

# 航空、机场

## 2017年投资策略：航空静待基本面恢复，机场精选个股

### 观点聚焦

#### 投资建议

**航空：**明年汇率贡献同比正面影响（贬值幅度同比减少），但油价负面影响将加大，航空板块投资应回归关注基本面回暖时点。**推荐在一季报业绩风险释放后关注受油价、汇率影响较小的春秋航空和吉祥航空。机场：**精选个股，推荐上海机场和厦门空港。

#### 理由

**航空：明年三大航业绩预计下滑~10%。**1) 2016年国际线竞争激烈导致票价下滑，扣除汇率影响三大航盈利预计下滑8%。2) 2017年假设油价均价同比上升（52美元/桶 VS 46美元/桶），人民币贬值2.8%，客座率持平、票价小幅微跌，盈利预计下滑10%。目前中金三大航A股2017年盈利预测低于市场30%，H股低于市场11%。3) 三大航A股的平均估值为15.4x 2016年动态P/E，基本持平自2010年以来的平均水平；而三大航H股的平均估值仅为0.8x 2016年动态P/B，低于1.1倍历史平均水平。**预计三大航4Q16和1Q17盈利增速分别下滑约30%和50%。**春秋航空预计4Q16和1Q17盈利增速分别为77%和-27%；吉祥航空预计盈利增速分别为6%和-10%，建议在一季报风险释放后再关注。

**航空信息技术：**虽然需求增幅放缓，但机票预订系统运营商中航信市场份额稳定、经营杠杆高，依然受益行业增长。**推荐中航信。**

**通用航空：**原油价格上涨幅度有限，虽低空放开可形成短期催化，但估值反映基本面，建议关注有望受益油价上涨的中信海直。

**机场：**偏好产能利用率低、国际线占比高、分红高的机场，**推荐上海机场和厦门空港；**关注估值偏高但基本面优良的深圳机场。

#### 盈利预测与估值

考虑油价、汇率假设调整等因素，将三大航2017盈利预测平均下调21%。将三大航-A/-H均下调至“中性”评级。将中国国航-A/-H目标价分别下调3.3%/4.8%至人民币8.7元/港币6.0元；将东方航空-A/H目标价分别下调2.6%/4.4%至人民币7.5元/港币4.3元；将南方航空-A/-H目标价分别下调3.5%/5.7%至人民币8.3元/港币5.0元。将春秋航空目标价下调7.5%至49元，维持推荐评级不变。维持吉祥航空推荐评级不变，基于盈利调整，下调目标价6.3%至30元。（详见正文）

维持机场板块盈利预测不变，将上海机场目标价下调8.3%至33元，移出确信买入。维持机场板块其他公司评级和目标价不变。

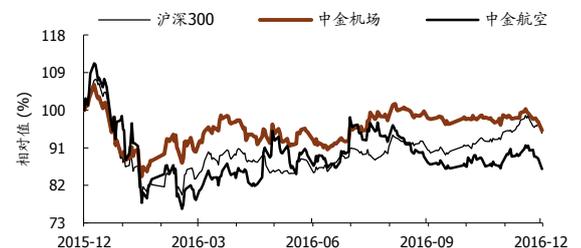
#### 风险

经济增速不如预期，油价大幅上升，人民币大幅贬值。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
上海机场-A	* 推荐	33.00	18.7	15.6
春秋航空-A	推荐	49.00	22.2	20.6
厦门空港-A	推荐	27.00	16.6	15.6
中国民航信息网络-H	推荐	20.00	17.9	16.9
吉祥航空-A	推荐	30.00	22.8	20.4
北京首都机场-H	中性	8.50	15.6	13.9
深圳机场-A	中性	9.50	27.3	20.1
白云机场-A	中性	15.00	11.4	12.5
中信海直-A	中性	12.00	60.7	47.5
南方航空-A	↓ 中性	8.30	12.9	15.2
东方航空-A	↓ 中性	7.50	16.5	17.6
中国国航-A	↓ 中性	8.70	11.9	12.3
中国南方航空-H	↓ 中性	5.00	6.7	8.3
中国东方航空-H	↓ 中性	4.30	7.6	8.3
中国国航-H	↓ 中性	6.00	7.2	7.7

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 厦门空港-A | 国际线继续维持高增长，10月生产数据表现亮眼 (2016.11.20)
- 上海机场-A | 生产量增速基本符合预期，国内、国际线表现分化 (2016.11.17)
- 春秋航空-A | 运力调整积极应对外部风险 (2016.11.13)
- 深圳机场-A | 旅客量同比增速小幅放缓，老旧系统处置提升资源利用效率 (2016.11.10)
- 吉祥航空-A | 主动调整运力投放提升客座率 (2016.11.08)
- 白云机场-A | 非航业务表现亮眼，继续关注可转债转股 (2016.10.31)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

杨鑫, CFA

赵欣悦

分析员

联系人

xin.yang@cicc.com.cn

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SAC 执业编号: S0080116080019

SFC CE Ref: APY553



## 目录

<b>航空：三大航：静待基本面恢复</b> .....	<b>4</b>
2016 回顾：汇率油价贡献同比正面影响，但基本面低于预期 .....	4
2017 年展望：外部因素不确定性犹存，静待基本面恢复抵消油价上涨影响 .....	9
2017 投资建议：等待业绩企稳 .....	11
<b>航空：民营航空：外部因素影响小，内生增长快</b> .....	<b>15</b>
春秋航空：低点将过，未来向好，一季报业绩风险释放后或有回暖机会 .....	15
吉祥航空：精准定位，深耕上海 .....	16
<b>航空信息技术：国内 GDS 垄断地位稳固，转型综合 IT 供应商带来新机遇，推荐中航信</b> .....	<b>19</b>
<b>通航：政策释放需求，直升机先行受益</b> .....	<b>21</b>
<b>机场：生命周期决定业绩表现，精选个股</b> .....	<b>23</b>
2016 回顾：生产量增速略有放缓 .....	23
2017 展望：行业稳步增长，仍需精选个股 .....	26

## 图表

图表 1：三大航 A 股均跑输沪深 300 指数 .....	4
图表 2：三大航 H 股均跑输恒生国企指数 .....	4
图表 3：2016 年行业需求、供给、客座率变化 .....	5
图表 4：2016 年 1~10 月三大航生产数据 .....	5
图表 5：2016 年需求增幅 VS 票价指数增幅 .....	6
图表 6：1~3Q16 单季度净利润（扣除 VS 未扣除汇兑影响） .....	6
图表 7：布伦特原油价格走势 .....	6
图表 8：美元兑人民币汇率走势 .....	6
图表 9：1~3Q16 三大航业绩分拆 .....	7
图表 10：4Q16 净利润预测（未扣除 VS 扣除汇兑影响） .....	7
图表 11：2016 年度三大航业绩分拆 .....	7
图表 12：三大航-A 股估值处于历史水平，三大航-H 股仍处于相对低位 .....	8
图表 13：三大航估值已与国外同行相当 .....	8
图表 14：行业飞机净增数 .....	9
图表 15：行业飞机日利用率 .....	9
图表 16：2017 年供需关系预测 .....	9
图表 17：三大航敏感性分析 .....	10
图表 18：三大航 1Q17 业绩分拆 .....	10
图表 19：三大航 17FY 业绩分拆 .....	11
图表 20：三大航-A 股 2017 年盈利预测（中金预测 VS 万得一致预期） .....	11
图表 21：三大航-H 股 2017 年盈利预测（中金预测 VS 彭博预测） .....	11
图表 22：中国国航盈利预测调整 .....	12
图表 23：中国国航历史 P/E 和 P/B .....	12
图表 24：东方航空盈利预测调整 .....	13
图表 25：东方航空历史 P/E 和 P/B .....	13
图表 26：南方航空盈利预测调整 .....	14
图表 27：南方航空历史 P/E 和 P/B .....	14
图表 28：春秋航空 2017 年业绩分拆 .....	15
图表 29：春秋航空盈利预测调整 .....	16



图表 30: 吉祥航空 2017 年业绩分拆.....	17
图表 31: 吉祥航空盈利预测调整 .....	17
图表 32: 春秋、吉祥生产数据 .....	18
图表 33: 航空可比公司估值 .....	18
图表 34: 中航信盈利预测调整 .....	19
图表 35: GDS 可比公司估值 .....	20
图表 36: 通航可比公司估值 .....	22
图表 37: 2016 年 1~10 月机场营运数据.....	23
图表 38: 年初至今机场股价表现 .....	24
图表 39: 1~3Q16 机场板块业绩情况 .....	24
图表 40: 各机场国内、国际线占比（座位数口径） .....	25
图表 41: A 股机场估值较国际同行低.....	25
图表 42: 内航内线提价敏感性测算.....	26
图表 43: 机场产能利用率（2015 年年度数据） .....	27
图表 44: 机场可比公司估值 .....	28
图表 45: 中国国航生产数据 .....	31
图表 46: 中国国航盈利预测调整 .....	31
图表 47: 中国国航历史 P/E 和 P/B .....	32
图表 48: 航空可比公司估值 .....	32
图表 49: 东方航空生产数据 .....	35
图表 50: 东方航空盈利预测调整 .....	35
图表 51: 东方航空历史 P/E 和 P/B .....	36
图表 52: 航空可比公司估值 .....	36
图表 53: 南方航空生产数据 .....	39
图表 54: 南方航空盈利预测调整 .....	39
图表 55: 南方航空历史 P/E 和 P/B .....	40
图表 56: 航空可比公司估值 .....	40
图表 57: 春秋航空生产数据 .....	43
图表 58: 春秋航空盈利预测调整 .....	43
图表 59: 春秋航空历史 P/E 和 P/B .....	44
图表 60: 航空可比公司估值 .....	44
图表 61: 吉祥航空生产数据 .....	47
图表 62: 吉祥航空盈利预测调整 .....	47
图表 63: 吉祥航空历史 P/E 和 P/B .....	48
图表 64: 航空可比公司估值 .....	48



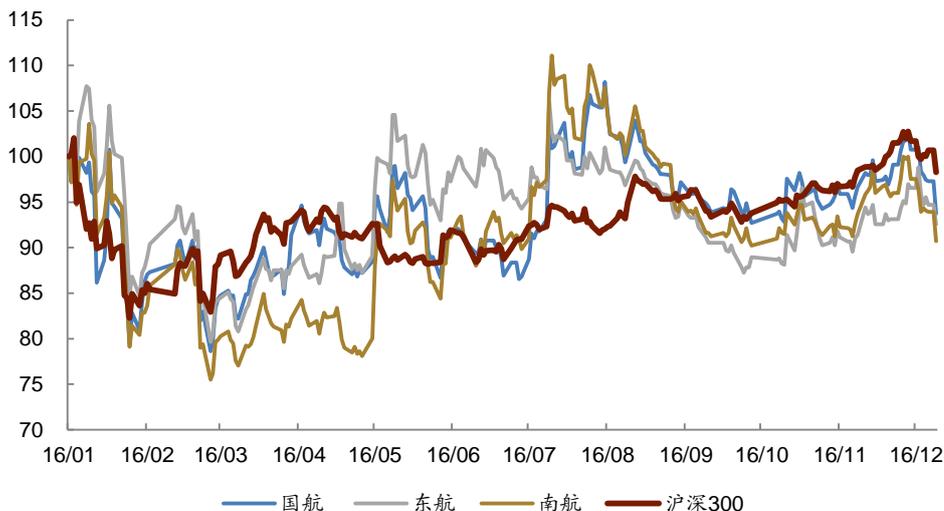
## 航空：三大航：静待基本面恢复

**2016 回顾：汇率油价贡献同比正面影响，但基本面低于预期**

股价：年初至今，三大航 A/H 股表现弱于大盘

年初至今，三大航 A 股均小幅跑输沪深 300 指数：中国国航-A 跑输 4.5 个百分点，东方航空-A 跑输 5.7 个百分点，南方航空-A 跑输 7.6 个百分点。

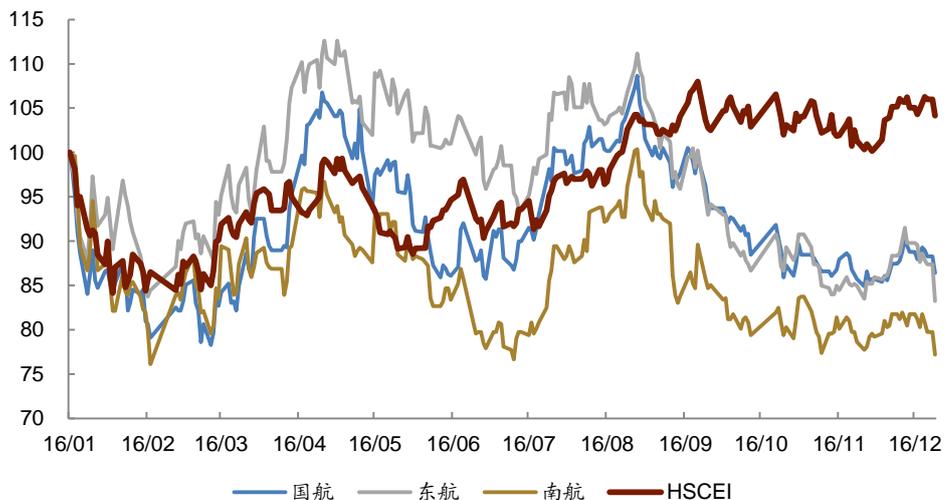
图表 1：三大航 A 股均跑输沪深 300 指数



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

年初至今，三大航 H 股均大幅跑输恒生国企指数：中国国航-H 跑输 17.8 个百分点，东方航空-H 跑输 20.9 个百分点，南方航空-H 跑输 27.0 个百分点。尤其在中报和三季度后，低于预期的业绩导致板块大幅跑输大盘。

图表 2：三大航 H 股均跑输恒生国企指数



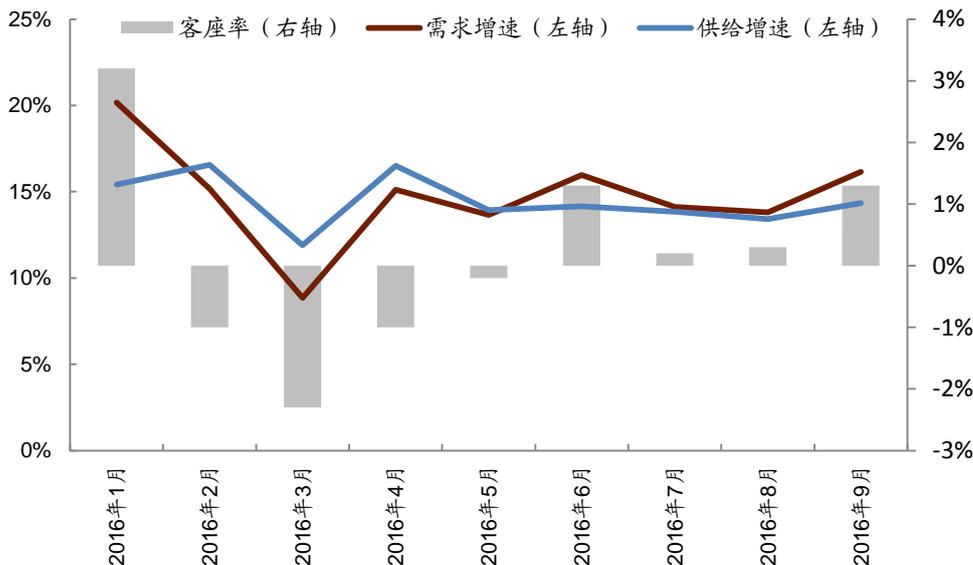
资料来源：万得资讯，中金公司研究部



运营：竞争恶化，以价换量，票价下降维持需求增速

竞争恶化，行业供给高增长。行业1~9月累计ASK同比增长14.4%，高于去年同期增速0.2个百分点，为近五年来最高增速；累计RPK同比增长14.7%，考虑去年同期基数，今年仅低于去年同期增速0.7个百分点，需求增长也较快。最终客座率同比提升0.2个百分点至83.0%。此外，三大航公布1~10月数据，由于去年基数较高，累计RPK同比增长10.2%，低于去年同期增速3.5个百分点；累计ASK同比增长9.9%，低于去年同期增速2.6个百分点，供给增速放缓较小，客座率同比提升0.2个百分点至81.1%，其中国际线客座率同比下滑0.2个百分点，国内线客座率同比上升0.4个百分点，地区线客座率同比上升2.1个百分点。

图表3：2016年行业需求、供给、客座率变化



资料来源：中国民航局、中金公司研究部

图表4：2016年1~10月三大航生产数据

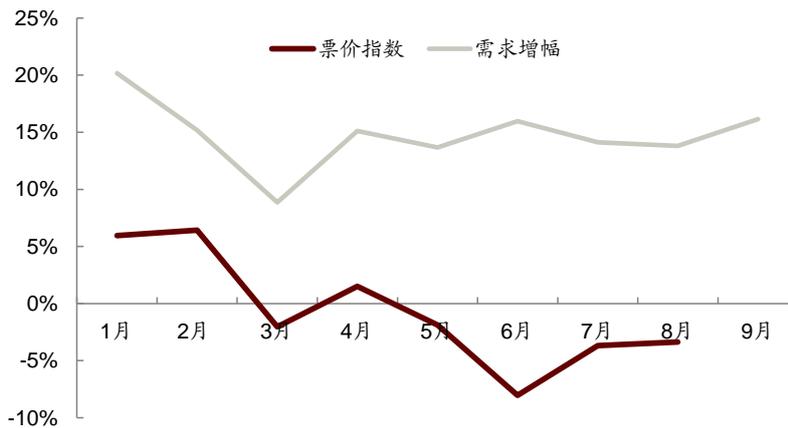
(百万)	国航			南航			东航			三大航合计		
	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)
<b>客运</b>												
可用座位公里	194,509	178,448	9.00	212,837	196,944	8.07	171,579	151,228	13.46	578,924	526,760	9.90
收入客公里	157,472	143,678	9.60	171,746	159,512	7.67	140,075	122,641	14.22	469,293	425,771	10.22
客座率 (%)	81.0	80.5	0.4ppt	80.7	81.0	-0.3ppt	81.6	81.1	0.5ppt	81.1	80.8	0.2ppt
<b>国内</b>												
可用座位公里	116,262	111,256	4.50	149,502	145,077	3.05	107,762	101,159	6.53	373,526	357,492	4.49
收入客公里	96,611	91,488	5.60	120,966	117,706	2.77	88,952	82,716	7.54	306,529	291,909	5.01
客座率 (%)	83.1	82.2	0.9ppt	80.9	81.1	-0.2ppt	82.5	81.8	0.8ppt	82.1	81.7	0.4ppt
<b>国际</b>												
可用座位公里	70,391	59,202	18.90	59,719	47,860	24.78	59,151	45,474	30.08	189,262	152,535	24.08
收入客公里	54,997	46,372	18.60	48,120	38,838	23.90	47,516	36,427	30.44	150,633	121,636	23.84
客座率 (%)	78.1	78.3	-0.2ppt	80.6	81.1	-0.6ppt	80.3	80.1	0.2ppt	79.6	79.7	-0.2ppt
<b>地区</b>												
可用座位公里	7,855	8,140	-3.50	3,616	3,997	-9.54	4,666	4,595	1.53	16,137	16,733	-3.56
收入客公里	5,864	5,754	1.90	2,660	2,972	-10.51	3,607	3,498	3.10	12,130	12,225	-0.78
客座率 (%)	74.6	70.7	4.0ppt	73.6	74.4	-0.8ppt	77.3	76.1	1.2ppt	75.2	73.1	2.1ppt
<b>货运</b>												
货运载运吨公里	5,702	5,400	5.60	4,976	4,556	9.23	3,977	3,995	-0.45	14,655	13,950	5.05

资料来源：公司数据、中金公司研究部

航企弃价保量，票价下滑。1~8月行业平均票价指数同比下跌1%左右，年初至今，行业票价指数同比呈下跌态势；1~6月三大航平均含油票价同比下降~6%，国航、东航平均裸票价格同比下降超过7%，显示航空公司今年多采用弃价保量策略。考虑四季度1)航空淡季；2)航权分配告一段落，我们预计行业供给同比增速有望放缓，票价同比跌幅将较上半年收窄。



图表5：2016年需求增幅VS 票价指数增幅



资料来源：中国民航局、中金公司研究部

业绩：三季度主业利润增速下滑明显

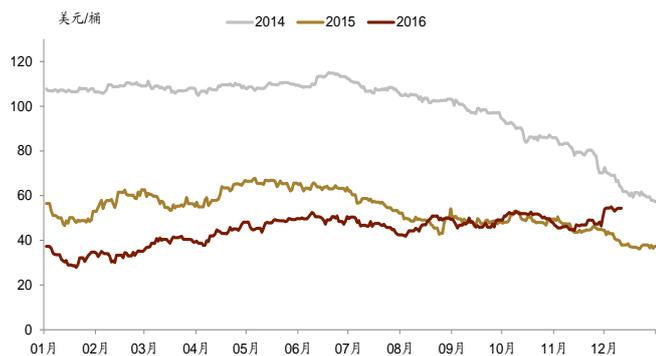
前三季度，三大航供需平均同比增速均在10%左右，客座率同比上涨0.1个百分点，三大航净利润平均同比增长约26%，油价、汇兑均贡献利好。扣除汇兑影响，前三季度三大航平均净利润增长仅约2%。票价下跌的负面影响基本抵消油价、汇率带来的利好。三季度，油价利好幅度环比收窄，导致三大航主业平均同比下滑8.4%。

图表6：1~3Q16 单季度净利润 (扣除 VS 未扣除汇兑影响)

