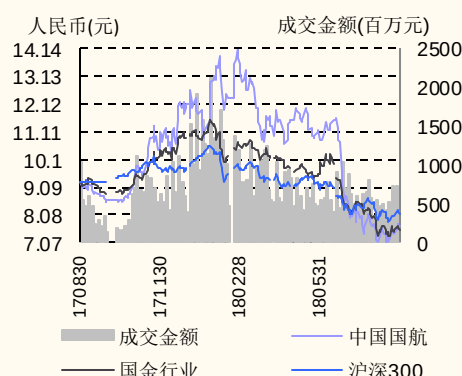


中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 7.66 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,448.65
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	111,260.08
年内股价最高最低(元)	14.16/7.07
沪深 300 指数	3351.09
上证指数	2737.74

**相关报告**

- 1.《归母净利润大幅增长 79%，相对汇兑收益贡献高增长-中国国航公司...》，2018.4.27
- 2.《四季度拖累全年业绩，2018 票价上涨确定性高-中国国航公司点...》，2018.3.28
- 3.《优质航线资源丰富，收益品质绝对领先-中国国航公司研究》，2018.2.1
- 4.《航线优质，票价上涨释放利润弹性-中国国航公司点评》，2018.1.26
- 5.《收益品质拉高营收，汇兑改善增厚净利-中国国航公司点评》，2017.10.30

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

非油成本管控有效，投资收益致使扣汇业绩大增**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.521	0.553	0.544	0.937	1.354
每股净资产(元)	5.26	5.93	6.34	7.09	8.22
每股经营性现金流(元)	2.49	2.13	1.72	2.11	2.54
市盈率(倍)	16.48	13.01	14.74	8.56	5.92
净利润增长率(%)	0.59%	6.26%	9.18%	72.20%	44.51%
净资产收益率(%)	9.89%	8.41%	8.58%	13.22%	16.49%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	14,528.82	14,528.82	14,528.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2018H1，中国国航实现营业收入 642.42 亿元，同增 11.96%；归母净利润 34.69 亿元，同增 4.27%；归母扣非净利 31.35 亿元，同比降低 3.81%；客座率为 80.48%，同比下滑 0.54pcts。业绩表现符合预期。

经营分析

- 运力投入贡献主要增量收入，客座率小幅下降，客公里收益保持稳健。RPK 为 1076.80 亿，同增 11.68%。客座率为 80.48%，同比下降 0.54 pcts (国内-0.82pcts; 国际-0.49pcts)，客公里收入为 0.53 元，同比下滑 0.13%。上半年，公司净引进飞机 7 架；截至报告期，公司共有飞机 662 架，运力投入稳健增长，贡献增量收入 63.47 亿元；客座率下滑致使收入同比减少 3.88 亿元；收益水平降低同比减少收入 0.7 亿元。
- 航油成本提升明显，扣油成本管控有效。2018H1 航空煤油出厂价同增 19.5%，公司航油成本显著提升，达到 175.81 亿，同比提高 29%；扣油成本 366.7 亿元，同增 7.77%。上半年，公司依托宽体机运行优化管理经验，启动“全机队运营优化”工作，飞机日利用率由去年同期的 9.47 小时提升至 9.54 小时。除航油成本外，主要成本端增速均低于 ASK 增速，运营效率改善叠加总体航距提升 (+9.34%)，单位 ASK 非航油成本同比降低 4%。
- 汇率敏感性不断降低，投资收益增加致使扣汇利润大增。人民币对美元汇率波动 1%，将导致公司当期净利润增加或减少 2.35 亿元，较去年同期降低 0.56 亿元，汇率敏感性不断降低。截至报告期，公司持有美元债务约为 371.02 亿元等值人民币，占比为 37.48%，同比下降 4.18pcts。上半年，公司净汇兑损失为 5.18 亿元，去年同期为汇兑净收益 12.70 亿元。扣汇后，公司利润总额为 55.14 亿元，同增 42%，主要是山航集团和山东航空的利润增加，增厚投资收益所致。

