



## 中国国航(601111.SH)

## 【联讯交运公司点评】中国国航：4月运营数据点评，供需结构良好，油价涨幅收窄成本压力缓解，静待联营成效

2017年05月17日

## 买入(维持)

当前价： 9.58 元  
目标价： 12.1 元

## 交运及设备行业研究组

## 分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

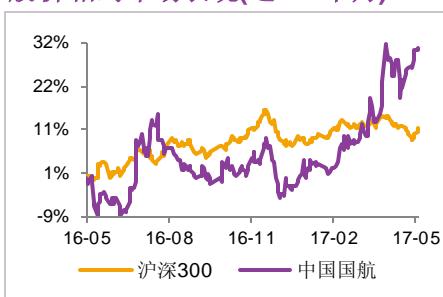
## 研究助理：牛永涛

电话：13810660508  
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

## 研究助理：陈梦洁

电话：18701150220  
邮箱：chenmengjie@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

## 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11396	12536	13789	15168
(+/-)	4.62%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利	6814	8821	9688	11102
(+/-)	0.59%	29.45%	9.83%	14.60%
EPS(元)	0.55	0.61	0.67	0.76
P/E	17.42	15.78	14.36	12.53

资料来源：联讯证券研究院

【联讯交运公司点评】中国国航：供需持续向好，静待旺季收获》2017-04-14

## 投资要点

## ◆ 事件：

公司发布4月主要运营数据公告，当月客运运力投入（按可用座位公里计）同比上升3.7%，旅客周转量（按收入客公里计）同比上升4.5%。本年度累计客运运力投入（按可用座位公里计）同比上升4.5%，旅客周转量（按收入客公里计）同比上升6.9%。

## ◆ 供需结构良好，需求增速持续高于供给增速

供给端方面，4月当月实现195.79亿可用座位公里，ASK同比增长3.7%，环比减少2.1%。其中，国内ASK同比增长2.6%，国际ASK同比增长6.7%。当年累计实现788.48亿可用座位公里，ASK同比增长4.5%。

需求端方面，4月当月实现158.33亿收入客公里，RPK同比增长4.5%，环比减少2.3%。其中，国内RPK同比增长2.6%，国际RPK同比增长9.4%。当年累计实现644.44亿收入客公里，RPK同比增长6.9%。

今年以来公司RPK增速持续高于ASK增速，供需结构良好。公司谨慎投入运力，ASK同比增长仅4.5%（南航ASK同比增长8.32%，东航ASK同比增长9.4%），在今年油价持续走高的情况下，致使成本增速仅17%。

## ◆ 客座率保持平稳，增加国际航线运力投放

4月国航总体客座率80.9%，同比增长0.6%，总体保持平稳。其中，国内航线82.6%，基本持平；国际航线78.4%，同比增长1.9%。国际航线在4月总体RPK环比下滑的情况下，国际航线逆势上涨，环比增长2.4%，同比增长9.4%。此前各大航空公司运力回撤国内，放缓国际运力投入，致使国际航线供需关系有所好转。公司在4月小幅增加了国际航线的运力投入，国际航线运力增速高于国内航线。国航是行业内国际航线布局最完善的公司，出行需求叠加即将到来的旺季行情，公司有望率先受益。

## ◆ 油价回落、汇率趋稳，不利因素消除

航油成本是公司最主要的成本支出，国际原油价格的波动以及发改委对国内航油价格的调整都会对盈利产生较大的影响。今年一季度航空煤油进口到岸完税价格均价为4298元/吨，同比涨幅超过54%。4月开始油价有所回落，涨幅收窄，同比涨幅降至35%左右，对成本的压力有所缓解。

美国加息靴子落地，汇率趋稳，预计今年人民币大幅贬值可能性很小。另一方面，公司通过调整负债结构，增加人民币负债，减少汇率损失的可能性。



### ◆ 与汉莎联营提升票价弹性

公司自4月1日起正式开始与汉莎联营，通过联营，公司在欧洲市场的整体竞争实力将显著增强。目前双方合计占据中欧航线约40%的市场份额。联营后，双方根据运力投入和各方销售的座位价值商定分摊比例，据以分摊收益。目前国航与汉莎票价存在一定的价差，我们预计联营后，双方在价格上将逐渐趋同，将显著提升国航欧洲航线的票价水平与收益水平。

