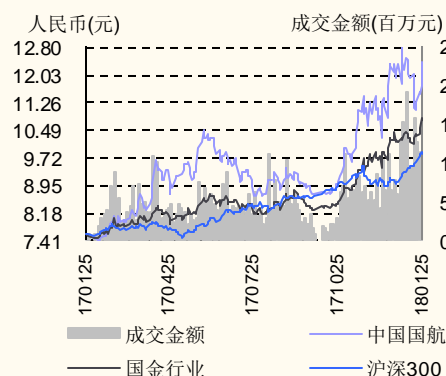


中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 12.39 元

航线优质, 票价上涨释放利润弹性**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)	179,962.46
年内股价最高最低(元)	12.83/7.41
沪深 300 指数	4365.08
上证指数	3548.31

**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	0.680	0.836	1.304
每股净资产(元)	4.57	5.26	6.10	6.83	8.00
每股经营性现金流(元)	2.57	2.49	1.75	1.95	2.64
市盈率(倍)	16.57	13.83	18.23	14.82	9.50
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%	44.94%	22.96%	55.96%
净资产收益率(%)	11.32%	9.89%	11.14%	12.24%	16.29%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	14,528.82	14,528.82	14,528.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月25日中国国航港股盘中涨至11.16港元,创H股股价历史新高,重申公司推荐逻辑。

经营分析

- **民航业: 一线机场时刻紧张, 票价上涨释放利润弹性:** 受益于航空出行平民化, 我国航空业需求日益旺盛, 2008年后复合增速维持14%左右。但在供给方面, 由于空域紧张外加机场保障设备资源发展不够同步, 一线机场运营效率有待提升。民航局为提高航空安全性及准点率, 对于一线机场时刻总量严格控制, 间接限制了主流航线运力供给增速, 2017/18冬春航季ASK计划增长仅不到4%。供需关系进一步改善, 并且主流航线票价市场化基本放开, 票价的提升将充分反应至航空公司业绩中。若中国国航客公里收益提升5%, 将增厚公司收入50亿左右, 预计对应2017年净利润弹性超过30%。
- **公司: 航线资源优质, 收益水平提升确定性高:** 国航国内优质航线资源丰富, 按照17/18冬春航季时刻计划表测算, 在北上广深起飞或降落航线占比自身的国内运力投入超过70%, 业内最高, 将充分享受到一线机场时刻紧张带来的供需改善, 票价上涨确定性最高。并且此类航线多为公商务旅客, 票价敏感性低, 提价对于客座率的负面影响较小。2017年已经开始出现供需缺口, 计算包含客座率影响的单位座公里收益指标(客运收入/ASK), 我们可以发现2017年上半年国航单位座公里收益同比上涨幅度最大, 达到3.0%, 说明国航的航线结构更加契合供需存在明显缺口的主流航线市场。

投资建议

- 我国民航业控制供给, 供需关系改善持续, 票价市场化进程超预期, 收益水平提高将为航司带来巨大业绩弹性。公司拥有在北京枢纽的绝对优势, 国际航线布局完备, 采取价格优先战略, 收益品质领先, 票价提升确定性高, 春运旺季有望超预期增长。票价上涨、盈利能力提升将带动公司估值中枢上移。预计公司EPS分别为0.68/0.84/1.30元, 对应PE分别为18/15/10倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 民航局控制供给新政执行不达预期、油价上涨超预期。

相关报告

- 1.《收益品质拉高营收, 汇兑改善增厚净利-中国国航公司点评》, 2017.10.30
- 2.《坚定票价优先策略, 扣非净利润小幅增长-中国国航公司点评》, 2017.8.31
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2017.3.24

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

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	121,646	139,256	159,567
增长率		3.9%	4.6%	6.7%	14.5%	14.6%
主营业务成本	-87,841	-83,695	-87,203	-96,841	-109,102	-119,055
%销售收入	83.8%	76.8%	76.5%	79.6%	78.3%	74.6%
毛利	16,984	25,234	26,761	24,804	30,154	40,512
%销售收入	16.2%	23.2%	23.5%	20.4%	21.7%	25.4%
营业税金及附加	-188	-274	-294	-304	-348	-399
%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	-5,839	-6,684	-7,659
%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	-4,318	-4,944	-5,346
%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	14,343	18,178	27,109
%销售收入	5.9%	13.6%	14.8%	11.8%	13.1%	17.0%
财务费用	-3,241	-7,949	-7,494	-741	-1,420	-1,156
%销售收入	3.1%	7.3%	6.6%	0.6%	1.0%	0.7%
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	100	100	100
%税前利润	17.5%	18.5%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%
营业利润	3,917	8,340	9,181	13,701	16,858	26,052
营业利润率	3.7%	7.7%	8.1%	11.3%	12.1%	16.3%
营业外收支	1,101	703	1,039	800	800	800
税前利润	5,018	9,043	10,219	14,501	17,658	26,852
利润率	4.8%	8.3%	9.0%	11.9%	12.7%	16.8%
所得税	-768	-1,823	-2,456	-3,625	-4,415	-6,713
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	10,876	13,244	20,139
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	9,876	12,144	18,939
净利率	3.6%	6.2%	6.0%	8.1%	8.7%	11.9%

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	10,876	13,244	20,139
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	1,064	705	470
营运资金变动	-416	4,654	1,518	-519	-613	1,776
经营活动现金净流	17,303	31,590	30,574	25,405	28,272	38,318
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	100	100	100
投资活动现金净流	-11,965	-6,581	-19,208	-21,220	-19,142	-19,164
股权募资	0	0	0	11,218	0	0
债权募资	-3,636	-16,788	-725	-11,517	-4,051	-14,999
其他	-4,163	-3,881	-4,808	-3,209	-3,203	-3,258
筹资活动现金净流	-7,800	-20,669	-5,533	-3,508	-7,254	-18,257
现金净流量	-2,462	4,340	5,834	678	1,876	897

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	8,000	9,876	10,772
应收款项	5,830	5,545	5,210	5,733	6,563	7,521
存货	1,100	1,731	1,681	1,857	2,092	2,283
其他流动资产	3,825	4,459	5,109	5,163	5,310	5,430
流动资产	20,490	19,528	19,322	20,754	23,842	26,006
%总资产	9.8%	9.1%	8.6%	8.9%	9.9%	10.5%
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%	78.9%	78.0%	77.3%
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%	91.1%	90.1%	89.5%
资产总计	209,643	213,704	224,128	233,711	241,905	248,201
短期借款	34,397	15,455	27,633	19,051	15,000	10,000
应付款项	17,301	22,482	20,437	23,670	26,687	29,166
其他流动负债	8,775	12,276	15,776	12,681	10,199	10,691
流动负债	60,472	50,213	63,846	55,402	51,886	49,857
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	68,206	68,269	58,342
负债	150,171	147,108	147,655	136,443	132,991	121,036
普通股股东权益	54,340	59,820	68,876	88,671	99,217	116,268
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	233,711	241,905	248,201

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.289	0.518	0.521	0.680	0.836	1.304
每股净资产	4.153	4.572	5.264	6.105	6.831	8.005
每股经营现金净流	1.407	2.569	2.487	1.749	1.946	2.638
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%	11.14%	12.24%	16.29%
总资产收益率	1.80%	3.17%	3.04%	4.23%	5.02%	7.63%
投入资本收益率	3.58%	8.82%	8.86%	6.87%	8.30%	12.14%
增长率						
主营业务收入增长率	7.37%	3.91%	4.62%	6.74%	14.48%	14.59%
EBIT 增长率	39.59%	140.70%	13.88%	-14.83%	26.74%	49.13%
净利润增长率	13.97%	79.09%	0.59%	44.94%	22.96%	55.96%
总资产增长率	2.08%	1.94%	4.88%	4.28%	3.51%	2.60%
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	435.2	370.3	312.2
偿债能力						
净负债/股东权益	123.88%	85.06%	76.03%	50.26%	39.44%	21.28%
EBIT 利息保障倍数	1.9	1.9	2.2	19.3	12.8	23.4
资产负债率	71.63%	68.84%	65.88%	58.38%	54.98%	48.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	3	12	16	31	42
	0	5	9	13	24
	0	2	3	4	7
	0	0	0	0	0
	1.00	1.47	1.54	1.44	1.52

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	2016-06-22	买入	7.03	9.36~10.80
2	2016-08-31	买入	7.49	N/A
3	2016-10-28	买入	7.40	N/A
4	2017-03-31	买入	8.32	N/A
5	2017-04-27	买入	9.04	13.00~13.00
6	2017-07-14	买入	9.11	13.00~13.00
7	2017-08-31	买入	9.42	N/A
8	2017-10-30	买入	9.21	N/A

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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH