

# 航空

未来行业趋势向上，外部因素现好转，估值已存在安全边际

## 观点聚焦

### 投资建议

我们维持对航空行业 2018 年和 2019 年趋势向上的判断，考虑当前布伦特油价由 70 美元/桶下跌至 62 美元/桶，人民币兑美元已一度突破 6.3，且当前估值已回落至历史均值，A/H 股均具备投资价值，我们更看好估值相对较低的 H 股三大航。三大航中首选中国国航 A/H，次选南方航空 A/H。民营航空首选吉祥航空。

### 理由

**2018、2019 年行业趋势向上。**我们认为 2018 年 1 月 5 日推进的票价市场化改革政策将主导未来两年航空公司的利润上涨。叠加民航局为提升正点率推出的对机场航班时刻同比增速的限制，将利好行业格局的改善，支撑票价上涨。**预计三大航 2018 年净利润平均增长 17.6%，2019 年预计加快至 34.8%**（提价利好将在 2019 年集中体现），**扣除汇兑影响，2018 年净利润平均增长 32.6%，2019 年预计同比增长超过 60%**。票价（以客公里收益计）每提升 1%，**预计增厚三大航净利润 7~9 亿元，对应 7~11%**。

**外部因素好转，估值回落至均值水平。**布伦特油价已回落至 2017 年 12 月水平，为年初至今最低点；人民币兑美元已升值约 3.4%，到达我们前次预计的水平。布伦特油价上涨 1 美元，对应减少三大航净利润约 3~4 亿元，对应 3~5%；人民币兑美元每上升 1%，对应增厚三大航净利润 2.5~3 亿元，对应 2.5~5%。外部因素好于我们此前的预期，且边际上仍现改善。

### 盈利预测与估值

虽然中金大宗组将布伦特油价从 60 美元/桶上调至 68 美元/桶，但中金宏观组将 2018 年底人民币兑美元汇率调整至 6.18，且票价利好幅度或超过我们此前的预期。**维持三大航 2017、2018 年盈利预测不变**，考虑票价或超预期，上调 2019 年盈利（引入南方航空 2019 年盈利预测，具体公司的盈利调整请见公司页）。

考虑未来盈利同比增长确定性高，估值应享受溢价。**分别上调中国国航 A/H、南方航空 H 股、东方航空 A/H 股和春秋航空目标价至 13.8 元人民币和 13.0 元港币、11.0 元港币、8.1 元人民币和 8.1 元港币和 36.5 元人民币，其余维持不变。维持所有航空公司评级不变。**

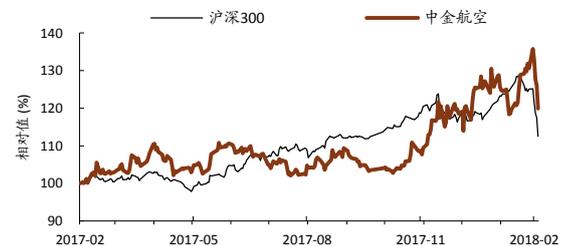
### 风险

经济增速低于预期；春运票价和旺季票价提升不及预期；人民币贬值；油价大幅上涨；2017 年业绩低于预期。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2018E	2019E
中国国航-A	推荐	13.80	15.0	11.5
南方航空-A	推荐	13.40	13.3	9.3
吉祥航空-A	推荐	19.60	15.8	11.5
东方航空-A	中性	8.10	16.6	12.5
春秋航空-A	中性	36.50	19.7	13.6
中国国航-H	推荐	13.00	10.1	7.7
中国南方航空-H	推荐	11.00	8.5	5.9
中国东方航空-H	推荐	8.10	10.3	7.8

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 公路,航空,铁路运输 | 中外对比看交通: 量可上, 价可涨 (2018.01.26)
- 三大航供需关系持续改善, 客座率略超预期 (2018.01.16)
- 中国民航信息网络-H | 民航新政影响有限, 关注公司长期利好 (2018.01.15)
- 吉祥航空-A | 员工持股计划一石二鸟, 彰显长期股价信心 (2018.01.15)
- 政策超预期, 但短期利好已部分反映 (2018.01.08)
- 淡季供需关系略有改善, 符合预期 (2017.12.18)

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

### 赵欣悦

联系人

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080116080019

### 杨鑫, CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553



## 目录

行业趋势向上，外部因素好转 .....	3
长期看，航空量可上，价可涨 .....	3
短期看，外部因素好转，估值回落 .....	6

## 图表

图表 1: 2016 年世界各国周转量占比 .....	3
图表 2: 美国客运出行方式周转量占比 .....	3
图表 3: 日本客运出行方式周转量占比 .....	3
图表 4: 英法德客运出行方式周转量占比 .....	3
图表 5: 客座率稳中有升，票价一路下行 .....	4
图表 6: 中美航空客运运价 .....	4
图表 7: 中美日德四国航空客运价格对比 .....	4
图表 8: 中美三大航司 RPK Yield 对比 .....	4
图表 9: 可支配收入 VS 航空票价 .....	4
图表 10: 机场放行准点率 .....	5
图表 11: 2018 年盈利预测假设 .....	6
图表 12: 敏感性测算 .....	6
图表 13: 布伦特油价变动 .....	6
图表 14: 人民币兑美元汇率变动 .....	6
图表 15: 国际航空公司估值表 .....	7
图表 16: 盈利预测调整 .....	10
图表 17: 历史 P/E 和 P/B .....	10
图表 18: 历史 P/E 和 P/B .....	13
图表 19: 盈利预测调整 .....	16
图表 20: 历史 P/E 和 P/B .....	16
图表 21: 盈利预测调整 .....	19
图表 22: 历史 P/E 和 P/B .....	19
图表 23: 盈利预测调整 .....	22
图表 24: 历史 P/E 和 P/B .....	22

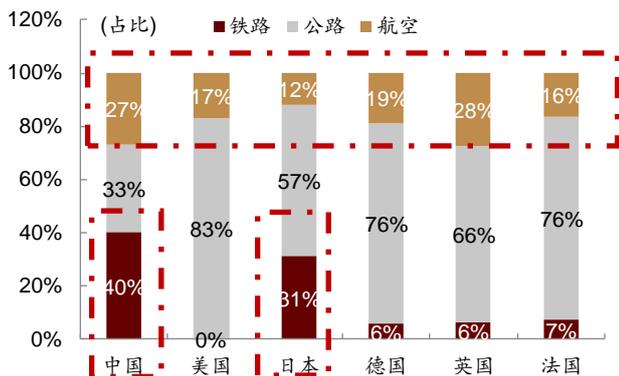


## 行业趋势向上，外部因素好转

长期看，航空量可上，价可涨

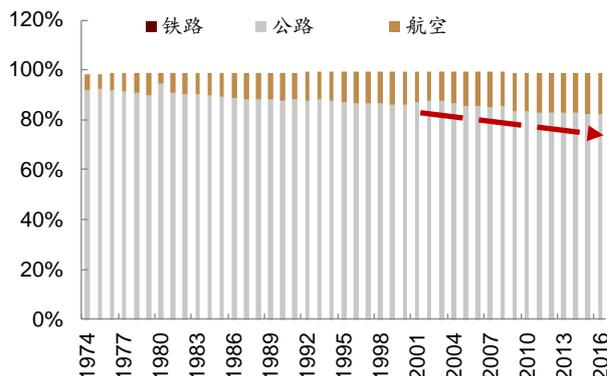
航空有望量价齐升。过去十年，中国航空客运周转量 CAGR 为 13%，即使在高铁冲击的过去五年，航空在国内客运市场占比也提升了 9ppt 至 21%，且从世界各国来看，过去十年航空在客运市场中都在获得市场份额；价格上，过去五年在行业客座率持续提升之下航空票价持续下降，主要源于竞争格局恶化，在民航局供给控制和票价市场化政策推动下行业有望在未来两三年持续提价。

图表 1: 2016 年世界各国周转量占比



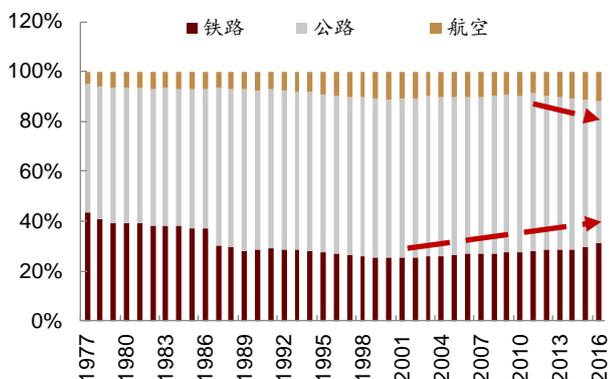
资料来源: 世界银行, 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 美国客运出行方式周转量占比



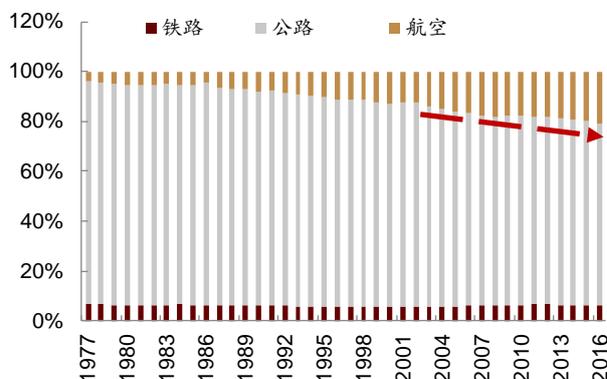
资料来源: 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表 3: 日本客运出行方式周转量占比



资料来源: 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表 4: 英法德客运出行方式周转量占比

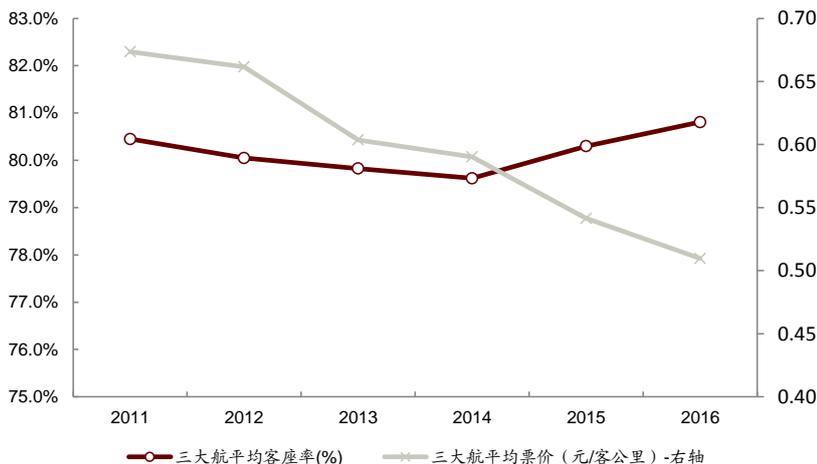


资料来源: 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

票价存在提价空间: 1) 中国的机票价格在中美日德四国中最低。用中美三大航司数据测算, 2017 年上半年美国票价约比中国贵 34%; 与日本和德国相比, 中国票价约为日本的 34%, 德国的 27%。2) 航空运价增速远滞后于可支配收入增长。过去十五年间, 国内可支配收入增长 355%, 与旅游相关的 CPI 同比仅上涨 3.7%, 而机票价格仅增长 2%。3) 航空放开竞争性航线的定价。近期民航局将约占国内需求 75% 的市场纳入市场调节价, 并将最终形成市场决定价格, 有利于行业整体票价上行。

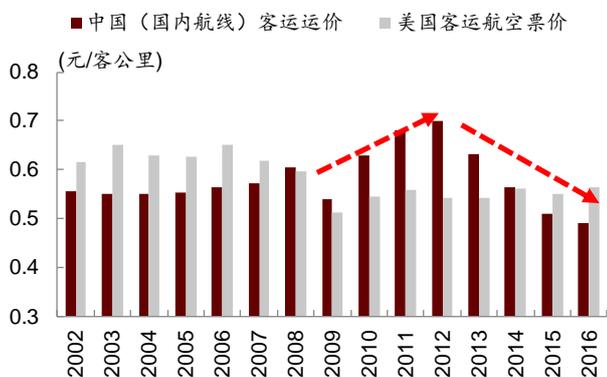


图表5: 客座率稳中有升, 票价一路下行



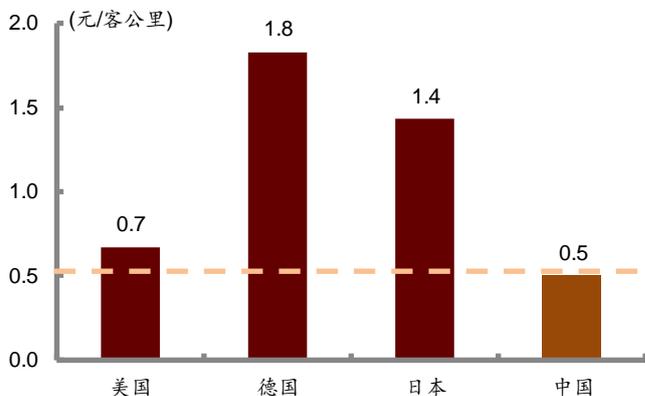
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表6: 中美航空客运运价



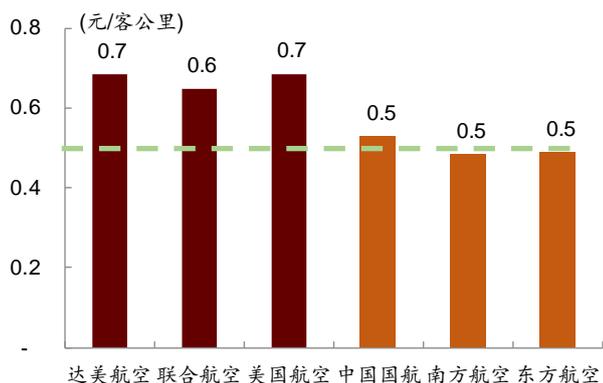
资料来源: 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表7: 中美日德四国航空客运价格对比



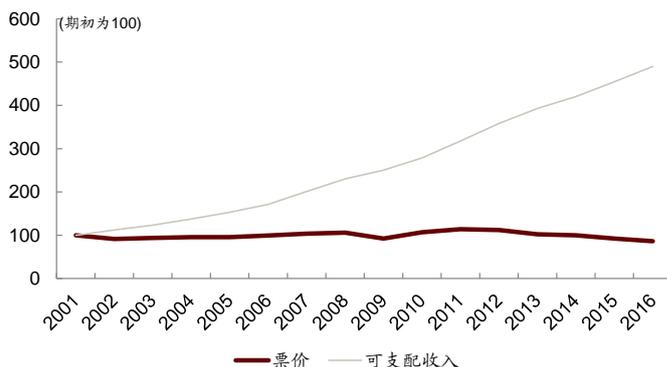
资料来源: 世界银行, 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部

图表8: 中美三大航司 RPK Yield 对比



资料来源: 世界银行, 万得资讯, CEIC, 中金公司研究部, 《中国铁道年鉴》

图表9: 可支配收入 VS 航空票价



资料来源: 公司数据, 万得资讯, 中金公司研究部



### 供给收紧或将持续

2017 年 9 月下旬，民航局推行提升正点率的措施，主要措施有：

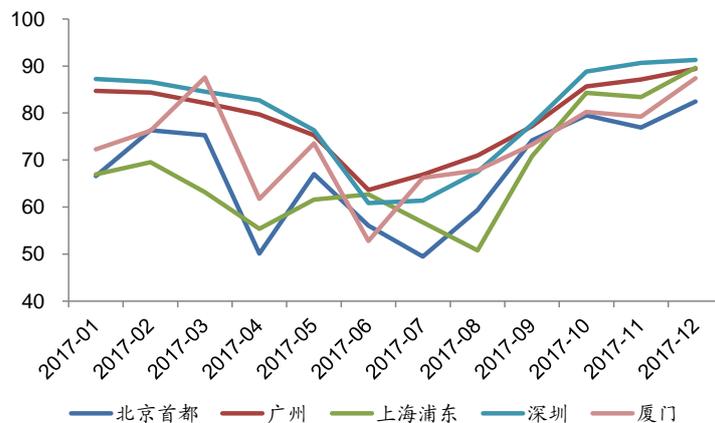
- 1) 2017 年冬春航季，21 个航班时刻主协调机场维持机场容量标准不变；
- 2) 2017 年冬春航季和 2018 年夏秋航季，北京首都机场、上海浦东机场按照机场容量标准 75% 的目标，调减始发航班时刻数量；
- 3) 以上一个同航季的时刻总量为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。

2018 年 1 月底，根据媒体报道<sup>1</sup>，冬春航季的正点率政策主要有以下变化（对比先前民航局官网新闻）：

- 1) 胡焕庸线西北侧机场时刻总量增量控制在 8% 以内；
- 2) 非协调机场中最大增量不超过 30%；
- 3) 2018 年夏航季 6-9 月，航班时刻配置总量，严格控制在 2018 年夏航季换季初的时刻总量范围之内，不得新增。

**供给政策至少还将持续一个航季。**在 2017/2018 冬春航季执行新政以来，机场放行准点率出现了明显的回升。2017 年 12 月，北上广深主要机场放行准点率均上升至全年最高水平，且同比也有显著提升。根据之前文件，正点率政策仍需持续至少一个航季，但随着正点率的持续上升，我们预计控总量、调结构的这一政策预计会有所松动。

图表 10: 机场放行准点率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

### 票价盈利弹性高

在整体行业格局改善和高客座率下，部分航线的票价偏刚性。考虑未来民航局“控总量、调结构”的政策继续，核心航线经济舱全价票将于 2018 年夏秋航季开始逐季上提 10%，全价票 2018 年预计最多上提约 9%，2019 年经济舱全价票预计最高可上调 20%，或将是票价利好集中体现的一年。

**预计 2018 年三大航净利润同比增长 17.6%，扣除汇兑影响之后，同比增长 32.6%，**主要基于如下假设 1) 三大航客座率小幅上升 1.2 个百分点至平均 82.5%；2) 受票价市场化政策以及机场航班时刻增速受限的双重影响，客公里收益同比平均上涨 3.7%；3) 布伦特油价均价为 68 美元/桶，人民币兑美元年底汇率为 6.18。

<sup>1</sup> 民航资源网链接：<http://www.cadas.com.cn/cadas/home/info?id=2018013111095500001/abfb70a86e315272a4738074bcd3a6f9>



图表 11: 2018 年盈利预测假设

	客座率同比变化 (ppt)	客公里收益 同比增速 (%)	净利润 (百万人民币)	净利润同比增速 (%)	扣除汇兑影响后 净利润同比增速 (%)
中国国航	+1.0ppt	3.5%	11,713	13.3%	26.6%
南方航空	+1.0ppt	3.5%	8,221	22.5%	32.3%
东方航空	+1.5ppt	4.0%	6,472	17.0%	38.9%
吉祥航空	+2.0ppt	3.0%	1,598	18.2%	17.2%
春秋航空	+0.0ppt	5.3%	1,289	10.0%	10.8%

注: 不考虑东方航空 2017 年出售资产带来的一次性收益影响。资料来源: 中金公司研究部

图表 12: 敏感性测算

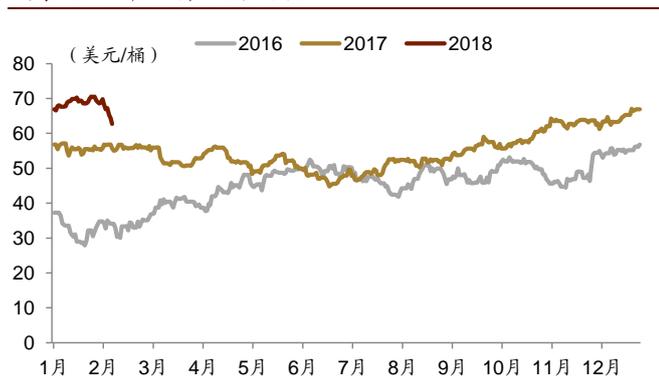
人民币百万 2018e 净利润	中国国航 11,713		东方航空 6,472		南方航空 8,221		春秋航空 1,289		吉祥航空 1,598	
	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
油价下跌1美元/桶	363	3.10%	318	4.91%	412	5.01%	41	3.18%	40	2.50%
人民币兑美元升值1%	291	2.48%	322	4.98%	265	3.22%	1	0.08%	12	0.72%
客座率增加1个百分点	947	8.09%	704	10.88%	959	11.67%	93	7.21%	110	6.88%
票价上升1%	860	7.34%	738	11.40%	894	10.87%	91	7.06%	113	7.07%

资料来源: 中金公司研究部

### 短期看, 外部因素好转, 估值回落

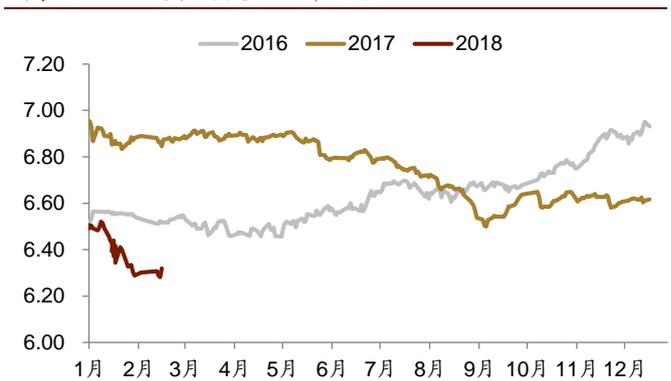
布伦特油价从 70 美元/桶回落至 62 美元/桶附近, 人民币兑美元升值至 6.3, 外部因素的变动趋势均利好航空业绩。当前中国国航-A 对应 15.0 倍 2018 年 P/E, 处于历史均值附近; 南方航空-A 对应 13.3 倍 2018 年 P/E, 考虑增发影响, 对应 14.6 倍 2018 年 P/E, 仍仅持平于历史均值; 东方航空-A 对应 16.6 倍 2018 年 P/E, 相对较高。H 股方面, 中国国航-H 对应 10.1 倍 2018 年 P/E; 南方航空-H 对应 8.5 倍 2018 年 P/E, 考虑增发影响, 对应 9.5 倍 2018 年 P/E; 东方航空-H 对应 10.3 倍 2018 年 P/E, 均处于历史均值附近。民营航空方面, 吉祥航空当前对应 2018 年 15.8 倍市盈率, 显著低于上市以来的均值; 春秋航空对应 19.7 倍 2018 年 P/E, 考虑增发影响, 对应 21.7 倍 2018 年 P/E, 虽然仍低于历史均值, 但考虑运力增速放缓明显, 因此估值仍相对较高。