投资建议

- 公司在国内航线上拥有占比较高的优质商旅客源，且国际航线布局最早，拥有洛杉矶、纽约等国际一线城市稀缺航权；但公司主基地北京机场明年即将有新机场投产，竞争格局或有所变化。预测公司 2018-2020 年 EPS 为 0.54/0.94/1.35 元，对应 PE 分别为 15 倍/9 倍/6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 人民币贬值超预期，油价上涨超预期，安全事故和恶劣天气等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	108,929	113,964	121,363	137,396	153,948	171,792
增长率		4.6%	6.5%	13.2%	12.0%	11.6%
主营业务成本	-83,695	-87,203	#####	#####	#####	#####
%销售收入	76.8%	76.5%	82.6%	82.5%	79.9%	77.1%
毛利	25,234	26,761	21,065	24,097	31,017	39,320
%销售收入	23.2%	23.5%	17.4%	17.5%	20.1%	22.9%
营业税金及附加	-274	-294	-301	-343	-385	-429
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-6,148	-5,595	-6,113	-6,595	-7,236	-7,902
%销售收入	5.6%	4.9%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
管理费用	-4,024	-4,032	-4,373	-4,878	-5,465	-5,755
%销售收入	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	14,789	16,841	10,278	12,281	17,932	25,234
%销售收入	13.6%	14.8%	8.5%	8.9%	11.6%	14.7%
财务费用	-7,949	-7,494	-53	-3,008	-1,299	-772
%销售收入	7.3%	6.6%	0.0%	2.2%	0.8%	0.4%
资产减值损失	-182	-254	-596	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0	0	0
投资收益	1,676	88	1,998	3,000	3,250	3,500
%税前利润	18.5%	0.9%	17.4%	24.4%	16.3%	12.5%
营业利润	8,340	9,181	11,626	12,273	19,883	27,961
营业利润率	7.7%	8.1%	9.6%	8.9%	12.9%	16.3%
营业外收支	703	1,039	-145	0	0	0
税前利润	9,043	10,219	11,481	12,273	19,883	27,961
利润率	8.3%	9.0%	9.5%	8.9%	12.9%	16.3%
所得税	-1,823	-2,456	-2,843	-3,068	-4,971	-6,990
所得税率	20.2%	24.0%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	7,220	7,764	8,637	9,205	14,912	20,971
少数股东损益	446	950	1,397	1,300	1,300	1,300
归属于母公司的净利润	6,774	6,814	7,240	7,905	13,612	19,671
净利率	6.2%	6.0%	6.0%	5.8%	8.8%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,220	7,764	8,637	9,205	14,912	20,971
少数股东损益	446	950	1,397	1,300	1,300	1,300
非现金支出	13,219	13,746	14,199	14,917	15,993	17,070
非经营收益	6,496	7,546	-404	-1,086	-1,800	-2,548
营运资金变动	4,654	1,518	3,780	1,902	1,548	1,472
经营活动现金净流	31,590	30,574	26,212	24,937	30,654	36,965
资本开支	-7,264	-19,984	-15,055	-15,777	-19,904	-16,926
投资	-277	26	-81	-101	-100	-100
其他	961	750	487	3,000	3,250	3,500
投资活动现金净流	-6,581	-19,208	-14,649	-12,878	-16,754	-13,526
股权募资	0	0	11,201	0	0	0
债权募资	-16,788	-725	-12,578	-7,424	-9,095	-16,999
其他	-3,881	-4,808	-5,467	-3,895	-4,210	-4,292
筹资活动现金净流	-20,669	-5,533	-6,844	-11,319	-13,305	-21,291
现金净流量	4,340	5,834	4,719	740	595	2,148

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,793	7,322	6,260	7,000	7,595	9,743
应收账款	5,545	5,210	5,500	6,400	7,171	8,003
存货	1,731	1,681	1,536	1,862	2,021	2,178
其他流动资产	4,459	5,109	7,463	7,420	7,709	7,995
流动资产	19,528	19,322	20,759	22,683	24,496	27,918
%总资产	9.1%	8.6%	8.8%	9.5%	10.0%	11.3%
长期投资	14,521	17,568	17,751	17,852	17,951	18,051
固定资产	170,015	178,231	188,615	190,830	194,966	195,021
%总资产	79.6%	79.5%	80.0%	80.0%	79.7%	78.7%
无形资产	5,955	6,024	6,160	4,804	4,581	4,382
非流动资产	194,176	204,806	214,958	215,987	219,998	219,954
%总资产	90.9%	91.4%	91.2%	90.5%	90.0%	88.7%
资产总计	213,704	224,128	235,718	238,670	244,494	247,872
短期借款	15,455	27,633	34,483	24,095	15,000	10,000
应付款项	22,482	20,437	23,162	24,804	26,950	29,063
其他流动负债	12,276	15,776	14,110	15,580	16,152	16,747
流动负债	50,213	63,846	71,755	64,479	58,102	55,810
长期贷款	30,794	12,835	7,608	7,608	7,608	7,609
其他长期负债	66,101	70,973	61,423	64,329	64,378	52,416
负债	147,108	147,655	140,786	136,416	130,088	115,836
普通股股东权益	59,820	68,876	86,121	92,142	102,995	119,325
少数股东权益	6,775	7,597	8,811	10,111	11,411	12,711
负债股东权益合计	213,704	224,128	235,718	238,670	244,494	247,872

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.518	0.521	0.553	0.544	0.937	1.354
每股净资产	4.572	5.264	5.929	6.344	7.091	8.215
每股经营现金净流	2.569	2.487	2.132	1.717	2.110	2.545
每股股利	0.107	0.108	0.115	0.140	0.190	0.230
回报率						
净资产收益率	11.32%	9.89%	8.41%	8.58%	13.22%	16.49%
总资产收益率	3.17%	3.04%	3.07%	3.31%	5.57%	7.94%
投入资本收益率	8.82%	8.86%	5.07%	5.85%	8.37%	11.74%
增长率						
主营业务收入增长率	3.91%	4.62%	6.49%	13.21%	12.05%	11.59%
EBIT增长率	140.70%	13.88%	-38.97%	19.49%	46.01%	40.72%
净利润增长率	79.09%	0.59%	6.26%	9.18%	72.20%	44.51%
总资产增长率	1.94%	4.88%	5.17%	1.25%	2.44%	1.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	11.1	10.2	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	6.2	7.1	5.9	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	51.3	49.2	48.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	500.2	476.9	476.0	413.1	359.5	311.6
偿债能力						
净负债/股东权益	85.06%	76.03%	53.00%	46.14%	32.77%	13.90%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.2	193.3	4.1	13.8	32.7
资产负债率	68.84%	65.88%	59.73%	57.16%	53.21%	46.73%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	11	18	44
增持	0	0	1	1	9
中性	0	1	2	3	7
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.50	1.36	1.32	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-31	买入	7.49	N/A
2	2016-10-28	买入	7.40	N/A
3	2017-03-31	买入	8.32	N/A
4	2017-04-27	买入	8.73	13.00~13.00
5	2017-07-14	买入	9.11	13.00~13.00
6	2017-08-31	买入	9.42	N/A
7	2017-10-30	买入	9.21	N/A
8	2018-01-26	买入	12.39	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH