



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

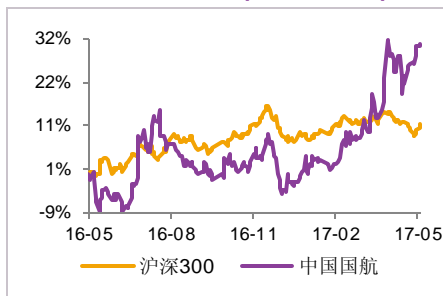
研究助理: 牛永涛

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% |
| 归母净利润 | 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

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

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%。此前各大航空公司将运力回撤国内, 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

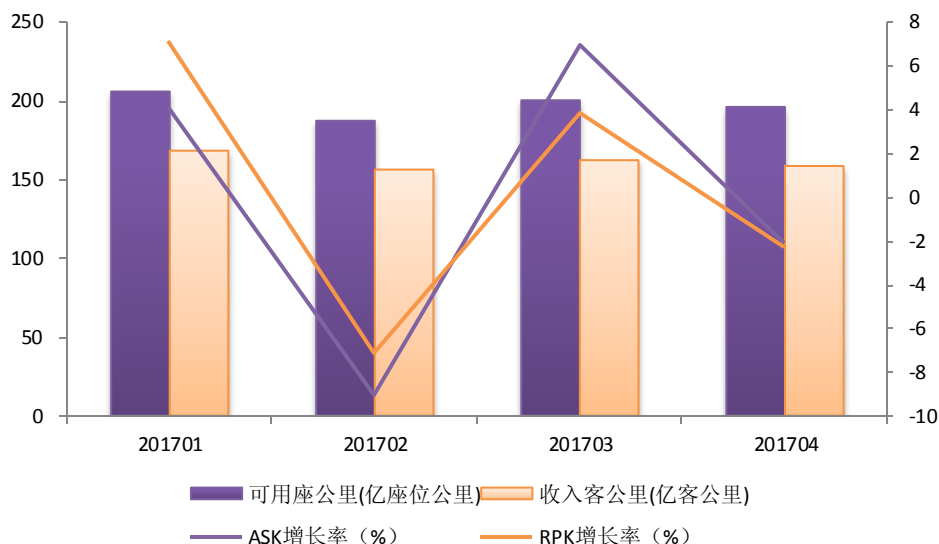
近日公司公告，发改委批复同意中航集团公司进行航空货运物流混合所有制改革。中航集团公司将着手启动航空货运物流混合所有制改革。混合所有制改革的具体实施可能涉及公司及公司部分下属公司经营的航空货运物流业务。2016 年年报显示，公司货运业务实现营业收入 83 亿元，占比不到总营业收入的 7.5%，每收入货运吨公里收益 1.19 元，同比下滑 7.82%。公司货运业务体量小，收益水平逐年下降，货运业务资源亟待整合。预期通过混改，未来能显著增强货运业务的规模实力和盈利能力。

✧ 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。

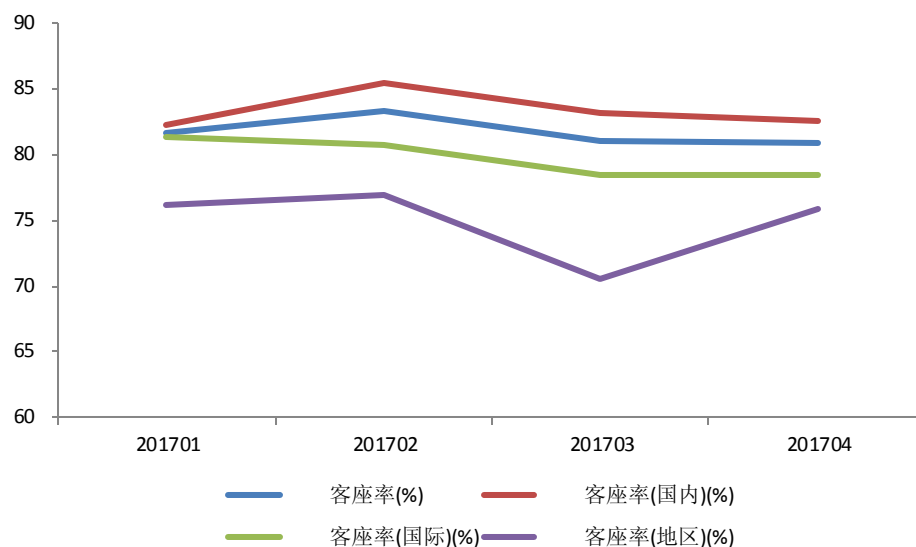
图表 1：公司供需结构



资料来源：公司公告，联讯证券研究院

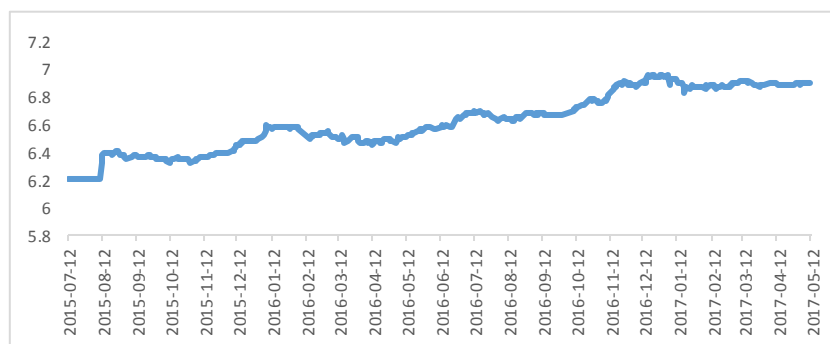


图表 2：公司客座率情况



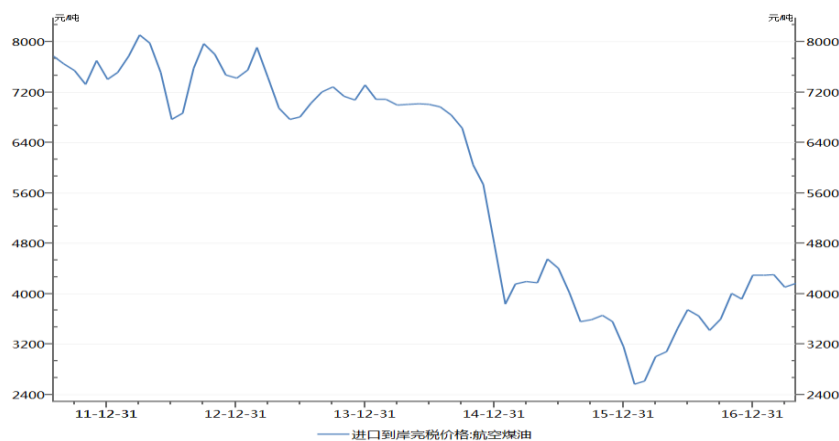
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

图表 3：美元兑人民币汇率



资料来源：wind，联讯证券研究院

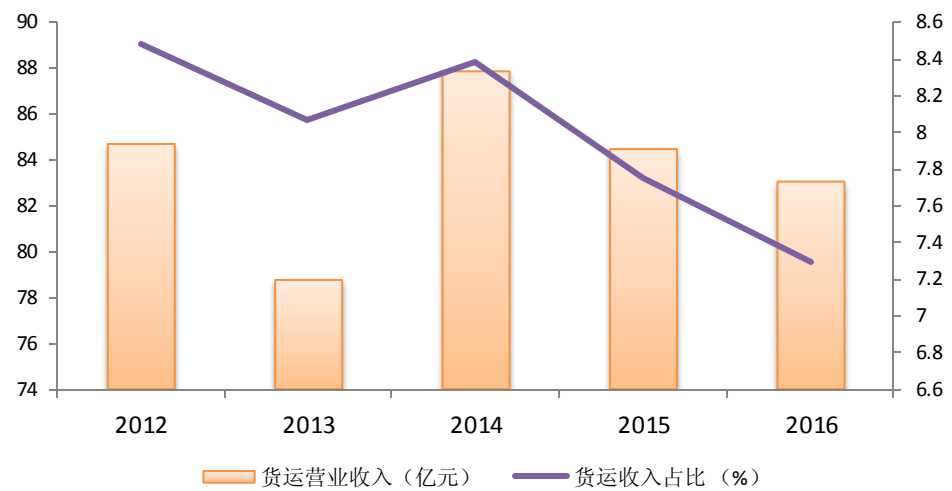
图表 4：航空煤油进口到岸完税价格



资料来源：wind，联讯证券研究院

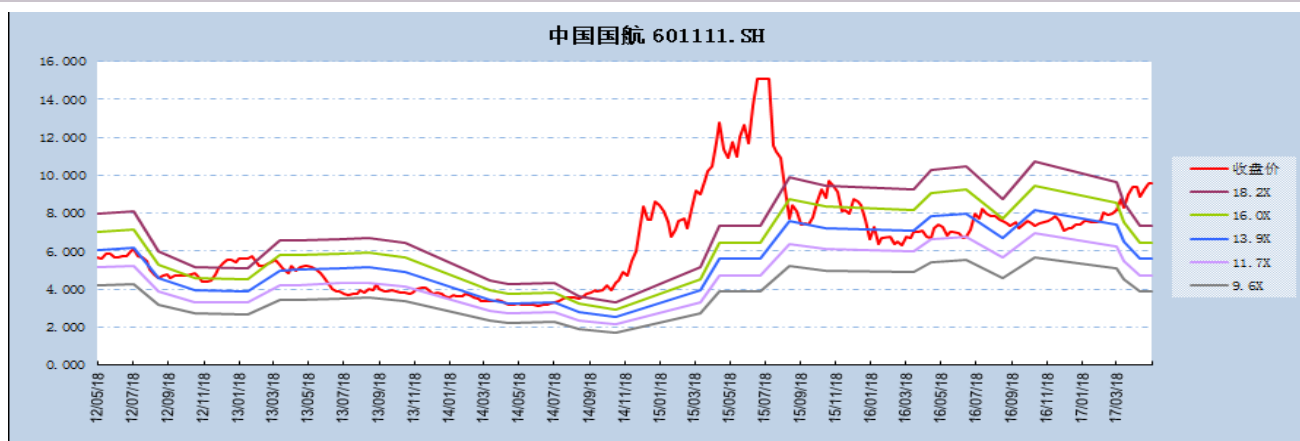


图表 5：公司货运业务占比情况



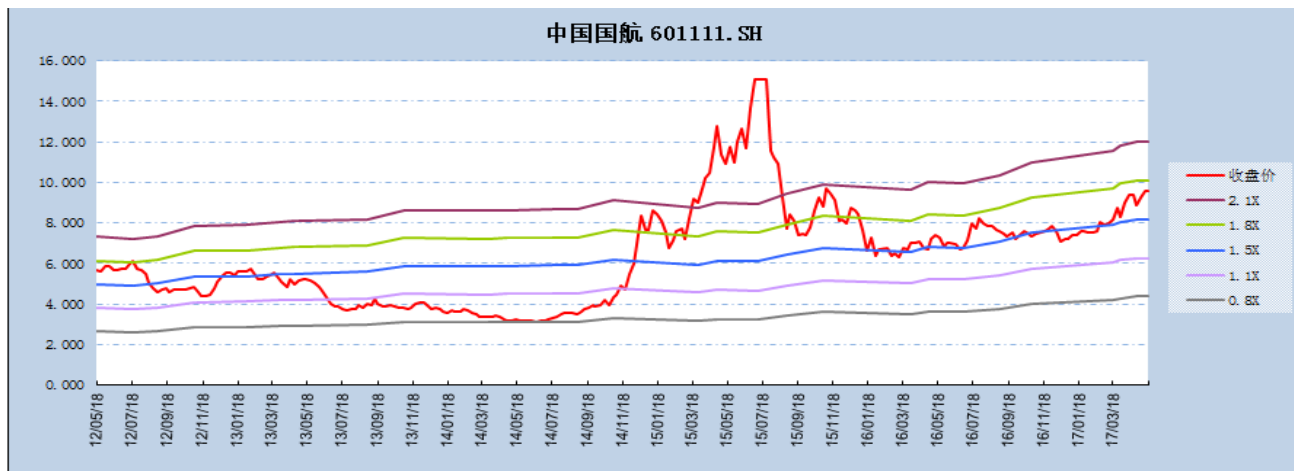
资料来源：公司公告，联讯证券研究院

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 | | | | | |
| 非流动负债 | 83,808 | 85,484 | 87,194 | 88,938 | 主要财务比率 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 长期借款 | 12,835 | 13,092 | 13,354 | 13,621 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 70,973 | 72,392 | 73,840 | 75,317 | 营业收入 | 4.62% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 负债合计 | 147,655 | 150,608 | 153,620 | 156,692 | 营业利润 | 10.08% | 19.04% | 13.72% | 13.65% |
| 少数股东权益 | 7,597 | 7,977 | 8,376 | 8,795 | 归属母公司净利润 | 0.59% | 29.45% | 9.83% | 14.60% |
| 归属母公司股东权益 | 68,876 | 77,716 | 87,183 | 97,320 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 224,128 | 236,301 | 249,178 | 262,806 | 毛利率 | 23.48% | 23.20% | 23.35% | 23.50% |
| | | | | | 净利率 | 5.98% | 7.04% | 7.03% | 7.32% |
| 利润表 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE | 10.85% | 12.07% | 11.78% | 12.01% |
| 营业收入 | 113,964 | 125,360 | 137,896 | 151,686 | ROIC | 5.30% | 6.72% | 7.51% | 8.73% |
| 营业成本 | 87,203 | 96,277 | 105,698 | 116,040 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 294 | 313 | 345 | 379 | 资产负债率 | 65.88% | 63.74% | 61.65% | 59.62% |
| 营业费用 | 5,595 | 5,641 | 5,792 | 6,219 | 流动比率 | 0.30 | 0.33 | 0.35 | 0.38 |
| 管理费用 | 4,032 | 4,513 | 4,964 | 5,461 | 速动比率 | 0.28 | 0.30 | 0.32 | 0.35 |
| 财务费用 | 7,494 | 8,023 | 9,101 | 10,011 | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | 254 | 279 | 307 | 338 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.54 | 0.57 | 0.59 |



| | | | | | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 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。



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，旨在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关服务。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