单位 (百万元)	未扣除汇兑影响						扣除汇兑影响					
	2016Q1	同比增速	2016Q2	同比增速	2016Q3	同比增速	2016Q1	同比增速	2016Q2	同比增速	2016Q3	同比增速
中国国航	2,435	44.8%	1,022	-54.9%	3,769	61.7%	2,171	6%	2,614	46%	4,101	-18%
东方航空	2,602	66.4%	631	-68.5%	3,461	95.5%	2,356	35%	1,516	-14%	3,749	-13%
南方航空	2,683	41.0%	428	-72.9%	3,309	179.5%	2,442	3%	1,405	36%	3,557	5%
<b>三大航平均</b>		<b>50.7%</b>		<b>-65.4%</b>		<b>112.2%</b>		<b>14.8%</b>		<b>22.4%</b>		<b>-8.4%</b>

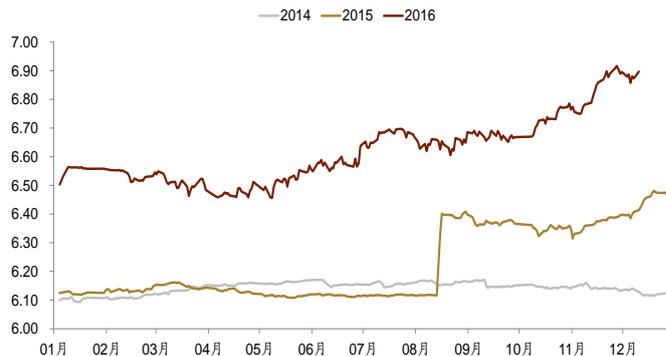
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表7：布伦特原油价格走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

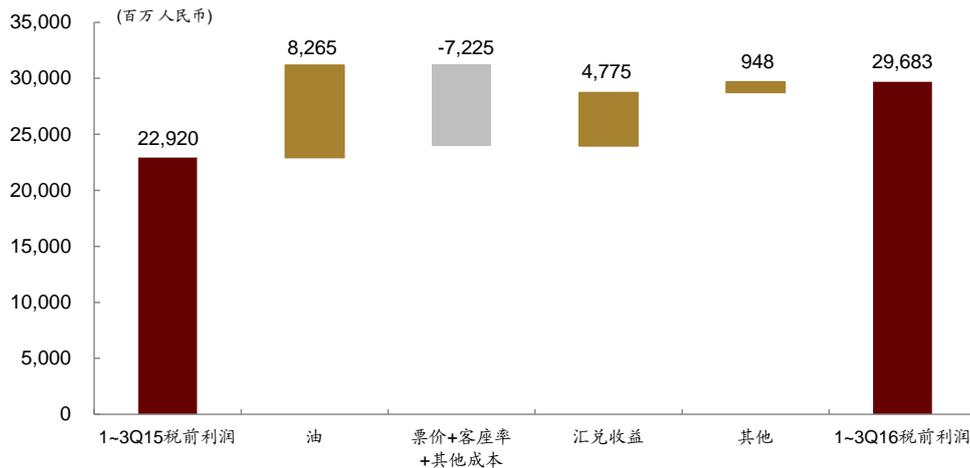
图表8：美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得资讯、中金公司研究部



图表9：1~3Q16 三大航业绩拆分



资料来源：公司数据、中金公司研究部

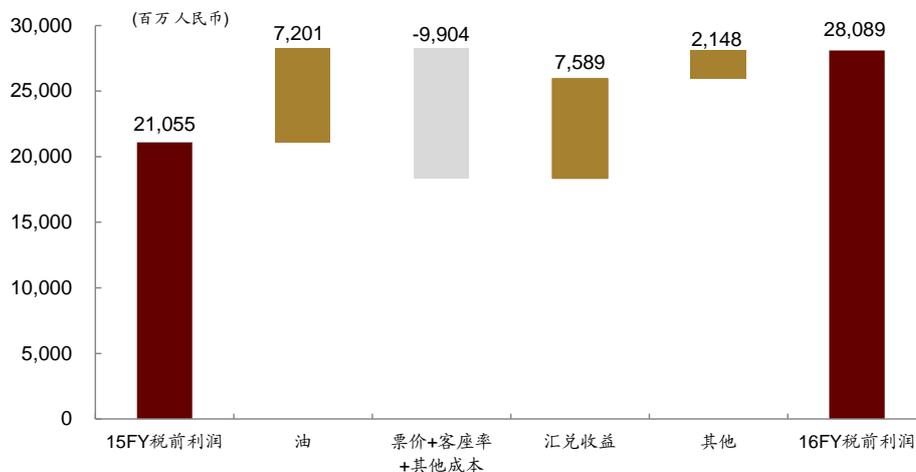
汇率或为四季度业绩最大风险因素。考虑：1) 根据中金宏观组预测，年底人民币兑美元汇率为 6.78，即四季度贬值 1.5%，贬值幅度小于去年四季度 (2.0%)；2) 四季度至今，油价均价约为 49 美元，高于去年四季度 44 美元左右的均价。四季度票价同比跌幅有望继续收窄，客座率同比上升，我们预计四季度三大航净利润平均同比下滑~30%，全年净利润同比增长约 25%。扣除汇兑影响，四季度三大航净利润同比下滑将超过 100%，2016 年全年净利润同比下滑 8%。

图表10：4Q16 净利润预测 (未扣除 VS 扣除汇兑影响)

单位 (百万元)	未扣除汇兑影响		扣除汇兑影响	
	2016Q4	同比增速	2016Q4	同比增速
中国国航	343	-30%	988	-41%
东方航空	-1,035	-30%	-420	-207%
南方航空	-1,078	-29%	-670	-251%
三大航平均		-30%		-167%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表11：2016 年度三大航业绩拆分



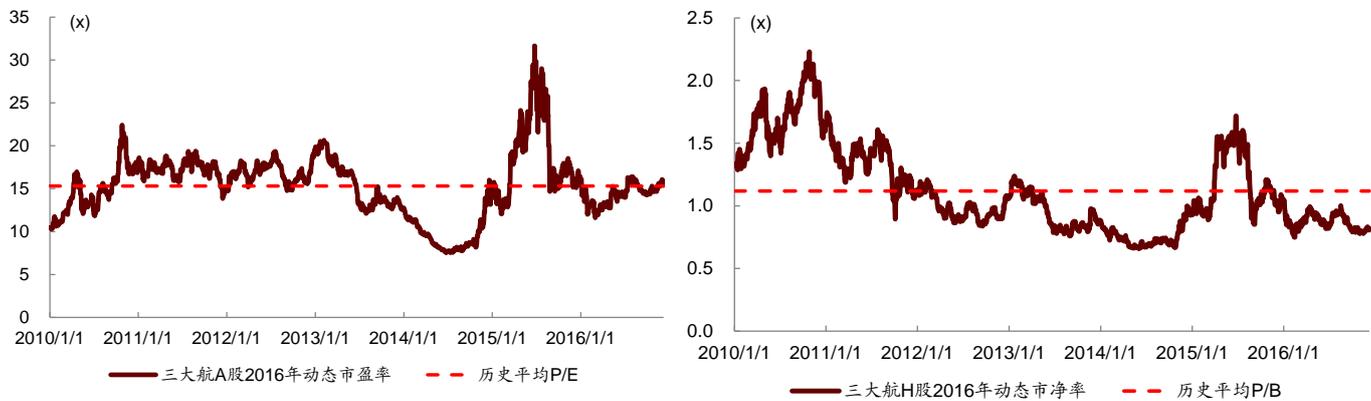
资料来源：公司数据、中金公司研究部



估值：A/H股略有分化，三大航H股仍处于相对较低水平

三大航A股估值处于历史平均水平，而H股仍处于相对较低水平。当前，三大航A股的平均估值为15.4x 2016年动态P/E，基本持平自2010年以来的平均水平；而三大航H股的平均估值仅为0.8x 2016年动态P/B，低于自2010年起1.1倍的平均市净率水平。

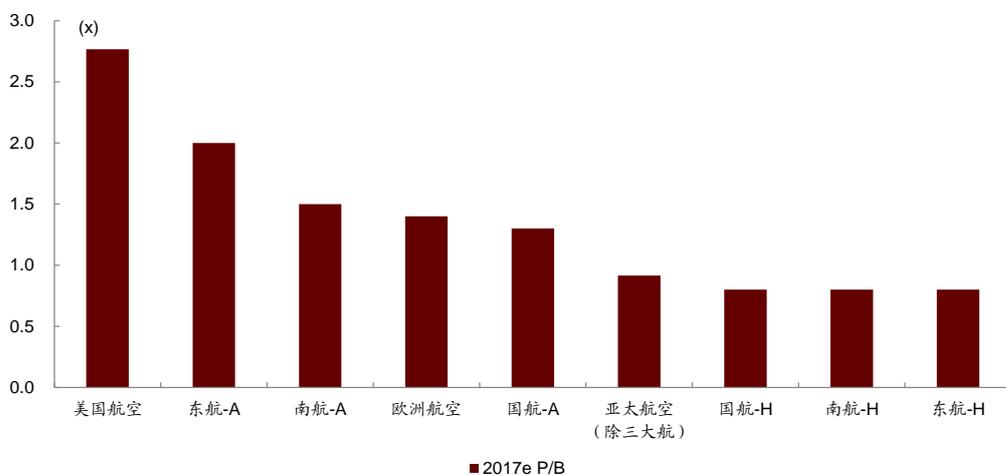
图表 12：三大航-A股估值处于历史水平，三大航-H股仍处于相对低位



资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

三大航估值已与国外同行相当。我们将三大航A/H股与美国、欧洲以及亚太其他主要航空公司进行比较，当前三大航-A股股价对应的2017年P/B已与国外同行相当，三大航-H股股价对应的2017年P/B略低于国外同行。

图表 13：三大航估值已与国外同行相当



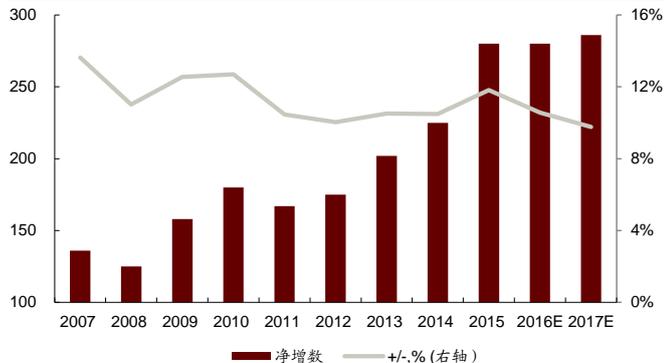
资料来源：公司数据、万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



**2017 年展望：外部因素不确定性犹存，静待基本面恢复抵消油价上涨影响**

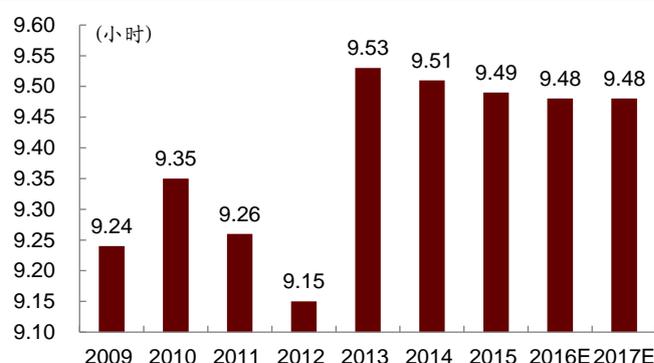
我们预计三大航飞机引进较 2016 年有所回升，预计 2017 年三大航净增加飞机 167 架。预计其余航空公司飞机引进速度基本持平 2016 年，行业机队数预计增加 9.8%，综合考虑宽体机占比增加、日利用率持平等因素，我们预计 2017 年 ASK 的增幅约为 11.8%。

图表 14：行业飞机净增数



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15：行业飞机日利用率

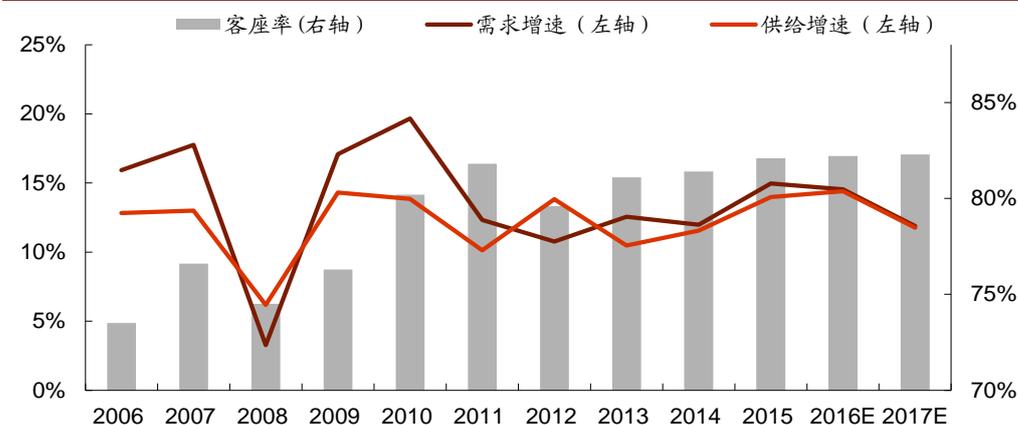


资料来源：中国民航局，中金公司研究部

**需求：经济增长趋弱，国际局势不确定性高，需求放缓至 11.9%**

我们认为航空需求主要分为自费客和公费客，前者受可支配收入增长驱动，后者受经济增长驱动，均与一国整体经济增长相关。因此，我们采用需求增幅与 GDP 增幅的弹性系数来预测未来需求。根据中金宏观组对明年 GDP 增速 6.6% 的预测，我们采用过去五年的平均弹性系数 1.80，预计 2017 年 RPK 增幅为 11.9%。考虑 ASK 增幅为 11.8%，2017 年行业客座率基本持平。

图表 16：2017 年供需关系预测



资料来源：中国民航局，中金公司研究部

**业绩：油价、汇率不确定性犹存，未来聚焦基本面恢复时间点**

2017 年的关注焦点：

- ▶ **油价上行风险。** OPEC 减产协议达成，我们预计 2017 年油价均价约为 52 美元，较我们预计的 2016 年 46 美元的均价上升 6 美元。如果油价均价高于我们的预测，依照当前三大航的油价敏感性，每上升 1 美元/桶，三大航平均将损失净利润约 1.5~2 亿元（占 2017 年业绩比例约为 3%）。



- ▶ **人民币贬值风险。**根据中金宏观组的预测，2017年底人民币兑美元汇率为6.98。2017年贬值幅度小于2016年1.7个百分点，且由于降低美元负债，敏感性降低，因此2017年三大航每家平均少亏损12亿元净利润。如果明年人民币继续大幅贬值，依照当前的敏感性，每贬值1%，三大航平均将损失净利润约3~4亿元（占2017年业绩比例为6-8%）。
- ▶ **票价跌幅收窄。**国内线：综合考虑票价市场化改革推进以及国内线运力增速上升，预计2017年票价同比持平；国际线：今年票价下跌的一个主要因素为国际线供给增速较高，竞争激烈导致票价水平下跌。随着航权分配告一段落，国际线供给增幅放缓，票价跌幅有望收窄。
- ▶ **高铁提速冲击。**据网易新闻报道<sup>1</sup>高铁提速至350公里/时的提案曾一度备受瞩目。我们预计，如果高铁未来提速，将对高铁沿线的航线将会产生一次性的冲击。

**1Q2017 三大航盈利预计同比下滑超过 50%。**考虑 1) 油价均价同比大幅提升，预计 1Q2017 油价均价在 55 美元/桶，而今年一季度均价仅约 35 美元/桶；2) 按照中金宏观组对于今年年底以及明年年底的汇率预测，明年人民币贬值仍将约有 2.8% 的空间。假设一季度贬值 0.7%，而 2016 年一季度人民币兑美元升值 0.5%。客座率持平，票价微跌，1Q2017 三大航净利润同比增速预计下滑超过 50%。

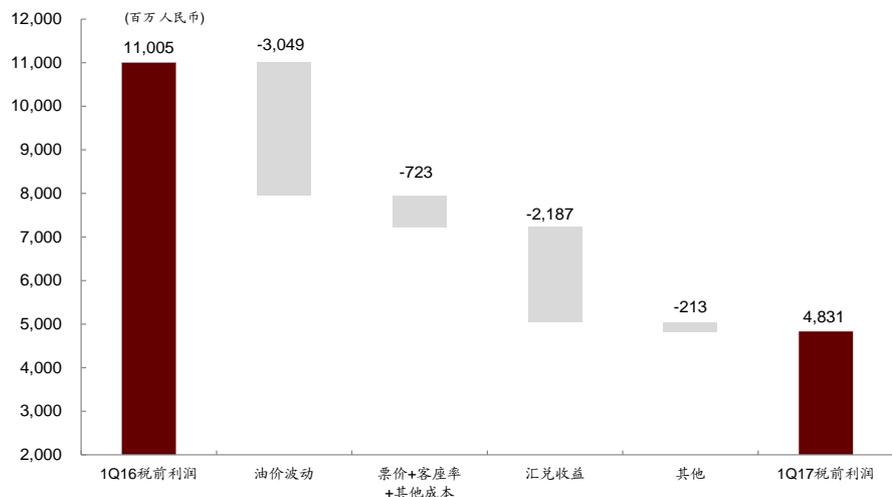
**2017 年全年三大航盈利预计小幅下滑约 10%。**考虑 1) 油价均价同比上升（52 美元/桶 VS 46 美元/桶）；2) 2016、2017 年底人民币兑美元分别为 6.78、6.98，对应约 2.8% 的贬值空间；客座率持平、票价小幅微跌，预计全年三大航盈利小幅下滑 10%。

图表 17：三大航敏感性分析

人民币百万 2017e净利润	中国国航 7,317		东方航空 5,310		南方航空 4,552	
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
油价下跌1美元/桶	210	2.87%	177	3.33%	140	3.08%
人民币升值1%	430	5.88%	411	7.74%	300	6.59%
客座率增加1个百分点	791	10.81%	558	10.51%	749	16.45%
票价上升1%	736	10.06%	507	9.55%	859	18.87%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 18：三大航 1Q17 业绩分析

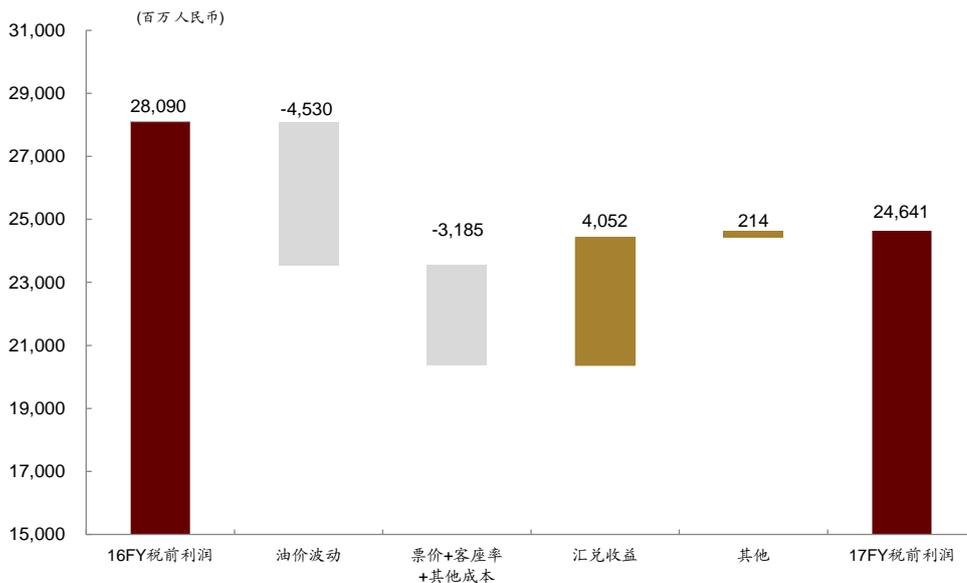


资料来源：公司数据、中金公司研究部

<sup>1</sup> 链接：<http://news.163.com/16/0607/07/BOULDRRT00014Q4P.html>



图表 19：三大航 17FY 业绩分拆

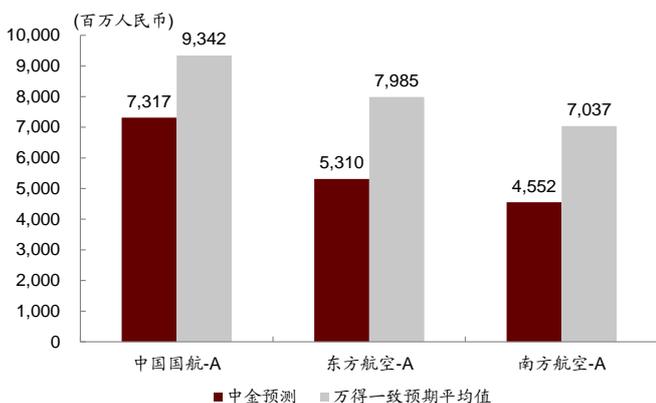


资料来源：公司数据，中金公司研究部

2017 投资建议：等待业绩企稳

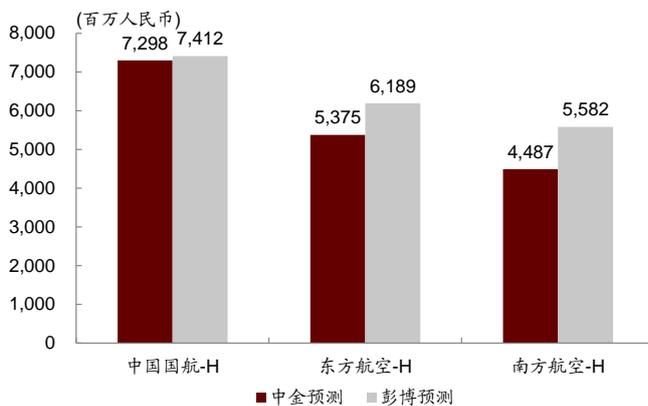
外部因素不确定性犹存，回归关注主业增长。1) 根据中金宏观组和大宗组的预测，人民币兑美元贬值幅度有望收窄但仍有贬值空间，油价均价趋势向上；2) 行业整体供给增速放缓，需求随整体经济环境增长，票价有望跌幅收窄。外部因素均偏负面，需关注票价、客座率等航空主业增长相关指标，等待外部因素影响趋弱，业绩企稳。

