

中国国航 (601111)

证券研究报告

2017 年 08 月 16 日

机队增量及天气导致运量增速放缓，业绩依旧向好

事件

中国国航披露 7 月运营数据，ASK212.8 亿，同比提升 4.1%，RPK174.4 亿，同比提升 2.9%，旅客运输量 8638.2 万人次，同比提升 1.1%，客座率 81.9%，同比下降 0.9 个百分点。

机队数量及天气原因导致国内增速下降，国际客座率走低

虽然本月国航引入飞机数量达到 8 架，但 1-7 月实际净引进数量仅为 11 架，相比去年同期净增量也仅为 29 架，相比于当前 636 架次的机队体量，增速并不算快，此外，7 月国航四大枢纽节点中北京、成都频繁遭遇雷雨袭击，航班取消量较大，根据我们的草根调研，7 月上半月国航母公司国内线 ASK 甚至出现同比负增长，业务量增速下降在预期之内。国际线方面，国航着力提价，调研数据显示国航 7 月国际线票价同比有所上涨，业务量增速承压，客座率同比下降 3.7 个百分点，这也是造成 7 月整体客座率同比走低的主要原因。

下半年业务量增速大概率将有所提高

2016 年年报显示公司全年计划机队引进数量为 56 架，目前累计引进仅为 24 架，可见下半年机队引进大概率将明显提速，受其影响，后续业务量增速很可能有所提高。

继续看好暑运旺季及全年业绩表现

纵使 7 月业务量增速有所下降，但由于机队体量并未显著扩大，且油价同比已无明显增长，因此公司单位成本同比变动可能并不明显，同时票价上行及费用端的边际改善叠加汇兑收益，将带动业绩同比明显增长，我们继续看好公司暑运旺季业绩表现。旺季过后，我们认为行业量价仍将保持良好态势，且四季度油价同比可能存在一定优势，汇兑损益也可能再次形成剪刀差，因此全年业绩表现仍将靓丽。

投资建议

我们认为行业仍将处于较高景气度，同时高铁提速的影响偏长期，不改民航整体的发展空间，公司航线质量及时刻资源具备一定优势，业绩仍将领跑，此外，8 月 9 日国航董事会决议同意成立深改小组，国企改革进程有望提速，需给予密切关注。预计 2017-2018 年公司收入增速为 8.1%、8.0%，归母净利 94.6 亿、105.7 亿，同比增长 38.8%、11.7%，EPS 分别为 0.70 元、0.78 元，维持“买入”评级，目标价 11.3 元，对应 2017-2018 年 EPS 的估值分别为 16.1 倍、14.4 倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.06 元
目标价格	11.3 元
上次目标价	11.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,962.13
流通 A 股股本(百万股)	8,522.07
A 股总市值(百万元)	90,256.91
流通 A 股市值(百万元)	77,209.93
每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	61.72
一年内最高/最低(元)	10.70/6.93

作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中国国航-公司点评:端午错峰运量增速小幅下降，继续看好旺季营收》 2017-07-14
- 2 《中国国航-公司点评:业务量增速回归，迎旺季收获》 2017-06-15
- 3 《中国国航-公司点评:跑道维修添影响，减“投”不减“收”！》 2017-05-16

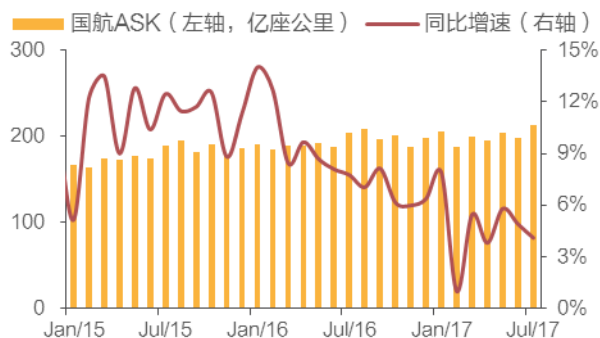
财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	108,929.11	113,963.99	123,201.58	133,014.21	142,690.99
增长率(%)	3.91	4.62	8.11	7.96	7.27
EBITDA(百万元)	29,341.65	30,183.11	30,808.19	36,142.84	39,981.04
净利润(百万元)	6,774.01	6,814.02	9,457.55	10,566.65	11,378.83
增长率(%)	79.09	0.59	38.80	11.73	7.69
EPS(元/股)	0.55	0.55	0.70	0.78	0.85
市盈率(P/E)	19.43	19.31	12.90	11.54	10.72
市净率(P/B)	2.20	1.91	1.47	1.35	1.24
市销率(P/S)	1.21	1.15	1.07	0.99	0.92
EV/EBITDA	5.77	5.10	5.90	5.22	4.65