图表 13: 布伦特油价变动



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 14: 人民币兑美元汇率变动



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



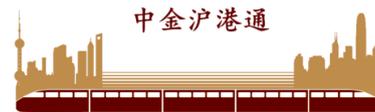
图表 15: 国际航空公司估值表

公司	币种	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				CAGR	PEG
			2018/02/09	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E		
<b>A股航空上市公司</b>																				
中国国航*	RMB	12.08	25.7	17.0	15.0	11.5	2.5	2.0	1.8	1.6	10.6	13.1	12.5	14.5	0.9	0.9	1.0	1.3	14%	1.2
东方航空*	RMB	7.41	23.8	15.9	16.6	12.5	2.3	1.7	1.4	1.1	11.0	12.4	9.3	10.0	0.7	0.0	0.0	0.0	16%	1.0
南方航空*	RMB	10.82	21.0	16.3	13.3	9.3	2.5	2.2	1.9	1.6	12.3	14.4	15.3	18.9	0.9	1.2	1.4	2.1	30%	0.6
春秋航空*	RMB	31.69	26.7	21.7	19.7	13.6	3.5	3.0	2.7	2.3	13.7	14.9	14.4	18.0	0.5	0.7	0.8	1.1	2%	11.9
吉祥航空*	RMB	14.07	14.5	18.7	15.8	11.5	2.4	2.9	2.5	2.1	22.7	16.0	17.0	19.8	1.3	0.4	0.6	0.9	14%	1.4
海南航空	RMB	3.25	15.5	14.3	13.0	10.9	1.1	1.0	1.0	0.9	7.7	6.3	7.1	8.1	1.6	1.2	1.2	1.8	-4%	n.m.
平均值			21.2	17.3	15.6	12	2.4	2.1	1.9	1.6	13.0	12.8	12.6	14.9	1.0	0.7	0.9	1.2	12%	1.4
中值			22.4	16.6	15.4	12	2.4	2.1	1.8	1.6	11.6	13.7	13.4	16.3	0.9	0.8	0.9	1.2	16%	1.1
<b>H股航空上市公司</b>																				
中国国航*	HKD	10.26	19.6	12.4	10.1	7.7	1.6	1.4	1.2	1.1	9.0	12.1	12.4	12.6	1.2	1.1	1.2	1.4	7%	1.8
东方航空*	HKD	5.81	16.0	10.6	10.3	7.8	1.5	1.3	1.1	0.9	10.4	12.9	11.0	11.6	0.0	0.0	0.0	0.0	12%	0.9
南方航空*	HKD	8.62	15.0	11.1	8.5	5.9	1.7	1.5	1.2	1.1	12.2	14.2	15.0	16.0	1.3	1.7	1.8	2.2	27%	0.4
国泰航空	HKD	12.24	n.a.	n.a.	72.0	13.7	0.9	0.9	0.9	0.8	-1.1	-2.8	1.5	5.8	0.4	0.2	0.5	1.8	n.a.	n.a.
平均值			16.9	11.4	25.2	8.8	1.4	1.3	1.1	1.0	7.6	9.1	10.0	11.5	0.7	0.7	0.9	1.4	8%	1.3
中值			16.0	11.1	10.2	7.8	1.6	1.4	1.1	1.0	9.7	12.5	11.7	12.1	0.8	0.6	0.9	1.6	11%	1.0
<b>国际航空上市公司</b>																				
<b>美洲</b>																				
美联航	USD	63.37	7.3	9.5	8.6	7.2	2.3	2.2	1.8	1.6	25.7	22.7	22.1	24.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-25%	n.m.
达美航空	USD	51.23	9.6	10.6	8.1	7.2	3.0	2.5	2.1	1.8	37.8	26.0	29.0	26.8	1.3	2.0	2.5	2.8	3%	4.1
美国航空	USD	48.60	8.5	9.9	8.6	7.1	6.5	5.6	3.7	2.3	56.8	58.6	43.7	30.3	0.8	0.9	0.9	0.9	-27%	n.m.
天西航空	USD	53.30	19.5	16.0	12.1	10.6	2.0	1.9	1.2	1.1	-11.3	12.1	11.0	12.7	0.4	0.6	0.3	0.3	30%	0.5
阿拉斯加航空	USD	64.04	8.7	9.7	10.9	8.6	2.7	2.2	1.8	1.6	30.5	25.4	18.2	19.6	1.7	1.9	2.0	2.1	1%	11.1
夏威夷航空	USD	36.75	7.1	6.6	7.1	7.3	2.9	2.3	1.6	1.3	41.3	37.9	25.4	17.9	0.0	0.6	1.0	1.1	34%	0.2
平均值			10.1	10.4	9.2	8.0	3.2	2.8	2.1	1.6	30.1	30.4	24.9	21.9	0.7	1.0	1.1	1.2	12%	0.9
中值			8.6	9.8	8.6	7.2	2.8	2.3	1.8	1.6	34.1	25.7	23.8	21.9	0.6	0.7	1.0	1.0	6%	1.5
<b>欧洲</b>																				
法荷航空	EUR	10.62	3.6	4.5	5.0	4.3	2.5	1.4	1.1	0.9	101.7	39.4	29.2	24.3	0.0	0.0	0.4	1.0	87%	0.1
汉莎航空	EUR	26.00	8.7	5.6	5.9	5.5	1.7	1.2	1.1	0.9	27.7	26.4	19.1	18.0	1.9	2.8	3.1	3.4	30%	0.2
北欧航空	SEK	17.99	8.4	6.0	6.3	5.5	2.5	0.8	0.7	0.7	38.7	21.8	13.9	15.3	0.0	0.0	0.0	0.0	67%	0.1
芬兰航空	EUR	8.38	11.7	9.7	9.5	10.3	1.2	1.1	1.0	0.9	12.6	10.1	11.2	10.5	1.2	2.7	2.9	3.3	n.a.	n.a.
平均值			8.1	6.4	6.7	6.4	2.0	1.1	1.0	0.9	45.2	24.4	18.3	17.0	0.8	1.4	1.6	1.9	47%	0.1
中值			8.6	5.8	6.1	5.5	2.1	1.2	1.0	0.9	33.2	24.1	16.5	16.7	0.6	1.4	1.7	2.1	64%	0.1
<b>亚洲太平洋</b>																				
新加坡航空	SGD	10.73	15.6	23.2	21.0	22.7	1.0	1.0	0.9	0.9	6.4	4.4	4.6	4.1	4.2	3.2	2.6	2.3	21%	1.1
澳洲航空	AUD	5.09	9.6	9.6	8.6	8.2	3.0	2.5	2.4	2.1	30.7	27.5	27.0	26.0	1.4	2.9	3.7	4.3	24%	0.4
大韩航空	KRW	36000	n.a.	4.4	8.9	6.5	1.5	1.2	1.0	0.9	-26.9	31.6	11.7	14.1	0.0	0.0	0.7	1.0	n.a.	n.a.
中华航空	TWD	11.25	113	32.8	9.2	n.a.	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	4.6	8.9	6.5	0.0	0.0	0.0	n.a.	-43%	n.m.
新西兰航空	NZD	2.99	5.9	8.9	8.9	8.9	1.6	1.6	1.6	1.5	22.7	18.0	18.9	17.4	6.7	7.7	6.6	6.7	5%	1.9
长荣航空	TWD	14.75	17.7	11.8	12.2	15.0	1.2	1.1	1.1	1.0	6.8	9.6	5.6	6.8	1.3	0.4	0.7	0.7	-11%	n.m.
平均值			32.2	15.1	11.5	12.2	1.6	1.4	1.3	1.2	6.8	16.0	12.8	12.5	2.3	2.4	2.4	3.0	2%	7.4
中值			16.6	10.7	9.2	11.9	1.5	1.2	1.1	1.0	6.4	9.6	8.9	6.8	1.3	0.4	0.7	2.3	9%	1.2
<b>低成本航空上市公司</b>																				
美西南航空	USD	55.63	14.8	15.9	11.3	9.8	4.1	3.8	2.7	2.4	28.4	25.7	26.0	25.6	0.7	0.9	1.0	1.0	0%	n.m.
捷蓝航空	USD	19.83	8.9	11.2	10.4	8.9	1.7	1.6	1.3	1.1	21.0	14.0	12.6	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-5%	n.m.
西捷航空	CAD	24.09	9.8	9.9	9.4	7.7	1.4	1.3	1.2	1.0	14.7	12.8	12.0	13.5	2.3	2.3	2.4	2.4	-9%	n.m.
瑞安航空	EUR	15.74	n.a.	15.0	13.1	12.5	n.a.	4.7	3.7	3.1	40.9	34.0	29.8	26.2	n.a.	0.0	0.5	0.2	n.a.	n.a.
捷星航空	AUD	5.09	9.6	9.6	8.6	8.2	3.0	2.5	2.4	2.1	30.7	27.5	27.0	26.0	1.4	2.9	3.7	4.3	24%	0.4
亚洲航空	MYR	4.13	5.6	9.0	9.7	9.3	1.7	1.6	1.4	1.3	37.0	21.8	16.8	15.0	2.9	3.8	2.8	2.5	53%	0.2
宿务太平洋航空	PHP	101.30	6.3	6.7	6.7	6.4	1.8	1.5	1.3	1.1	33.4	23.9	19.4	17.0	1.0	2.4	2.5	2.5	44%	0.2
平均值			9.2	11.0	9.9	9.0	2.3	2.4	2.0	1.7	29.4	22.8	20.5	19.5	1.4	1.8	1.8	1.8	13%	0.9
中值			9.3	9.9	9.7	8.9	1.8	1.6	1.4	1.3	30.7	23.9	19.4	17.0	1.2	2.3	2.4	2.4	21%	0.5

\*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: 公司数据, 万得资讯, 彭博资讯, 中金公司研究部





