

# 中国国航(601111.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

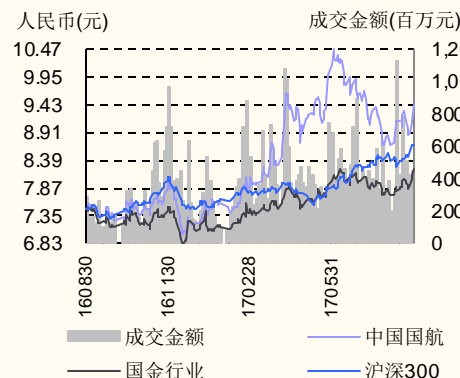
市场价格(人民币): 9.42 元

## 坚定票价优先策略，扣非净利润小幅增长

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)	136,823.76
年内股价最高最低(元)	10.47/7.00
沪深 300 指数	3834.30
上证指数	3363.63



### 相关报告

- 1.《票价提升汇率超预期，上调盈利预测17%-中国国航公司点评》，2017.7.14
- 2.《收益品质领先，行业寡头估值欲修复-中国国航公司研究》，2017.4.27
- 3.《供需向好，客座率回升，汇兑损失持续拖累业绩增长-中国国航公司...》，2017.3.31
- 4.《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
- 5.《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

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

**黄凡洋** 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

### 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	0.673	0.767	0.869
每股净资产(元)	4.57	5.26	6.10	6.76	7.49
每股经营性现金流(元)	2.57	2.49	1.74	1.80	2.16
市盈率(倍)	16.57	13.83	14.00	12.29	10.84
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	79.09%	0.59%	43.51%	13.92%	13.35%
净资产收益率(%)	11.32%	9.89%	11.04%	11.35%	11.60%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	14,528.82	14,528.82	14,528.82

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 581.55 亿元，同比增长 8.65%；归母净利润 33.26 亿元，同比减少 3.79%，基本每股收益 0.25 元。

### 经营分析

- **坚定票价优先策略，量价齐升带动营收加速增长：**中国国航奉行价格优先策略，在国内市场景气的背景下，主动缩减新增运力，提高票价，获得了良好的效果。2017 年上半年，客运收入 517.8 亿元，同比增长 8.0%，2016 年同期仅为 5.3%。ASK 同比增长 4.9%（国内+5.0%/国际+6.4%），RPK 同比增长 6.5%（国内+6.3%/国际+8.5%），需求旺盛使得客座率同比增长 1.2pts（国内+1.1pts/国际+1.5pts），与此同时，票价优先策略有效的将高客座率转化为收益，国内每人客公里收益同比大幅上涨 3.7%，国际每人客公里收益降幅收窄至 3.2%。同时，伴随国际贸易回暖，公司货邮运输收入 44.9 亿元，同比大幅增长 19.7%。
- **燃油成本侵蚀业绩，汇兑收益贡献利润：**由于国际油价上升，中国国航燃油成本同比增长 40.1%，占比营业成本增长 5.0pts，是本期公司业绩略降的主要原因。剔除燃油成本，公司其他成本同比上涨 8.3%，略低于营收增速。其他成本项中，员工薪酬和维修成本上涨较快，分别同比增长 11.0%和 23.7%。起降和停机费受到机场提价影响，同比上升 8.0%，高于航班数目增速，不过由于国航国际航线占比较高，负面影响与其他航司相比较小。另外，报告期末中国国航带息美元债务占比进一步下降至 44.4%，但人民币升值仍带来汇兑收益 12.7 亿元，大幅改善 29.7 亿元。
- **收益品质领先，扣非归母净利润小幅增长：**中国国航继续全球网络的持续优化，报告期末客运航线 408 条，国内优质航线资源丰富，国际航线布局完备，配以价格优先策略，公司收益品质领先。报告期在各项成本压力较大的背景下，毛利率 18.0%，明显高于兄弟公司，并且扣非归母净利润小幅增长 6.3%，在三大航中独树一帜。
- **下半年供给预计加快，票价水平或迎压力：**2017 年上半年，中国国航净增 5 架飞机，速度较慢。为匹配三季度航空旺季需求，公司下半年预计净增 33 架飞机，运力供给增速将加快。进入四季度航空传统淡季后，客座率及票价水平或将迎来压力。

### 投资建议

- 中国国航拥有在北京枢纽的绝对优势，国际航线布局完备，深耕优质市场；采取价格优先战略，收益品质领先；PB 估值在三大航中最低，具有修复空间。预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 97.8 亿、111.4 亿、126.3 亿元，EPS 分别为 0.67/0.77/0.87 元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

### 风险

- 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)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	104,826	108,929	113,964	121,462	133,531	144,230
增长率		3.9%	4.6%	6.6%	9.9%	8.0%
主营业务成本	-87,841	-83,695	-87,203	-96,797	-105,632	-113,862
%销售收入	83.8%	76.8%	76.5%	79.7%	79.1%	78.9%
毛利	16,984	25,234	26,761	24,665	27,899	30,367
%销售收入	16.2%	23.2%	23.5%	20.3%	20.9%	21.1%
营业税金及附加	-188	-274	-294	-304	-334	-361
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,434	-6,148	-5,595	-5,830	-6,409	-6,923
%销售收入	7.1%	5.6%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-3,218	-4,024	-4,032	-4,312	-4,740	-4,832
%销售收入	3.1%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	6,144	14,789	16,841	14,219	16,415	18,252
%销售收入	5.9%	13.6%	14.8%	11.7%	12.3%	12.7%
财务费用	-3,241	-7,949	-7,494	-2,047	-2,294	-2,016
%销售收入	3.1%	7.3%	6.6%	1.7%	1.7%	1.4%
资产减值损失	130	-182	-254	0	0	0
公允价值变动收益	7	6	0	0	0	0
投资收益	877	1,676	88	1,400	1,400	1,400
%税前利润	17.5%	18.5%	0.9%	9.7%	8.6%	7.6%
营业利润	3,917	8,340	9,181	13,572	15,521	17,636
营业利润率	3.7%	7.7%	8.1%	11.2%	11.6%	12.2%
营业外收支	1,101	703	1,039	800	800	800
税前利润	5,018	9,043	10,219	14,372	16,321	18,436
利润率	4.8%	8.3%	9.0%	11.8%	12.2%	12.8%
所得税	-768	-1,823	-2,456	-3,593	-4,080	-4,609
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	10,779	12,240	13,827
少数股东损益	468	446	950	1,000	1,100	1,200
归属于母公司的净利润	3,782	6,774	6,814	9,779	11,140	12,627
净利率	3.6%	6.2%	6.0%	8.1%	8.3%	8.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,250	7,220	7,764	10,779	12,240	13,827
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	1,091	301	23
营运资金变动	-416	4,654	1,518	-525	-1,266	1,601
经营活动现金净流	17,303	31,590	30,574	25,329	26,212	31,383
资本开支	-12,666	-7,264	-19,984	-20,519	-18,442	-18,464
投资	0	-277	26	-801	-800	-800
其他	701	961	750	1,400	1,400	1,400
投资活动现金净流	-11,965	-6,581	-19,208	-19,920	-17,842	-17,864
股权募资	0	0	0	11,218	0	0
债权募资	-3,636	-16,788	-725	-9,414	-4,271	-9,408
其他	-4,163	-3,881	-4,808	-4,535	-4,099	-4,111
筹资活动现金净流	-7,800	-20,669	-5,533	-2,731	-8,370	-13,519
现金净流量	-2,462	4,340	5,834	2,678	0	0

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,735	7,793	7,322	10,000	10,000	10,000
应收款项	5,830	5,545	5,210	5,725	6,293	6,798
存货	1,100	1,731	1,681	1,856	2,026	2,184
其他流动资产	3,825	4,459	5,109	5,163	5,269	5,368
流动资产	20,490	19,528	19,322	22,744	23,588	24,349
%总资产	9.8%	9.1%	8.6%	9.6%	9.8%	9.9%
长期投资	14,331	14,521	17,568	18,369	19,168	19,968
固定资产	166,056	170,015	178,231	184,379	188,582	191,795
%总资产	79.2%	79.6%	79.5%	78.2%	78.0%	77.8%
无形资产	5,280	5,955	6,024	7,209	7,313	7,432
非流动资产	189,153	194,176	204,806	212,957	218,063	222,195
%总资产	90.2%	90.9%	91.4%	90.4%	90.2%	90.1%
资产总计	209,643	213,704	224,128	235,701	241,651	246,544
短期借款	34,397	15,455	27,633	21,154	16,883	22,474
应付款项	17,301	22,482	20,437	23,658	25,826	27,815
其他流动负债	8,775	12,276	15,776	12,677	10,043	10,377
流动负债	60,472	50,213	63,846	57,489	52,753	60,667
长期贷款	31,829	30,794	12,835	12,835	12,835	12,836
其他长期负债	57,870	66,101	70,973	68,205	68,249	58,287
负债	150,171	147,108	147,655	138,530	133,837	126,790
普通股股东权益	54,340	59,820	68,876	88,574	98,117	108,856
少数股东权益	5,132	6,775	7,597	8,597	9,697	10,897
负债股东权益合计	209,643	213,704	224,128	235,701	241,651	246,544

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.289	0.518	0.521	0.673	0.767	0.869
每股净资产	4.153	4.572	5.264	6.098	6.755	7.494
每股经营现金净流	1.407	2.569	2.487	1.744	1.805	2.161
每股股利	0.052	0.107	0.108	0.100	0.110	0.130
回报率						
净资产收益率	6.96%	11.32%	9.89%	11.04%	11.35%	11.60%
总资产收益率	1.80%	3.17%	3.04%	4.15%	4.61%	5.12%
投入资本收益率	3.58%	8.82%	8.86%	6.72%	7.46%	8.17%
增长率						
主营业务收入增长率	7.37%	3.91%	4.62%	6.58%	9.94%	8.01%
EBIT 增长率	39.59%	140.70%	13.88%	-15.57%	15.44%	11.19%
净利润增长率	13.97%	79.09%	0.59%	43.51%	13.92%	13.35%
总资产增长率	2.08%	1.94%	4.88%	5.16%	2.52%	2.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.6	11.1	11.1	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	4.5	6.2	7.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	49.0	51.3	49.2	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	486.1	500.2	476.9	435.9	386.1	345.4
偿债能力						
净负债/股东权益	123.88%	85.06%	76.03%	50.41%	41.48%	29.48%
EBIT 利息保障倍数	1.9	1.9	2.2	6.9	7.2	9.1
资产负债率	71.63%	68.84%	65.88%	58.77%	55.38%	51.43%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**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	3	6	6	6
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.38	1.38	1.38

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	2016-03-31	增持	6.81	N/A
2	2016-06-22	买入	7.03	9.36~10.80
3	2016-08-31	买入	7.49	N/A
4	2016-10-28	买入	7.40	N/A
5	2017-03-31	买入	8.32	N/A
6	2017-04-27	买入	9.04	13.00~13.00
7	2017-07-14	买入	9.11	13.00~13.00

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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