图表 20：三大航-A 股 2017 年盈利预测 (中金预测 VS 万得一致预期)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 21：三大航-H 股 2017 年盈利预测 (中金预测 VS 彭博预测)



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

下调中国国航-A/-H 至“中性”评级。1) 公商务客占比高，受益票价市场化改革；2) 票价管理能力出色，与汉莎航线联营将于明年启动，有助于维护企业客户以及稳定欧洲航线收益。考虑 10 月客座率表现超预期等因素，将 2016 年盈利从 74.38 亿元小幅上调 1.8% 至 75.70 亿元，对应每股收益 0.62 元；考虑油价、汇率假设调整，将 2017 年盈利从 85.6 亿元下调 14.5% 至 73.2 亿元，对应每股收益 0.60 元。基于盈利下调，将中国国航-A 股/-H 股目标价分别下调 3.3%/4.8% 至人民币 8.7 元/港币 6.0 元，分别对应 14.5x 和 8.9x 2017e P/E，1.5x 和 0.9x 2017e P/B。基于目标价下调，分别将中国国航-A/-H 的评级下调至“中性”。

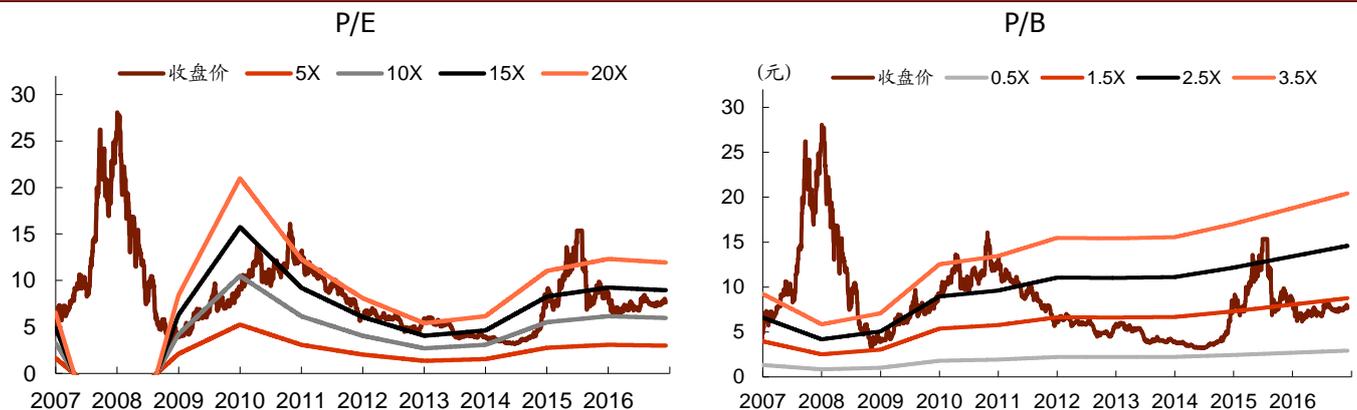


图表 22：中国国航盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.54	0.53
	调整后	0.54	0.53
	(+/-%)	-0.2	0.2
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	115,013	126,282
	调整后	114,941	124,925
	(+/-%)	-0.1	-1.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	24,890	27,999
	调整后	23,936	29,321
	(+/-%)	-3.8	4.7
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	- 2,625	- 2,068
	调整后	- 3,009	- 1,268
	(+/-%)	14.7	-38.7
投资收益 (人民币 百万)	调整前	1,320	1,384
	调整后	564	862
	(+/-%)	-57.3	-37.7
净利润 (人民币 百万)	调整前	7,438	8,557
	调整后	7,570	7,317
	(+/-%)	1.8	-14.5
每股盈利 (人民币)	调整前	0.61	0.70
	调整后	0.62	0.60
	(+/-%)	1.8	-14.5
目标价 (人民币)	调整前	9.00	
	调整后	8.70	
	(+/-%)	-3.3	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 23：中国国航历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

下调东方航空-A/-H 至“中性”评级。考虑油价、汇率假设调整，将 2016 年和 2017 年盈利预测从 58.2 亿元/74.3 亿元分别下调 2.8%/28.5%至 56.6 亿元/53.1 亿元，分别对应每股收益 0.39 元/0.37 元。基于盈利下调，将 A 股/H 股目标价分别小幅下调 2.6%/4.4%至人民币 7.5 元/港币 4.3 元，分别对应 20.2x/10.3x 2017e P/E 以及 2.3x/1.2x 2017e P/B。基于目标价调整，将东方航空-A/-H 均下调至“中性”评级。

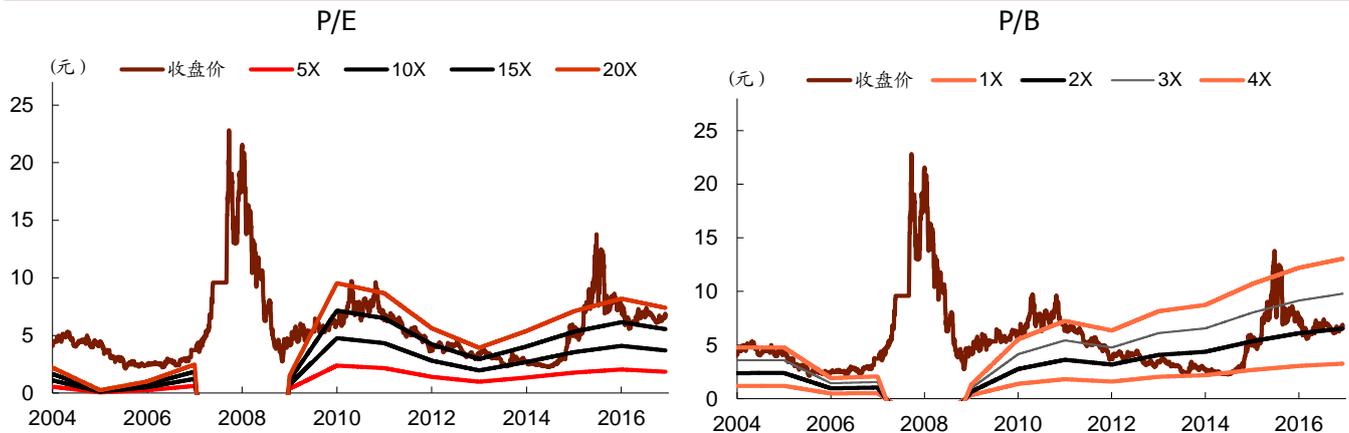


图表 24：东方航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.50	0.49
	调整后	0.50	0.49
	(+/-%)	0.01	0.29
客座率 (%)	调整前	81.2%	81.7%
	调整后	81.2%	81.2%
	(+/-)	0.01%	-0.66%
客运转量 (百万)	调整前	168,908	193,698
	调整后	167,983	187,011
	(+/-%)	-0.55	-3.45
主营收入净额 (人民币百万)	调整前	102,127	114,371
	调整后	101,104	105,865
	(+/-%)	-1.00	-7.44
燃油成本 (人民币百万)	调整前	21,184	24,026
	调整后	20,993	21,323
	(+/-%)	-0.91	-11.25
汇兑收益 (人民币百万)	调整前	(2,570)	(2,169)
	调整后	(2,919)	(2,017)
	(+/-%)	-13.6	7.0
净利润 (人民币百万)	调整前	5,821	7,430
	调整后	5,659	5,310
	(+/-%)	-2.8	-28.5
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	调整前	0.40	0.51
	调整后	0.39	0.37
	(+/-%)	-2.8	-28.5
目标价 (人民币)	调整前	7.70	
	调整后	7.50	
	(+/-%)	-2.6	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 25：东方航空历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

下调南方航空-A/-H 至“中性”评级。考虑 10 月客座率表现超预期，将 2016 年盈利预测从 49.7 亿元上调 7.9% 至 53.6 亿元，对应每股收益 0.55 元；考虑汇率、油价假设调整，将 2017 年盈利预测从 56.9 亿元下调 20.0% 至 45.5 亿元，对应每股收益 0.46 元。基于盈利下调，将 A 股/H 股目标价分别小幅下调 3.5%/5.7% 至人民币 8.3 元/港币 5.0 元，分别对应 18.0x/9.6x 2017e P/E，1.7x/0.9x 2017e P/B。基于目标价调整，将南方航空-A/-H 均下调至“中性”评级。

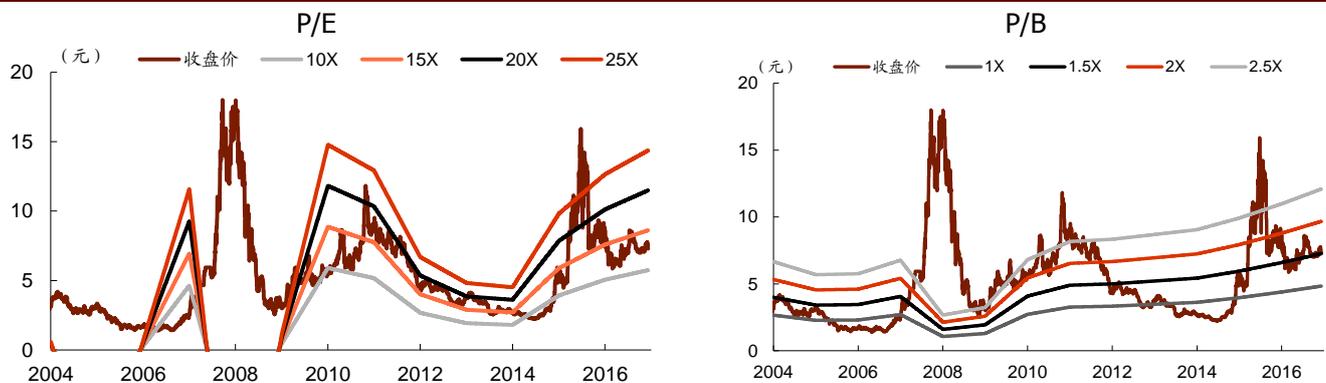


图表 26：南方航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.50	0.50
	调整后	0.50	0.49
	(+/-%)	0.0	-1.3
客运周转量 (百万)	调整前	203,602	222,694
	调整后	204,717	223,466
	(+/-%)	0.5	0.3
客座率 (%)	调整前	80.0%	80.1%
	调整后	80.4%	80.4%
	(+/-%)	0.4%	0.3%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	113,931	124,675
	调整后	114,391	122,904
	(+/-%)	0.4	-1.4
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	26,886	29,891
	调整后	26,232	31,666
	(+/-%)	-2.4	5.9
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	(2,736)	(2,156)
	调整后	(2,597)	(1,146)
	(+/-%)	-5.1	-46.8
净利润 (人民币 百万)	调整前	4,969	5,692
	调整后	5,363	4,552
	(+/-%)	7.9	-20.0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.51	0.58
	调整后	0.55	0.46
	(+/-%)	7.9	-20.0
目标价 (人民币)	调整前	8.6	
	调整后	8.3	
	(+/-%)	-3.5	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 27：南方航空历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

风险：经济增长不如预期，油价大幅上升，人民币贬值。



## 航空：民营航空：外部因素影响小，内生增长快

### 春秋航空：低点将过，未来向好，一季报业绩风险释放后或有回暖机会

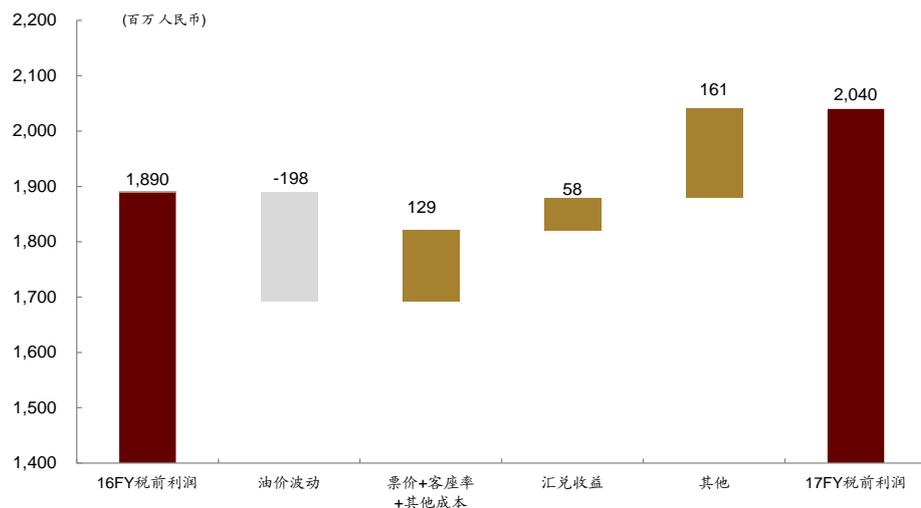
**多因素影响营收增长。**1) 2016 年上半年，飞机交付延迟，1~6 月 ASK 同比增速仅为 10% 左右。飞机陆续交付后，运力增速回升明显。7~10 月，ASK 同比增速约为 20%；2) 下半年，国内黑代理、国际低价游整治、泰国国丧禁娱等，7~10 月客座率同比下降约 2 个百分点；3) 受国际线竞争恶化影响，行业整体票价下滑。公司国际线票价同比下滑约 14%，整体票价下滑近 7%。前三季度营收增速不到 4%，净利润同比下滑 2.7%。

**低点将过，未来业绩逐步修复。**10、11 月，泰国低价游整治、国丧禁娱，中国游客锐减。由于公司泰国运力占比较高，虽积极调整运力布局，负面影响犹存。我们预计公司 2016 全年业绩持平去年。看明年，1) 预计公司 2017 年 ASK 同比增速超过 20%，预计引进飞机 8~10 架；2) 自 12 月至明年 2 月，泰国免签证费、落地费减半，叠加国内春运，利好泰国航线；3) 成本控制好，利润率高，受油价、汇率等外部因素影响小。假设明年客座率同比上升 1%，票价同比持平，预计 2017 年全年净利润同比增长 15%。**继续推荐春秋航空**，考虑汇率、油价假设调整、2017 年运力假设调整、泰国签证政策利好等因素，**将 2016 年和 2017 年净利润分别由 13.3 亿元/14.3 亿元上调 4.6%/4.9% 至 13.9 亿元/15.0 亿元**，分别对应每股收益 1.74 元和 1.88 元。当前股价对应 21.6 倍 2017 年 P/E。考虑航空板块近期受人民币贬值、油价上行等因素影响，估值中枢下移，**将目标价从 53.0 元下调 7.5% 至 49 元**，对应 26x 2017 年 P/E。

**4Q16 或将好于我们的预期。**考虑 12 月泰国签证费用下降，利好泰国旅游，而公司泰国航线运力自禁娱期调减之后预计会略有回升，利好 4Q 业绩。考虑油价均价同比上升 5 美元/桶、汇率贬值 1.5% (VS 4Q15 2.0% 的贬值幅度)，票价同比下滑 4%，预计 4Q 净利润有望同比增长 77%。

**1Q17 预计业绩同比下滑，未来或有回暖机会。**考虑明年 1Q 客座率同比持平，票价同比下滑 1%，油价均价同比上升 19.8 美元/桶，以及汇率贬值 0.7%，预计明年一季度业绩同比依旧呈下滑趋势 (同比下滑约 27%)。但考虑明年飞机引进预计将大部分集中在二季度，票价趋稳，一季度之后或有回暖机会。

图表 28：春秋航空 2017 年业绩分拆



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 29：春秋航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.32	0.33
	新预测	0.32	0.32
	(+/-%)	0.9	-2.2
客运周转量 (百万)	原预测	25,828	31,359
	新预测	24,978	30,483
	(+/-%)	-3.3	-2.8
客座率 (%)	原预测	91.51%	91.54%
	新预测	91.50%	91.52%
	(+/-%)	0.0	0.0
主营收入净额 (人民币百万)	原预测	8,898	11,574
	新预测	8,800	10,910
	(+/-%)	-1.1	-5.7
燃油成本 (人民币百万)	原预测	2,065	2,599
	新预测	1,930	2,720
	(+/-%)	-6.5	4.6
汇兑收益 (人民币百万)	原预测	-9.1	-71.8
	新预测	-55.4	2.3
	(+/-%)	507.5	-103.3
主营业务成本 (人民币百万)	原预测	7,762	9,912
	新预测	7,529	9,760
	(+/-%)	-3.0	-1.5
净利润 (人民币百万)	原预测	1,330	1,432
	新预测	1,391	1,502
	(+/-%)	4.6	4.9
每股盈利 (人民币)	原预测	1.66	1.79
	新预测	1.74	1.88
	(+/-%)	4.6	4.9
目标价 (人民币)	原预测	53.00	
	新预测	49.00	
	(+/-%)	-7.5	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 吉祥航空：精准定位，深耕上海

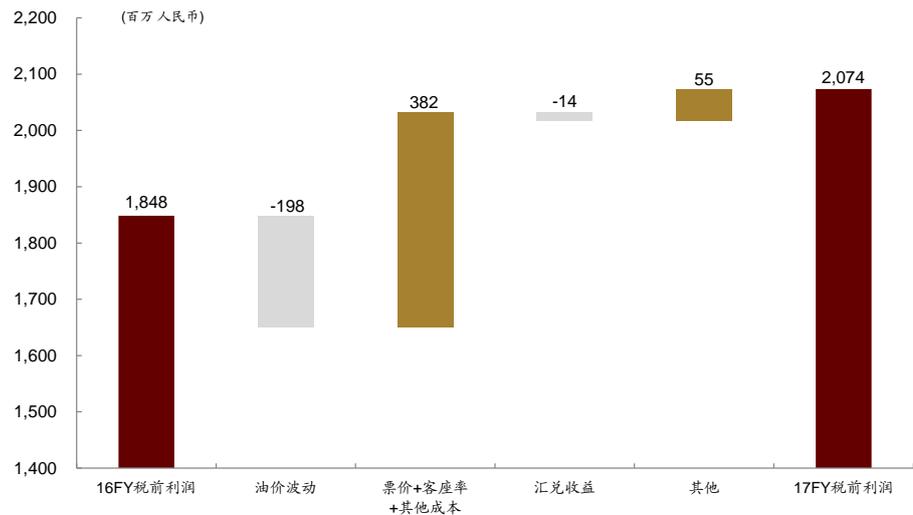
**预计全年业绩增长~30%**。1) 前三季度，公司 ASK 同比增长~25%，国内、国际线并重；2) 受益于国内线高占比，上半年票价同比仅下跌不到 3%。多台发动机大修推升成本，成本同比增长 30.6%，导致毛利率略有下滑。公司前三季度营业收入同比增长 24%，虽毛利率有所下降，但由于营业外收入同比上升约 120%，推升前三季度净利润同比增速（30%）。

**精准定位，深耕上海**。1) 预计公司 2017 年 ASK 同比增速继续维持 25% 以上；2) 受油价、汇率波动性小；3) 2017 年拟加入星空联盟“优选伙伴计划”，有助于增厚旅客量，完善航线网络布局；4) 九元继续贡献利润。精准定位，深耕上海，并以南京基地辅助，吉祥与九元低成本双轮驱动。假设 2017 年客座率同比持平，票价微涨 0.5%，预计全年净利润同比增速约为 12%。**继续推荐吉祥航空**，考虑汇率、油价假设、油价敏感性调整等因素，**将 2016 年和 2017 年净利润分别下调 1.2%/15.5% 至 13.45 亿元/15.02 亿元**，分别对应每股收益 1.05 元/1.17 元。基于盈利调整，**将目标价从 32 元下调 6.3% 至 30 元**，对应 25.6x 2017 年 P/E。

**4Q16 业绩有望小幅上升 6%，1Q17 小幅下滑 10%**。考虑公司国内线占比高，票价下滑幅度收窄明显，预计四季度客座率同比上升 0.2 个百分点，票价同比下降 1%，4Q16 业绩同比小幅上升 6%。看明年，预计客座率、票价同比持平，油价均价同比上升拖累业绩，1Q17 净利润同比小幅下滑 10%。



图表 30：吉祥航空 2017 年业绩分析



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 31：吉祥航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.44	0.44
	新预测	0.44	0.45
	(+/-%)	0.0	0.5
客运周转量 (百万)	原预测	22,156	27,457
	新预测	21,970	27,403
	(+/-%)	-0.8	-0.2
客座率 (%)	原预测	84.79%	85.06%
	新预测	85.10%	85.15%
	(+/-%)	0.4	0.1
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	10,072	12,483
	新预测	10,010	12,541
	(+/-%)	-0.6	0.5
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	2190	2737
	新预测	2115	2982
	(+/-%)	-3.4	8.9
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	-35.0	0.0
	新预测	-48.2	-32.7
	(+/-%)	37.8	n.a.
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	7548	9364
	新预测	7466	9549
	(+/-%)	-1.1	2.0
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,362	1,779
	新预测	1,345	1,502
	(+/-%)	-1.2	-15.5
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	原预测	1.06	1.39
	新预测	1.05	1.17
	(+/-%)	-1.2	-15.5
目标价 (人民币)	原预测	32.00	
	新预测	30.00	
	(+/-%)	-6.3	

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 32：春秋、吉祥生产数据

(百万)	春秋			吉祥		
	2016.1-11	2015.1-11	变化 (%)	2016.1-11	2015.1-11	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	24,456	21,721	12.59	23,531	19,007	23.80
收入客公里	22,481	20,242	11.06	20,163	16,258	24.02
客座率 (%)	91.9	93.2	-1.3ppt	85.7	85.5	0.2ppt
<b>国内</b>						
可用座位公里	15,086	14,891	1.31	19,303	15,216	26.86
收入客公里	14,222	14,150	0.51	16,789	13,371	25.56
客座率 (%)	94.3	95.0	-0.8ppt	87.0	87.9	-0.9ppt
<b>国际</b>						
可用座位公里	8,508	5,875	44.82	3,820	3,322	14.97
收入客公里	7,448	5,209	42.98	3,057	2,543	20.24
客座率 (%)	87.5	88.7	-1.1ppt	80.0	76.5	3.5ppt
<b>地区</b>						
可用座位公里	862	955	-9.71	408	469	-12.96
收入客公里	811	882	-8.11	316	343	-7.71
客座率 (%)	94.0	92.4	1.6ppt	77.5	73.1	4.4ppt
<b>货运</b>						
货运载运吨公里	63	67	-5.47	111	84	31.77

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 33：航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	75.9	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	166	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法荷航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	0.4	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	29050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部



## 航空信息技术：国内 GDS 垄断地位稳固，转型综合 IT 供应商带来新机遇，推荐中航信

**垄断地位稳固。**规模效应和业务范围决定 GDS 具备天然垄断属性，如美国的 Sabre 和欧洲的 Amadeus，几乎分别垄断北美和欧洲市场。中航信是中国的 GDS，具备同样的行业属性，市场份额 90% 以上，且公司的信息保密性高、系统稳定度高、费用低，保证国外、国内的新老公司都很难撼动其地位。

**市场前景广阔，传统航空信息技术（AIT）业务稳定增长。**1) 双位数内生增长。消费升级和政策放松将驱动巨大的国内航空市场；收费从量征收，波动性小于航空公司。2) 新一代系统带来增收降本可能。升级后，既可以为国内航空公司提供更加复杂的功能，带来涨价可能，也提升了获得承接国外航空公司的业务可能性；由于新系统更为开放，硬件不再只能由一个供应商提供，成本有望下降。

**公共 IT 服务和航旅纵横（Umetrip）将推动非 AIT 业务增长，转型成为综合 IT 服务供应商。**北京新运营中心将于 2017 年全部投入运营，释放产能，打开公共 IT 服务运营空间。移动 App 航旅纵横现已拥有超过 2000 万用户，未来有望实现商业化。我们预计 2017 年原办公地点租金以及新运营中心提前折旧导致成本压力较大，增速略有放缓。

**继续推荐中航信（696.HK）：**公司目前股价分别对应 2016 年和 2017 年市盈率 17.6 倍和 16.8 倍，而国际同类公司 2017 年市盈率 17.8 倍。我们认为中航信应当享有估值溢价，考虑：1) 中国航空市场巨大且公司垄断地位稳固；2) 2018 年后新业务爆发，利润率反弹，公司将进入向上周期。基于公司获得 2015 年企业所得税返还以及汇率假设调整，**将 2016 年盈利上调 4.7% 至 23.75 亿元，对应每股收益 0.81 元；维持 2017 年盈利预测 25 亿元不变，对应每股收益 0.85 元。维持推荐评级和目标价 20 港元不变，对应 2017 年市盈率 20 倍。**

**风险：**经济/系统整合业务增速疲软；研发费用高企。

图表 34：中航信盈利预测调整

		2016E	2017E
订座量 (百万)	调整前	522	575
	调整后	522	575
	(+/-%)	0.0	0.0
BSP票结算量 (百万)	调整前	281	284
	调整后	281	284
	(+/-%)	0.0	0.0
主营收入 (人民币 百万)	调整前	5973	7466
	调整后	5969	7466
	(+/-%)	-0.1	0.0
运营成本 (人民币 百万)	调整前	3889	4656
	调整后	3888	4656
	(+/-%)	0.0	0.0
净利润 (人民币 百万)	调整前	2269	2484
	调整后	2375	2484
	(+/-%)	4.7	0.0
每股收益 (人民币)	调整前	0.78	0.85
	调整后	0.81	0.85
	(+/-%)	4.7	0.0
目标价 (港币)	调整前	20.00	
	调整后	20.00	
	(+/-%)	0.0	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 35: GDS 可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				平均净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR 14-16	PEG 16E
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>全球GDS</b>																					
中航信*	HKD	16.08	6,192	22.8	20.6	17.9	16.9	3.6	3.3	3.0	2.8	17.0	17.3	18.0	17.0	1.0	1.2	1.5	1.7	13%	1.4
Amadeus	EUR	42.13	19,680	28.3	24.5	20.9	19.7	10.2	8.1	6.8	5.9	34.3	33.3	34.5	32.2	1.7	1.8	2.1	2.4	16%	1.3
Sabre	USD	27.07	7,586	40.2	34.0	19.9	16.8	86.5	15.4	9.2	7.0	n.a.	192.6	63.8	44.2	0.7	1.3	1.9	2.1	42%	0.5
Travelport	USD	13.58	1,684	n.a.	13.6	11.2	9.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-11.8	-12.7	0.6	2.2	2.2	2.3	n.a.	n.a.
平均值				30.4	26.4	19.6	17.8	33.5	9.0	6.3	5.3	25.7	81.0	38.8	31.1	1.1	1.5	1.8	2.1	24%	1.0
中值				28.3	24.5	19.9	16.9	10.2	8.1	6.8	5.9	25.7	33.3	34.5	32.2	1.0	1.3	1.9	2.1	16%	1.3
<b>国内相关上市公司</b>																					
中软国际	HKD	3.74	1,118	35.0	26.5	20.9	17.3	2.2	2.0	1.9	1.7	8.4	9.8	11.3	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	29%	0.7
天下图控股	HKD	0.16	171	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	1.4	n.a.	n.a.	-121.9	-18.3	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金山软件	HKD	15.80	2,731	n.a.	n.a.	34.1	18.3	3.6	2.2	2.4	2.1	19.4	5.9	1.1	13.3	0.8	0.6	0.5	1.0	n.a.	n.a.
慧聪网	HKD	5.28	683	18.7	75.4	41.9	34.3	2.4	1.6	1.6	1.5	18.2	2.9	5.0	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-33%	n.m.
平均值				35.0	26.5	27.5	17.8	2.6	1.9	2.1	1.9	-31.4	-0.9	6.2	13.0	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.7
中值				35.0	26.5	27.5	17.8	2.2	2.0	2.1	1.9	8.4	5.9	6.2	13.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.3	0.7
<b>国际相关上市公司</b>																					
Priceline	USD	1557.98	76,879	34.1	31.7	24.2	20.8	9.4	8.8	7.4	5.8	31.3	29.4	31.5	32.5	0.0	0.0	0.0	0.0	19%	1.3
Expedia	USD	124.06	18,613	37.0	40.8	26.4	19.6	8.8	3.8	4.0	3.5	20.3	23.0	11.4	14.8	0.5	0.7	0.8	0.8	18%	1.4
携程	USD	43.43	21,612	54.6	0.8	16.0	5.9	1.3	0.4	0.3	0.3	2.7	9.3	-0.5	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0	85%	0.2
去哪儿网	USD	30.00	4,445	n.a.	n.a.	n.a.	11.5	n.a.	3.6	220.6	8.3	n.a.	n.a.	-174.5	47.7	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
VISA	USD	79.14	184,151	34.9	30.2	28.4	24.1	7.1	6.5	5.7	5.3	20.0	22.1	21.3	23.9	0.5	0.6	0.7	0.9	11%	2.6
MasterCard	USD	104.41	113,767	33.7	30.4	27.9	24.4	17.7	19.3	17.5	13.4	50.7	59.4	66.9	66.7	0.5	0.6	0.7	0.8	10%	2.8
平均值				32.4	26.8	20.5	17.7	7.4	7.1	36.5	5.2	20.2	11.6	-1.4	30.8	0.3	0.3	0.4	0.4	29%	1.7
中值				34.5	30.4	25.3	20.2	8.0	5.1	5.7	5.3	20.3	22.6	21.3	23.9	0.2	0.3	0.4	0.4	18%	1.4

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



## 通航：政策释放需求，直升机先行受益

**通航大时代渐进。**1) 中国通航发展缓慢，但对社会意义重大，构成发展内因。无论对照总量还是单位指标，中国远落后于通航强国，差距为十倍甚至近百倍，但其之于社会和谐发展具有重要意义，如带动高新产业、提供就业岗位、促进西部开发和提升救灾效率等。2) 管制放松和政策频发，构成发展外因。近几年，关于通航方面的政策频频出台，涉及到长远规划、空域放开、机场建设、市场准入、政府补贴、税收优惠等多个方面。回顾通航强国发展史，政策支持往往是行业大发展的必备条件，中国通航大时代渐进。我们对通航上下游产业受益分析如下：

- ▶ **上游制造：设备和直升机将优先受益。**上游制造分为两类，1) 电子通讯设备、新型材料等，我们认为通讯设备国产化是趋势，因此拥有较高技术水平的电子通讯设备制造商将受益于新建机场和航路通讯需求；2) 飞机制造，通航飞机机型众多，运营商各有偏好，且飞机采购一般全球比较，国内通航飞机生产商未必全部受益，需要精挑细选，考虑固定翼飞机需要一定长度的跑道、甚至较高要求的通讯导航设备才能起降，我们认为直升机因起降要求低，或许会优先发展起来，该机型制造商将最先受益。
- ▶ **中游运营：运营能力是关键。**在航空产业链里，产业链两头占有的利润率高，运营商是利润率最薄的子行业。但是即使如此，拥有较高运营水平和安全记录的运营商，将收到青睐，如果在行业发展初期，市场处于供不应求的时候，运营水平高的中游企业仍可获得客观利润。此外，根据财政部和中国民航局发布的《通用航空发展专项基金管理暂行办法》（民航发【2012】111号），通航运营公司在2014年将获得一定金额的补贴。
- ▶ **下游保障：培训必将火爆。**下游保障有3个主要子行业，受益程度排序为：1) 培训。因为涉及到生命、财产安全，航空业对人才的要求较为苛刻。任何一个国家的民航局对其从业人员均有非常严苛及详细的准入要求，及持续的跟踪、控制流程，这导致了合格人才的稀缺及在职培训的经久不衰。相对维修和机场较轻的资产，也使得培训行业更易随市场需求变化而调整。因此，航空人才的培训，无论是制造、运营还是维修，都将随通航快速发展而持续火爆。2) 机场。选址较为重要。天气条件决定适飞日数量，远离军事基地、民航进近区（C类空域）降低干扰因素，靠近客户占据地理优势。3) 维修。因为通航飞机种类众多，维修需求复杂，维修企业需要选对未来市场主力机型，才能获得较好的规模效应。

受原油价格走低，海上石油勘探业务收缩。虽然明年油价有望回暖，但幅度有限。当前估值基本反映基本面。我们维持对中信海直（000099.SZ）的中性评级和目标价12元不变，对应2017年市盈率50倍。

**风险：**海上石油市场开发放缓。



图表 36：通航可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR 14-16	PEG 16E
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>通航制造上市公司</b>																					
中直股份	RMB	43.44	3,735	77.2	58.6	51.2	39.9	4.1	3.9	3.8	3.5	5.5	6.9	8.1	9.7	0.3	0.6	0.6	0.7	23%	2.2
中航动控	RMB	23.53	4,158	145.2	137.6	117.7	96.0	5.9	5.7	5.4	5.2	4.1	4.2	4.9	5.5	0.1	0.1	0.1	0.1	11%	10.6
航空动力	RMB	32.15	9,353	64.3	60.7	61.0	47.0	4.4	4.2	3.8	3.6	7.7	7.1	6.5	7.9	0.5	0.5	0.4	0.6	3%	22.9
博云新材	RMB	n.a.	913	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	-12.8	0.6	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
钢研高纳	RMB	18.24	1,196	68.4	61.0	50.2	39.6	6.9	6.3	5.0	4.4	10.4	10.8	11.3	12.8	0.7	0.3	0.0	0.0	17%	3.0
贵航股份	RMB	20.90	913	45.4	36.7	n.a.	n.a.	3.3	3.1	n.a.	n.a.	7.4	8.7	n.a.	n.a.	0.7	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
洪都航空	RMB	18.15	2,027	131.5	166.5	123.5	94.0	2.6	2.5	2.4	2.4	2.0	1.5	1.9	2.3	0.1	0.1	0.1	0.1	3%	38.5
平均值				<b>88.7</b>	<b>86.8</b>	<b>80.7</b>	<b>63.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>3.8</b>	<b>5.5</b>	<b>7.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>11%</b>	<b>15.4</b>
中值				<b>72.8</b>	<b>60.8</b>	<b>61.0</b>	<b>47.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>5.5</b>	<b>6.9</b>	<b>5.7</b>	<b>6.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>11%</b>	<b>10.6</b>
<b>通航运营上市公司</b>																					
中信海直*	RMB	11.58	1,087	33.1	41.4	60.7	47.5	2.6	2.5	2.4	2.3	7.8	6.2	4.1	5.0	0.7	0.7	0.3	0.3	-26%	n.m.
平均值				<b>33.1</b>	<b>41.4</b>	<b>60.7</b>	<b>47.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>7.8</b>	<b>6.2</b>	<b>4.1</b>	<b>5.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>-26%</b>	<b>n.m.</b>
中值				<b>33.1</b>	<b>41.4</b>	<b>60.7</b>	<b>47.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>	<b>7.8</b>	<b>6.2</b>	<b>4.1</b>	<b>5.0</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>-26%</b>	<b>n.m.</b>
<b>通航保障上市公司</b>																					
川大智胜	RMB	25.31	918	480.6	158.2	118.8	84.4	6.5	4.5	4.1	3.9	1.3	3.2	3.7	5.2	0.0	0.5	n.a.	n.a.	101%	1.2
四创电子	RMB	67.90	23	115.9	80.8	55.3	42.6	10.1	9.1	7.9	6.8	9.1	11.9	13.2	16.0	0.1	0.1	0.2	0.2	45%	1.2
威海广泰	RMB	21.89	1,301	60.8	43.8	34.6	26.4	5.4	4.0	3.2	2.9	9.2	10.3	9.6	11.1	0.4	0.5	0.6	0.7	33%	1.1
海特高新	RMB	13.51	1,576	57.5	225.2	93.2	51.4	5.5	3.1	3.0	2.9	9.8	1.6	2.2	4.6	0.4	0.0	0.1	0.3	-21%	n.m.
平均值				<b>178.7</b>	<b>127.0</b>	<b>75.5</b>	<b>51.2</b>	<b>6.9</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>7.2</b>	<b>9.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>39%</b>	<b>1.2</b>
中值				<b>88.3</b>	<b>119.5</b>	<b>74.2</b>	<b>47.0</b>	<b>6.0</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>9.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>	<b>8.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>39%</b>	<b>1.2</b>

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯、公司数据、中金公司研究部



## 机场：生命周期决定业绩表现，精选个股

### 2016 回顾：生产量增速略有放缓

航空需求保持稳定，增速略有放缓。1) 1~7 月前 40 大机场旅客吞吐量同比增长 9.3%，由于去年高基数影响，较去年同期增速下降 0.7 个百分点；2) 国庆 7 天航空旅客运输量同比增长 11.6%，较去年同期增速提高 1.8 个百分点；航班起降架次同比增长 18.6%，较去年同期增速提高 0.9 个百分点。多方位数据展现 2016 年航空需求在低票价环境下增速保持稳定。但是人民币对美元持续贬值，油价上升，低价游整治以及泰国国丧等因素使得下半年航空公司国际线增速放缓；尽管主要机场旅客吞吐量同比增速皆高于起降架次同比增速，但其差值较 15 年普遍收窄。

产能富余机场生产量表现优异。上市公司方面，产能富余的上海机场、深圳机场 1~10 月旅客吞吐量累计增幅分别达 10.6% 和 5.0%，位于上市机场前列，两家机场均因去年同期高基数，同比增速有所放缓。其中，上海机场年初至今生产量继续领跑上市公司，预计主要是虹桥（国内航线竞争者）、首都机场（国际航线竞争者）产能持续饱和，分流减少。白云机场三跑道产能释放，1~10 月旅客吞吐量与起降架次同比增速分别为 7.4% 和 5.6%，明显高于去年同期 1.1% 和 -0.4% 的增速。厦门空港跑道产能压力显现，首都机场产能饱和和制约时刻放量，两家机场生产量增速较去年同期小幅下滑。1~10 月厦门空港和首都机场的旅客吞吐量累计增幅分别为 3.4% 和 4.5%，分别较去年同期下降 1.1 个和 0.6 个百分点。

图表 37: 2016 年 1~10 月机场营运数据

机场	旅客吞吐量 (千人)				起降架次 (千次)				货邮吞吐量 (千吨)			
	2016. 1~10	2015. 1~10	同比增速	增幅变化	2016. 1~10	2015. 1~10	同比增速	增幅变化	2016. 1~10	2015. 1~10	同比增速	增幅变化
上海浦东	55,495	50,166	10.6%	-6.0ppt	400	373	7.2%	-4.8ppt	2,780	2,685	3.5%	0.1ppt
深圳	34,771	33,127	5.0%	-6.0ppt	263	254	3.2%	-5.0ppt	906	826	9.7%	4.8ppt
北京	79,039	75,639	4.5%	-0.6ppt	505	492	2.7%	1.0ppt	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
厦门	18,966	18,336	3.4%	-1.1ppt	153	150	1.8%	-1.4ppt	266	256	3.8%	2.7ppt
上海虹桥	23,033	22,469	2.5%	0.4ppt	150	148	1.7%	0.7ppt	232	236	-1.8%	-2.5ppt
广州	49,466	46,041	7.4%	6.3ppt	360	341	5.6%	6.0ppt	1,338	1,254	6.6%	0.9ppt
40 大机场	506,052	463,020	9.3%	-0.7ppt	3,878	3,584	8.2%	1.3ppt	7,847	7,481	4.9%	0.1ppt

\*上海虹桥，40 大机场为 1~7 月数据。

资料来源：万得资讯、公司数据、中金公司研究部

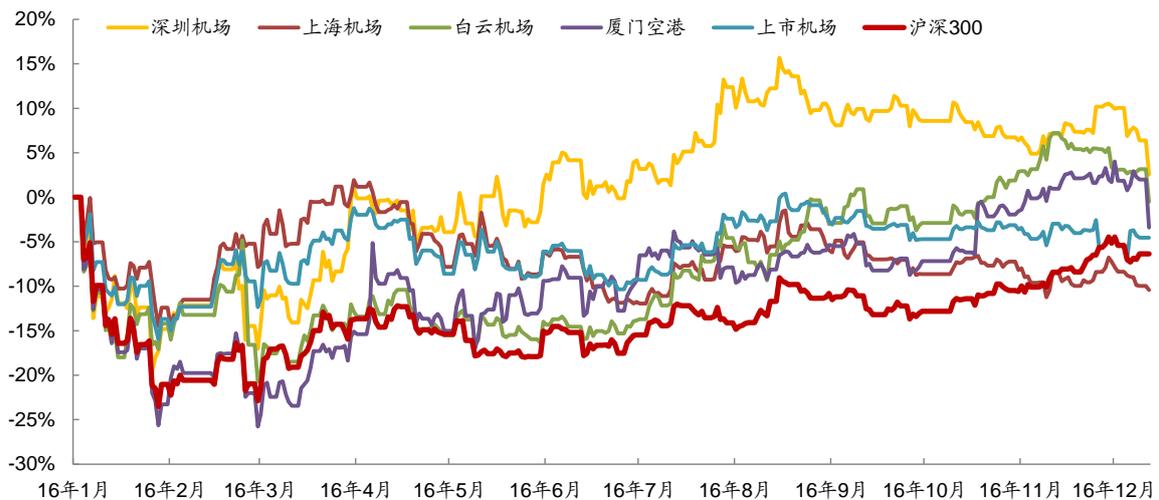
### 股价：大盘下跌时防御属性显现，基本面驱动股价表现分化

一季度股市情绪波动较大，大盘下挫。由于正值航空旺季、加上板块基础设施属性，防御性显现，除厦门空港之外，表现均好于大盘。之后大盘逐步回升，受航空整体供给增速提升，板块跑赢大盘。年初至今，我们所覆盖的 A 股上市机场除上海机场外表现均好于沪深 300，板块整体跑赢 1.8 个百分点。

- ▶ 上海机场产能富余，一季度股价表现出色，但由于航班准点率不达标，民航局自 5 月起开始停止受理加班、包机和新增航线航班申请，加上去年高基数影响，股价一路下行，年初至今股价下跌~10%，分别跑输沪深 300 和机场指数 4.1 个百分点和 5.9 个百分点。
- ▶ 得益于财务费用下降以及国际化进程推进，产能富余的深圳机场表现较好，年初至今股价涨幅~3%，跑赢沪深 300 指数 8.9 个百分点，跑赢机场指数约 7.1 个百分点。
- ▶ 三跑道产能释放拉高生产量增速，年初至今，白云机场股价基本持平，跑赢沪深 300 指数 5.9 个百分点，跑赢机场指数 4.0 个百分点。



图表 38：年初至今机场股价表现



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

业绩：营收增速趋同，多因素导致业绩分化

前三季度，我们所覆盖的 A 股上市机场营业收入平均同比增长 6.2%，国际线占比较高的上海机场和白云机场营收增速也较高，主要因为今年各航空公司国际线运力投放较快。前三季度，各机场净利润平均同比增长 13.7%，白云机场三跑道投产、厦门空港 T4 投产，经营杠杆展现，深圳机场财务费用同比改善显著，业绩同比增速最高。H 股方面，首都机场上半年虽然生产量增速表现一般，但由于成本控制出色，净利润同比增长 9.5%。

综合来看，白云机场虽然受益于坏账准备减少、少数股东损益下降等利好因素，但是由于三跑道折旧等因素使得成本增幅加快。预计全年业绩增长 13.9%至 14.27 亿元。上海机场跑道和候机楼产能利用率仍低于竞争对手，T1 航站楼改造完成利好非航收入，油料公司利润有望回升；但是考虑到去年生产量高基数使得今年增速放缓，预计公司全年业绩增长 7.5%至 27.21 亿元。深圳机场产能保持富余，国际航线结构改善潜力巨大，财务费用下降助推业绩，今年全年业绩增速预计增长 20.6%至 6.29 亿元。首都机场产能依旧面临瓶颈，预计其全年业绩增长 11.5%至 18.31 亿元。厦门空港去年 T4 航站楼投产业绩筑底，前三季度营业利润率同比改善。预计全年业绩增长 8.2%到 4 亿元。

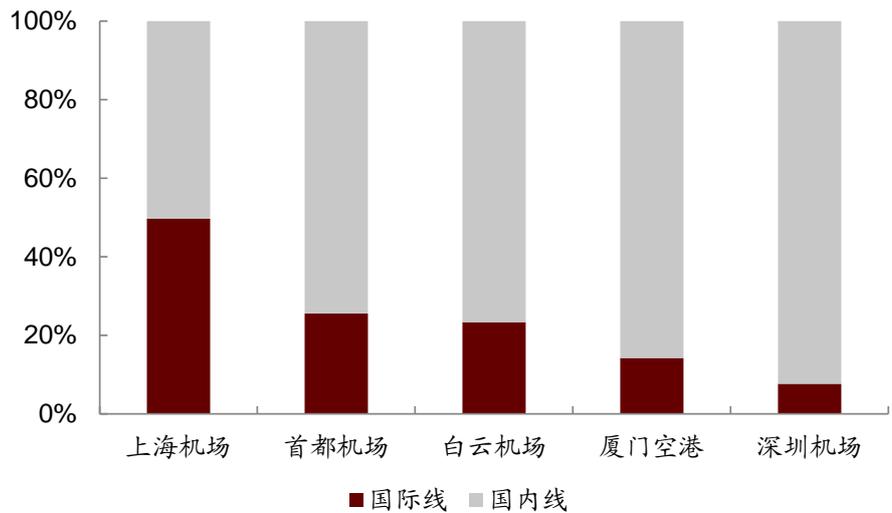
图表 39：1~3Q16 机场板块业绩情况

	营业收入 (百万人民币)	同比增速 (%)	起降架次 同比增速 (%)	旅客吞吐量 同比增速 (%)	净利润 (百万人民币)	同比增速 (%)
上海机场	5,230	10.8%	7.5%	10.9%	2,105	9.4%
白云机场	4,535	8.1%	5.3%	6.9%	1,057	14.1%
深圳机场	2,221	0.1%	3.1%	5.1%	409	21.5%
厦门空港	1,129	5.8%	1.8%	3.1%	324	9.9%
首都机场*	4,240	2.0%	2.3%	3.5%	905	9.5%
平均	3,279	6.2%	4.4%	6.5%	974	13.7%

资料来源：公司数据、中金公司研究部 注：首都机场使用的是半年度的数据，因此不计入平均数



图表 40：各机场国内、国际线占比（座位数口径）

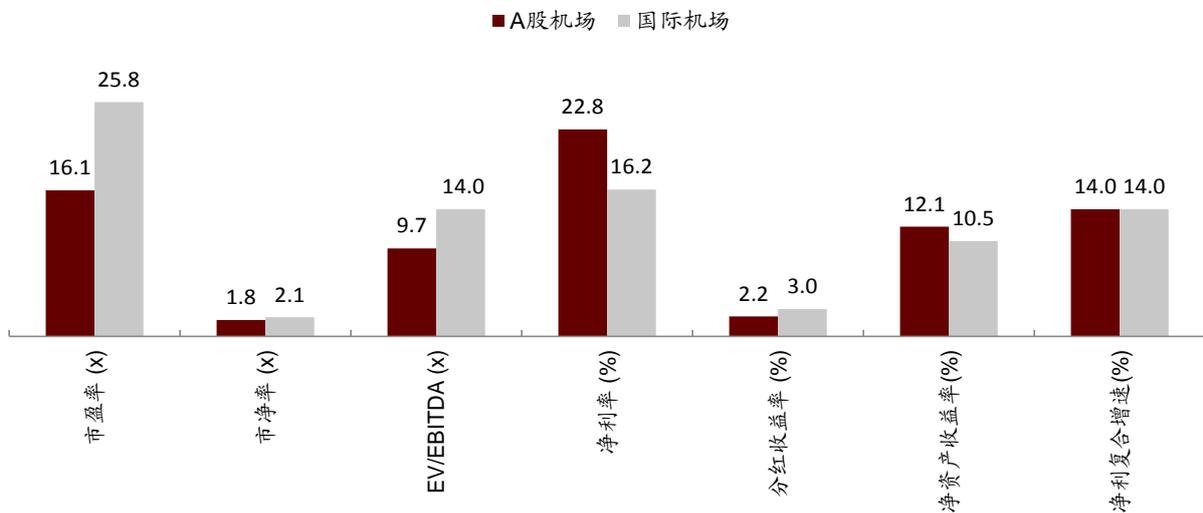


资料来源：CAPA，中金公司研究部

估值：深港通开通催化，估值有望进一步修复

我们将 A 股机场与国际同行进行比较，发现 A 股机场的估值普遍低于国际同行，仅为 60~70%，但 A 股机场的盈利能力却与国际同行相当，净资产收益率和净利润率甚至高于国外机场。这表明 A 股机场存在价值低估现象，我们认为最大的差异在于投资者偏好不同。自沪港通开通以来，A 股机场整体估值折价已经由原来的 50% 向 30% 靠近，预计随着深港通开通催化，基本面优良的标的公司估值将进一步修复。

图表 41：A 股机场估值较国际同行低



资料来源：彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部



## 2017 展望：行业稳步增长，仍需精选个股

### 2017 年趋势：收入稳步增长

我们认为 2017 年机场行业将继续稳步增长，具体表现为：

- ▶ **航空性收入维持双位数增长：**上市机场地处发达城市、人均收入水平较高，因私旅游出行普及度高且增长几乎不受经济增幅影响，此外近年来受益签证放松，出境游需求持续增加。因此，需求稳定增长，有利于机场航空性业务的改善。
- ▶ **非航业务扩张：**深圳机场 AB 楼转商用、西区土地开发，预计未来非航收入有显著提升；厦门空港 T4 航站楼投产，租赁及特许权收入已随非航面积增加大幅增长。

### 2017 年焦点：内航内线提价、航空安全

**内航内线提价预期。**市场预期明年机场内航内线有望提价。如果提价 10%，我们预测分别增厚深圳机场/厦门空港/首都机场/白云机场/上海机场净利润 14.2%/12.3%/11.2%/10.1%/3.1%。

图表 42：内航内线提价敏感性测算

机场	内航内线提价 10%			
	2017e 总收入 (百万)	收入增加 (百万)	收入增厚 (%)	净利润增厚 (%)
深圳机场	3,627	171	4.7%	14.2%
厦门空港	1,530	72	4.7%	12.3%
首都机场	9,369	317	3.4%	11.2%
白云机场	6,641	185	2.8%	10.1%
上海机场	7,819	137	1.7%	3.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

**航空安全及准点率仍为关注重点。**自今年以来，民航局加大对航空安全以及准点率的管理。据统计，年初至今，浦东、虹桥、首都、厦门、南京、石家庄、海口等 14 家机场先后因准点率不达标，被民航局暂停受理加班、包机和新增航线航班申请，其中浦东机场已连续 7 个月数据不达标，自 5 月起至今一直暂停受理。民航局对航空准点率以及安全的严苛管理对部分机场生产量会产生一定影响，旺季影响将更显著。

### 2017 年选股：依然看好枢纽机场和产能利用率低的机场

我们维持以往挑选机场的逻辑不变，仍然看好：

- 1) **枢纽机场。**机场收入增长来自生产量增长（量）或结构改善（价），枢纽机场国际线增幅快，带动航空性收入的费率提升（国际线收费标准高于国内线）和非航收入增长（国际旅游有较长等待时间，利于消费）。
- 2) **产能利用率低的机场。**因为机场成本主要为人工、折旧、水电维修等，各占 1/3。其中人工、水电维修成本增长偏刚性、且增幅略低于生产量增幅，而折旧成本呈阶梯式增长（平时折旧金额仅有微幅增加，新产能投产后增幅巨大），因此机场利润率周期基本同步产能扩张周期，即意味着产能利用率在低位时，当下利润率和 ROE 进入一个阶段的最低水平，未来将有不断提升的空间，经营杠杆显现。

综上，我们继续推荐产能富余的上海机场和厦门空港。



**将上海机场移出确信买入：**考虑公司处于机场投资黄金期，且地理位置优越，产能利用率相对较低。考虑明年生产量依旧能保持较高增速，**维持 2017 年 32.6 亿元的盈利预测**。当前股价对应 16x 2017e P/E，考虑生产数据不达标时间较长，市场对生产量增速有所疑虑，估值下移，因此将目标价从 36 元下调 8.3% 至 33 元，对应 20x 2017e P/E。**基于目标价下调，将上海机场移出确信买入。**

**维持厦门空港推荐评级：**生命周期触底回升、腹地支撑强劲增长、自贸区提供长期利好。对比其他 A 股上市机场，公司营业利润率和 ROAE 均处于触底反弹状态，未来趋势向上。**维持 2017 年盈利预测 4.3 亿元不变。维持推荐评级和目标价 27.0 元不变，对应 19x 2017 年市盈率。**

**深圳机场**虽然处于生命周期向上阶段、未来享受经营杠杆、业绩增长稳健，但 AB 楼转商用的想象空间有限、估值远高于其他机场，**维持 2017 年盈利预测 8.6 亿元不变**。当前股价对应 21x 2017 年市盈率，已处于相对较高位置。**维持中性评级和目标价 9.5 元不变，对应 23x 2017 年市盈率。**

**白云机场和首都机场**产能瓶颈显现，基本面压制估值，**维持白云机场和首都机场 2017 年盈利预测 13.0 亿元和 21.2 亿元不变**。**维持中性评级和目标价人民币 15 元/港币 8.5 港元不变，对应 13x/15x 2017 年市盈率。**

**风险：**经济增长低于预期，影响航空需求。

图表 43：机场产能利用率（2015 年年度数据）

	跑道	航站楼
浦东机场	75%	78%
深圳机场	76%	88%
白云机场	85%	138%
厦门机场	90%	52%
首都机场	98%	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 44：机场可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				平均净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR 14-16	PEG 16E
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股机场上市公司</b>																					
上海机场*	RMB	26.44	7,409	24.3	20.1	18.7	15.6	2.8	2.5	2.3	2.1	11.8	13.1	12.8	13.9	1.3	1.6	1.7	2.1	14%	1.3
白云机场*	RMB	14.16	2,442	15.0	13.0	11.4	12.5	1.9	1.7	1.6	1.4	13.5	14.0	14.2	11.9	2.0	2.3	2.5	2.3	15%	0.8
深圳机场*	RMB	8.37	2,575	54.8	34.1	27.3	20.1	1.8	1.7	1.6	1.5	3.4	5.8	6.0	7.7	0.2	0.6	1.0	1.4	42%	0.7
厦门空港*	RMB	22.33	1,016	14.5	18.0	16.6	15.6	2.4	2.2	2.0	1.8	17.2	12.7	12.7	12.3	2.1	1.7	1.8	4.5	-7%	n.m.
平均值				<b>27.1</b>	<b>21.3</b>	<b>18.5</b>	<b>16.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>11.5</b>	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>	<b>11.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>2.6</b>	<b>16%</b>	<b>0.9</b>
中值				<b>19.6</b>	<b>19.1</b>	<b>17.7</b>	<b>15.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>12.7</b>	<b>12.9</b>	<b>12.7</b>	<b>12.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>14%</b>	<b>0.8</b>
<b>H股机场上市公司</b>																					
北京机场*	HKD	7.60	4,292	18.9	16.8	15.6	13.9	1.5	1.5	1.5	1.4	8.3	9.3	9.9	10.9	2.1	2.4	2.6	3.1	10%	1.5
航基股份	HKD	8.35	526	9.4	7.5	n.a.	n.a.	1.1	1.0	n.a.	n.a.	12.1	14.4	n.a.	n.a.	2.6	3.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				<b>14.2</b>	<b>12.2</b>	<b>15.6</b>	<b>13.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>10.2</b>	<b>11.8</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>10%</b>	<b>1.5</b>
中值				<b>14.2</b>	<b>12.2</b>	<b>15.6</b>	<b>13.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>10.2</b>	<b>11.8</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>10%</b>	<b>1.5</b>
<b>国际机场上市公司</b>																					
巴黎机场	EUR	94.61	9,841	23.3	20.3	23.5	21.4	2.4	2.3	2.2	2.1	10.3	10.6	9.7	10.0	2.6	2.8	2.7	2.8	0%	n.m.
泰国机场	THB	394.00	15,768	46.1	30.1	29.2	25.8	5.8	5.2	4.7	4.3	13.0	18.2	16.8	17.1	0.9	1.7	1.5	1.7	26%	1.1
悉尼机场	AUD	6.40	10,767	58.2	50.4	43.0	38.3	9.3	10.8	13.6	18.7	3.4	20.0	24.4	37.7	3.7	4.0	4.8	5.3	16%	2.6
法兰克福机场	EUR	54.88	5,366	20.1	18.4	15.5	17.7	1.6	1.5	1.4	1.3	7.5	8.3	8.9	7.8	2.5	2.5	2.9	2.6	14%	1.1
奥克兰机场	NZD	6.12	5,253	36.6	41.4	34.2	30.4	2.5	2.4	2.0	1.7	8.0	7.5	6.8	6.2	1.1	2.4	2.9	3.2	4%	9.7
苏黎世机场	CHF	177.80	5,376	26.5	30.2	22.5	23.4	2.6	2.5	2.4	2.4	9.8	8.3	11.3	10.5	1.5	1.7	3.6	3.6	9%	2.6
马来西亚机场	MYR	6.34	2,382	12.1	n.a.	144.1	52.0	1.5	1.3	1.3	1.3	12.0	-0.2	0.8	2.3	0.8	1.3	1.4	1.8	-71%	n.m.
维也纳机场	EUR	22.27	1,995	22.7	18.9	14.2	15.2	2.0	1.8	1.7	1.5	8.9	10.2	11.5	11.2	1.9	2.2	2.6	3.0	27%	0.5
威尼斯机场	EUR	17.49	1,021	35.4	33.1	26.4	26.0	4.3	4.5	4.4	4.3	12.8	13.8	17.9	17.9	2.9	3.1	3.1	3.1	16%	1.7
平均值				<b>31.2</b>	<b>30.3</b>	<b>39.2</b>	<b>27.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>9.5</b>	<b>10.7</b>	<b>12.0</b>	<b>13.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>4%</b>	<b>2.8</b>
中值				<b>26.5</b>	<b>30.1</b>	<b>26.4</b>	<b>25.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>9.8</b>	<b>10.2</b>	<b>11.3</b>	<b>10.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>14%</b>	<b>1.7</b>

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



# 中国国航



## 油价上行压力较大，拖累业绩表现

### 投资建议

将中国国航-A/-H 股目标价分别从目标价人民币 9.0 元/港币 6.3 元下调 3.3%/4.8%至人民币 8.7 元/港币 6.0 元。基于目标价下调，将中国国航-A/-H 均从推荐评级下调至中性评级。理由如下：

- ▶ **油价上行风险拖累业绩表现。**虽然公司保价能力出色，网络布局完善，但四季度油价均价预计同比上升 5 美元/桶，拖累业绩表现，预计四季度业绩同比下滑约 30%。一季度油价均价预计同比上升 19.8 美元，预计 2017 年一季度业绩同比下滑约 70%。中金大宗组上调明年布伦特油价预测 10 美元/桶至 52 美元/桶，同比今年油价均价高出约 6 美金/桶，预计全年业绩同比小幅下滑 3%。
- ▶ **当前估值水平较为合理。**当前股价对应 12.8x 2017e P/E 和 1.3x 2017e P/B，处于自 2010 年以来的平均水平，较国际同行的估值相当，吸引力较小。

**我们与市场的最大不同？**我们认为明年票价或将同比继续小幅下滑，油价带来的负面影响大于汇兑带来的正面影响。

**潜在催化剂：**航空主业相关指标改善；人民币贬值趋势放缓。

### 盈利预测与估值

考虑公司 10 月生产数据超预期，上调 2016 年盈利预测 1.8%至 75.7 亿元，对应每股收益 0.62 元，考虑 2017 年油价均价预测上调，以及人民币汇率预测调整、汇率敏感性调整等因素，下调 2017 年盈利预测 14.5%至 73.2 亿元，对应每股收益 0.60 元。

将中国国航-A/-H 股目标价分别从目标价人民币 9.0 元/港币 6.3 元下调 3.3%/4.8%至人民币 8.7 元/港币 6.0 元，分别对应 14.5x/8.9x 2017e P/E，1.5x/0.9x 2017e P/B。

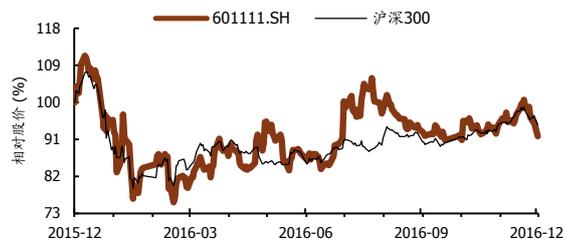
基于目标价下调，将中国国航-A/-H 均从推荐评级下调至中性评级。

### 风险

航空需求不如预期；油价大幅上升；人民币大幅贬值。

### 下调至中性

股票代码	601111.SH	00753.HK
评级	↓ 中性	↓ 中性
最新收盘价	人民币 7.32	港币 5.09
目标价	人民币 8.70	港币 6.00
52 周最高价/最低价	人民币 9.24~5.88	港币 6.47~4.19
总市值(亿)	人民币 831	港币 933
30 日日均成交额(百万)	人民币 464.94	港币 56.35
发行股数(百万)	13,085	13,085
其中：自由流通股(%)	65	35
30 日日均成交量(百万股)	60.02	10.93
主营业务		航空



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	104,888	108,929	114,941	124,925
增速	7.4%	3.9%	5.5%	8.7%
归属母公司净利润	3,817	6,774	7,570	7,317
增速	15.0%	77.5%	11.7%	-3.3%
每股净利润	0.31	0.55	0.62	0.60
每股净资产	4.44	4.87	5.37	5.87
每股股利	0.05	0.11	0.09	0.08
每股经营现金流	1.37	2.58	1.97	2.02
市盈率	23.6	13.3	11.9	12.3
市净率	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.1	5.2	4.9	5.0
股息收益率	0.7%	1.5%	1.2%	1.1%
平均总资产收益率	1.8%	3.2%	3.4%	3.1%
平均净资产收益率	7.0%	11.8%	12.0%	10.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫, CFA

赵欣悦

分析员

联系人

xin.yang@cicc.com.cn

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SAC 执业编号: S0080116080019

SFC CE Ref: APY553



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	104,888	108,929	114,941	124,925	营业收入	7.4%	3.9%	5.5%	8.7%
营业成本	87,878	83,695	88,767	100,231	营业利润	-18.2%	130.8%	39.8%	-8.1%
营业税金及附加	198	274	289	314	EBITDA	21.4%	59.8%	5.8%	-6.2%
营业费用	7,428	6,148	6,487	7,051	净利润	15.0%	77.5%	11.7%	-3.3%
管理费用	3,273	4,024	4,246	4,614	<b>盈利能力</b>				
财务费用	3,152	7,949	5,583	3,919	毛利率	16.2%	23.2%	22.8%	19.8%
其他	-7	-6	0	0	营业利润率	2.8%	6.3%	8.3%	7.0%
营业利润	2,966	6,846	9,569	8,795	EBITDA 利润率	17.8%	27.4%	27.5%	23.7%
营业外收支	2,122	2,198	1,267	1,565	净利润率	3.6%	6.2%	6.6%	5.9%
利润总额	5,088	9,043	10,836	10,360	<b>偿债能力</b>				
所得税	789	1,823	2,568	2,375	流动比率	0.33	0.34	0.31	0.50
少数股东损益	482	446	699	669	速动比率	0.31	0.31	0.28	0.46
归属母公司净利润	3,817	6,774	7,570	7,317	现金比率	0.14	0.14	0.08	0.27
EBITDA	18,693	29,864	31,602	29,643	资产负债率	71.6%	68.8%	67.5%	67.4%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	21.0%	15.1%	13.1%	净现金
货币资金	9,345	7,793	4,374	15,563	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	7,802	6,470	6,896	7,495	总资产收益率	1.8%	3.2%	3.4%	3.1%
预付款项	844	1,069	1,128	1,226	净资产收益率	7.0%	11.8%	12.0%	10.6%
存货	1,100	1,731	1,826	1,985	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	3,259	2,465	2,601	2,827	每股净利润 (元)	0.31	0.55	0.62	0.60
流动资产合计	22,350	19,528	16,826	29,097	每股净资产 (元)	4.44	4.87	5.37	5.87
固定资产及在建工程	166,416	170,369	178,434	186,012	每股股利 (元)	0.05	0.11	0.09	0.08
无形资产及其他长期资产	5,847	6,563	6,556	6,575	每股经营现金流 (元)	1.37	2.58	1.97	2.02
非流动资产合计	189,652	194,176	209,423	217,551	<b>估值分析</b>				
资产合计	212,002	213,704	226,249	246,648	市盈率	23.6	13.3	11.9	12.3
短期借款	33,512	18,054	13,528	14,558	市净率	1.6	1.5	1.4	1.2
应付账款及票据	11,758	11,747	12,396	13,473	EV/EBITDA	9.1	5.2	4.9	5.0
其他流动负债	22,820	27,394	28,520	30,389	股息收益率	0.7%	1.5%	1.2%	1.1%
流动负债合计	68,090	57,195	54,443	58,420					
长期借款和应付债券	50,048	48,955	49,791	50,031					
非流动负债合计	83,673	89,913	98,343	107,914					
负债合计	151,762	147,108	152,786	166,334					
股东权益合计	54,635	59,820	65,990	72,172					
少数股东权益	5,604	6,775	7,473	8,142					
负债及股东权益合计	212,002	213,704	226,249	246,648					
<b>现金流量表</b>									
净利润	3,817	6,774	7,570	7,317					
折旧和摊销	9,883	13,424	15,905	16,336					
营运资本变动	-268	5,842	1,057	1,865					
其他	4,050	7,405	0	0					
经营活动现金流	16,902	31,753	24,209	24,869					
投资活动现金流入	2,112	1,314	3,996	3,937					
投资活动现金流出	-19,836	-17,144	-34,057	-27,083					
投资活动现金流	-10,535	-6,788	-30,062	-23,146					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	9,714	11,009	10,965	11,931					
其他	-12,223	-16,661	0	0					
筹资活动现金流	-11,275	-26,562	2,503	9,466					
汇率变动对现金的影响	7	681	0	0					
现金净增加额	-4,736	-917	-3,349	11,190					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中国国际航空股份有限公司是中国国内三大航空公司之一。公司辖有西南、浙江、重庆、内蒙古、天津、贵州、西藏分公司和上海基地、华南基地，并控股参股了中国国际航空货运股份公司、北京飞机维修工程有限公司等多家子公司。主要经营范围包括：国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务，飞机执管业务，航空器维修，航空公司间业务代理；与主营业务有关的地面服务和航空快递（信件和信件性质的物品除外）；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理。