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

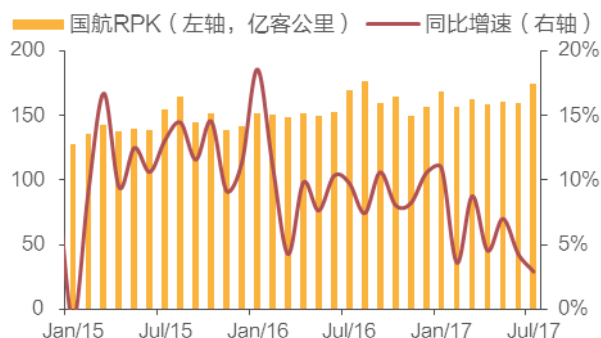
中国国航披露 7 月运营数据，ASK212.8 亿，同比提升 4.1%，RPK174.4 亿，同比提升 2.9%，旅客运输量 8638.2 万人次，同比提升 1.1%，客座率 81.9%，同比下降 0.9 个百分点。

图 1：中国国航月度 ASK 及同比增速



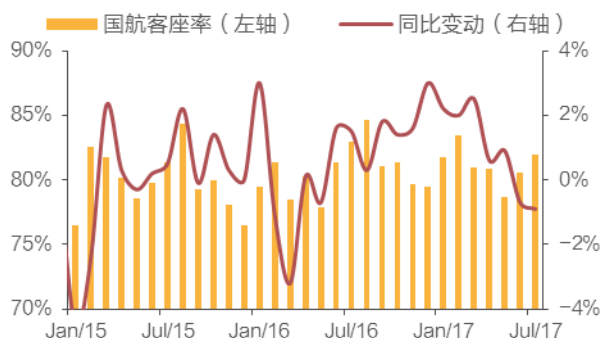
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：中国国航月度 RPK 及同比增速



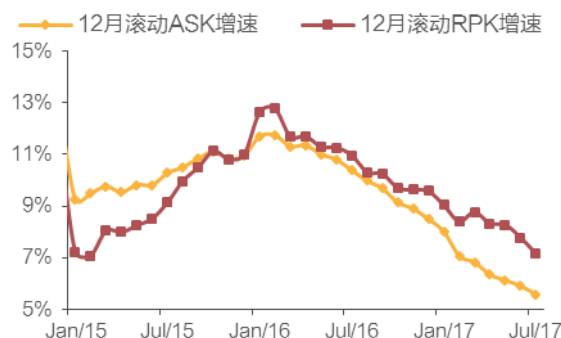
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：中国国航月度客座率及同比变动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中国国航 ASK、RPK12 个月滚动同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：中国国航逐月机队引进退出数量

2016	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
引进	5	3	2	2	4	8	6	2	7	3	8	4
退出	1	4	1	3	1	2	1	2	1	0	2	1
2017	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
引进	1	4	1	3	1	6	8					
退出	2	0	1	0	3	7	0					

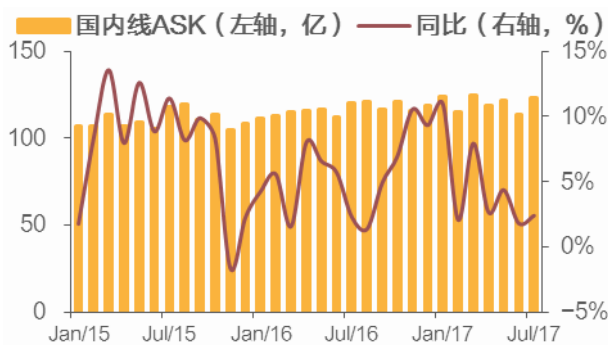
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 机队数量及天气原因导致国内增速下降，国际客座率走低

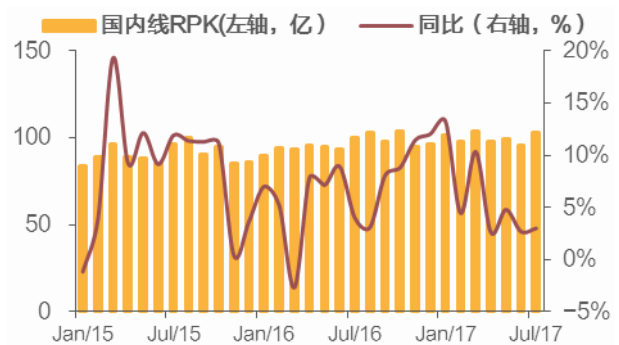
虽然本月国航引入飞机数量达到 8 架，但 1-7 月实际净引进数量仅为 11 架，相比去年同期净增量也仅为 29 架，相比于当前 636 架次的机队体量，增速并不算快，此外，7 月国航四大枢纽节点中北京、成都频繁遭遇雷雨袭击，航班取消量较大，根据我们的草根调研，7 月上半月国航母公司国内线 ASK 甚至出现同比负增长，业务量增速下降在预期之内。国际线方面，国航着力提价，调研数据显示国航 7 月国际线票价同比有所上涨，业务量增速承压，客座率同比下降 3.7 个百分点，这也是造成 7 月整体客座率同比走低的主要原因。

图 5：国航国内线 ASK 及同比增速



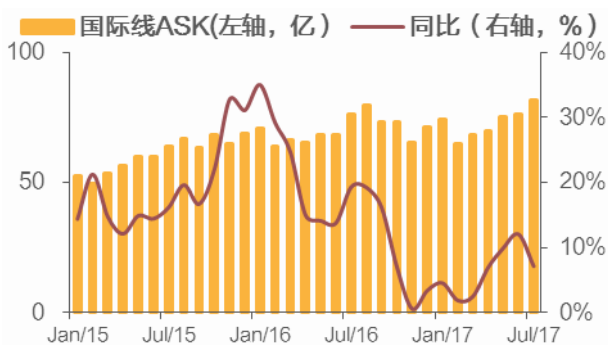
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：国航国内线 RPK 及同比增速



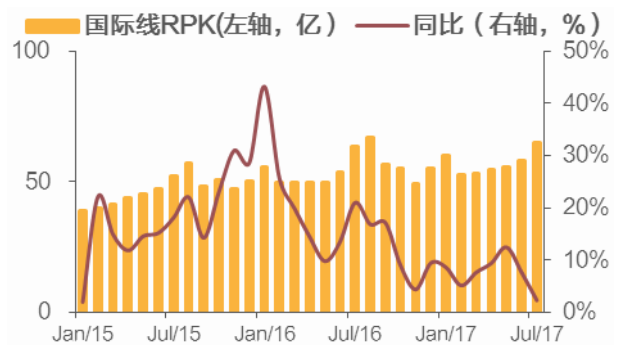
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：国航国际线 ASK 及同比增速



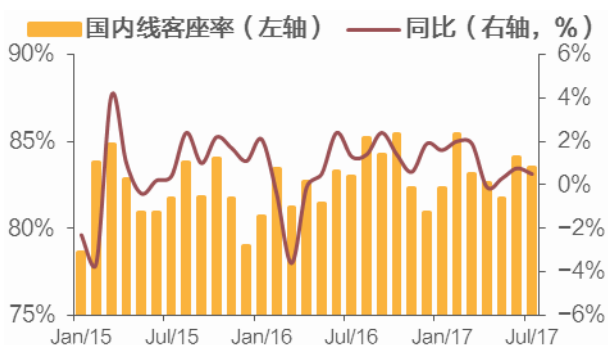
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：国航国际线 RPK 及同比增速



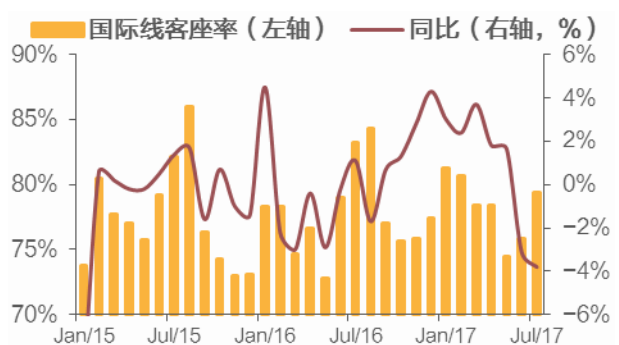
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：国航国内线客座率及同比变动



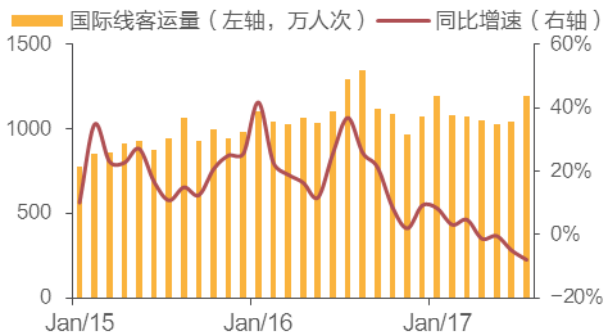
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：国航国际线客座率及同比变动



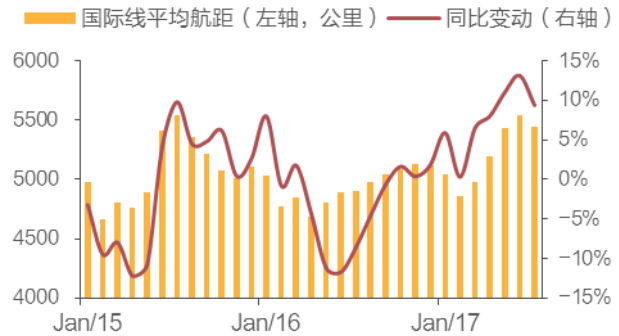
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：国航国际线旅客人数及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：国航国际线平均航距及同比变动



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 下半年业务量增速大概率将有所提高

2016 年年报显示公司全年计划机队引进数量为 56 架，目前累计引进仅为 24 架，可见下半年机队引进大概率将明显提速，受其影响，后续业务量增速很可能有所提高。

表 2：中国国航机队引进退出计划

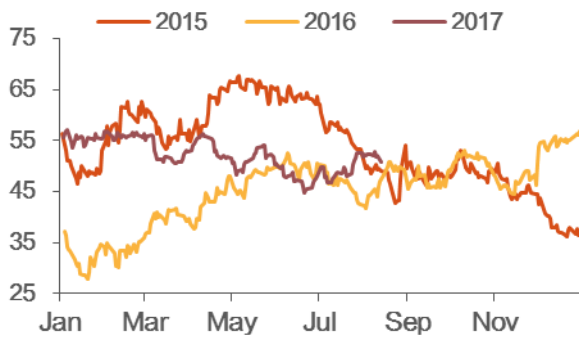
客机合计	引进			退出		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
A319	5	0	3	0	2	4
A320/A321	11	15	19	1	0	4
A330	6	4	0	0	0	0
A350	1	5	2	0	0	0
B737	24	20	31	15	12	12
B747	0	0	0	0	0	0
B777	3	0	0	2	3	0
B787	6	2	0	0	0	0
总计	56	46	55	18	17	20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 继续看好暑运旺季及全年业绩表现

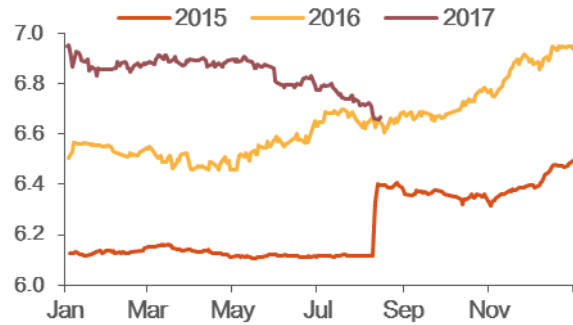
纵使 7 月业务量增速有所下降，但由于机队体量并未显著扩大，且油价同比已无明显增长，因此公司单位成本同比变动可能并不明显，同时票价上行及费用端的边际改善叠加汇兑收益，将带动业绩同比明显增长，我们继续看好公司暑运旺季业绩表现。旺季过后，我们认为行业量价仍将保持良好态势，且四季度油价同比可能存在一定优势，汇兑损益也可能再次形成剪刀差，因此全年业绩表现仍将靓丽。