### ◆ 混改提升货运盈利能力

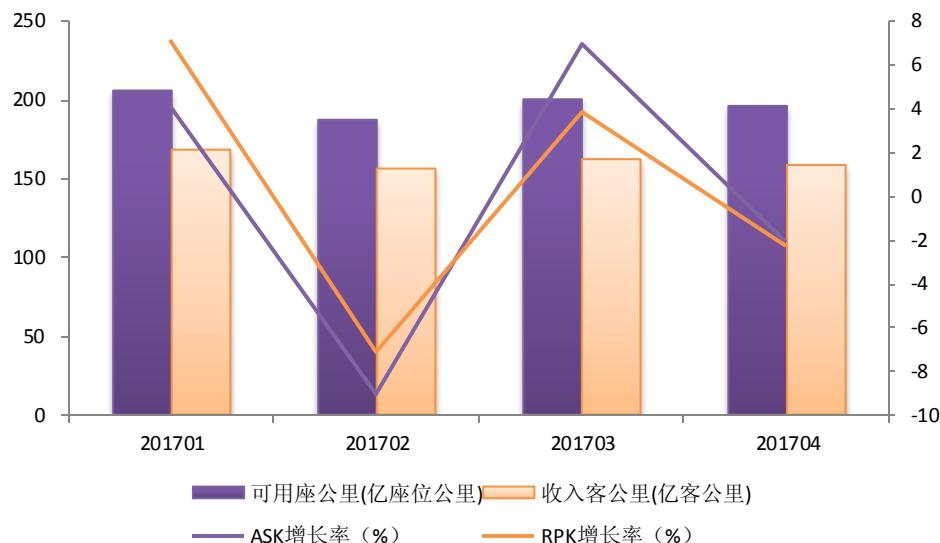
近日公司公告，发改委批复同意中航集团公司进行航空货运物流混合所有制改革。中航集团公司将着手启动航空货运物流混合所有制改革。混合所有制改革的具体实施可能涉及公司及公司部分下属公司经营的航空货运物流业务。2016年年报显示，公司货运业务实现营业收入83亿元，占比不到总营业收入的7.5%，每收入货运吨公里收益1.19元，同比下滑7.82%。公司货运业务体量小，收益水平逐年下降，货运业务资源亟待整合。预期通过混改，未来能显著增强货运业务的规模实力和盈利能力。

### ◆ 盈利预测与投资评级

预计公司2017~2019年归母净利润为88.21亿元、96.88亿元、111.02亿元，对应EPS为0.61元、0.67元、0.76元。考虑到公司地位、航线优势以及强烈混改预期，目标价12.1元，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：油价上涨的风险；人民币贬值的风险；铁路分流的风险。