图表 45：中国国航生产数据

(百万)	国航			国航		
	2016.10	2015.10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	20,167	19,007	<b>6.10</b>	194,509	178,448	<b>9.00</b>
收入客公里	16,421	15,205	<b>8.00</b>	157,472	143,678	<b>9.60</b>
客座率 (%)	81.4	80.0	<b>1.4ppt</b>	81.0	80.5	<b>0.4ppt</b>
<b>国内</b>						
可用座位公里	12,119	11,336	6.90	116,262	111,256	<b>4.50</b>
收入客公里	10,355	9,518	8.80	96,611	91,488	<b>5.60</b>
客座率 (%)	85.4	84.0	<b>1.5ppt</b>	83.1	82.2	<b>0.9ppt</b>
<b>国际</b>						
可用座位公里	7,296	6,819	7.00	70,391	59,202	<b>18.90</b>
收入客公里	5,519	5,068	8.90	54,997	46,372	<b>18.60</b>
客座率 (%)	75.6	74.3	<b>1.3ppt</b>	78.1	78.3	<b>-0.2ppt</b>
<b>地区</b>						
可用座位公里	752	851	-11.60	7,855	8,140	<b>-3.50</b>
收入客公里	547	614	-11.00	5,864	5,754	<b>1.90</b>
客座率 (%)	72.7	72.2	<b>0.5ppt</b>	74.6	70.7	<b>4.0ppt</b>
<b>货运</b>						
货运载运吨公里	609	557	9.4	5,702	5,400	5.6

资料来源：公司数据、中金公司研究部

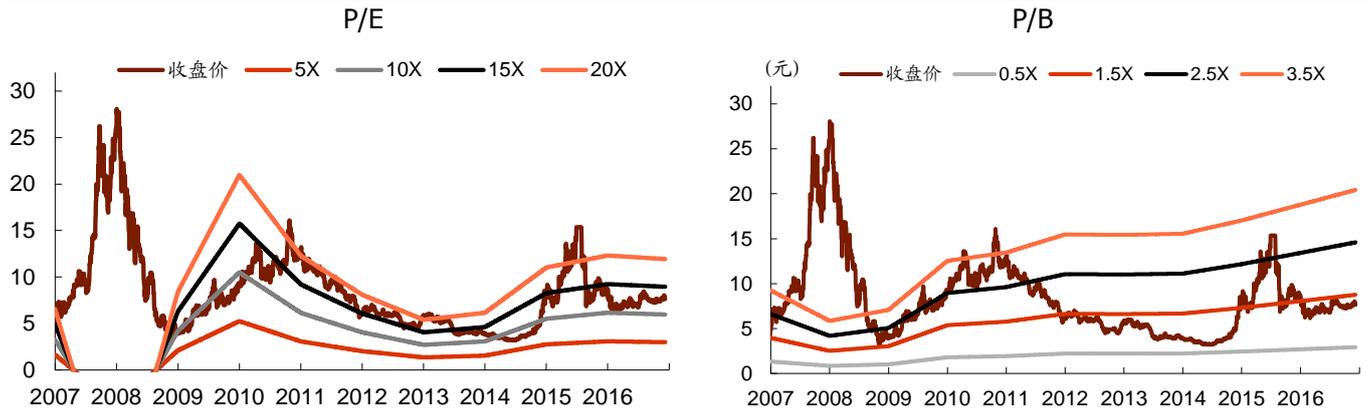
图表 46：中国国航盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.54	0.53
	调整后	0.54	0.53
	(+/-%)	-0.2	0.2
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	115,013	126,282
	调整后	114,941	124,925
	(+/-%)	-0.1	-1.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	24,890	27,999
	调整后	23,936	29,321
	(+/-%)	-3.8	4.7
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	- 2,625	- 2,068
	调整后	- 3,009	- 1,268
	(+/-%)	14.7	-38.7
投资收益 (人民币 百万)	调整前	1,320	1,384
	调整后	564	862
	(+/-%)	-57.3	-37.7
净利润 (人民币 百万)	调整前	7,438	8,557
	调整后	7,570	7,317
	(+/-%)	1.8	-14.5
每股盈利 (人民币)	调整前	0.61	0.70
	调整后	0.62	0.60
	(+/-%)	1.8	-14.5
目标价 (人民币)	调整前	9.00	
	调整后	8.70	
	(+/-%)	-3.3	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 47: 中国国航历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 48: 航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航*	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空*	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空*	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空*	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空*	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航*	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空*	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空*	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	75.9	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	16	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法荷航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	4.0	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.
大韩航空	KRW	29050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部



# 东方航空



## 油价、票价负面影响或将延续

### 投资建议

将东方航空-A/-H股目标价分别从目标价人民币7.7元/港币4.5元小幅下调2.6%/4.4%至人民币7.5元/港币4.3元。基于目标价下调，将东方航空-A/-H均下调至“中性”评级。理由如下：

- ▶ **油价上行风险拖累业绩表现。**公司国际线增速三大航最高，但因国际线竞争激烈，因此票价下滑程度也最高，叠加四季度油价均价预计同比上升5美元/桶，拖累业绩表现，预计四季度业绩同比下滑约30%。一季度油价均价预计同比上升19.8美元，预计2017年一季度业绩同比下滑约61%。中金大宗组上调明年布伦特油价预测10美元/桶至52美元/桶，同比今年油价均价高出约6美金/桶，预计全年业绩同比小幅下滑6%。
- ▶ **票价压力犹在。**我们预计东航明年ASK增速三大航中最高，票价依旧存在下行压力。
- ▶ **当前估值水平较为合理。**当前股价对应17.6x 2017e P/E和2.0x 2017e P/B，处于自2010年以来的平均水平，较国际同行的估值相当，吸引力较小。

**我们与市场的最大不同？**我们认为明年票价或将同比继续小幅下滑，油价带来的负面影响大于汇兑带来的正面影响。

**潜在催化剂：**航空主业相关指标改善；人民币贬值趋势放缓。

### 盈利预测与估值

考虑油价、汇率假设调整、ASK增速假设调整，将2016年和2017年盈利预测从**58.2亿元/74.3亿元**分别下调**2.8%/28.5%**至**56.6亿元/53.1亿元**，分别对应每股收益0.39元/0.37元。

基于盈利下调，将**A股/H股**目标价分别小幅下调**2.6%/4.4%**至**人民币7.5元/港币4.3元**，分别对应20.2x/10.3x 2017e P/E以及2.3x/1.2x 2017e P/B。

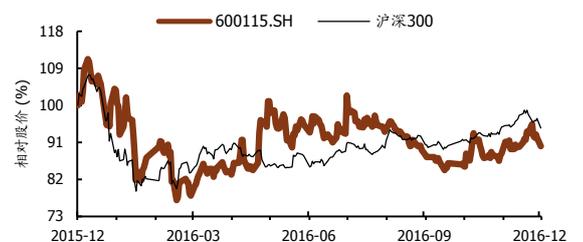
基于目标价下调，将东方航空-A/-H均下调至“中性”评级。

### 风险

航空需求不如预期；油价大幅上升；人民币大幅贬值。

### 下调至中性

股票代码	600115.SH	00670.HK
评级	↓ 中性	↓ 中性
最新收盘价	人民币 6.46	港币 3.43
目标价	人民币 7.50	港币 4.30
52周最高价/最低价	人民币 8.23~5.36	港币 4.79~3.21
总市值(亿)	人民币 755	港币 848
30日日均成交额(百万)	人民币 697.80	港币 48.85
发行股数(百万)	14,468	14,468
其中：自由流通股(%)	59	32
30日日均成交量(百万股)	104.98	13.54
主营业务		航空



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	89,746	93,844	101,104	105,865
增速	1.9%	4.6%	7.7%	4.7%
归属母公司净利润	3,417	4,541	5,659	5,310
增速	44.9%	32.9%	24.6%	-6.2%
每股净利润	0.27	0.35	0.39	0.37
每股净资产	2.19	2.67	2.91	3.23
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.00
每股经营现金流	0.97	1.85	1.84	1.81
市盈率	24.0	18.7	16.5	17.6
市净率	3.0	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.7	6.8	9.8	10.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
平均总资产收益率	2.3%	2.5%	2.7%	2.3%
平均净资产收益率	13.1%	14.5%	14.6%	12.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫, CFA

赵欣悦

分析员

联系人

xin.yang@cicc.com.cn

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SAC 执证编号: S0080116080019

SFC CE Ref: APY553



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	89,746	93,844	101,104	105,865	营业收入	1.9%	4.6%	7.7%	4.7%
营业成本	79,645	77,146	85,045	91,546	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	-97.2%
营业税金及附加	107	178	103	108	EBITDA	62.7%	51.6%	16.2%	2.4%
营业费用	5,788	6,136	6,246	6,432	净利润	44.9%	32.9%	24.6%	-6.2%
管理费用	2,451	2,914	2,901	2,930	<b>盈利能力</b>				
财务费用	2,286	7,269	5,589	4,814	毛利率	11.3%	17.8%	15.9%	13.5%
其他	-22	-228	0	0	营业利润率	-0.6%	-0.0%	1.2%	0.0%
营业利润	-553	-27	1,219	35	EBITDA 利润率	17.2%	24.9%	26.8%	26.2%
营业外收支	4,662	5,692	6,865	7,552	净利润率	3.8%	4.8%	5.6%	5.0%
利润总额	4,120	5,671	8,084	7,586	<b>偿债能力</b>				
所得税	573	624	2,021	1,897	流动比率	0.30	0.31	0.38	0.35
少数股东损益	130	506	404	379	速动比率	0.26	0.28	0.35	0.32
归属母公司净利润	3,417	4,541	5,659	5,310	现金比率	0.02	0.12	0.21	0.16
EBITDA	15,397	23,348	27,119	27,783	资产负债率	82.0%	80.8%	79.9%	79.0%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	155.6%	76.6%	249.0%	246.1%
货币资金	1,393	9,115	18,201	13,968	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	4,840	3,620	3,990	4,178	总资产收益率	2.3%	2.5%	2.7%	2.3%
预付款项	978	753	830	869	净资产收益率	13.1%	14.5%	14.6%	12.0%
存货	2,259	2,056	2,266	2,373	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	8,773	7,534	7,956	8,170	每股净利润 (元)	0.27	0.35	0.39	0.37
流动资产合计	18,243	23,078	33,243	29,558	每股净资产 (元)	2.19	2.67	2.91	3.23
固定资产及在建工程	129,654	154,408	172,931	189,584	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.05	0.00
无形资产及其他长期资产	13,884	15,625	15,535	15,445	每股经营现金流 (元)	0.97	1.85	1.84	1.81
非流动资产合计	145,299	172,631	191,382	208,550	<b>估值分析</b>				
资产合计	163,542	195,709	224,625	238,108	市盈率	24.0	18.7	16.5	17.6
短期借款	31,334	30,855	40,608	35,608	市净率	3.0	2.4	2.2	2.0
应付账款及票据	11,988	10,869	11,980	12,544	EV/EBITDA	10.7	6.8	9.8	10.5
其他流动负债	17,805	32,660	35,613	37,290	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
流动负债合计	61,127	74,384	88,200	85,441					
长期借款和应付债券	50,741	48,906	148,009	172,862					
非流动负债合计	72,928	83,674	91,383	102,674					
负债合计	134,055	158,058	179,584	188,115					
股东权益合计	27,696	35,137	42,123	46,696					
少数股东权益	1,791	2,514	2,918	3,298					
负债及股东权益合计	163,542	195,709	224,625	238,108					
<b>现金流量表</b>									
净利润	3,417	4,541	5,659	5,310					
折旧和摊销	8,991	10,408	13,446	15,382					
营运资本变动	-5,391	5,041	2,016	907					
其他	2,971	-3,195	0	0					
经营活动现金流	12,252	24,325	26,564	26,188					
投资活动现金流入	-1,922	583	0	0					
投资活动现金流出	-22,111	-28,383	-31,879	-31,946					
投资活动现金流	-24,033	-27,800	-31,879	-31,946					
股权融资	0	466	1,328	0					
银行借款	21,554	21,771	18,662	7,077					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	11,112	11,083	14,401	1,525					
汇率变动对现金的影响	-15	117	0	0					
现金净增加额	-684	7,725	9,086	-4,233					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中国东方航空股份有限公司是中国三大国有大型骨干航空企业集团之一，是东航集团的核心企业，是中国第一家在香港、纽约和上海上市的航空公司。公司以上海为中心，依托长三角，拥有贯通中国东西部，连接亚洲、欧洲、澳洲和美洲的庞大航线网络。主要经营范围包括：国内和经批准的国际、地区航空客、货、邮、行李运输业务及延伸服务；通用航空业务；航空器维修；航空设备制造与维修；国内外航空公司的代理业务；与航空运输有关的其他业务；保险兼业代理服务；电子商务；空中超市；商品批发、零售。



图表 49：东方航空生产数据

(百万)	东航			东航		
	2016.10	2015.10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	17,856	15,975	<b>11.78</b>	171,579	151,228	13.46
收入客公里	14,542	12,875	<b>12.95</b>	140,075	122,641	14.22
客座率 (%)	81.4	80.6	<b>0.8ppt</b>	81.6	81.1	<b>0.5ppt</b>
<b>国内</b>						
可用座位公里	11,294	10,408	8.51	107,762	101,159	6.53
收入客公里	9,532	8,631	10.44	88,952	82,716	7.54
客座率 (%)	84.4	82.9	<b>1.5ppt</b>	82.5	81.8	<b>0.8ppt</b>
<b>国际</b>						
可用座位公里	6,104	5,088	19.96	59,151	45,474	30.08
收入客公里	4,664	3,885	20.06	47,516	36,427	30.44
客座率 (%)	76.4	76.4	<b>0.1ppt</b>	80.3	80.1	<b>0.2ppt</b>
<b>地区</b>						
可用座位公里	459	479	-4.15	4,666	4,595	1.53
收入客公里	346	359	-3.74	3,607	3,498	3.10
客座率 (%)	75.3	75.0	<b>0.3ppt</b>	77.3	76.1	<b>1.2ppt</b>
<b>货运</b>						
货运载运吨公里	445	423	5.15	3,977	3,995	-0.45

资料来源：公司数据、中金公司研究部

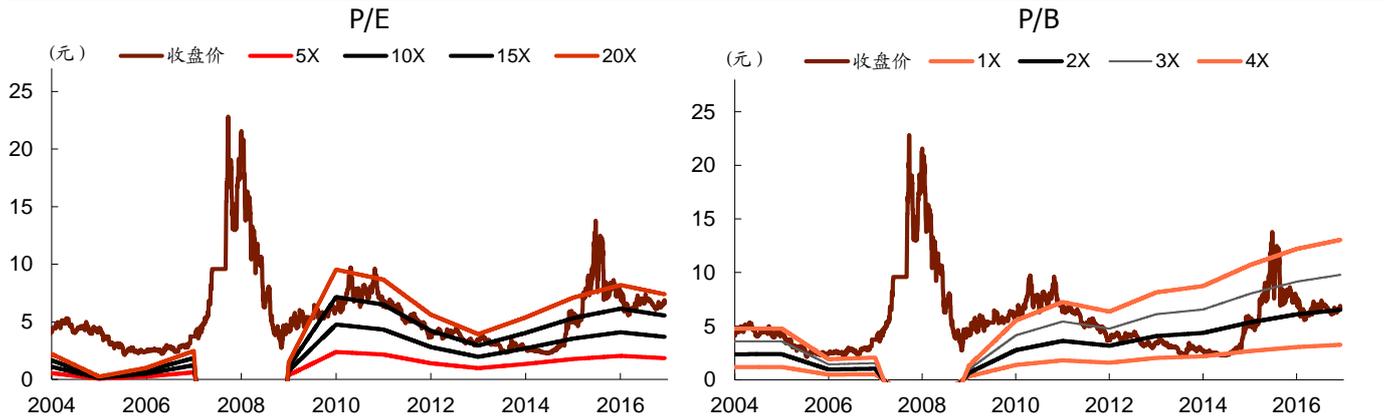
图表 50：东方航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.50	0.49
	调整后	0.50	0.49
	(+/-%)	0.01	0.29
客座率 (%)	调整前	81.2%	81.7%
	调整后	81.2%	81.2%
	(+/-)	0.01%	-0.66%
客运营转量 (百万)	调整前	168,908	193,698
	调整后	167,983	187,011
	(+/-%)	-0.55	-3.45
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	102,127	114,371
	调整后	101,104	105,865
	(+/-%)	-1.00	-7.44
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	21,184	24,026
	调整后	20,993	21,323
	(+/-%)	-0.91	-11.25
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	(2,570)	(2,169)
	调整后	(2,919)	(2,017)
	(+/-%)	-13.6	7.0
净利润 (人民币 百万)	调整前	5,821	7,430
	调整后	5,659	5,310
	(+/-%)	-2.8	-28.5
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	调整前	0.40	0.51
	调整后	0.39	0.37
	(+/-%)	-2.8	-28.5
目标价 (人民币)	调整前	7.70	
	调整后	7.50	
	(+/-%)	-2.6	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 51: 东方航空历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 52: 航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	75.9	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	16	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法航航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	4.0	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	29,050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	15.2	2.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部





# 南方航空

## 油价扰动影响业绩表现

### 投资建议

将南方航空-A/H股目标价分别从目标价人民币8.6元/港币5.3元分别小幅下调3.5%/5.7%至人民币8.3元/港币5.0元。基于目标价下调，将南方航空-A/-H均从推荐评级下调至中性评级。理由如下：

- ▶ **油价上行风险拖累业绩表现。**虽然公司保价能力出色，网络布局完善，但四季度油价均价预计同比上升5美元/桶，拖累业绩表现，预计四季度业绩同比下滑约29%。一季度油价均价预计同比上升19.8美元，预计2017年一季度业绩同比下滑约38%。中金大宗组上调明年布伦特油价预测10美元/桶至52美元/桶，同比今年油价均价高出约6美金/桶，预计全年业绩同比下滑15%。
- ▶ **当前估值水平较为合理。**当前股价对应15.2x 2017e P/E和1.5x 2017e P/B，处于自2010年以来的平均水平，较国际同行的估值相当，吸引力较小。

**我们与市场的最大不同？**我们认为明年票价或将同比继续小幅下滑，油价带来的负面影响大于汇兑带来的正面影响。

**潜在催化剂：**航空主业相关指标改善；人民币贬值趋势放缓。

### 盈利预测与估值

考虑10月客座率表现超预期和汇率敏感性调整，**将2016年盈利预测从49.7亿元上调7.9%至53.6亿元**，对应每股收益0.55元；考虑汇率、油价假设调整，**将2017年盈利预测从56.9亿元下调20.0%至45.5亿元**，对应每股收益0.46元。

基于盈利下调，**将A股/H股目标价分别小幅下调3.5%/5.7%至人民币8.3元/港币5.0元**，分别对应18.0x/9.6x 2017e P/E，1.7x/0.9x 2017e P/B。

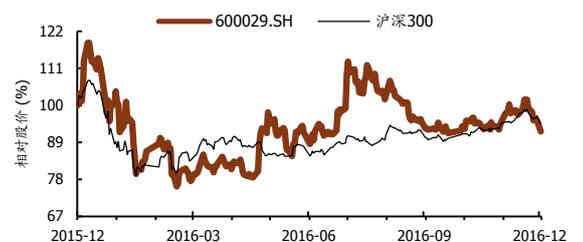
基于目标价调整，**将南方航空-A/-H均下调至“中性”评级。**

### 风险

航空需求不如预期；油价大幅上升；人民币大幅贬值。

### 下调至中性

股票代码	600029.SH	01055.HK
评级	↓ 中性	↓ 中性
最新收盘价	人民币 7.04	港币 4.23
目标价	人民币 8.30	港币 5.00
52周最高价/最低价	人民币 9.19~5.58	港币 6.12~3.92
总市值(亿)	人民币 600	港币 674
30日日均成交额(百万)	人民币 926.93	港币 62.16
发行股数(百万)	9,818	9,818
其中：自由流通股(%)	72	28
30日日均成交量(百万股)	123.19	14.11
主营业务		航空



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	108,313	111,467	114,391	122,904
增速	10.4%	2.9%	2.6%	7.4%
归属母公司净利润	1,773	3,851	5,363	4,552
增速	-6.4%	117.2%	39.3%	-15.1%
每股净利润	0.18	0.39	0.55	0.46
每股净资产	3.62	3.97	4.44	4.78
每股股利	0.04	0.08	0.12	0.10
每股经营现金流	1.54	2.62	2.36	2.51
市盈率	39.0	17.9	12.9	15.2
市净率	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.5	6.6	6.6	6.7
股息收益率	0.6%	1.1%	1.6%	1.4%
平均总资产收益率	1.0%	2.0%	2.7%	2.0%
平均净资产收益率	5.1%	10.3%	13.0%	10.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫, CFA

赵欣悦

分析员

联系人

xin.yang@cicc.com.cn

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SAC 执业编号: S0080116080019

SFC CE Ref: APY553



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	108,313	111,467	114,391	122,904	营业收入	10.4%	2.9%	2.6%	7.4%
营业成本	95,151	91,382	94,137	103,554	营业利润	-101.1%	N.M.	205.7%	-8.1%
营业税金及附加	188	274	281	302	EBITDA	42.3%	59.2%	3.8%	0.3%
营业费用	7,947	7,081	6,177	6,637	净利润	-6.4%	117.2%	39.3%	-15.1%
管理费用	2,582	2,754	2,826	3,037	<b>盈利能力</b>				
财务费用	2,251	7,826	4,727	3,640	毛利率	12.2%	18.0%	17.7%	15.7%
其他	205	108	0	0	营业利润率	-0.0%	1.8%	5.5%	4.7%
营业利润	-11	2,042	6,242	5,735	EBITDA 利润率	15.0%	23.1%	23.4%	21.8%
营业外收支	3,106	4,299	2,928	3,162	净利润率	1.6%	3.5%	4.7%	3.7%
利润总额	3,095	6,341	9,170	8,897	<b>偿债能力</b>				
所得税	677	1,355	2,293	2,224	流动比率	0.51	0.22	0.47	0.55
少数股东损益	645	1,135	1,515	2,121	速动比率	0.48	0.20	0.45	0.52
归属母公司净利润	1,773	3,851	5,363	4,552	现金比率	0.34	0.08	0.34	0.41
EBITDA	16,203	25,788	26,770	26,845	资产负债率	76.7%	73.4%	74.2%	73.8%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	210.7%	203.6%	193.3%	184.2%
货币资金	18,306	5,444	22,501	30,146	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	3,809	3,871	3,973	4,268	总资产收益率	1.0%	2.0%	2.7%	2.0%
预付款项	1,104	1,279	1,313	1,410	净资产收益率	5.1%	10.3%	13.0%	10.1%
存货	1,661	1,606	1,648	1,771	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	2,960	2,218	2,227	2,254	每股净利润 (元)	0.18	0.39	0.55	0.46
流动资产合计	27,840	14,418	31,661	39,849	每股净资产 (元)	3.62	3.97	4.44	4.78
固定资产及在建工程	153,707	162,517	173,586	183,192	每股股利 (元)	0.04	0.08	0.12	0.10
无形资产及其他长期资产	4,973	5,609	5,760	5,946	每股经营现金流 (元)	1.54	2.62	2.36	2.51
非流动资产合计	161,857	171,832	183,692	194,188	<b>估值分析</b>				
资产合计	189,697	186,250	215,353	234,037	市盈率	39.0	17.9	12.9	15.2
短期借款	25,131	29,447	29,857	33,300	市净率	1.9	1.8	1.6	1.5
应付账款及票据	11,222	12,848	13,185	14,166	EV/EBITDA	10.5	6.6	6.6	6.7
其他流动负债	17,733	23,241	23,850	25,625	股息收益率	0.6%	1.1%	1.6%	1.4%
流动负债合计	54,086	65,536	66,893	73,091					
长期借款和应付债券	85,985	65,292	86,792	93,292					
非流动负债合计	91,337	71,141	92,794	99,741					
负债合计	145,423	136,677	159,687	172,832					
股东权益合计	35,554	38,966	43,544	46,962					
少数股东权益	8,720	10,607	12,122	14,243					
负债及股东权益合计	189,697	186,250	215,353	234,037					
<b>现金流量表</b>									
净利润	1,773	3,851	5,363	4,552					
折旧和摊销	10,857	11,621	12,873	14,308					
营运资本变动	3,291	7,686	760	2,213					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	15,116	25,713	23,132	24,664					
投资活动现金流入	2,701	4,409	1,466	1,466					
投资活动现金流出	21,326	17,445	24,092	24,100					
投资活动现金流	-6,819	-8,271	-22,626	-22,634					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	32,488	34,170	22,064	10,390					
其他	-2,251	-7,826	-4,727	-3,640					
筹资活动现金流	-2,586	-30,027	16,551	5,616					
汇率变动对现金的影响	-13	38	0	0					
现金净增加额	5,698	-12,547	17,057	7,645					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中国南方航空股份有限公司是中国南方航空集团公司属下航空运输主业公司。在全国共有 15 个分公司和 5 家控股子公司，在新加坡、东京、首尔、阿姆斯特丹等地设有多个国外办事处。主要经营范围包括：国内、地区和国际定期及不定期航空客、货、邮、行李运输服务；提供通用航空服务；提供航空器维修服务；经营国内外航空公司的代理业务；提供航空配餐服务；提供酒店经营；飞机租赁和航空意外保险销售代理；进行其他航空业务及相关业务，包括为该等业务进行广告宣传；保险兼业代理服务。



图表 53：南方航空生产数据

(百万)	南航			南航		
	2016.10	2015.10	变化 (%)	2016.1~10	2015.1~10	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	22,199	20,562	7.96	212,837	196,944	8.07
收入客公里	18,108	16,561	9.34	171,746	159,512	7.67
客座率 (%)	81.6	80.5	1.0ppt	80.7	81.0	-0.3ppt
<b>国内</b>						
可用座位公里	15,687	14,705	6.68	149,502	145,077	3.05
收入客公里	13,031	12,003	8.56	120,966	117,706	2.77
客座率 (%)	83.1	81.6	1.4ppt	80.9	81.1	-0.2ppt
<b>国际</b>						
可用座位公里	6,182	5,450	13.43	59,719	47,860	24.78
收入客公里	4,847	4,248	14.10	48,120	38,838	23.90
客座率 (%)	78.4	78.0	0.5ppt	80.6	81.1	-0.6ppt
<b>地区</b>						
可用座位公里	330	408	-19.08	3,616	3,997	-9.54
收入客公里	229	309	-25.71	2,660	2,972	-10.51
客座率 (%)	69.4	75.6	-6.2ppt	73.6	74.4	-0.8ppt
<b>货运</b>						
货运载吨公里	556	492	12.83	4,976	4,556	9.23

资料来源：公司数据、中金公司研究部

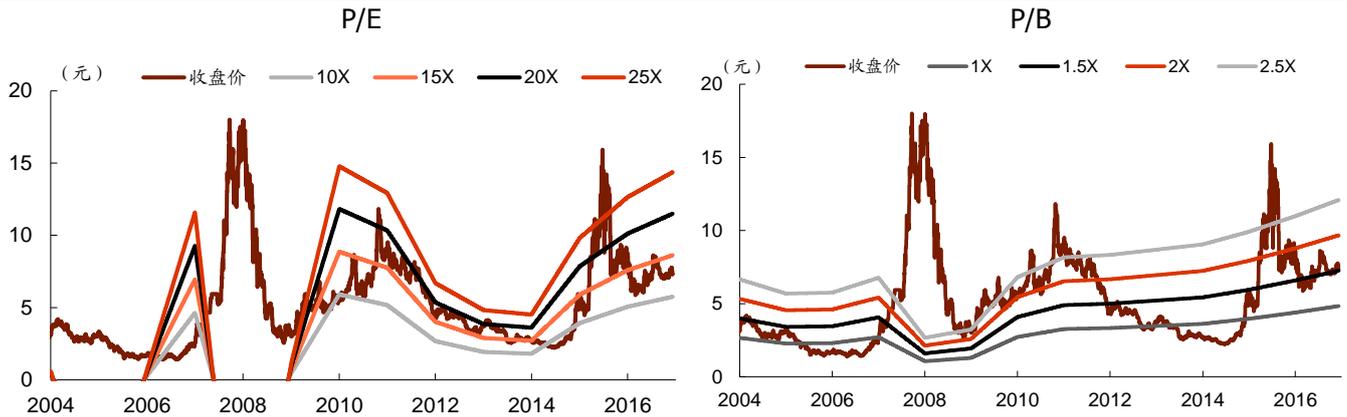
图表 54：南方航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.50	0.50
	调整后	0.50	0.49
	(+/-%)	0.0	-1.3
客运周转量 (百万)	调整前	203,602	222,694
	调整后	204,717	223,466
	(+/-%)	0.5	0.3
客座率 (%)	调整前	80.0%	80.1%
	调整后	80.4%	80.4%
	(+/-%)	0.4%	0.3%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	113,931	124,675
	调整后	114,391	122,904
	(+/-%)	0.4	-1.4
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	26,886	29,891
	调整后	26,232	31,666
	(+/-%)	-2.4	5.9
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	(2,736)	(2,156)
	调整后	(2,597)	(1,146)
	(+/-%)	-5.1	-46.8
净利润 (人民币 百万)	调整前	4,969	5,692
	调整后	5,363	4,552
	(+/-%)	7.9	-20.0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.51	0.58
	调整后	0.55	0.46
	(+/-%)	7.9	-20.0
目标价 (人民币)	调整前	8.6	
	调整后	8.3	
	(+/-%)	-3.5	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 55: 南方航空历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

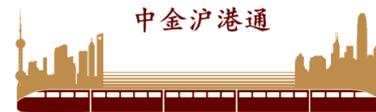
图表 56: 航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$m)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航*	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空*	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空*	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空*	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空*	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航*	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空*	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空*	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	75.9	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	16	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法航航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	0.4	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	29050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测, 其他为市场预期数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部





# 春秋航空

## 低点将过，未来向好，一季报业绩风险释放后或有回暖机会

### 投资建议

考虑泰国签证费用下降超预期，利好公司泰国航线收益。看未来，由于受油价、汇率影响较小，一季报业绩风险释放后或有回暖机会。

### 理由

**低点将过，未来业绩逐步修复。**10、11月，泰国低价游整治、国丧禁娱，中国游客锐减。由于公司泰国运力占比较高，虽积极调整运力布局，负面影响犹存。我们预计公司2016全年业绩持平去年。看明年，1) 预计公司2017年ASK同比增速超过20%，预计引进飞机8~10架；2) 自12月至明年2月，泰国免签证费、落地费减半，叠加国内春运，利好泰国航线；3) 成本控制好，利润率高，受油价、汇率等外部因素影响小。假设明年客座率同比上升1%，票价同比持平，预计2017年全年净利润同比增长15%。

**4Q16 或将好于我们的预期。**考虑12月泰国签证费用下降，利好泰国旅游，而公司泰国航线运力自禁娱期调减之后预计会略有回升，利好4Q业绩。考虑油价均价同比上升5美元/桶、汇率贬值1.5% (VS 4Q15 2.0%的贬值幅度)，票价同比下滑4%，预计4Q净利润有望同比增长77%。

**1Q17 预计业绩同比下滑，未来或有回暖机会。**考虑明年1Q客座率同比持平，票价同比下滑1%，油价均价同比上升19.8美元/桶，以及汇率贬值0.7%，预计明年一季度业绩同比依旧呈下滑趋势 (同比下滑约27%)。但考虑明年飞机引进预计将大部分集中在二季度，票价趋稳，一季度之后或有回暖机会。

### 盈利预测与估值

**继续推荐春秋航空**，考虑汇率、油价假设调整、2017年运力假设调整、泰国签证政策利好等因素，**将2016年和2017年净利润分别由13.3亿元/14.3亿元上调4.6%/4.9%至13.9亿元/15.0亿元**，分别对应每股收益1.74元和1.88元。当前股价对应21.6倍2017年P/E。考虑航空板块近期受人民币贬值、油价上行等因素影响，估值中枢下移，**将目标价从53.0元下调7.5%至49元**，对应26x 2017年P/E。

### 风险

补贴收入不及预期；经济增长不如预期；油价大幅上升。

杨鑫, CFA

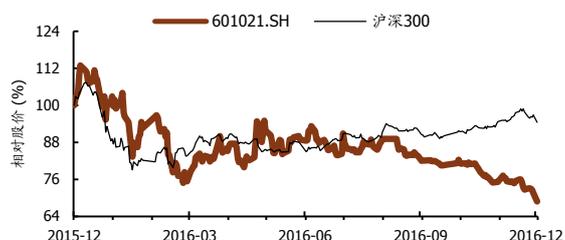
分析师  
xin.yang@cicc.com.cn  
SAC 执业编号: S0080511080003  
SFC CE Ref: APY553

赵欣悦

联系人  
xinyue.zhao@cicc.com.cn  
SAC 执业编号: S0080116080019

### 维持推荐

股票代码	601021.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 38.61
目标价	人民币 49.00
52周最高价/最低价	人民币 65.40~38.44
总市值(亿)	人民币 309
30日日均成交额(百万)	人民币 131.32
发行股数(百万)	801
其中: 自由流通股(%)	25
30日日均成交量(百万股)	3.14
主营行业	航空



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	7,328	8,094	8,800	11,051
增速	11.6%	10.5%	8.7%	25.6%
归属母公司净利润	884	1,328	1,391	1,502
增速	20.8%	50.2%	4.7%	8.0%
每股净利润	2.95	1.66	1.74	1.88
每股净资产	11.84	8.17	9.70	11.32
每股股利	0.32	0.21	0.26	0.28
每股经营现金流	3.59	2.01	3.04	3.62
市盈率	13.1	23.3	22.2	20.6
市净率	3.3	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	9.0	14.4	12.5	11.3
股息收益率	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%
平均总资产收益率	9.4%	9.7%	8.0%	7.6%
平均净资产收益率	28.1%	26.3%	19.4%	17.9%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	7,328	8,094	8,800	11,051	营业收入	11.6%	10.5%	8.7%	25.6%
营业成本	6,245	6,466	7,529	9,763	营业利润	24.9%	67.2%	-43.0%	-25.7%
营业税金及附加	15	24	26	33	EBITDA	20.8%	44.2%	18.6%	12.0%
营业费用	184	233	238	276	净利润	20.8%	50.2%	4.7%	8.0%
管理费用	163	195	198	243	<b>盈利能力</b>				
财务费用	98	154	293	271	毛利率	14.8%	20.1%	14.4%	11.7%
其他	0	0	0	0	营业利润率	7.4%	11.2%	5.9%	3.5%
营业利润	540	904	515	383	EBITDA 利润率	22.1%	28.9%	31.5%	28.1%
营业外收支	611	787	1,374	1,707	净利润率	12.1%	16.4%	15.8%	13.6%
利润总额	1,216	1,804	1,890	2,040	<b>偿债能力</b>				
所得税	332	476	499	538	流动比率	0.69	0.86	1.14	0.93
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.68	0.85	1.13	0.92
归属母公司净利润	884	1,328	1,391	1,502	现金比率	0.50	0.62	0.83	0.59
EBITDA	1,619	2,336	2,771	3,104	资产负债率	68.4%	59.2%	58.6%	56.3%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	4.3%	9.8%
货币资金	2,107	3,074	3,477	2,878	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	266	822	894	1,108	总资产收益率	9.4%	9.7%	8.0%	7.6%
预付款项	195	261	304	394	净资产收益率	28.1%	26.3%	19.4%	17.9%
存货	43	55	64	83	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	311	52	52	52	每股净利润 (元)	2.95	1.66	1.74	1.88
流动资产合计	2,922	4,264	4,791	4,515	每股净资产 (元)	11.84	8.17	9.70	11.32
固定资产及在建工程	6,884	10,146	12,107	13,870	每股股利 (元)	0.32	0.21	0.26	0.28
无形资产及其他长期资产	1,345	1,523	1,720	2,075	每股经营现金流 (元)	3.59	2.01	3.04	3.62
非流动资产合计	8,340	11,765	13,972	16,190	<b>估值分析</b>				
资产合计	11,261	16,029	18,762	20,706	市盈率	13.1	23.3	22.2	20.6
短期借款	2,789	2,584	1,511	1,461	市净率	3.3	4.7	4.0	3.4
应付账款及票据	711	1,006	1,172	1,519	EV/EBITDA	9.0	14.4	12.5	11.3
其他流动负债	717	1,388	1,506	1,859	股息收益率	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%
流动负债合计	4,217	4,979	4,189	4,839					
长期借款和应付债券	2,329	3,354	5,654	5,654					
非流动负债合计	3,491	4,510	6,810	6,810					
负债合计	7,708	9,489	10,999	11,650					
股东权益合计	3,553	6,540	7,763	9,056					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	11,261	16,029	18,762	20,706					
<b>现金流量表</b>									
净利润	884	1,328	1,391	1,502					
折旧和摊销	305	377	588	793					
营运资本变动	-172	333	160	377					
其他	-121	-700	0	0					
经营活动现金流	1,076	1,610	2,433	2,893					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-2,404	-3,393	-2,795	-2,962					
投资活动现金流	-2,404	-3,393	-2,795	-2,962					
股权融资	0	1,755	0	0					
银行借款	2,457	820	1,227	-50					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2,244	2,435	765	-530					
汇率变动对现金的影响	2	94	0	0					
现金净增加额	918	746	402	-599					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

春秋航空 2004 年成立于上海，作为中国首批民营航空公司之一，定位于低成本航空业务模式，主要从事国内、国际及港澳航空客货运输业务及与航空运输业务相关的服务。区别于全服务航空公司，公司凭借价格优势吸引大量对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场。



图表 57：春秋航空生产数据

(百万)	春秋			春秋		
	2016.11	2015.11	变化 (%)	2016.1~11	2015.1~11	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	2,179	2,031	7.32	24,456	21,721	12.59
收入客公里	1,936	1,815	6.66	22,481	20,242	11.06
客座率 (%)	88.8	89.4	-0.5ppt	91.9	93.2	-1.3ppt
<b>国内</b>						
可用座位公里	1,476	1,192	23.85	15,086	14,891	1.31
收入客公里	1,358	1,113	22.07	14,222	14,150	0.51
客座率 (%)	92.0	93.4	-1.3ppt	94.3	95.0	-0.8ppt
<b>国际</b>						
可用座位公里	624	767	-18.70	8,508	5,875	44.82
收入客公里	503	634	-20.65	7,448	5,209	42.98
客座率 (%)	80.6	82.6	-2.0ppt	87.5	88.7	-1.1ppt
<b>地区</b>						
可用座位公里	80	72	10.93	862	955	-9.71
收入客公里	74	68	8.91	811	882	-8.11
客座率 (%)	93.3	95.0	-1.7ppt	94.0	92.4	1.6ppt
<b>货运</b>						
货运载运吨公里	7	6	16.21	63	67	-5.47

资料来源：公司数据、中金公司研究部

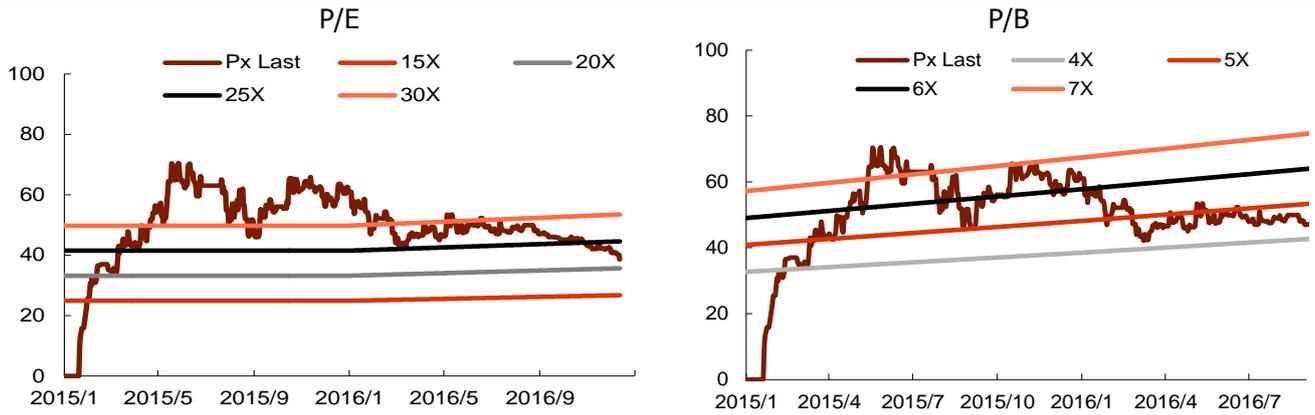
图表 58：春秋航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.32	0.33
	新预测	0.32	0.32
	(+/-%)	0.9	-2.2
客运周转量 (百万)	原预测	25,828	31,359
	新预测	24,978	30,483
	(+/-%)	-3.3	-2.8
客座率 (%)	原预测	91.51%	91.54%
	新预测	91.50%	91.52%
	(+/-%)	0.0	0.0
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	8,898	11,574
	新预测	8,800	10,910
	(+/-%)	-1.1	-5.7
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	2,065	2,599
	新预测	1,930	2,720
	(+/-%)	-6.5	4.6
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	-9.1	-71.8
	新预测	-55.4	2.3
	(+/-%)	507.5	-103.3
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	7,762	9,912
	新预测	7,529	9,760
	(+/-%)	-3.0	-1.5
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,330	1,432
	新预测	1,391	1,502
	(+/-%)	4.6	4.9
每股盈利 (人民币)	原预测	1.66	1.79
	新预测	1.74	1.88
	(+/-%)	4.6	4.9
目标价 (人民币)	原预测	53.00	
	新预测	49.00	
	(+/-%)	-7.5	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 59: 春秋航空历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 60: 航空可比公司估值

公司	币种	股价	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航*	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空*	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空*	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空*	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空*	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航*	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空*	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空*	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	75.9	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	16	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法荷航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	4.0	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	29050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	25.2	0.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部





# 吉祥航空

## 精准定位，深耕上海

### 投资建议

预计明年 ASK 同比增速~25%，在上市航空公司中较高；国内线占比大，票价下滑幅度小，且受油价、汇率扰动小；九元继续贡献利润，维持推荐评级。

### 理由

**预计全年业绩增长~30%**。1) 前三季度，公司 ASK 同比增长~25%，国内、国际线并重；2) 受益于国内线高占比，上半年票价同比仅下跌不到 3%。多台发动机大修推升成本，成本同比增长 30.6%，导致毛利率略有下滑。公司前三季度营业收入同比增长 24%，虽毛利率有所下降，但由于营业外收入同比上升约 120%，推升前三季度净利润同比增速（30%）。

**精准定位，深耕上海**。1) 预计公司 2017 年 ASK 同比增速继续维持 25% 以上；2) 受油价、汇率波动性小；3) 2017 年拟加入星空联盟“优选伙伴计划”，有助于增厚旅客量，完善航线网络布局；4) 九元继续贡献利润。精准定位，深耕上海，并以南京基地辅助，吉祥与九元低成本双轮驱动。假设 2017 年客座率同比持平，票价微涨 0.5%，预计全年净利润同比增速约为 12%。

**4Q16 业绩有望小幅上升 6%，1Q17 小幅下滑 10%**。考虑公司国内线占比高，票价下滑幅度收窄明显，预计四季度客座率同比上升 0.2 个百分点，票价同比下降 1%，4Q16 业绩同比小幅上升 6%。看明年，预计客座率、票价同比持平，油价均价同比上升拖累业绩，1Q17 净利润同比小幅下滑 10%。

### 盈利预测与估值

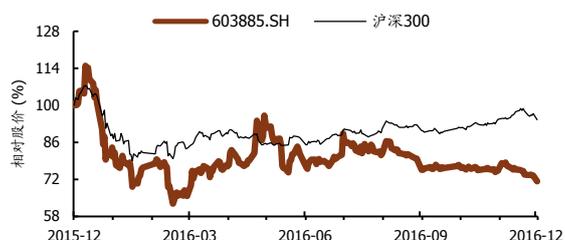
继续推荐吉祥航空，考虑汇率、油价假设、油价敏感性调整等因素，将 2016 年和 2017 年净利润分别下调 1.2%/15.5% 至 13.45 亿元/15.02 亿元，分别对应每股收益 1.05 元/1.17 元。基于盈利调整，将目标价从 32 元下调 6.3% 至 30 元，对应 25.6x 2017 年 P/E。

### 风险

经济增速低于预期；油价大幅上升；人民币贬值超预期。

### 维持推荐

股票代码	603885.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 23.90
目标价	人民币 30.00
52 周最高价/最低价	人民币 39.10~20.88
总市值(亿)	人民币 307
30 日日均成交额(百万)	人民币 109.97
发行股数(百万)	1,284
其中：自由流通股(%)	17
30 日日均成交量(百万股)	4.32
主营行业	航空



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	6,647	8,158	10,010	12,541
增速	12.1%	22.7%	22.7%	25.3%
归属母公司净利润	428	1,047	1,345	1,502
增速	26.3%	144.9%	28.5%	11.7%
每股净利润	0.86	0.92	1.05	1.17
每股净资产	4.01	2.96	6.00	6.82
每股股利	0.12	0.63	0.37	0.12
每股经营现金流	1.73	1.74	1.63	1.94
市盈率	27.9	25.9	22.8	20.4
市净率	6.0	8.1	4.0	3.5
EV/EBITDA	14.7	16.8	14.5	13.2
股息收益率	0.2%	1.1%	1.5%	0.5%
平均总资产收益率	6.0%	9.8%	8.9%	8.1%
平均净资产收益率	23.5%	39.0%	24.3%	18.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

杨鑫, CFA

分析员

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

赵欣悦

联系人

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080116080019



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	6,647	8,158	10,010	12,541	营业收入	12.1%	22.7%	22.7%	25.3%
营业成本	5,404	6,039	7,466	9,549	营业利润	30.9%	191.3%	26.4%	16.6%
营业税金及附加	8	18	22	27	EBITDA	32.1%	92.1%	24.5%	16.0%
营业费用	437	436	526	655	净利润	26.3%	144.9%	28.5%	11.7%
管理费用	244	269	328	411	<b>盈利能力</b>				
财务费用	151	268	205	203	毛利率	18.7%	26.0%	25.4%	23.9%
其他	0	0	0	0	营业利润率	5.9%	14.1%	14.5%	13.5%
营业利润	395	1,151	1,455	1,696	EBITDA 利润率	15.5%	24.3%	24.6%	22.8%
营业外收支	202	268	386	377	净利润率	6.4%	12.8%	13.4%	12.0%
利润总额	597	1,401	1,848	2,074	<b>偿债能力</b>				
所得税	182	373	492	552	流动比率	0.67	0.44	0.55	0.46
少数股东损益	13	19	-11	-19	速动比率	0.65	0.44	0.54	0.45
归属母公司净利润	428	1,047	1,345	1,502	现金比率	0.27	0.21	0.22	0.12
EBITDA	1,031	1,980	2,465	2,860	资产负债率	73.3%	74.2%	53.9%	55.9%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	32.8%	56.4%	25.8%	33.4%
货币资金	775	1,287	1,200	761	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	967	1,291	1,584	1,985	总资产收益率	6.0%	9.8%	8.9%	8.1%
预付款项	75	94	116	148	净资产收益率	23.5%	39.0%	24.3%	18.3%
存货	36	44	55	70	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	73	65	65	65	每股净利润 (元)	0.86	0.92	1.05	1.17
流动资产合计	1,926	2,781	3,020	3,029	每股净资产 (元)	4.01	2.96	6.00	6.82
固定资产及在建工程	5,503	9,762	12,959	15,977	每股股利 (元)	0.12	0.63	0.37	0.12
无形资产及其他长期资产	468	855	983	1,135	每股经营现金流 (元)	1.73	1.74	1.63	1.94
非流动资产合计	6,006	10,623	13,941	17,111	<b>估值分析</b>				
资产合计	7,932	13,405	16,961	20,141	市盈率	27.9	25.9	22.8	20.4
短期借款	1,570	4,409	3,186	3,686	市净率	6.0	8.1	4.0	3.5
应付账款及票据	951	1,207	1,492	1,909	EV/EBITDA	14.7	16.8	14.5	13.2
其他流动负债	369	660	805	1,003	股息收益率	0.2%	1.1%	1.5%	0.5%
流动负债合计	2,890	6,276	5,483	6,598					
长期借款和应付债券	2,255	2,981	2,981	3,981					
非流动负债合计	2,923	3,665	3,665	4,665					
负债合计	5,813	9,941	9,148	11,263					
股东权益合计	2,005	3,365	7,704	8,750					
少数股东权益	114	98	109	128					
负债及股东权益合计	7,932	13,405	16,961	20,141					
<b>现金流量表</b>									
净利润	428	1,047	1,345	1,502					
折旧和摊销	271	292	422	603					
营运资本变动	-42	197	104	166					
其他	73	208	0	0					
经营活动现金流	867	1,976	2,095	2,493					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-1,347	-4,660	-3,600	-3,600					
投资活动现金流	-1,799	-4,677	-3,748	-3,773					
股权融资	600	760	3,335	0					
银行借款	1,019	3,565	-1,223	1,500					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	1,045	3,245	1,566	841					
汇率变动对现金的影响	0	2	0	0					
现金净增加额	113	546	-87	-439					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

吉祥航空是国内最大的民营全服务航空公司。公司 2006 年 9 月开航运营，主要从事国内、港澳台地区及周边国家的航空客、货运输以及相关航空服务业务。公司以上海两大机场（虹桥机场和浦东机场）为主运营基地和中枢机场，建立了基本覆盖国内经济发达省会城市、重点旅游城市、港澳台地区，并辐射周边国家的航线网络。同时，公司于 2014 年控股设立九元航空，主营国内航空客货运输业务，进入我国低成本航空市场，打造双品牌及双枢纽战略，实现高、中、低端旅客市场全覆盖。



图表 61：吉祥航空生产数据

(百万)	吉祥			吉祥		
	2016.11	2015.11	变化 (%)	2016.1~11	2015.1~11	变化 (%)
<b>客运</b>						
可用座位公里	2,123	1,775	<b>19.63</b>	23,531	19,007	<b>23.80</b>
收入客公里	1,802	1,508	<b>19.52</b>	20,163	16,258	<b>24.02</b>
客座率 (%)	84.9	84.9	<b>-0.1ppt</b>	85.7	85.5	<b>0.2ppt</b>
<b>国内</b>						
可用座位公里	1,860	1,414	31.47	19,303	15,216	26.86
收入客公里	1,614	1,254	28.72	16,789	13,371	25.56
客座率 (%)	86.8	88.7	<b>-1.9ppt</b>	87.0	87.9	<b>-0.9ppt</b>
<b>国际</b>						
可用座位公里	230	321	-28.35	3,820	3,322	14.97
收入客公里	163	225	-27.52	3,057	2,543	20.24
客座率 (%)	70.8	70.0	<b>0.8ppt</b>	80.0	76.5	<b>3.5ppt</b>
<b>地区</b>						
可用座位公里	33	39	-14.46	408	469	-12.96
收入客公里	24	28	-13.89	316	343	-7.71
客座率 (%)	73.4	72.9	<b>0.5ppt</b>	77.5	73.1	<b>4.4ppt</b>
<b>货运</b>						
货运载运吨公里	12	9	40.85	111	84	31.77

资料来源：公司数据、中金公司研究部

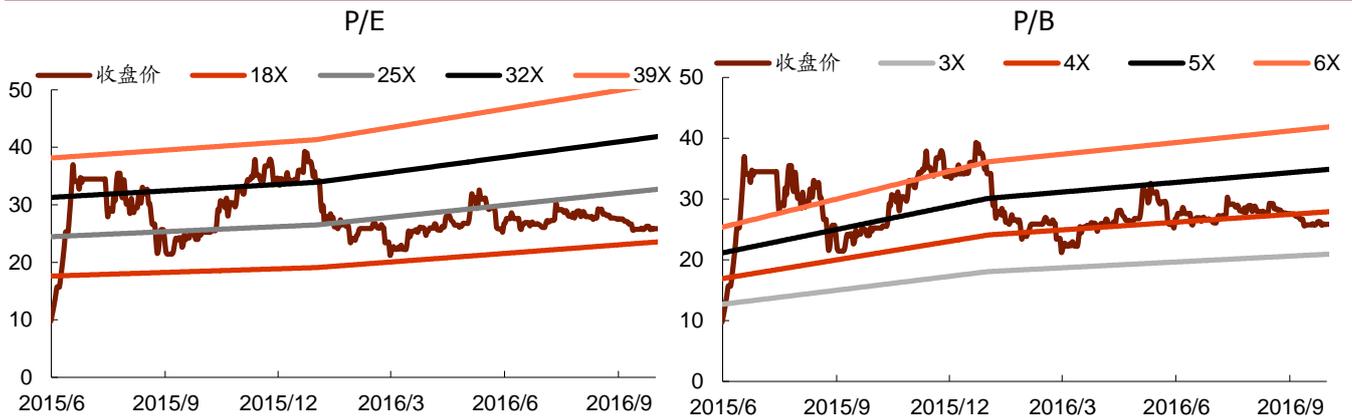
图表 62：吉祥航空盈利预测调整

		2016E	2017E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.44	0.44
	新预测	0.44	0.45
	(+/-%)	0.0	0.5
客运周转量 (百万)	原预测	22,156	27,457
	新预测	21,970	27,403
	(+/-%)	-0.8	-0.2
客座率 (%)	原预测	84.79%	85.06%
	新预测	85.10%	85.15%
	(+/-%)	0.4	0.1
主营收入净额 (人民币百万)	原预测	10,072	12,483
	新预测	10,010	12,541
	(+/-%)	-0.6	0.5
燃油成本 (人民币百万)	原预测	2190	2737
	新预测	2115	2982
	(+/-%)	-3.4	8.9
汇兑收益 (人民币百万)	原预测	-35.0	0.0
	新预测	-48.2	-32.7
	(+/-%)	37.8	n.a.
主营业务成本 (人民币百万)	原预测	7548	9364
	新预测	7466	9549
	(+/-%)	-1.1	2.0
净利润 (人民币百万)	原预测	1,362	1,779
	新预测	1,345	1,502
	(+/-%)	-1.2	-15.5
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	原预测	1.06	1.39
	新预测	1.05	1.17
	(+/-%)	-1.2	-15.5
目标价 (人民币)	原预测	32.00	
	新预测	30.00	
	(+/-%)	-6.3	

资料来源：公司数据、中金公司研究部



图表 63: 吉祥航空历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 64: 航空可比公司估值

公司	币种	股价 2016/12/12	市值 (US\$mn)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
<b>A股航空上市公司</b>																					
中国国航	RMB	7.32	12,424	23.6	13.3	11.9	12.3	1.6	1.5	1.4	1.2	7.0	11.8	12.0	10.6	0.7	1.5	1.2	1.1	41%	0.3
东方航空	RMB	6.46	11,538	24.0	18.7	16.5	17.6	3.0	2.4	2.2	2.0	13.1	14.5	14.6	12.0	0.0	0.0	0.8	0.0	21%	0.8
南方航空	RMB	7.04	8,978	39.0	17.9	12.9	15.2	1.9	1.8	1.6	1.5	5.1	10.3	13.0	10.1	0.6	1.1	1.6	1.4	74%	0.2
春秋航空	RMB	38.61	4,651	13.1	25.5	22.2	20.6	3.3	4.7	4.0	3.4	28.1	26.3	19.4	17.9	0.3	0.5	0.7	0.7	-23%	n.m.
吉祥航空	RMB	23.90	4,567	29.7	27.5	22.8	20.4	6.0	8.1	4.0	3.5	23.5	39.0	24.6	20.8	0.2	1.0	1.5	0.5	14%	1.6
海南航空	RMB	3.27	8,145	15.4	13.3	10.2	8.1	1.4	1.3	1.2	1.1	9.3	10.1	10.8	11.8	2.0	0.0	0.5	2.8	23%	0.5
平均值				24.1	19.4	16.1	15.7	2.9	3.3	2.4	2.1	14.4	18.7	15.7	13.9	0.6	0.7	1.0	1.1	25%	0.7
中值				23.8	18.3	14.7	16.4	2.5	2.1	1.9	1.7	11.2	13.2	13.8	11.9	0.4	0.8	1.0	0.9	22%	0.5
<b>H股航空上市公司</b>																					
中国国航	HKD	5.09	12,432	13.0	7.4	7.2	7.7	0.9	0.9	0.8	0.8	7.1	12.4	12.0	10.6	1.3	2.5	1.9	1.9	34%	0.2
东方航空	HKD	3.43	11,546	10.2	8.1	7.6	8.3	1.2	1.0	0.8	0.8	11.7	13.5	12.8	10.0	0.0	0.0	1.7	1.7	16%	0.5
南方航空	HKD	4.23	8,984	18.7	9.3	6.7	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	5.1	10.0	13.1	9.9	1.2	2.3	3.1	2.6	67%	0.1
国泰航空	HKD	10.24	5,283	12.8	6.7	7.59	84.6	0.8	0.8	0.8	0.8	5.5	12.0	1.8	1.3	3.5	5.2	0.7	0.8	-59%	n.m.
平均值				13.7	7.9	24.3	27.2	0.9	0.9	0.8	0.8	7.4	12.0	9.9	8.0	1.5	2.5	1.9	1.8	15%	0.3
中值				12.9	7.8	7.4	8.3	0.9	0.9	0.8	0.8	6.3	12.2	12.4	10.0	1.2	2.4	1.8	1.8	25%	0.2
<b>国际航空上市公司</b>																					
<b>美洲</b>																					
美联航	USD	75.17	24,235	14.9	6.3	9.2	11.9	11.8	3.1	2.6	2.2	42.1	129.2	28.7	20.0	0.0	0.0	0.0	0.1	27%	0.3
达美航空	USD	51.78	38,778	15.9	11.2	9.9	10.0	4.8	3.7	3.0	2.4	6.4	46.0	31.7	24.6	0.6	0.9	1.3	1.7	27%	0.4
天西航空	USD	38.95	2,015	81.1	19.7	14.4	13.0	1.4	1.3	1.2	1.1	-1.7	8.1	9.0	8.0	0.4	0.4	0.5	0.4	138%	0.1
阿拉斯加航空	USD	89.77	11,066	21.5	13.8	12.8	13.0	5.5	4.7	3.6	3.2	29.1	37.4	32.3	28.0	0.6	0.9	1.2	1.3	29%	0.4
共和航空	USD	0.32	16	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	11.0	-4.4	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
夏威夷航空	USD	56.75	3,032	36.6	18.4	10.8	12.0	8.4	6.8	4.3	3.2	18.0	44.9	49.2	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0	84%	0.1
平均值				31.1	15.8	12.0	12.0	4.1	3.3	3.0	2.5	12.6	19.1	11.8	4.9	0.3	0.4	0.8	0.9	69%	0.3
中值				21.5	16.1	11.8	12.5	4.8	3.7	3.3	2.8	11.0	37.4	32.0	26.3	0.4	0.4	0.9	0.9	57%	0.3
<b>欧洲</b>																					
法航航空	EUR	5.05	1,633	n.a.	7.4	3.7	3.8	n.a.	6.7	4.4	1.9	n.a.	n.a.	88.5	38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
汉莎航空	EUR	12.40	6,284	12.1	4.5	4.8	5.8	1.4	1.0	1.0	0.9	1.1	34.9	23.3	17.3	0.0	4.0	4.2	3.9	58%	0.1
北欧航空	SEK	14.85	537	n.a.	13.8	13.0	6.1	4.1	1.8	0.6	0.5	-49.2	31.3	18.4	12.6	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
芬兰航空	EUR	4.04	550	n.a.	n.a.	15.0	7.9	1.0	0.7	0.7	0.6	-13.9	14.4	8.8	13.1	0.0	0.0	1.9	2.4	n.a.	n.a.
平均值				12.1	8.6	9.1	5.9	2.2	2.6	1.7	1.0	-20.7	26.9	34.8	20.4	0.0	1.0	1.5	1.6	58%	0.1
中值				12.1	7.4	8.9	6.0	1.4	1.4	0.8	0.7	-13.9	31.3	20.9	15.2	0.0	0.0	1.0	1.2	58%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																					
新加坡航空	SGD	9.78	8,051	32.0	31.1	17.5	22.3	0.9	0.9	0.9	0.9	2.7	2.9	6.1	4.6	2.1	2.2	4.0	3.6	35%	0.5
澳洲航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
大韩航空	KRW	29050	1,830	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	0.8	0.9	1.0	0.8	-20.3	-24.9	-3.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.3	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	9.52	1,646	n.a.	9.0	11.6	10.3	1.0	0.9	0.8	0.8	-1.5	10.8	8.3	8.6	0.0	4.8	2.9	3.3	n.a.	n.a.
新西兰航空	NZD	2.12	1,731	9.5	6.9	3.9	6.3	1.3	1.2	1.0	1.2	14.3	17.0	28.6	18.0	4.7	7.5	10.1	8.9	56%	0.1
长荣航空	TWD	14.95	1,942	n.a.	9.3	9.7	10.4	1.5	1.2	1.1	1.0	-3.7	15.5	12.3	12.0	0.0	1.9	1.8	1.8	n.a.	n.a.
平均值				20.8	13.2	9.8	10.2	1.3	1.2	1.1	1.1	-12.3	6.5	14.1	14.9	1.1	2.8	3.1	3.9	45%	0.7
中值				20.8	9.5	10.6	10.3	1.3	1.2	1.0	1.0	-3.7	10.8	8.3	12.0	0.0	1.9	1.8	3.3	45%	0.3
<b>低成本航空上市公司</b>																					
美西南航空	USD	49.79	30,651	24.8	14.1	13.6	13.6	5.0	4.4	3.4	2.9	16.1	30.9	29.2	24.2	0.4	0.6	0.8	0.9	35%	0.4
捷蓝航空	USD	21.90	7,090	31.3	11.1	10.2	11.2	2.7	2.2	1.8	1.7	17.2	23.6	20.5	15.2	0.0	0.0	0.0	0.0	75%	0.1
西捷航空	CAD	22.59	2,039	9.2	7.7	9.5	10.2	1.6	1.4	1.3	1.2	16.9	19.7	13.8	12.3	2.1	2.5	2.6	2.6	-2%	n.m.
瑞安航空	EUR	14.45	19,249	n.a.	n.a.	15.1	14.0	n.a.	n.a.	4.2	4.4	15.9	23.7	31.2	34.0	n.a.	n.a.	1.7	0.0	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	3.32	4,719	n.a.	9.7	6.1	6.2	2.4	2.0	1.9	1.7	-65.4	17.7	32.2	28.2	0.0	0.0	0.0	5.2	n.a.	n.a.
亚洲航空	MYR	2.55	1,607	85.0	13.1	5.0	6.2	1.6	1.6	1.2	1.1	1.7	12.0	28.9	17.7	1.2	1.6	3.8	3.3	311%	0.0
宿务太平洋航空	PHP	90.20	1,134	13.2	12.5	5.5	6.4	2.5	2.2	1.6	1.4	4.0	18.9	31.5	23.4	1.1	1.1	2.6	2.6	55%	0.1
平均值				32.7	11.4	9.3	9.7	2.6	2.3	2.2	2.1	0.3	11.4	26.8	22.1	0.8	1.0	1.6	2.1	95%	0.2
中值				24.8	11.8	9.5	10.2	2.5	2.1	1.8	1.7	10.0	19.3	29.2	23.4	0.8	0.8	1.7	2.6	55%	0.1

\*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯、万得资讯、公司数据、中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

**与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V160908  
编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