# 中国国航

## 估值回落，公商务占比高，受益票价市场化改革政策

### 公司近况

过去一周，公司股价回调 11.2%，当前估值已回归历史均值水平。

### 评论

**主基地北京，公商务出行占比高，或最受益票价市场化改革。**根据 CAPA 当周数据，公司约一半的运力（以 ASK 计）与首都机场相关。考虑公司公商务出行占比较高，且人均票价约高出东航和南航 30% 左右，或最受益核心航线经济舱全价提升带来的利好。

**夏秋航季，首都机场高峰小时起降仍然受限，利好国航票价。**根据民航资源网报道<sup>2</sup>，夏秋航季，首都机场原则上全天时刻容量控制在 86 架次/小时，在确保 09、12、15、18、21 五个时段容量控制在 86 架次/小时标准不变的前提下，其他部分时段小时容量可调整至 88 架次/小时。首都机场起降架次的限制，预计将利好国航票价水平。

### 估值建议

虽然中金大宗组将 2018 年/2019 年布伦特油价均价上调至 68 美元/桶和 73 美元/桶，但中金宏观组将 2018 年底人民币兑美元汇率调至 6.18，且首都机场航班时刻增长的限制、以及票价市场化政策或使得票价高于我们此前的预期。**维持 2017 和 2018 年盈利预测不变**，基于票价预测调整，**上调 2019 年盈利预测 16.4% 至 153.2 亿元。**

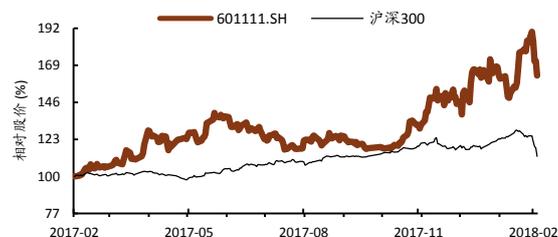
考虑夏秋航季民航局继续执行控总量政策，供需改善继续，且票价市场化政策推进，2019 盈利增长确定性高，估值可享受溢价，**上调 A、H 股目标价 11.3% 和 9.2% 至 13.8 元人民币和 13.0 元港币**，对应 17.0 倍和 12.7 倍 2018 年市盈率，对应 2.0 倍和 1.5 倍 2018 年市净率。

### 风险

经济增长不及预期；油价大幅上涨；人民币兑美元贬值；行业运力增幅高于预期。

### 维持推荐

股票代码	601111.SH	00753.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 12.08	港币 10.26
目标价	人民币 13.80	港币 13.00
52 周最高价/最低价	人民币 14.50~7.40	港币 12.86~5.54
总市值(亿)	人民币 1,581	港币 1,961
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,281.85	港币 337.46
发行股数(百万)	14,525	14,525
其中: 自由流通股(%)	59	31
30 日日均成交量(百万股)	103.01	30.64
主营行业		航空



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	113,964	122,953	139,628	158,810
增速	4.6%	7.9%	13.6%	13.7%
归属母公司净利润	6,814	10,334	11,713	15,317
增速	0.6%	51.7%	13.3%	30.8%
每股净利润	0.47	0.71	0.81	1.05
每股净资产	4.74	6.12	6.82	7.75
每股股利	0.12	0.11	0.12	0.16
每股经营现金流	2.12	1.92	2.12	2.55
市盈率	25.7	17.0	15.0	11.5
市净率	2.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.9	8.4	7.6	6.1
股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%
平均总资产收益率	3.1%	4.4%	4.7%	5.9%
平均净资产收益率	10.6%	13.1%	12.5%	14.5%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

### 赵欣悦

联系人

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116080019

### 杨鑫, CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

<sup>2</sup> 民航资源网链接: <http://www.cadas.com.cn/cadas/home/info?id=2018013111095500001/abfb70a86e315272a4738074bcd3a6f9>



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>				
营业收入	113,964	122,953	139,628	158,810
营业成本	87,203	99,001	112,577	123,517
营业税金及附加	294	317	360	410
营业费用	5,595	6,036	6,855	7,797
管理费用	4,032	4,350	4,939	5,618
财务费用	7,494	-564	223	2,271
其他	0	0	0	0
营业利润	9,347	13,813	14,673	19,198
营业外收支	873	1,536	2,076	2,618
利润总额	10,219	15,348	16,750	21,816
所得税	2,456	3,713	3,928	5,059
少数股东损益	950	1,301	1,109	1,440
归属母公司净利润	6,814	10,334	11,713	15,317
EBITDA	31,115	28,773	31,828	39,988
<b>资产负债表</b>				
货币资金	7,322	10,793	2,998	1,596
应收账款及票据	6,341	6,841	7,768	8,836
预付款项	1,137	1,291	1,468	1,610
存货	1,681	1,813	2,059	2,342
其他流动资产	3,995	4,219	4,635	5,113
流动资产合计	20,475	24,957	18,928	19,497
固定资产及在建工程	178,569	194,163	208,501	221,642
无形资产及其他长期资产	6,034	6,016	6,017	6,037
长期资产	203,653	219,362	234,406	248,838
资产合计	224,128	244,319	253,334	268,335
短期借款	32,780	41,381	47,997	56,267
应付账款及票据	11,776	13,369	15,202	16,680
其他流动负债	25,423	27,667	30,609	33,307
流动负债合计	69,979	82,417	93,809	106,254
长期借款和应付债券	37,833	25,755	12,661	685
非流动负债合计	77,675	64,139	50,491	38,047
负债合计	147,655	146,557	144,300	144,301
股东权益合计	68,876	88,864	99,027	112,587
少数股东权益	7,597	8,898	10,007	11,447
负债及股东权益合计	224,128	244,319	253,334	268,336
<b>现金流量表</b>				
净利润	6,814	10,334	11,713	15,317
折旧和摊销	13,890	14,573	15,940	17,488
营运资本变动	-2,208	2,826	3,009	2,205
其他	3,988	0	0	0
经营活动现金流	30,724	27,858	30,839	37,025
投资活动现金流入	6,328	5,136	4,899	4,899
投资活动现金流出	-25,341	-34,331	-34,728	-35,124
投资活动现金流	-19,013	-29,196	-29,829	-30,225
股权融资	0	0	0	0
银行借款	15,270	18,391	24,069	33,543
其他	25,317	14,395	28,491	40,141
筹资活动现金流	-12,140	5,283	-8,805	-8,202
汇率变动对现金的影响	138	0	0	0
现金净增加额	-290	3,945	-7,795	-1,402

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.6%	7.9%	13.6%	13.7%
营业利润	36.5%	47.8%	6.2%	30.8%
EBITDA	4.2%	-7.5%	10.6%	25.6%
净利润	0.6%	51.7%	13.3%	30.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.5%	19.5%	19.4%	22.2%
营业利润率	8.2%	11.2%	10.5%	12.1%
EBITDA 利润率	27.3%	23.4%	22.8%	25.2%
净利润率	6.0%	8.4%	8.4%	9.6%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.29	0.30	0.20	0.18
速动比率	0.27	0.28	0.18	0.16
现金比率	0.10	0.13	0.03	0.02
资产负债率	65.9%	60.0%	57.0%	53.8%
净债务资本比率	54.2%	19.8%	32.3%	37.0%
<b>回报率分析</b>				
总资产收益率	3.1%	4.4%	4.7%	5.9%
净资产收益率	10.6%	13.1%	12.5%	14.5%
<b>每股指标</b>				
每股净利润 (元)	0.47	0.71	0.81	1.05
每股净资产 (元)	4.74	6.12	6.82	7.75
每股股利 (元)	0.12	0.11	0.12	0.16
每股经营现金流 (元)	2.12	1.92	2.12	2.55
<b>估值分析</b>				
市盈率	25.7	17.0	15.0	11.5
市净率	2.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.9	8.4	7.6	6.1
股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%

## 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。

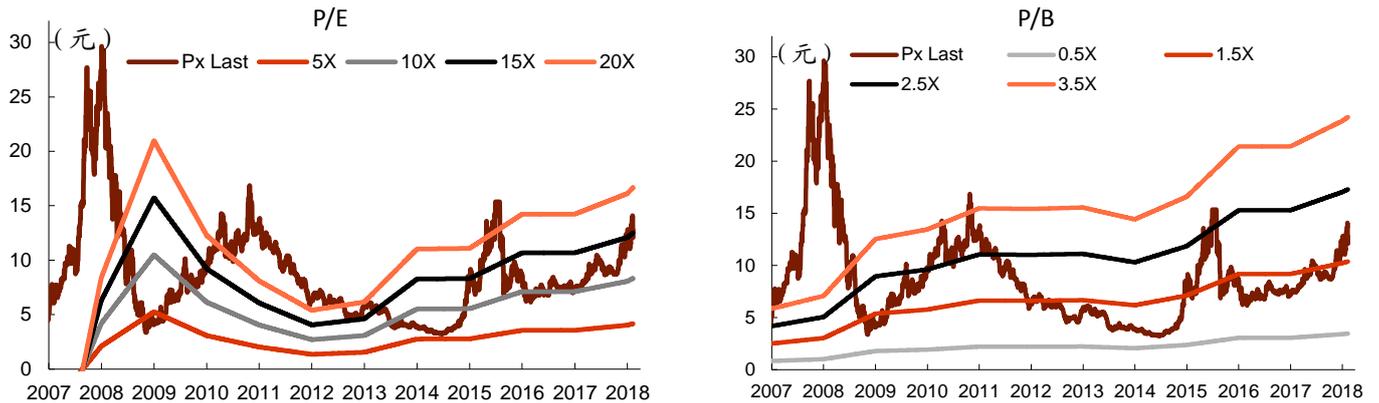


图表 16: 盈利预测调整

		2017E	2018E	2019E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.53	0.53	0.55
	调整后	0.53	0.55	0.58
	(+/-%)	0.0	3.7	5.2
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	122,844	131,360	151,166
	调整后	122,953	139,628	158,810
	(+/-%)	0.1	6.3	5.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	25,858	26,911	29,333
	调整后	28,199	35,374	40,026
	(+/-%)	9.1	31.4	36.5
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	1,259	1,680	-
	调整后	3,455	2,293	-
	(+/-%)	174.5	36.5	n.a.
投资收益 (人民币 百万)	调整前	497	1,038	1,038
	调整后	497	1,038	1,579
	(+/-%)	0.0	0.0	52.2
净利润 (人民币 百万)	调整前	10,334	11,713	13,158
	调整后	10,334	11,713	15,317
	(+/-%)	0.0	0.0	16.4
每股盈利 (人民币)	调整前	0.71	0.81	0.91
	调整后	0.71	0.81	1.05
	(+/-%)	0.0	0.0	16.4
目标价 (人民币)	调整前	12.40		
	调整后	13.80		
	(+/-%)	11.3		

资料来源: 中金公司研究部

图表 17: 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





# 南方航空

## 提价政策或弥补油价上涨带来的负面影响

### 公司近况

公司股价已从上周高点回调 15%，即使考虑增发影响，估值也处于合理区间。

### 评论

人民币升值幅度超预期、油价同比上涨推升成本，外部因素仍产生负面影响。年初至今，布伦特油价均价约为 68 美元/桶，高于 2017 年全年均价 55 美元/桶；人民币兑美元已升值超过 3%，远超市场此前的预期（市场预期 2018 年人民币兑美元不升值）。截止 2017 年上半年，南航仍有美元负债折合约 370 亿元人民币。虽然中金宏观组预计 2018 年人民币兑美元升值约 5.7%，但相较于 2017 年人民币兑美元的升值幅度仍略有下滑，同时考虑公司外汇负债或将略有减少，汇兑损益亦将同比下滑。

票价表现或好于我们此前的预期。在民航局提升正点率的新政实行后，2017 年 11、12 月运营数据显示，在供给（ASK）同比增速未放缓的前提下，需求（RPK）同比增速超过我们此前的预期，估计提升票价和客座率。我们预计这一趋势或延续至 2018 年。

### 估值建议

中金宏观组将 2018 年人民币兑美元汇率调至 6.18，对应 2018 年人民币兑美元升值 5.7%；中金大宗组将 2018/2019 年布伦特油价均价上调至 68 美元/桶和 73 美元/桶。考虑票价表现超过我们此前的预期（我们当前预测 2018 年客座率同比上涨 1 个百分点，客公里收益同比上涨 3.5%），维持公司 2017 和 2018 年盈利预测不变。引入 2019 年盈利预测 117.8 亿元，同比增长 43%，对应每股收益 1.17 元。

考虑因票价市场化改革，2018、2019 年盈利增长确定性较高且当前市场情绪较高，公司估值中枢应上移，维持 A 股目标价 13.4 元人民币不变，上调 H 股目标价 15% 至港币 11.0 元，对应 16.5 倍和 10.7 倍 2018 年市盈率，2.4 倍和 1.5 倍 2018 年市净率。如果考虑增发影响，A、H 股目标价对应 18.1 倍和 12.2 倍 2018 年市盈率，对应 2.3 倍和 1.4 倍 2018 年市净率。维持 A、H 股推荐评级。

### 风险

经济增速不及预期；油价大幅上涨；人民币兑美元贬值；行业供给增速高于预期；公司运力投放过快。

### 赵欣悦

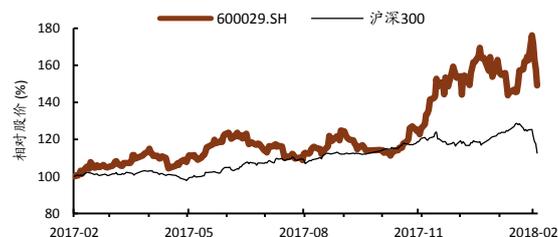
联系人  
xinyue.zhao@cicc.com.cn  
SAC 执业编号: S0080116080019

### 杨鑫, CFA

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

### 维持推荐

股票代码	600029.SH	01055.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 10.82	港币 8.62
目标价	人民币 13.40	港币 11.00
52 周最高价/最低价	人民币 12.95~7.21	港币 10.94~4.55
总市值(亿)	人民币 954	港币 1,183
30 日日均成交额(百万)	人民币 2,294.33	港币 341.31
发行股数(百万)	10,088	10,088
其中: 自由流通股(%)	70	30
30 日日均成交量(百万股)	203.41	36.25
主营行业		航空



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	114,792	127,329	151,546	177,137
增速	3.0%	10.9%	19.0%	16.9%
归属母公司净利润	5,055	6,710	8,221	11,775
增速	29.9%	32.7%	22.5%	43.2%
每股净利润	0.51	0.67	0.81	1.17
每股净资产	4.40	4.98	5.66	6.67
每股股利	0.10	0.13	0.16	0.22
每股经营现金流	2.69	2.62	3.29	3.89
市盈率	21.0	16.3	13.3	9.3
市净率	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.7	8.3	6.7	4.7
股息收益率	0.9%	1.2%	1.4%	2.1%
平均总资产收益率	2.6%	3.0%	3.2%	4.1%
平均净资产收益率	12.3%	14.4%	15.3%	18.9%

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)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	114,792	127,329	151,546	177,137	营业收入	3.0%	10.9%	19.0%	16.9%
营业成本	96,359	109,517	129,224	145,520	营业利润率	31.6%	142.9%	30.3%	55.8%
营业税金及附加	245	272	323	378	EBITDA	0.1%	-8.7%	17.8%	32.2%
营业费用	6,402	7,101	8,452	9,879	净利润	29.9%	32.7%	22.5%	43.2%
管理费用	3,064	3,399	4,045	4,728	<b>盈利能力</b>				
财务费用	5,836	344	781	3,041	毛利率	16.1%	14.0%	14.7%	17.8%
其他	130	0	0	0	营业利润率	2.4%	5.3%	5.8%	7.7%
营业利润	2,756	6,696	8,721	13,591	EBITDA 利润率	22.5%	18.6%	18.4%	20.8%
营业外收支	4,891	3,335	3,898	4,497	净利润率	4.4%	5.3%	5.4%	6.6%
利润总额	7,647	10,031	12,620	18,088	<b>偿债能力</b>				
所得税	1,759	2,508	3,155	4,522	流动比率	0.20	0.55	0.72	0.86
少数股东损益	833	813	1,244	1,790	速动比率	0.18	0.53	0.70	0.84
归属母公司净利润	5,055	6,710	8,221	11,775	现金比率	0.07	0.44	0.61	0.75
EBITDA	25,878	23,632	27,847	36,817	资产负债率	72.7%	74.3%	74.2%	73.0%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	165.9%	128.9%	91.9%	57.5%
货币资金	4,855	39,184	61,693	85,280	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	4,427	4,910	5,844	6,831	总资产收益率	2.6%	3.0%	3.2%	4.1%
预付款项	1,479	1,681	1,983	2,234	净资产收益率	12.3%	14.4%	15.3%	18.9%
存货	1,588	1,805	2,130	2,398	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	1,415	1,415	1,415	1,415	每股净利润 (元)	0.51	0.67	0.81	1.17
流动资产合计	13,764	48,995	73,066	98,158	每股净资产 (元)	4.40	4.98	5.66	6.67
固定资产及在建工程	175,776	182,455	187,914	194,097	每股股利 (元)	0.10	0.13	0.16	0.22
无形资产及其他长期资产	6,166	6,325	6,522	6,763	每股经营现金流 (元)	2.69	2.62	3.29	3.89
长期资产	186,697	194,323	200,847	208,225	<b>估值分析</b>				
资产合计	200,461	243,318	273,913	306,383	市盈率	21.0	16.3	13.3	9.3
短期借款	14,754	29,150	30,482	33,280	市净率	2.5	2.2	1.9	1.6
应付账款及票据	13,421	15,254	17,998	20,268	EV/EBITDA	7.7	8.3	6.7	4.7
其他流动负债	39,757	44,956	53,141	60,317	股息收益率	0.9%	1.2%	1.4%	2.1%
流动负债合计	67,932	89,359	101,621	113,866					
长期借款和应付债券	72,285	85,285	94,285	101,285					
非流动负债合计	77,821	91,426	101,594	109,828					
负债合计	145,753	180,785	203,215	223,693					
股东权益合计	43,181	50,193	57,113	67,314					
少数股东权益	11,527	12,340	13,584	15,375					
负债及股东权益合计	200,461	243,318	273,913	306,382					
<b>现金流量表</b>									
净利润	5,055	6,710	8,221	11,775					
折旧和摊销	12,395	13,257	14,446	15,688					
营运资本变动	17,195	6,129	9,369	7,940					
其他	-8,325	344	781	3,041					
经营活动现金流	26,388	26,465	33,193	39,282					
投资活动现金流入	3,406	0	0	0					
投资活动现金流出	19,475	20,095	20,103	22,112					
投资活动现金流	-16,069	-20,095	-20,103	-22,112					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-8,013	28,000	11,500	11,032					
其他	74,635	-344	-781	-3,041					
筹资活动现金流	-11,120	27,959	9,419	6,417					
汇率变动对现金的影响	37	0	0	0					
现金净增加额	-764	34,329	22,510	23,586					

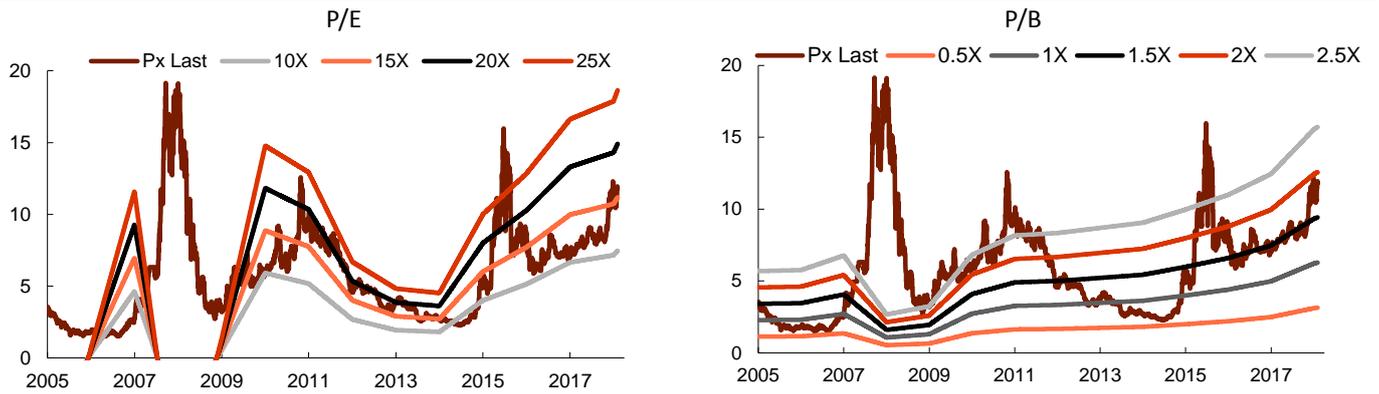
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 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 18: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部





# 东方航空

## 同时受益上海两场票价提升和人民币升值

### 公司近况

中金宏观组和大宗组调整 2018 年底人民币兑美元汇率预测以及布伦特 2018 年油价均价预测。

### 评论

**受益上海两场票价提升。**根据 CAPA 周度数据,与上海两场相关的运力 (ASK 计) 约占公司整体运力一半。考虑上海虹桥产能已经较为饱和,浦东机场至 2018 年 4 月底仍不能加班,夏秋航季航班增量仍然受限,公司预计受益上海两场票价提升。

**显著受益人民币兑美元升值。**截止 2017 年中报,公司有美元负债约 445 亿元。人民币兑美元每升值 1%, 预计增厚 2018 年公司净利润 3.22 亿元, 对应~5% 的利润弹性。年初至今,人民币兑美元已升值超过 3%, 远超市场预期 (2018 年人民币兑美元不升不贬), 但考虑 2017 年人民币兑美元升值幅度更高, 汇兑同比或仍存在下滑。