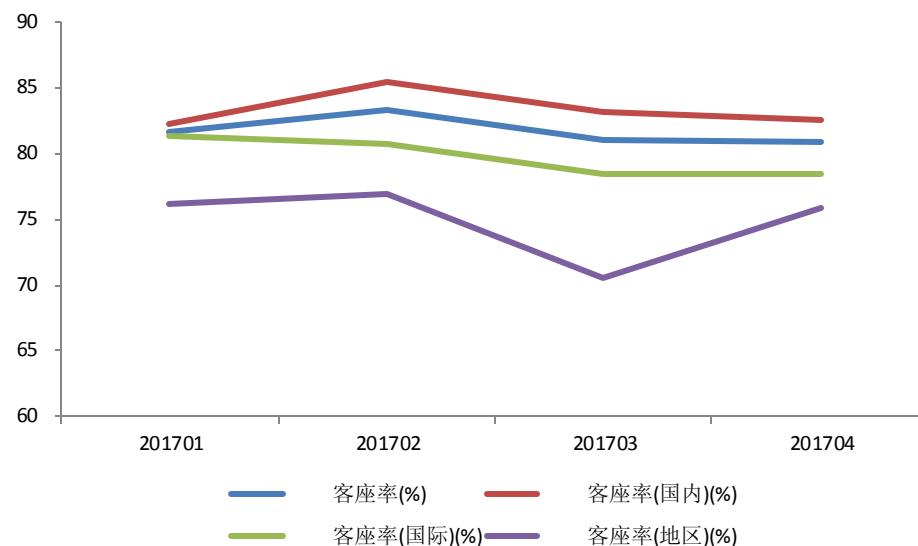
**图表1：公司供需结构**



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

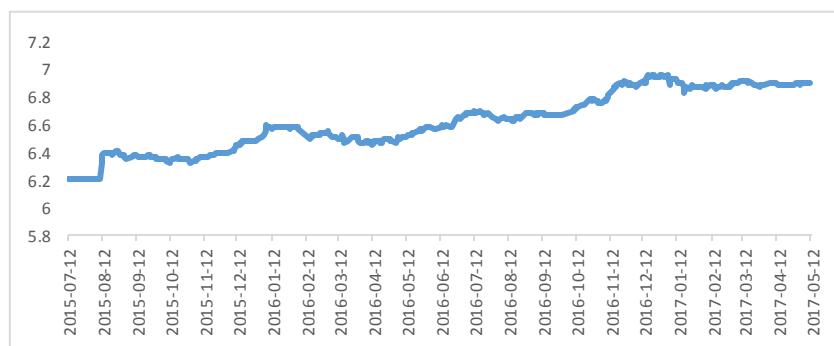


图表 2：公司客座率情况



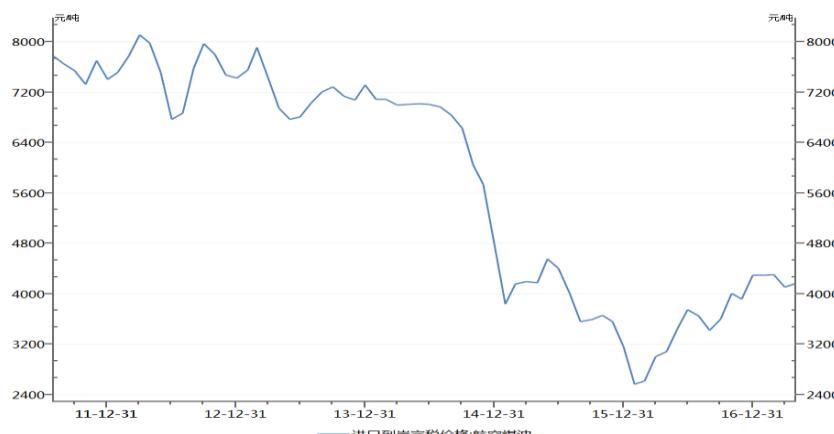
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 3：美元兑人民币汇率



资料来源：wind，联讯证券研究院

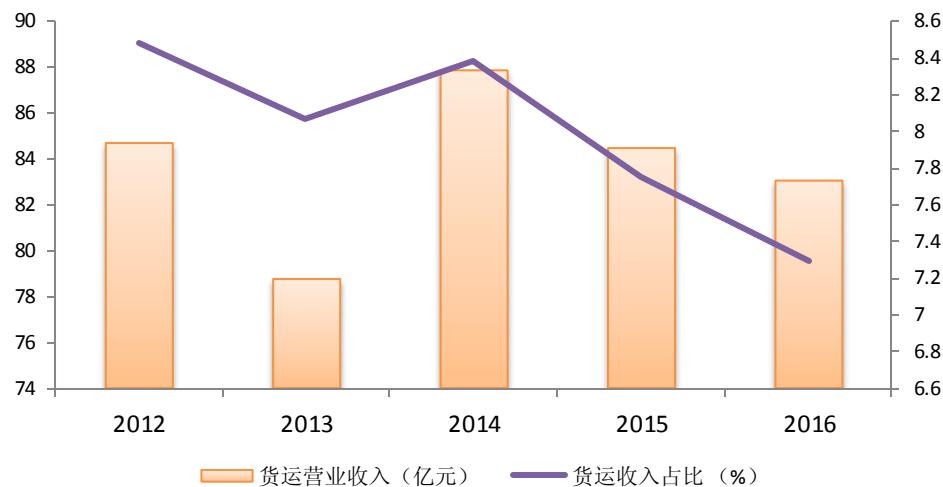
图表 4：航空煤油进口到岸完税价格



资料来源：wind，联讯证券研究院



图表 5：公司货运业务占比情况



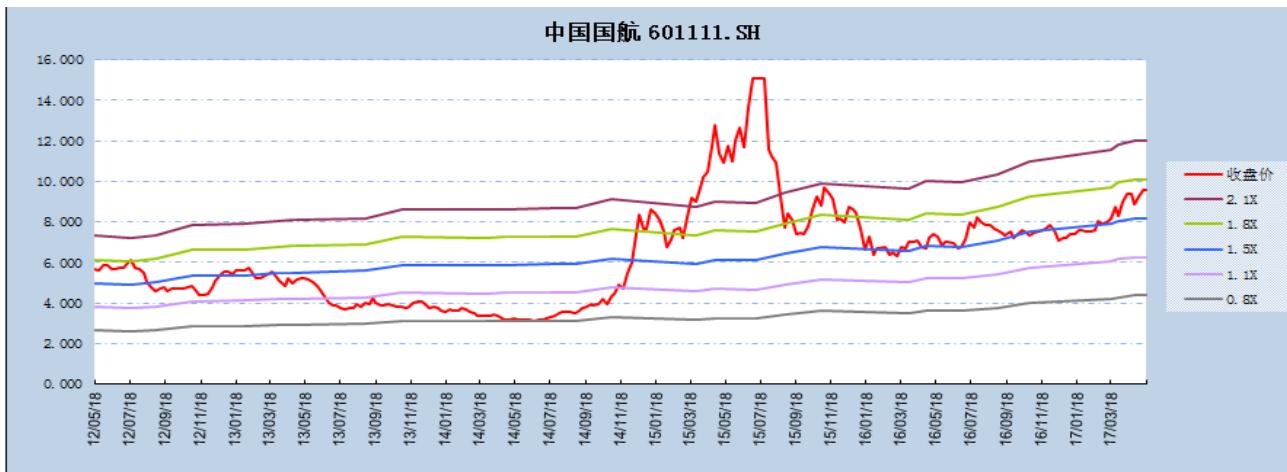
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 6：公司 PE-Bands 图



