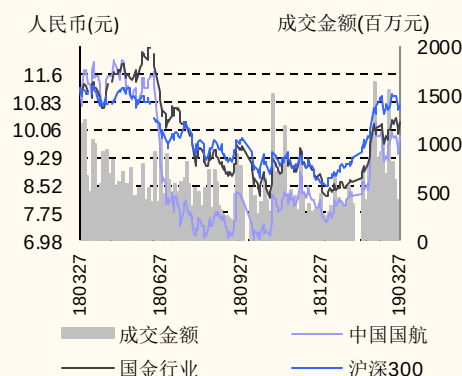


中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 9.88 元

Q4 票价大幅增长, 淡季业绩超预期**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93

**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.553	0.561	0.736	1.024	1.270
每股净资产(元)	5.93	6.42	7.06	7.90	8.91
每股经营性现金流(元)	2.13	2.56	1.91	2.61	3.06
市盈率(倍)	15.51	12.84	13.42	9.65	7.78
净利润增长率(%)	6.26%	1.33%	45.84%	39.08%	24.01%
净资产收益率(%)	8.41%	7.87%	10.43%	12.97%	14.26%
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 年营收 1367.7 亿, 同增 12.7%, 归母净利润 73.4 亿, 同增 1.3%, 扣非归母净利润 66.2 亿元, 同降 8.4%; Q4 单季营收 338.9 亿, 同增 19.5%, 归母净利润 4.0 亿, 去年同期-10.4 亿, Q4 业绩超预期。

经营分析

- **淡季收益水平超预期, 票价弹性显现:** 公司 Q4 营收加速增长, 收益水平的提升成为业绩亮点, 我们测算 Q4 整体客收同增超过 10%, 带动全年整体客收同增 2.9% (国内 2.6%/国际 5.0%)。我们认为主要是由于 Q4 公司控制运力投放, 整体 ASK 同增 7.7% (国内 6.6%/国际 9.0%), 并且在 2018 年两次全票价提升后, Q4 主动采取更为积极的价格策略。价格策略对公司需求有所拖累, Q4 整体 RPK 同增 6.2% (国内 4.9%/国际 8.0%), 拉低 Q4 客座率至 79.7%, 同降 1.2pct (国内-1.3pct/国际 0.7pct), 不过对营收端正向效果明显, 需求存在韧性敏感性较低, 票价向上弹性凸显。
- **油价上涨、汇兑损失拉低业绩增速:** Q4 航空煤油出厂价 5969 元/吨, 同增 34.7%, 推动 Q4 营业成本同增 13.3%。但票价提升依然显著提高公司毛利, Q4 淡季达到 8.4%, 去年同期仅为 3.4%。全年来看, 油价上涨和汇兑损失负面影响明显, 2019 年油料成本 384.8 亿, 同增 35.5%, 汇兑损失 23.8 亿, 去年同期为收益 29.4 亿。不过公司成本管控效果良好, 扣油座公里成本同降 3.4%, 另外由于国泰扭亏, 公司投资收益同比提升 16.8 亿。
- **B737MAX8 暂停适航认证, 供给短缺或超预期:** 民航局提出暂停 B737 MAX8 机型适航认证, 飞机交付推迟, 或将在未来 1 至 2 年影响该机型引进, 产生中期行业供给边际收紧。存量停航以及增量运力推迟交付或将带来 5%以上的供给缺口, 票价提升将持续, 增厚航空公司业绩。

投资建议

- 目前我国航空需求体现韧性, 运力引进受限, 叠加票价改革持续, 票价弹性释放具有动力。并且预计油价与汇率逐步转向利好, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74/1.03/1.27 元, 对应 PE 分别为 13/10/8 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 大兴机场分流超预期, 油价和汇率波动较大, 中期运力引进问题得到缓解。

相关报告

1. 《国际线增投过快, 投资收益弥补部分业绩下滑-2018-10-...》, 2018.10.31
2. 《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
3. 《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
4. 《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