图 13: 国际油价 (布油, 美元/桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议

我们认为行业仍将处于较高景气度, 同时高铁提速的影响偏长期, 不改民航整体的发展空间, 公司航线质量及时刻资源具备一定优势, 业绩仍将领跑, 此外, 8月9日国航董事会决议同意成立深改小组, 国企改革进程有望提速, 需给予密切关注。预计 2017-2018 年公司收入增速为 8.1%、8.0%, 归母净利 94.6 亿、105.7 亿, 同比增长 38.8%、11.7%、EPS 分别为 0.70 元、0.78 元, 维持“买入”评级, 目标价 11.3 元, 对应 2017-2018 年 EPS 的估值分别为 16.1 倍、14.4 倍。

4. 风险提示

宏观经济下滑, 油价大幅上涨, 汇率剧烈波动, 安全事故

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,793.04	7,322.36	7,392.09	5,320.57	5,707.64
应收账款	5,544.30	5,209.55	6,371.40	5,777.23	7,255.21
预付账款	1,069.26	1,136.83	1,092.53	1,212.48	1,247.98
存货	1,730.74	1,680.63	2,242.39	1,898.52	2,517.84
其他	3,390.27	3,973.02	3,887.02	4,217.52	4,496.47
流动资产合计	19,527.61	19,322.38	20,985.44	18,426.32	21,225.14
长期股权投资	12,451.02	15,168.76	15,721.83	16,103.41	16,591.01
固定资产	149,267.40	148,910.06	163,998.99	177,139.39	188,267.11
在建工程	20,747.82	29,320.91	29,666.37	29,204.86	30,586.49
无形资产	4,169.34	4,252.31	4,331.07	4,419.93	4,528.26
其他	7,540.34	7,153.77	7,566.92	8,273.64	8,563.98
非流动资产合计	194,175.92	204,805.81	221,285.18	235,141.23	248,536.85
资产总计	213,703.54	224,128.19	242,270.62	253,567.55	269,761.98
短期借款	3,055.64	14,488.95	8,667.16	13,768.33	19,791.63
应付账款	22,322.16	20,256.35	27,469.23	24,248.26	31,725.38
其他	24,835.55	29,101.13	29,008.71	27,979.21	27,317.33
流动负债合计	50,213.35	63,846.43	65,145.11	65,995.80	78,834.35
长期借款	30,794.48	12,835.22	10,824.41	9,601.70	554.68
应付债券	18,193.04	24,998.02	22,195.29	24,298.00	25,697.00
其他	47,907.53	45,974.87	46,253.00	46,882.00	48,256.00
非流动负债合计	96,895.05	83,808.12	79,272.70	80,781.70	74,507.68
负债合计	147,108.40	147,654.55	144,417.81	146,777.50	153,342.03
少数股东权益	6,774.74	7,597.14	8,599.90	9,521.24	10,530.90
股本	13,084.75	13,084.75	14,524.82	14,524.82	14,524.82
资本公积	16,509.53	16,509.53	26,356.83	26,447.75	26,533.87
留存收益	52,387.76	57,787.63	74,728.10	82,744.00	91,364.24
其他	(22,161.64)	(18,505.42)	(26,356.83)	(26,447.75)	(26,533.87)
股东权益合计	66,595.14	76,473.64	97,852.81	106,790.05	116,419.95
负债和股东权益总	213,703.54	224,128.19	242,270.62	253,567.55	269,761.98

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,220.15	7,763.54	9,457.55	10,566.65	11,378.83
折旧摊销	13,199.99	13,642.84	15,818.64	18,550.09	21,342.97
财务费用	7,816.57	7,341.91	2,209.27	3,771.22	3,653.73
投资损失	(1,675.99)	(87.85)	279.09	(139.55)	(167.45)
营运资金变动	12,742.47	355.34	5,530.77	(2,839.78)	6,599.24
其它	(7,550.48)	1,708.59	1,002.98	921.33	1,009.64
经营活动现金流	31,752.71	30,724.36	34,298.31	30,829.96	43,816.96
资本支出	9,413.23	26,457.69	31,606.73	31,070.42	33,074.25
长期投资	(916.98)	2,717.74	553.07	381.58	487.60
其他	(15,284.33)	(48,188.47)	(64,377.56)	(63,130.78)	(67,944.73)
投资活动现金流	(6,788.09)	(19,013.04)	(32,217.76)	(31,678.78)	(34,382.88)
债权融资	64,442.78	65,466.35	55,369.87	59,971.03	57,068.31
股权融资	(8,679.61)	(3,837.55)	11,073.98	(3,680.30)	(3,567.61)
其他	(82,325.02)	(73,768.31)	(68,454.65)	(57,513.44)	(62,547.71)
筹资活动现金流	(26,561.85)	(12,139.51)	(2,010.81)	(1,222.72)	(9,047.01)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,597.22)	(428.19)	69.74	(2,071.53)	387.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	108,929.11	113,963.99	123,201.58	133,014.21	142,690.99
营业成本	83,694.90	87,202.71	97,399.16	104,246.70	112,122.02
营业税金及附加	274.19	293.97	271.00	279.33	285.38
营业费用	6,147.91	5,594.96	5,846.19	6,299.95	6,784.08
管理费用	4,023.52	4,031.55	4,245.91	4,552.81	4,845.65
财务费用	7,948.53	7,493.77	2,209.27	3,771.22	3,653.73
资产减值损失	181.89	253.84	170.90	182.20	183.23
公允价值变动收益	5.63	(0.28)	0.23	(0.01)	(0.02)
投资净收益	1,675.99	87.85	(279.09)	139.55	167.45
其他	(3,363.24)	(175.14)	557.72	(279.07)	(334.87)
营业利润	8,339.80	9,180.77	12,780.28	13,821.53	14,984.33
营业外收入	1,159.76	1,154.78	1,073.78	1,185.00	1,255.00
营业外支出	456.31	116.17	106.42	125.72	254.18
利润总额	9,043.25	10,219.38	13,747.64	14,880.81	15,985.15
所得税	1,823.10	2,455.84	3,287.33	3,392.82	3,596.66
净利润	7,220.15	7,763.54	10,460.30	11,487.98	12,388.49
少数股东损益	446.14	949.52	1,002.75	921.34	1,009.66
归属于母公司净利润	6,774.01	6,814.02	9,457.55	10,566.65	11,378.83
每股收益（元）	0.55	0.55	0.70	0.78	0.85

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.91%	4.62%	8.11%	7.96%	7.27%
营业利润	112.90%	10.08%	39.21%	8.15%	8.41%
归属于母公司净利润	79.09%	0.59%	38.80%	11.73%	7.69%
获利能力					
毛利率	23.17%	23.48%	20.94%	21.63%	21.42%
净利率	6.22%	5.98%	7.68%	7.94%	7.97%
ROE	11.32%	9.89%	10.60%	10.86%	10.75%
ROIC	10.10%	10.61%	8.53%	9.44%	9.07%
偿债能力					
资产负债率	68.84%	65.88%	59.61%	57.88%	56.84%
净负债率	84.66%	94.51%	71.25%	72.23%	65.68%
流动比率	0.39	0.30	0.32	0.28	0.27
速动比率	0.35	0.28	0.29	0.25	0.24
营运能力					
应收账款周转率	19.15	21.20	21.28	21.90	21.90
存货周转率	76.96	66.81	62.81	64.24	64.62
总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.55	0.70	0.78	0.85
每股经营现金流	2.19	2.12	2.36	2.12	3.02
每股净资产	4.12	4.74	6.14	6.70	7.29
估值比率					
市盈率	19.43	19.31	12.90	11.54	10.72
市净率	2.20	1.91	1.47	1.35	1.24
EV/EBITDA	5.77	5.10	5.90	5.22	4.65
EV/EBIT	10.39	9.23	12.12	10.72	9.98

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com