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表 7：公司 PB-Bands 图



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	19,322	21,255	23,380	25,718	经营活动现金流	30,724	32,261	33,874	35,567
现金	7,322	15,348	23,110	30,528	净利润	7,764	9,789	10,676	12,110
应收账款	3,286	3,615	3,976	4,374	折旧摊销	13,643	14,325	15,041	15,793
其它应收款	1,923	2,116	2,327	2,560	财务费用	7,494	8,023	9,101	10,011
预付账款	1,137	1,251	1,376	1,513	投资损失	-88	-615	-738	-886
存货	1,681	1,849	2,034	2,237	营运资金变动	-13,838	655	823	1,009
其他	3,973	-2,923	-9,443	-15,494	其它	15,750	83	-1,030	-2,471
非流动资产	204,806	215,046	225,798	237,088	投资活动现金流	-19,013	-13,309	-14,640	-16,104
长期投资	15,169	15,927	16,724	17,560	资本支出	20,635	21,667	22,750	23,887
固定资产	148,910	156,356	164,173	172,382	长期投资	15,169	15,927	16,724	17,560
无形资产	4,252	4,465	4,688	4,923	其他	-54,817	-50,903	-54,113	-57,551
其他	36,475	38,298	40,213	42,224	筹资活动现金流	-12,140	-10,926	-11,472	-12,045
资产总计	224,128	236,301	249,178	262,806	短期借款	14,489	15,213	15,974	16,773
流动负债	63,846	65,123	66,426	67,754	长期借款	12,835	13,092	13,354	13,621
短期借款	14,489	15,213	15,974	16,773	其他	-39,464	-39,231	-40,800	-42,439
应付账款	11,776	12,011	12,252	12,497	现金净增加额	-428	8,026	7,762	7,418
其他	37,582	37,899	38,200	38,485	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动负债	83,808	85,484	87,194	88,938	成长能力				
长期借款	12,835	13,092	13,354	13,621	营业收入	4.62%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	70,973	72,392	73,840	75,317	营业利润	10.08%	19.04%	13.72%	13.65%
负债合计	147,655	150,608	153,620	156,692	归属母公司净利润	0.59%	29.45%	9.83%	14.60%
少数股东权益	7,597	7,977	8,376	8,795	获利能力				
归属母公司股东权益	68,876	77,716	87,183	97,320	毛利率	23.48%	23.20%	23.35%	23.50%
负债和股东权益	224,128	236,301	249,178	262,806	净利率	5.98%	7.04%	7.03%	7.32%
					ROE	10.85%	12.07%	11.78%	12.01%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROIC	5.30%	6.72%	7.51%	8.73%
营业收入	113,964	125,360	137,896	151,686	偿债能力				
营业成本	87,203	96,277	105,698	116,040	资产负债率	65.88%	63.74%	61.65%	59.62%
营业税金及附加	294	313	345	379	流动比率	0.30	0.33	0.35	0.38
营业费用	5,595	5,641	5,792	6,219	速动比率	0.28	0.30	0.32	0.35
管理费用	4,032	4,513	4,964	5,461	营运能力				
财务费用	7,494	8,023	9,101	10,011	总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.59
资产减值损失	254	279	307	338					



联讯证券

中国国航(601111.SH)公司研究



公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	32.81	36.33	36.33	36.33
投资净收益	88	615	738	886	应付账款周转率	7.41	8.09	8.71	9.38
营业利润	9,181	10,928	12,428	14,123	每股指标(元)				
营业外收入	1,155	1,178	1,201	1,225	每股收益	0.55	0.61	0.67	0.76
营业外支出	116	186	195	205	每股经营现金	2.35	2.22	2.33	2.45
利润总额	10,219	11,920	13,434	15,144	每股净资产	5.84	5.90	6.58	7.31
所得税	2,456	2,131	2,758	3,034	估值比率				
净利润	7,764	9,789	10,676	12,110	P/E	17.42	15.78	14.36	12.53
少数股东损益	950	969	988	1,008	P/B	1.64	1.62	1.46	1.31
归属母公司净利润	6,814	8,821	9,688	11,102	EV/EBITDA	8.73	10.87	9.82	8.87
EBITDA	30,425	25,253	27,469	29,917					

资料来源：联讯证券研究院



## 分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



联讯证券

中国国航(601111.SH)公司研究



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)