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	113,964	121,363	136,774	141,536	158,210	171,271
增长	6.5%	12.7%	3.5%	11.8%	8.3%	
主营业务成本	-87,203	-100,298	-115,132	-117,567	-127,256	-134,990
%销售收入	76.5%	82.6%	84.2%	83.1%	80.4%	78.8%
毛利	26,761	21,065	21,643	23,969	30,954	36,281
%销售收入	23.5%	17.4%	15.8%	16.9%	19.6%	21.2%
营业税金及附加	-294	-301	-263	-354	-396	-428
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-5,595	-6,113	-6,348	-6,652	-7,278	-7,707
%销售收入	4.9%	5.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%
管理费用	-4,032	-4,373	-4,783	-4,954	-5,537	-5,995
%销售收入	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	16,841	10,278	10,249	12,009	17,744	22,151
%销售收入	14.8%	8.5%	7.5%	8.5%	11.2%	12.9%
财务费用	-7,494	-53	-5,276	-810	-1,669	-1,812
%销售收入	6.6%	0.0%	3.9%	0.6%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-254	-596	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	88	-308	1,368	1,500	1,700	2,000
%税前利润	0.9%	n.a	13.7%	9.4%	7.9%	7.6%
营业利润	9,181	11,626	9,826	15,999	21,575	26,340
营业利润率	8.1%	9.6%	7.2%	11.3%	13.6%	15.4%
营业外收支	1,039	-145	131	0	0	0
税前利润	10,219	11,481	9,958	15,999	21,575	26,340
利润率	9.0%	9.5%	7.3%	11.3%	13.6%	15.4%
所得税	-2,456	-2,843	-1,757	-4,000	-5,394	-6,585
所得税率	24.0%	24.8%	17.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	7,764	8,637	8,201	12,000	16,181	19,755
少数股东损益	950	1,397	864	1,300	1,300	1,300
归属于母公司的净利润	6,814	7,240	7,336	10,700	14,881	18,455
净利率	6.0%	6.0%	5.4%	7.6%	9.4%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	7,764	8,637	7,336	12,000	16,181	19,755
少数股东损益	950	1,397	864	1,300	1,300	1,300
非现金支出	13,746	14,199	14,523	16,582	20,418	23,804
非经营收益	7,546	-404	3,072	741	139	-7
营运资金变动	1,518	3,780	5,703	-1,622	1,120	897
经营活动现金净流	30,574	26,212	30,635	27,701	37,859	44,449
资本开支	-19,984	-15,055	-11,614	-47,278	-43,402	-40,422
投资	26	-81	2,219	-101	-100	-100
其他	750	487	643	1,500	1,700	2,000
投资活动现金净流	-19,208	-14,649	-8,753	-45,879	-41,802	-38,522
股权募资	0	11,201	0	0	0	0
债权募资	-725	-12,578	-8,279	21,441	9,042	343
其他	-4,808	-5,467	-4,495	-3,071	-4,599	-5,769
筹资活动现金净流	-5,533	-6,844	-12,774	18,370	4,443	-5,426
现金净流量	5,834	4,719	9,109	192	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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,322	6,260	7,808	8,000	8,500	9,000
应收账款	5,210	5,500	8,406	7,369	8,237	8,917
存货	1,681	1,536	1,877	1,933	2,092	2,219
其他流动资产	5,109	7,463	5,636	7,528	7,819	8,051
流动资产	19,322	20,759	23,726	24,829	26,647	28,187
%总资产	8.6%	8.8%	9.7%	9.0%	8.9%	8.8%
长期投资	17,568	17,751	19,165	19,266	19,365	19,465
固定资产	178,231	188,615	192,582	224,121	246,835	263,174
%总资产	79.5%	80.0%	79.0%	81.4%	82.2%	82.6%
无形资产	6,024	6,160	5,467	4,624	4,895	5,175
非流动资产	204,806	214,958	219,990	250,510	273,595	290,313
%总资产	91.4%	91.2%	90.3%	91.0%	91.1%	91.2%
资产总计	224,128	235,718	243,716	275,340	300,242	318,500
短期借款	27,633	34,483	31,003	31,212	35,254	30,596
应付款项	20,437	23,162	23,337	23,855	25,837	27,413
其他流动负债	15,776	14,110	17,891	16,622	17,031	17,355
流动负债	63,846	71,755	72,231	71,689	78,122	75,365
长期贷款	12,835	7,608	3,185	3,185	3,185	3,186
其他长期负债	70,973	61,423	67,743	89,234	94,283	99,318
负债	147,655	140,786	143,159	164,109	175,590	177,869
普通股股东权益	68,876	86,121	93,216	102,590	114,712	129,390
少数股东权益	7,597	8,811	7,341	8,641	9,941	11,241
负债股东权益合计	224,128	235,718	243,716	275,340	300,242	318,500

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.521	0.553	0.561	0.736	1.024	1.270
每股净资产	5.264	5.929	6.418	7.063	7.898	8.908
每股经营现金净流	2.487	2.132	2.562	1.907	2.607	3.060
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	9.89%	8.41%	7.87%	10.43%	12.97%	14.26%
总资产收益率	3.04%	3.07%	3.01%	3.89%	4.96%	5.79%
投入资本收益率	8.86%	5.07%	5.70%	5.66%	7.54%	8.84%
增长率						
主营业务收入增长率	4.62%	6.49%	12.70%	3.48%	11.78%	8.26%
EBIT增长率	13.88%	-38.97%	-0.28%	17.18%	47.75%	24.84%
净利润增长率	0.59%	6.26%	1.33%	45.84%	39.08%	24.01%
总资产增长率	4.88%	5.17%	3.39%	12.98%	9.04%	6.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	10.2	11.8	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	7.1	5.9	5.4	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	49.2	48.1	48.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	476.9	476.0	428.1	487.3	481.4	468.8
偿债能力						
净负债/股东权益	76.03%	53.00%	38.57%	34.88%	33.97%	26.44%
EBIT利息保障倍数	2.2	193.3	1.9	14.8	10.6	12.2
资产负债率	65.88%	59.73%	58.74%	59.60%	58.48%	55.85%

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	1	4	5	8	22
增持	0	1	2	5	7
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.50	1.50	1.41

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	2017-08-31	买入	9.42	N/A
2	2017-10-30	买入	9.21	N/A
3	2018-01-26	买入	12.39	N/A
4	2018-02-01	买入	13.20	17.00~18.70
5	2018-03-28	买入	11.36	N/A
6	2018-04-27	买入	11.62	N/A
7	2018-08-31	买入	7.66	N/A
8	2018-10-31	买入	7.13	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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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