### 估值建议

中金宏观组将 2018 年人民币兑美元汇率调至 6.18, 对应 2018 年人民币兑美元升值 5.7%; 中金大宗组将 2018/2019 年布伦特油价均价上调至 68 美元/桶和 73 美元/桶。考虑昆明市场和韩国市场预计 2018 年同比表现显著好转, 票价或超过我们此前的预期 (我们当前预测 2018 年客座率同比上涨 1.5 个百分点, 客公里收益同比上涨 4.0%), **维持公司 2017 和 2018 年盈利预测不变。**基于票价假设上调, **上调 2019 年盈利预测 10.3% 至 85.7 亿元, 同比增长 32.4%, 对应每股收益 0.59 元。**

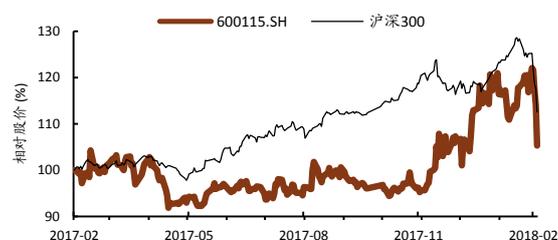
考虑因票价市场化改革, 2018、2019 年盈利增长确定性较高且当前市场情绪较高, 公司估值中枢应上移, **上调 A 股、H 股目标价 8% 和 8% 至人民币 8.1 和港币 8.1 元, 对应 18 倍和 14 倍 2018 年市盈率, 1.5 倍和 1.2 倍 2018 年市净率。维持 H 股推荐评级。**当前 A 股估值对应 16.6 倍 2018 年市盈率, 已经高于历史均值, **维持 A 股中性评级。**

### 风险

经济增速不及预期; 油价大幅上涨; 人民币兑美元贬值; 行业供给增速高于预期。

### 维持中性

股票代码	600115.SH	00670.HK
评级	中性	推荐
最新收盘价	人民币 7.41	港币 5.81
目标价	人民币 8.10	港币 8.10
52 周最高价/最低价	人民币 8.85~6.37	港币 7.43~3.75
总市值(亿)	人民币 945	港币 1,172
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,153.24	港币 195.56
发行股数(百万)	14,468	14,468
其中: 自由流通股(%)	68	32
30 日日均成交量(百万股)	140.47	29.76
主营行业		航空



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	98,560	106,646	120,164	136,569
增速	5.0%	8.2%	12.7%	13.7%
归属母公司净利润	4,508	6,724	6,472	8,570
增速	-0.7%	49.1%	-3.7%	32.4%
每股净利润	0.31	0.46	0.45	0.59
每股净资产	3.26	4.25	5.32	6.54
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.72	1.46	1.63	2.06
市盈率	23.8	15.9	16.6	12.5
市净率	2.3	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	6.7	8.3	7.3	5.3
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	2.2%	3.0%	2.7%	3.2%
平均净资产收益率	11.0%	12.4%	9.3%	10.0%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

### 赵欣悦

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

### 杨鑫, CFA

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



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	98,560	106,646	120,164	136,569	营业收入	5.0%	8.2%	12.7%	13.7%
营业成本	82,587	93,862	105,795	115,379	营业利润	N.M.	472.1%	-11.3%	98.2%
营业税金及附加	237	262	296	336	EBITDA	6.1%	-14.5%	10.9%	31.0%
营业费用	5,693	5,975	6,732	7,651	净利润	-0.7%	49.1%	-3.7%	32.4%
管理费用	3,019	3,233	3,643	4,140	<b>盈利能力</b>				
财务费用	6,393	-130	644	3,008	毛利率	16.2%	12.0%	12.0%	15.5%
其他	-29	0	0	0	营业利润率	0.6%	3.2%	2.5%	4.4%
营业利润	602	3,444	3,054	6,054	EBITDA 利润率	25.1%	19.9%	19.6%	22.5%
营业外收支	5,903	5,991	6,207	6,391	净利润率	4.6%	6.3%	5.4%	6.3%
利润总额	6,507	9,435	9,261	12,445	<b>偿债能力</b>				
所得税	1,542	2,239	2,315	3,111	流动比率	0.23	0.23	0.31	0.42
少数股东损益	457	472	474	764	速动比率	0.20	0.19	0.27	0.37
归属母公司净利润	4,508	6,724	6,472	8,570	现金比率	0.03	0.01	0.07	0.15
EBITDA	24,769	21,184	23,502	30,779	资产负债率	76.2%	71.9%	68.4%	64.6%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	76.6%	56.2%	38.2%	23.6%
货币资金	1,738	855	5,404	10,854	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	5,422	6,084	6,856	7,629	总资产收益率	2.2%	3.0%	2.7%	3.2%
预付款项	2,762	3,139	3,538	3,859	净资产收益率	11.0%	12.4%	9.3%	10.0%
存货	2,248	2,555	2,880	3,141	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	3,718	3,792	3,984	4,381	每股净利润 (元)	0.31	0.46	0.45	0.59
流动资产合计	15,888	16,424	22,662	29,863	每股净资产 (元)	3.26	4.25	5.32	6.54
固定资产及在建工程	176,506	196,471	214,834	231,628	每股股利 (元)	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	15,197	15,269	15,341	15,413	每股经营现金流 (元)	1.72	1.46	1.63	2.06
长期资产	194,163	214,487	233,205	250,298	<b>估值分析</b>				
资产合计	210,051	230,911	255,866	280,160	市盈率	23.8	15.9	16.6	12.5
短期借款	20,272	18,730	20,420	23,036	市净率	2.3	1.7	1.4	1.1
应付账款及票据	11,777	13,356	15,054	16,473	EV/EBITDA	6.7	8.3	7.3	5.3
其他流动负债	36,030	39,795	36,989	31,882	股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	68,079	71,882	72,463	71,391					
长期借款和应付债券	38,494	46,954	44,604	39,254					
非流动负债合计	91,876	94,171	102,558	109,549					
负债合计	159,955	166,053	175,021	180,940					
股东权益合计	47,186	61,476	76,989	94,600					
少数股东权益	2,910	3,382	3,856	4,620					
负债及股东权益合计	210,051	230,910	255,866	280,160					
<b>现金流量表</b>									
净利润	4,508	6,724	6,472	8,570					
折旧和摊销	11,869	11,879	13,597	15,325					
营运资本变动	2,759	2,597	2,725	2,291					
其他	5,622	-130	644	3,008					
经营活动现金流	24,893	21,187	23,629	29,732					
投资活动现金流入	1,311	655	0	0					
投资活动现金流出	-38,491	-32,571	-32,032	-32,192					
投资活动现金流	-37,180	-31,916	-32,032	-32,192					
股权融资	12,191	8,304	9,042	9,042					
银行借款	-874	2,149	4,555	1,876					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	4,634	9,846	12,952	7,909					
汇率变动对现金的影响	268	0	0	0					
现金净增加额	-7,385	-883	4,549	5,449					

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。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。

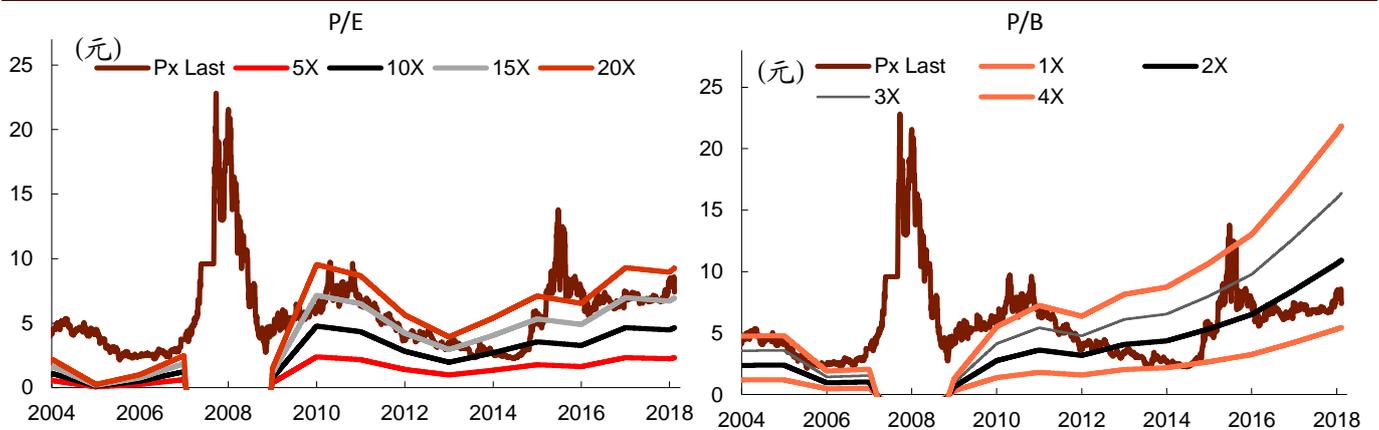


图表 19: 盈利预测调整

		2017E	2018E	2019E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.50	0.50	0.50
	调整后	0.50	0.52	0.55
	(+/-%)	0.0	3.9	9.1
客座率 (%)	调整前	81.2%	82.6%	83.1%
	调整后	81.1%	82.6%	83.1%
	(+/-)	-0.2%	0.0%	0.0%
客运周转量 (百万)	调整前	186,489	204,342	222,733
	调整后	183,152	205,934	226,243
	(+/-%)	-1.8	0.8	1.6
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	107,054	116,799	131,280
	调整后	106,646	121,627	138,563
	(+/-%)	-0.4	4.1	5.5
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	24,063	26,115	28,726
	调整后	24,839	31,388	35,215
	(+/-%)	3.2	20.2	22.6
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	2,866	1,560	0
	调整后	2,866	2,235	0
	(+/-%)	0.0	43.3	n.a.
净利润 (人民币 百万)	调整前	6,724	6,472	7,766
	调整后	6,724	6,472	8,567
	(+/-%)	0.0	0.0	10.3
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	调整前	0.46	0.45	0.54
	调整后	0.46	0.45	0.59
	(+/-%)	0.0	0.0	10.3
目标价 (人民币)	调整前	7.5		
	调整后	8.1		
	(+/-%)	8.0		

资料来源: 中金公司研究部

图表 20: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部





# 吉祥航空

## 宽体机引进增加核心市场运力, 受益上海两场票价提升

### 公司近况

受大盘回调影响, 公司股价已自前期高点约 13%, 当前股价对应 15.8 倍 2018 年市盈率, 估值存在安全边际。

### 评论

**激励机制完善。**公司于 1 月 29 日召开股东大会, 通过了员工持股计划草案, 并将于未来 6 个月内, 通过二级市场购买股票, 彰显公司管理层的信心。

**宽体机引进增加核心市场运力, 提升收益水平。**公司 2018 年下半年将引进 3 架 787-9 宽体机, 均投放于上海枢纽, 且上半年将执飞国内航线, 在上海两场时刻紧张的情况下, 将显著增加公司的运力。就静态座位数而言, 每架 B787-900 的座位数 (259 个) 比原先公司 A321neo 的座位数 (185 个) 要多 40%。三架宽体机的投放预计能年化增加公司在上海两场 2.6% 的运力, 有助于提升航线收益水平。

**同样受益民航供给侧结构性改革和票价市场化政策。**市场普遍认为供给侧结构性改革会大幅损伤民营航空公司的利益, 但吉祥 2018 年的 ASK 增速仍将维持在 15-17%, 依然高于行业整体增速。1 月 5 日出台的票价市场化改革将显著利好公司的客公里收益。公司客公里收益每提升 1%, 可以覆盖 2.8 美金布伦特油价上涨带来的负面影响。

### 估值建议

中金宏观组将 2018 年人民币兑美元汇率调至 6.18, 对应 2018 年人民币兑美元升值 5.7%; 中金大宗组将 2018/2019 年布伦特油价均价上调至 68 美元/桶和 73 美元/桶。考虑公司客座率和票价表现或超过我们此前的预期, 上调 2017 年盈利预测 4.1% 至 13.5 亿元, 维持 2018 年盈利预测不变。考虑票价假设提升, 上调 2019 年盈利预测 8.8% 至 22.0 亿元, 对应每股收益 1.23 元。

考虑 2018 年盈利预测未调整, 维持 A 股目标价 19.6 元人民币不变, 对应 22.0 倍 2018 年市盈率和 3.5 倍 2018 年市净率。重申推荐评级。

### 风险

经济增速不及预期; 油价大幅上涨; 上海两场票价涨幅低于预期; 宽体机成本高于预期。

赵欣悦

杨鑫, CFA

联系人

分析员

xinyue.zhao@cicc.com.cn

xin.yang@cicc.com.cn

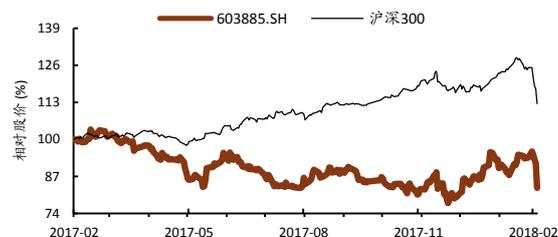
SAC 执业编号: S0080116080019

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

### 维持推荐

股票代码	603885.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 14.07
目标价	人民币 19.60
52 周最高价/最低价	人民币 18.01~13.11
总市值(亿)	人民币 253
30 日日均成交额(百万)	人民币 90.97
发行股数(百万)	1,797
其中: 自由流通股(%)	30
30 日日均成交量(百万股)	5.82
主营行业	航空



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,928	12,394	15,663	19,975
增速	21.7%	24.8%	26.4%	27.5%
归属母公司净利润	1,249	1,352	1,598	2,203
增速	19.3%	8.2%	18.3%	37.9%
每股净利润	0.97	0.75	0.89	1.23
每股净资产	5.94	4.81	5.63	6.76
每股股利	0.26	0.07	0.09	0.12
每股经营现金流	1.58	1.52	1.55	2.05
市盈率	14.5	18.7	15.8	11.5
市净率	2.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.2	12.5	10.9	8.1
股息收益率	1.3%	0.4%	0.6%	0.9%
平均总资产收益率	8.1%	6.9%	6.7%	7.9%
平均净资产收益率	22.7%	16.6%	17.0%	19.8%

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)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	9,928	12,394	15,663	19,975	营业收入	21.7%	24.8%	26.4%	27.5%
营业成本	7,740	9,901	12,696	15,896	营业利润	5.4%	19.8%	18.9%	42.6%
营业税金及附加	19	24	31	39	EBITDA	14.5%	12.0%	19.7%	36.0%
营业费用	461	533	633	759	净利润	19.3%	8.2%	18.3%	37.9%
管理费用	312	372	454	579	<b>盈利能力</b>				
财务费用	180	110	121	237	毛利率	22.0%	20.1%	18.9%	20.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	12.2%	11.7%	11.0%	12.3%
营业利润	1,214	1,454	1,728	2,465	EBITDA 利润率	22.8%	20.5%	19.4%	20.7%
营业外收支	442	367	421	488	净利润率	12.6%	10.9%	10.2%	11.0%
利润总额	1,661	1,821	2,149	2,953	<b>偿债能力</b>				
所得税	411	451	532	731	流动比率	0.62	0.80	0.73	0.76
少数股东损益	-1	-19	-19	-19	速动比率	0.61	0.78	0.71	0.74
归属母公司净利润	1,249	1,352	1,598	2,203	现金比率	0.28	0.48	0.42	0.44
EBITDA	2,268	2,541	3,041	4,135	资产负债率	55.4%	60.1%	60.2%	59.4%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	14.1%	6.2%	12.1%	9.8%
货币资金	1,689	3,224	3,542	4,576	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	1,320	1,648	2,083	2,657	总资产收益率	8.1%	6.9%	6.7%	7.9%
预付款项	224	286	367	460	净资产收益率	22.7%	16.6%	17.0%	19.8%
存货	68	87	111	139	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	472	65	65	65	每股净利润 (元)	0.97	0.75	0.89	1.23
流动资产合计	3,773	5,310	6,169	7,897	每股净资产 (元)	5.94	4.81	5.63	6.76
固定资产及在建工程	12,819	15,842	18,706	21,399	每股股利 (元)	0.26	0.07	0.09	0.12
无形资产及其他长期资产	759	821	891	973	每股经营现金流 (元)	1.58	1.52	1.55	2.05
长期资产	13,584	16,669	19,604	22,378	<b>估值分析</b>				
资产合计	17,357	21,979	25,773	30,275	市盈率	14.5	18.7	15.8	11.5
短期借款	3,788	3,762	4,762	5,762	市净率	2.4	2.9	2.5	2.1
应付账款及票据	1,595	2,040	2,616	3,275	EV/EBITDA	10.2	12.5	10.9	8.1
其他流动负债	699	869	1,096	1,394	股息收益率	1.3%	0.4%	0.6%	0.9%
流动负债合计	6,081	6,671	8,473	10,431					
长期借款和应付债券	2,919	5,919	6,419	6,919					
非流动负债合计	3,541	6,541	7,041	7,541					
负债合计	9,622	13,212	15,514	17,972					
股东权益合计	7,628	8,641	10,114	12,140					
少数股东权益	107	126	145	163					
负债及股东权益合计	17,357	21,979	25,773	30,275					
<b>现金流量表</b>									
净利润	1,249	1,352	1,598	2,203					
折旧和摊销	428	629	790	965					
营运资本变动	243	207	262	264					
其他	101	517	121	237					
经营活动现金流	2,027	2,723	2,790	3,688					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-3,521	-3,680	-3,680	-3,680					
投资活动现金流	-3,569	-3,714	-3,725	-3,739					
股权融资	3,342	0	0	0					
银行借款	-772	2,974	1,500	1,500					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2,108	2,543	1,270	1,103					
汇率变动对现金的影响	-17	-17	-17	-17					
现金净增加额	549	1,535	318	1,034					

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。

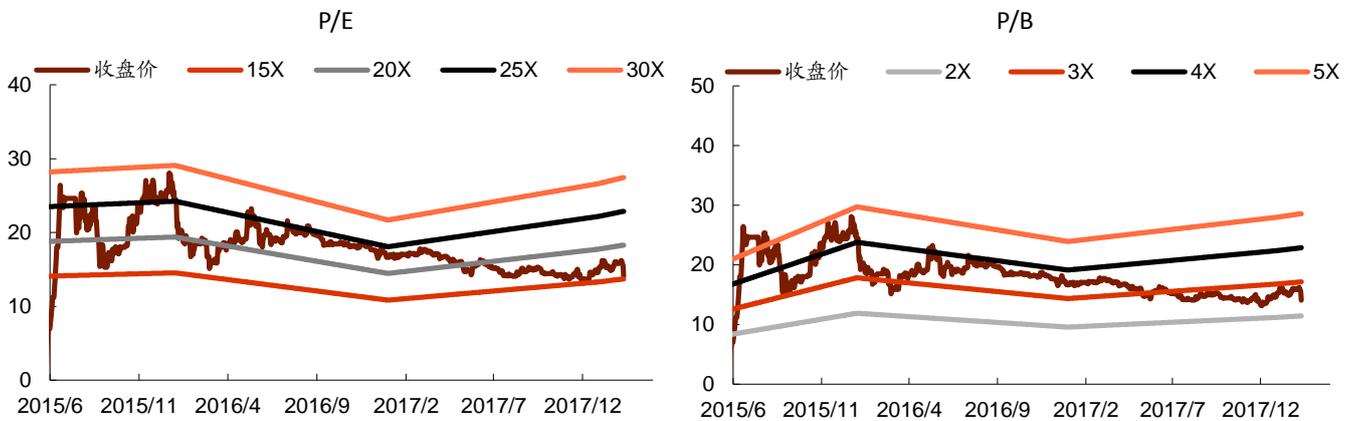


图表 21: 盈利预测调整

		2017E	2018E	2019E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.44	0.45	0.46
	新预测	0.44	0.45	0.47
	(+/-%)	0.4	1.4	3.9
客运转量 (百万)	原预测	27,326	33,154	40,340
	新预测	27,411	33,643	40,919
	(+/-%)	0.3	1.5	1.4
客座率 (%)	原预测	86.90%	87.87%	88.48%
	新预测	86.94%	88.93%	89.51%
	(+/-%)	0.0	1.2	1.2
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	12,300	15,227	18,977
	新预测	12,394	15,663	19,975
	(+/-%)	0.8	2.9	5.3
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	2576	3216	3761
	新预测	2570	3643	4470
	(+/-%)	-0.2	13.3	18.9
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	95.0	62.4	0.0
	新预测	60.5	88.3	0.0
	(+/-%)	-36.3	41.6	n.a.
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	9879	12214	15092
	新预测	9901	12696	15896
	(+/-%)	0.2	3.9	5.3
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,299	1,598	2,026
	新预测	1,352	1,598	2,203
	(+/-%)	4.1	0.0	8.8
每股盈利 (全面摊薄) (人民币)	原预测	0.72	0.89	1.13
	新预测	0.75	0.89	1.23
	(+/-%)	4.1	0.0	8.8
目标价 (人民币)	原预测	19.60		
	新预测	19.60		
	(+/-%)	0.0		

资料来源: 中金公司研究部

图表 22: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部





# 春秋航空

## 精细化收益管理叠加行业提价预期, 推动票价进一步提升

### 公司近况

中金宏观组和大宗组调整 2018 年底人民币兑美元汇率预测以及布伦特 2018 年油价均价预测。

### 评论

**精细化收益管理效果初现, 趋势预计将延续至 2018 年。**公司自 2017 年二季度开始实施精细化收益管理, 二季度客公里收益同比上涨约 2%, 三季度客公里收益同比实现双位数上涨, 我们估计这一趋势或延续至 2018 年第一季度。

**叠加行业提价预期, 票价有望进一步提升。**根据我们的预测, 2017 年公司国内航线客公里收益或仍低于三大航 30% 以上。考虑行业格局改善, 三大航预计也将提升票价, 我们预计公司票价有望进一步提升。

**股份增持计划短期稳定股价, 长期彰显公司对未来发展信心。**1 月 24 日公司公告将推出股份增持计划, 以最近一个交易日收盘价 31.69 元计, 500 万股对应约 1.6 亿元, 即平均每位董事高管持股接近 1,800 万元, 力度之大彰显了高管和董事的信心。

### 估值建议

中金宏观组将 2018 年人民币兑美元汇率调至 6.18, 对应 2018 年人民币兑美元升值 5.7%; 中金大宗组将 2018/2019 年布伦特油价均价上调至 68 美元/桶和 73 美元/桶。考虑公司 2017 年票价表现或超过我们此前的预期, **上调公司 2017 年盈利预测 11.6% 至 11.7 亿元。维持 2018 年盈利预测不变。引入 2019 年盈利预测 18.6 亿元, 同比增长 44%, 对应每股收益 2.32 元。**

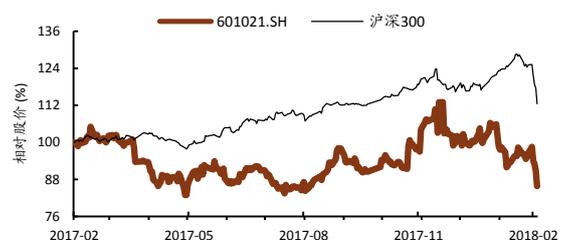
考虑估值切换至 2018 年, **上调目标价 10.6% 至 36.5 元人民币**, 对应 22.7 倍 2018 年市盈率和 3.1 倍 2018 年市净率。如果考虑增发影响, 目标价对应 25.0 倍 2018 年市盈率, 对应 3.1 倍 2018 年市净率。当前股价对应 19.7 倍 2018 年市盈率, 考虑增发影响, 对应 21.7 倍 2018 年市盈率, 考虑公司运力增速相对之前略有放缓, 当前估值较高, **故维持中性评级。**

### 风险

经济增速不及预期; 油价大幅上涨; 人民币兑美元贬值; 行业供给增速高于预期; 公司运力引进不及预期。

### 维持中性

股票代码	601021.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 31.69
目标价	人民币 36.50
52 周最高价/最低价	人民币 41.84~30.01
总市值(亿)	人民币 254
30 日日均成交额(百万)	人民币 105.94
发行股数(百万)	801
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	3.03
主营行业	航空



(人民币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,429	10,853	13,140	15,924
增速	4.1%	28.8%	21.1%	21.2%
归属母公司净利润	951	1,172	1,289	1,861
增速	-28.4%	23.2%	10.0%	44.4%
每股净利润	1.19	1.46	1.61	2.32
每股净资产	9.15	10.45	11.84	13.92
每股股利	0.16	0.22	0.24	0.35
每股经营现金流	2.55	2.91	3.12	4.35
市盈率	26.7	21.7	19.7	13.6
市净率	3.5	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.5	12.1	10.9	8.2
股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%
平均总资产收益率	5.3%	6.0%	6.4%	8.4%
平均净资产收益率	13.7%	14.9%	14.4%	18.0%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

赵欣悦

杨鑫, CFA

联系人

分析师

xinyue.zhao@cicc.com.cn

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080116080019

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>				
营业收入	8,429	10,853	13,140	15,924
营业成本	7,350	9,653	11,785	13,790
营业税金及附加	7	9	10	13
营业费用	258	304	355	430
管理费用	188	233	280	339
财务费用	246	189	241	269
其他	0	0	0	0
营业利润	289	466	469	1,082
营业外收支	912	1,116	1,271	1,431
利润总额	1,284	1,582	1,740	2,513
所得税	333	410	451	652
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	951	1,172	1,289	1,861
EBITDA	2,065	2,543	2,879	3,815
<b>资产负债表</b>				
货币资金	4,678	1,936	1,174	1,298
应收账款及票据	1,547	1,992	2,412	2,564
预付款项	221	290	355	479
存货	68	89	109	127
其他流动资产	227	114	114	114
流动资产合计	6,741	4,421	4,164	4,581
固定资产及在建工程	11,338	13,125	14,786	16,312
无形资产及其他长期资产	1,406	1,654	1,888	2,174
长期资产	12,905	14,940	16,835	18,648
资产合计	19,647	19,361	20,998	23,229
短期借款	3,099	1,155	1,105	1,055
应付账款及票据	1,074	1,410	1,721	2,014
其他流动负债	1,051	1,330	1,593	1,913
流动负债合计	5,224	3,895	4,419	4,982
长期借款和应付债券	6,152	6,152	6,152	6,152
非流动负债合计	7,099	7,099	7,099	7,099
负债合计	12,323	10,994	11,518	12,081
股东权益合计	7,323	8,367	9,480	11,148
少数股东权益	0	0	0	0
负债及股东权益合计	19,647	19,361	20,998	23,229
<b>现金流量表</b>				
净利润	951	1,172	1,289	1,861
折旧和摊销	535	772	898	1,033
营运资本变动	-1,081	193	71	318
其他	1,298	0	0	0
经营活动现金流	2,040	2,326	2,498	3,482
投资活动现金流入	0	0	0	0
投资活动现金流出	-5,092	-2,807	-2,793	-2,846
投资活动现金流	-5,092	-2,807	-2,793	-2,846
股权融资	14	0	0	0
银行借款	3,313	-1,944	-50	-50
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,495	-2,261	-467	-513
汇率变动对现金的影响	161	0	0	0
现金净增加额	1,604	-2,742	-761	123

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.1%	28.8%	21.1%	21.2%
营业利润	-68.0%	61.1%	0.7%	130.7%
EBITDA	-11.6%	23.2%	13.2%	32.5%
净利润	-28.4%	23.2%	10.0%	44.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.8%	11.1%	10.3%	13.4%
营业利润率	3.4%	4.3%	3.6%	6.8%
EBITDA 利润率	24.5%	23.4%	21.9%	24.0%
净利润率	11.3%	10.8%	9.8%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.29	1.14	0.94	0.92
速动比率	1.28	1.11	0.92	0.89
现金比率	0.90	0.50	0.27	0.26
资产负债率	62.7%	56.8%	54.9%	52.0%
净债务资本比率	净现金	18.0%	23.4%	18.3%
<b>回报率分析</b>				
总资产收益率	5.3%	6.0%	6.4%	8.4%
净资产收益率	13.7%	14.9%	14.4%	18.0%
<b>每股指标</b>				
每股净利润 (元)	1.19	1.46	1.61	2.32
每股净资产 (元)	9.15	10.45	11.84	13.92
每股股利 (元)	0.16	0.22	0.24	0.35
每股经营现金流 (元)	2.55	2.91	3.12	4.35
<b>估值分析</b>				
市盈率	26.7	21.7	19.7	13.6
市净率	3.5	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.5	12.1	10.9	8.2
股息收益率	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%

## 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。

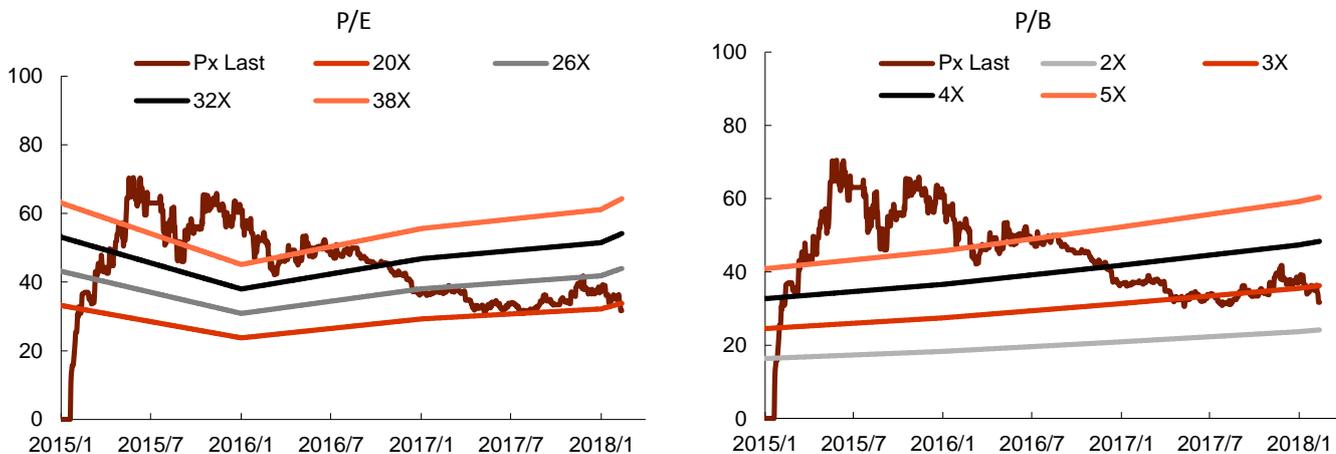


图表 23: 盈利预测调整

		2017E	2018E	2019E
客公里收入 (人民币/客公里)	原预测	0.32	0.32	0.37
	新预测	0.34	0.35	0.37
	(+/-%)	4.5	10.1	0.0
客运周转量 (百万)	原预测	30,500	36,033	39,900
	新预测	30,248	34,815	39,900
	(+/-%)	-0.8	-3.4	0.0
客座率 (%)	原预测	89.60%	89.61%	90.57%
	新预测	90.56%	90.56%	90.57%
	(+/-%)	0.0	0.0	0.0
主营收入净额 (人民币 百万)	原预测	10,481	12,369	15,924
	新预测	10,853	13,140	15,924
	(+/-%)	3.6	6.2	0.0
燃油成本 (人民币 百万)	原预测	2,354	2,781	4,498
	新预测	2,685	3,756	4,498
	(+/-%)	14.1	35.1	0.0
汇兑收益 (人民币 百万)	原预测	3.1	6.0	0.0
	新预测	19.9	8.0	0.0
	(+/-%)	535.3	34.1	n.a.
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	9,367	10,962	13,790
	新预测	9,653	11,785	13,790
	(+/-%)	3.1	7.5	0.0
净利润 (人民币 百万)	原预测	1,050	1,289	1,861
	新预测	1,172	1,289	1,861
	(+/-%)	11.6	0.0	0.0
每股盈利 (人民币)	原预测	1.31	1.61	2.32
	新预测	1.46	1.61	2.32
	(+/-%)	11.6	0.0	0.0
目标价 (人民币)	原预测	33.00		
	新预测	36.50		
	(+/-%)	10.6		

资料来源: 中金公司研究部

图表 24: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 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仅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：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 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”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

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：樊荣



## 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

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 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  
馨基中心商务楼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B座13层1311单元  
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

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 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

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

