

中国国航 (601111)

获益汇兑收益业绩仅微降，货运混改稳步推进

事件

中国国航披露中报，上半年实现营业收入 581.55 亿，同比增长 8.65%，归母净利润 33.26 亿，同比下降 3.79%，EPS0.25 元。

机队扩张趋缓，国内线及货运复苏拉动收入增长

上半年公司机队仅净增 5 架，受其影响 ASK 增速仅为 4.94%，而由于客座率同比提高 1.05 个百分点，且国内线收益品质显著提升拉动整体客公里收益提高 1.43 个百分点，同时货运板块明显复苏，收入大增 19.7%，拉动收入增速显著高于运力增速。

航油成本明显增长，主业盈利能力略降

上半年公司航油成本 136.3 亿，同比提升 40.1%，单位航油成本提高 33.5%；其他成本方面，由于起降费标准调整及业务量提高，起降停机费用提高约 8%，折旧同比降低 1.6%；薪酬成本由于雇员数量及工资水平双升，同比提高 11%；维修成本大增 23.7%，其他成本也均有一定程度增长，毛利率同比下降 5.27%，为 17.83%。

费用水平管控延续良好态势，汇兑损益同比优势巨大

公司费用水平同比表现稳定，销售费用率 5.28%，同比微降 0.05 个百分点，管理费用率 3.36%，同比下降 0.18 个百分点，而得益于上半年人民币对美元升值，公司汇兑收益达到 12.7 亿元，同比大增 29.68 亿，受其影响财务费用仅为 3.14 亿，财务费用率 0.54%，同比下降 5.61 个百分点。

国泰大幅亏损造成投资收益骤降，补贴收入下滑，业绩憾未转正

国泰航空上半年亏损 17.8 亿，公司作为股东方承担 5.14 亿元投资损失，且补贴收入 5.09 亿，相比去年同期下降 4.2%，受其影响，公司净利润率 6.72%，同比下降 0.25 个百分点，叠加少数股东权益增加，业绩憾未转正。

明确提出货运混改，具体方案或将落地

公司于中报中明确提出航空货运物流混合所有制改革稳步推进，由于其货运板块子公司国货航的部分股权由国泰航空持有，因此其改革方式可能与东航有所不同，具体方案或将于下半年推出，需保持密切关注。

投资建议

我们认为行业仍将处于高景气区间，公司构建高品质航线网络，主业盈利能力领先，货运混改颇具看点，且仍将受益于汇兑升值，预计 2017-2018 年收入增速为 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

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)	20.20	20.08	13.41	12.00	11.15
市净率(P/B)	2.29	1.99	1.53	1.41	1.29
市销率(P/S)	1.26	1.20	1.11	1.03	0.96
EV/EBITDA	5.77	5.10	6.07	5.36	4.78

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2017 年 08 月 31 日

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	9.42 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)	93,843.28
流通 A 股市值(百万元)	80,277.88
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	61.10
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:机队增量及天气导致运量增速放缓，业绩依旧向好》
2017-08-16
- 2 《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
- 3 《中国国航-公司点评:业务量增速回归，迎旺季收获》 2017-06-15

财务预测摘要

资产负债表(百万元)		2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(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		营业收入	108,929.11	113,963.99	123,201.58	133,014.21	142,690.99	
应收账款	5,544.30	5,209.55	6,371.40	5,777.23	7,255.21		营业成本	83,694.90	87,202.71	97,399.16	104,246.70	112,122.02	
预付账款	1,069.26	1,136.83	1,092.53	1,212.48	1,247.98		营业税金及附加	274.19	293.97	271.00	279.33	285.38	
存货	1,730.74	1,680.63	2,242.39	1,898.52	2,517.84		营业费用	6,147.91	5,594.96	5,846.19	6,299.95	6,784.08	
其他	3,390.27	3,973.02	3,887.02	4,217.52	4,496.47		管理费用	4,023.52	4,031.55	4,245.91	4,552.81	4,845.65	
流动资产合计	19,527.61	19,322.38	20,985.44	18,426.32	21,225.14		财务费用	7,948.53	7,493.77	2,209.27	3,771.22	3,653.73	
长期股权投资	12,451.02	15,168.76	15,721.83	16,103.41	16,591.01		资产减值损失	181.89	253.84	170.90	182.20	183.23	
固定资产	149,267.40	148,910.06	163,998.99	177,139.39	188,267.11		公允价值变动收益	5.63	(0.28)	0.23	(0.01)	(0.02)	
在建工程	20,747.82	29,320.91	29,666.37	29,204.86	30,586.49		投资净收益	1,675.99	87.85	(279.09)	139.55	167.45	
无形资产	4,169.34	4,252.31	4,331.07	4,419.93	4,528.26		其他	(3,363.24)	(175.14)	557.72	(279.07)	(334.87)	
其他	7,540.34	7,153.77	7,566.92	8,273.64	8,563.98		营业利润	8,339.80	9,180.77	12,780.28	13,821.53	14,984.33	
非流动资产合计	194,175.92	204,805.81	221,285.18	235,141.23	248,536.85		营业外收入	1,159.76	1,154.78	1,073.78	1,185.00	1,255.00	
资产总计	213,703.54	224,128.19	242,270.62	253,567.55	269,761.98		营业外支出	456.31	116.17	106.42	125.72	254.18	
短期借款	3,055.64	14,488.95	8,667.16	13,768.33	19,791.63		利润总额	9,043.25	10,219.38	13,747.64	14,880.81	15,985.15	
应付账款	22,322.16	20,256.35	27,469.23	24,248.26	31,725.38		所得税	1,823.10	2,455.84	3,287.33	3,392.82	3,596.66	
其他	24,835.55	29,101.13	29,008.71	27,979.21	27,317.33		净利润	7,220.15	7,763.54	10,460.30	11,487.98	12,388.49	
流动负债合计	50,213.35	63,846.43	65,145.11	65,995.80	78,834.35		少数股东损益	446.14	949.52	1,002.75	921.34	1,009.66	
长期借款	30,794.48	12,835.22	10,824.41	9,601.70	554.68		归属于母公司净利润	6,774.01	6,814.02	9,457.55	10,566.65	11,378.83	
应付债券	18,193.04	24,998.02	22,195.29	24,298.00	25,697.00		每股收益(元)	0.55	0.55	0.70	0.78	0.85	
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		主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
少数股东权益	6,774.74	7,597.14	8,599.90	9,521.24	10,530.90		成长能力						
股本	13,084.75	13,084.75	14,524.82	14,524.82	14,524.82		营业收入	3.91%	4.62%	8.11%	7.96%	7.27%	
资本公积	16,509.53	16,509.53	26,356.83	26,447.75	26,533.87		营业利润	112.90%	10.08%	39.21%	8.15%	8.41%	
留存收益	52,387.76	57,787.63	74,728.10	82,744.00	91,364.24		归属于母公司净利润	79.09%	0.59%	38.80%	11.73%	7.69%	
其他	(22,161.64)	(18,505.42)	(26,356.83)	(26,447.75)	(26,533.87)		获利能力						
股东权益合计	66,595.14	76,473.64	97,852.81	106,790.05	116,419.95		毛利率	23.17%	23.48%	20.94%	21.63%	21.42%	
负债和股东权益总	213,703.54	224,128.19	242,270.62	253,567.55	269,761.98		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%	
现金流量表(百万元)		2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7,220.15	7,763.54	9,457.55	10,566.65	11,378.83		资产负债率	68.84%	65.88%	59.61%	57.88%	56.84%	
折旧摊销	13,199.99	13,642.84	15,818.64	18,550.09	21,342.97		净负债率	84.66%	94.51%	71.25%	72.23%	65.68%	
财务费用	7,816.57	7,341.91	2,209.27	3,771.22	3,653.73		流动比率	0.39	0.30	0.32	0.28	0.27	
投资损失	(1,675.99)	(87.85)	279.09	(139.55)	(167.45)		速动比率	0.35	0.28	0.29	0.25	0.24	
营运资金变动	12,742.47	355.34	5,530.77	(2,839.78)	6,599.24		营运能力						
其它	(7,550.48)	1,708.59	1,002.98	921.33	1,009.64		应收账款周转率	19.15	21.20	21.28	21.90	21.90	
经营活动现金流	31,752.71	30,724.36	34,298.31	30,829.96	43,816.96		存货周转率	76.96	66.81	62.81	64.24	64.62	
资本支出	9,413.23	26,457.69	31,606.73	31,070.42	33,074.25		总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	
长期投资	(916.98)	2,717.74	553.07	381.58	487.60		每股指标(元)						
其他	(15,284.33)	(48,188.47)	(64,377.56)	(63,130.78)	(67,944.73)		每股收益	0.55	0.55	0.70	0.78	0.85	
投资活动现金流	(6,788.09)	(19,013.04)	(32,217.76)	(31,678.78)	(34,382.88)		每股经营现金流	2.19	2.12	2.36	2.12	3.02	
债权融资	64,442.78	65,466.35	55,369.87	59,971.03	57,068.31		每股净资产	4.12	4.74	6.14	6.70	7.29	
股权融资	(8,679.61)	(3,837.55)	11,073.98	(3,680.30)	(3,567.61)		估值比率						
其他	(82,325.02)	(73,768.31)	(68,454.65)	(57,513.44)	(62,547.71)		市盈率	20.20	20.08	13.41	12.00	11.15	
筹资活动现金流	(26,561.85)	(12,139.51)	(2,010.81)	(1,222.72)	(9,047.01)		市净率	2.29	1.99	1.53	1.41	1.29	
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		EV/EBITDA	5.77	5.10	6.07	5.36	4.78	
现金净增加额	(1,597.22)	(428.19)	69.74	(2,071.53)	387.07		EV/EBIT	10.39	9.23	12.47	11.02	10.26	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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