11,965	-6,581	-19,208	-17,716	-17,492	-17,424						
股权募资	0	0	0	11,218	0	0						
债权募资	-3,636	-16,788	-725	-13,403	-3,665	-9,787						
其他	-4,163	-3,881	-4,808	-3,037	-2,715	-2,501						
筹资活动现金净流	-7,800	-20,669	-5,533	-5,222	-6,380	-12,288						
现金净流量	-2,462	4,340	5,834	-322	398	-398						

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	1	2	9
增持	0	0	1	2	10
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.67</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	2015-04-30	买入	13.12	16.00~17.00
2	2015-08-28	买入	7.19	10.00~11.00
3	2016-03-31	增持	6.81	N/A
4	2016-06-22	买入	7.03	9.36~10.80
5	2016-08-31	买入	7.49	N/A
6	2016-10-28	买入	7.40	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