

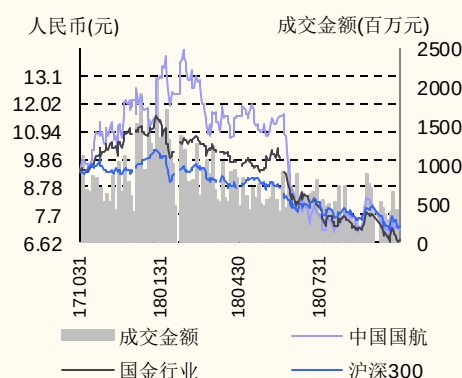
中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.13 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)	103,561.93
年内股价最高最低(元)	14.16/6.98
沪深 300 指数	3110.26
上证指数	2568.05



相关报告

- 1.《非油成本管控有效, 投资收益致使扣汇业绩大增-中国国航半年报业绩...》, 2018.8.31
- 2.《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...》, 2018.4.27
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

国际线增投过快, 投资收益弥补部分业绩下滑

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	0.423	0.758	1.074
每股净资产(元)	5.26	5.93	6.26	6.83	7.64
每股经营性现金流(元)	2.49	2.13	1.79	2.21	2.63
市盈率(倍)	16.48	13.01	16.85	9.41	6.64
净利润增长率(%)	0.59%	6.26%	-15.08%	79.06%	41.68%
净资产收益率(%)	9.89%	8.41%	6.76%	11.10%	14.05%
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

- 公司 2018 年前三季度营收 1028.8 亿, 同增 12.1%, 归母净利润 69.4 亿, 同降 16.2%, 扣非归母净利润 65.3 亿元, 同降 19.9%; Q3 单季营收 386.4 亿, 同增 12.3%, 归母净利润 34.7 亿, 同降 30.0%, 业绩符合预期。

经营分析

- 国际线增投加速, 影响整体收益水平增长: 公司从 2017H2 飞机引进速度加快, 2017H2-2018H1 共净引进 34 架, 2017H1 仅为 3 架。公司将更多新增运力投入国际线, 但国际线的需求恢复并不足以支撑运力过快增长, 拉低公司整体 Q3 单季收益水平上升幅度。Q3 单季国际 ASK 同增 13.9% (整体 9.3%/国内 6.5%), 2017 年同期国际同增 5.6%, 国际 RPK 同增 12.7% (整体 9.4%/国内 7.4%), 国际客座率同降 0.8pct。不过受益于国内线的良好需求, 整体客座率仍同增 0.1pct, 并且收益水平方面, 包含燃油附加费影响, 我们测算 Q3 单季整体座公里收益同增约 2.8%。
- 油价汇率利空明显, 投资收益弥补部分业绩下滑: Q3 单季营业成本同增 18.2%, 毛利率 22.8%, 在 Q3 单季航空煤油出厂价同增 39.7% 的背景下, 毛利率同降 3.9pct, 预计航油成本是主要拉低因素。另外 Q3 单季人民币兑美元汇率贬值 4.0%, 若按半年报披露汇兑损失和人民币贬值幅度计算, 预计造成 Q3 单季产生汇兑损失约 17.2 亿元, 成为本季归母净利润大幅下滑的主要原因。不过由于国泰航空等联营合营企业回暖, 公司投资收益增加 4.9 亿, 部分弥补营业利润下滑。
- 北京新机场投产将为国航带来发展机遇: 北京新机场建成后, 南航东航等航司将整体搬迁至新机场, 国航将在首都机场拥有绝对领先优势, 市场份额或将达到 80%, 靠拢国际成熟枢纽机场竞争格局。有助于其在首都机场建设枢纽航线网络, 通过提升中转航班比例, 汇集高性价比旅客, 进一步提升收益水平。公司已经开始加快飞机引进速度, 为新增时刻布局。不过短期建设枢纽网络期间, 新航线培育, 公司 RASK 增速或将承压。

投资建议

- 公司拥有在北京枢纽的绝对优势, 国际航线布局完备, 深耕优质市场; 采取价格优先战略, 收益品质领先; 新机场分流为在首都机场提供巨大市场份额竞争优势, 建设枢纽航线网络, 提高中转比例和盈利水平。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.42/0.76/1.07 元, 对应 PE 分别为 17/9/7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 北京新机场分流作用超预期, 油价和汇率波动较大。

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	137,006	153,602	171,421
增长率		4.6%	6.5%	12.9%	12.1%	11.6%
主营业务成本	-83,695	-87,203	-100,298	-114,795	-126,284	-137,352
%销售收入	76.8%	76.5%	82.6%	83.8%	82.2%	80.1%
毛利	25,234	26,761	21,065	22,212	27,318	34,069
%销售收入	23.2%	23.5%	17.4%	16.2%	17.8%	19.9%
营业税金及附加	-274	-294	-301	-343	-384	-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	-6,576	-7,219	-7,885
%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	-4,864	-5,453	-5,743
%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	10,429	14,262	20,012
%销售收入	13.6%	14.8%	8.5%	7.6%	9.3%	11.7%
财务费用	-7,949	-7,494	-53	-4,298	-1,850	-1,782
%销售收入	7.3%	6.6%	0.0%	3.1%	1.2%	1.0%
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	3,800	4,000	4,300
%税前利润	18.5%	0.9%	17.4%	38.3%	24.4%	19.1%
营业利润	8,340	9,181	11,626	9,931	16,413	22,530
营业利润率	7.7%	8.1%	9.6%	7.2%	10.7%	13.1%
营业外收支	703	1,039	-145	0	0	0
税前利润	9,043	10,219	11,481	9,931	16,413	22,530
利润率	8.3%	9.0%	9.5%	7.2%	10.7%	13.1%
所得税	-1,823	-2,456	-2,843	-2,483	-4,103	-5,633
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	7,448	12,309	16,898
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	6,148	11,009	15,598
净利率	6.2%	6.0%	6.0%	4.5%	7.2%	9.1%

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	7,448	12,309	16,898
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	15,104	16,735	18,456
非经营收益	6,496	7,546	-404	1,303	1,200	1,142
营运资金变动	4,654	1,518	3,780	2,185	1,893	1,756
经营活动现金净流	31,590	30,574	26,212	26,040	32,137	38,252
资本开支	-7,264	-19,984	-15,055	-20,472	-23,394	-23,416
投资	-277	26	-81	-101	-100	-100
其他	961	750	487	800	800	800
投资活动现金净流	-6,581	-19,208	-14,649	-19,773	-22,694	-22,716
股权募资	0	0	11,201	0	0	0
债权募资	-16,788	-725	-12,578	-2,024	-4,184	-9,317
其他	-3,881	-4,808	-5,467	-3,503	-4,759	-5,719
筹资活动现金净流	-20,669	-5,533	-6,844	-5,527	-8,943	-15,036
现金净流量	4,340	5,834	4,719	740	500	500

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	7,500	8,000
应收账款	5,545	5,210	5,500	6,382	7,155	7,985
存货	1,731	1,681	1,536	1,887	2,076	2,258
其他流动资产	4,459	5,109	7,463	7,465	7,809	8,141
流动资产	19,528	19,322	20,759	22,734	24,541	26,385
%总资产	9.1%	8.6%	8.8%	9.3%	9.7%	10.2%
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	192,650	199,066	203,771
%总资产	79.6%	79.5%	80.0%	79.2%	79.1%	78.8%
无形资产	5,955	6,024	6,160	7,492	7,736	7,991
非流动资产	194,176	204,806	214,958	220,494	227,253	232,313
%总资产	90.9%	91.4%	91.2%	90.7%	90.3%	89.8%
资产总计	213,704	224,128	235,718	243,228	251,794	258,698
短期借款	15,455	27,633	34,483	29,495	25,312	27,993
应付款项	22,482	20,437	23,162	25,110	27,641	30,070
其他流动负债	12,276	15,776	14,110	15,609	16,229	16,862
流动负债	50,213	63,846	71,755	70,214	69,181	74,924
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	64,328	64,377	52,415
负债	147,108	147,655	140,786	142,150	141,166	134,949
普通股股东权益	59,820	68,876	86,121	90,967	99,217	111,038
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	243,228	251,794	258,698

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.518	0.521	0.553	0.423	0.758	1.074
每股净资产	4.572	5.264	5.929	6.263	6.831	7.645
每股经营现金净流	2.569	2.487	2.132	1.793	2.213	2.634
每股股利	0.107	0.108	0.115	0.100	0.190	0.260
回报率						
净资产收益率	11.32%	9.89%	8.41%	6.76%	11.10%	14.05%
总资产收益率	3.17%	3.04%	3.07%	2.53%	4.37%	6.03%
投入资本收益率	8.82%	8.86%	5.07%	4.83%	6.40%	8.78%
增长率						
主营业务收入增长率	3.91%	4.62%	6.49%	12.89%	12.11%	11.60%
EBIT增长率	140.70%	13.88%	-38.97%	1.48%	36.75%	40.32%
净利润增长率	79.09%	0.59%	6.26%	-15.08%	79.06%	41.68%
总资产增长率	1.94%	4.88%	5.17%	3.19%	3.52%	2.74%
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	424.4	386.7	345.9
偿债能力						
净负债/股东权益	85.06%	76.03%	53.00%	52.02%	43.30%	30.77%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.2	193.3	2.4	7.7	11.2
资产负债率	68.84%	65.88%	59.73%	58.44%	56.06%	52.16%

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	13	15	38
增持	0	0	4	4	6
中性	0	0	3	4	8
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.00	1.50	1.52	1.47

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	2017-03-31	买入	8.32	N/A
2	2017-04-27	买入	8.73	13.00~13.00
3	2017-07-14	买入	9.11	13.00~13.00
4	2017-08-31	买入	9.42	N/A
5	2017-10-30	买入	9.21	N/A
6	2018-01-26	买入	12.39	N/A
7	2018-02-01	买入	13.20	17.00~18.70
8	2018-03-28	买入	11.36	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