

核心净利润 84 亿，业绩略超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报, 全年实现营业收入 1367.7 亿元(+12.7%)、实现归母净利润 73.4 亿元(+1.3%)。其中第四季度实现营收 338.9 亿元(+14.6%)、实现归母净利润 4.0 亿元(17Q4 亏损 10.4 亿元)。公司拟分红 15 亿元, 对应每 10 股现金分红 1.03 元, 分红率约 20%。
- **扣汇扣非核心净利润约 84 亿元, Q4 业绩超预期。** 全年人民币对美元贬值 4.8%, 全年公司录得汇兑损失 23.8 亿元, 公司 2018 年扣汇扣非净利润约 84 亿元(同比+67%)。成本方面, 公司 2018 年营业成本总计 1151 亿(+14.8%), 主要系燃油成本上涨 36%至 385 亿元, 公司扣油成本 767 亿元(+6.6%), 单位 ASK 扣油成本 0.28 元(-3.4%), 不含汇兑的三费合计费用率 10.2%(同比下降 0.9pp)。2018Q4 业绩超预期, 我们测算 Q4 公司客收同比增长约 8.7%。
- **客收大幅提升 2.9%, 客座率略降 0.5%。** 运力投放和客座率方面, 全年 ASK 增速 10.4%, 其中国内 8.2%、国际 14.1%; RPK 增速 9.7%, 其中国内 7.5%、国际 13.2%; 客座率 80.6%(下降 0.54pp)。客收方面分结构来看, 国内线客收涨幅 2.6%、地区线客收下降 4.5%, 国际线客收上涨 6.4%、系国际线客收连续 6 年下跌以来首次恢复性增长。
- **时刻控制放松背景下看好存量航线高品质的航司。** 根据民航局发布的 19 夏秋航季时刻表, 内航内线周度航班量增速达到 8.9%, 较 18 夏秋/18 冬春的增速 5.5%/6.8%有明显放松。但是首都/浦东机场时刻增速仍仅有 0.1%/0.6%, 核心航点产能供给仍是民航业中期的主要矛盾。国航航线结构品质高, 在春节后航空需求逐步回暖背景下, 全年业绩有望实现正增长。
- **盈利预测与评级:** 长期看, 我们对消费升级背景下人均乘机数的提高、航空业整体渗透率的提升仍然保持乐观。短期建议关注民航局调整民航发展基金征收标准给行业成本端带来的利好, 以及波音 737Max 机型停飞对行业供给的被动收缩影响, 旺季票价弹性有望提高。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 108、111、124 亿元, 对应当前 PE 分别为 13.3X、12.9X、11.6X。国航航线品质在国内公司中首屈一指, 资本开支与运力投放的纪律性较强, 估值相对于整体板块理应略有溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 航空需求波动, 人民币大幅贬值的风险, 油价大幅上涨风险。

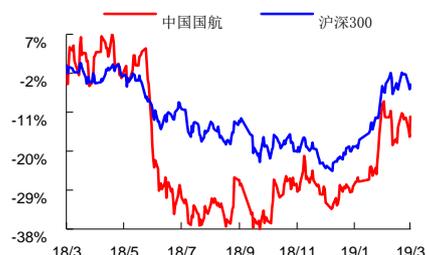
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	136774.40	146134.25	159558.50	173804.53
增长率	12.70%	6.84%	9.19%	8.93%
归属母公司净利润(百万元)	7336.33	10786.51	11132.77	12425.43
增长率	1.33%	47.03%	3.21%	11.61%
每股收益 EPS(元)	0.51	0.74	0.77	0.86
净资产收益率 ROE	8.16%	10.76%	10.17%	10.37%
PE	20	13	13	12
PB	1.54	1.39	1.28	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	145.25
流通 A 股(亿股)	94.49
52 周内股价区间(元)	6.98-12.18
总市值(亿元)	1,387.12
总资产(亿元)	2,525.79
每股净资产(元)	6.47

相关研究

目 录

1 中国国航：载旗飞行，闪耀星空	1
2 核心资源禀赋突出	2
2.1 四角菱形布局，网罗全球最优质航线资源	2
2.2 机队扩展节奏稳定	3
2.3 成本优势显著	3
3 盈利预测与估值	4
3.1 盈利预测	4
3.2 估值与评级	5
4 风险提示	5

图 目 录

图 1：国航股权结构（数据来源于 2018 年年报）	1
图 2：四角菱形网络结构布局	2
图 3：广泛均衡的国内、国际航线网络	2
图 4：机队规模稳定扩张	3
图 5：三大航飞机引进计划，国航最为谨慎	3
图 6：2018 年成本结构	4
图 7：燃油成本与扣油成本	4
图 8：燃油成本单位 ASK 与扣油成本单位 ASK	4

表 目 录

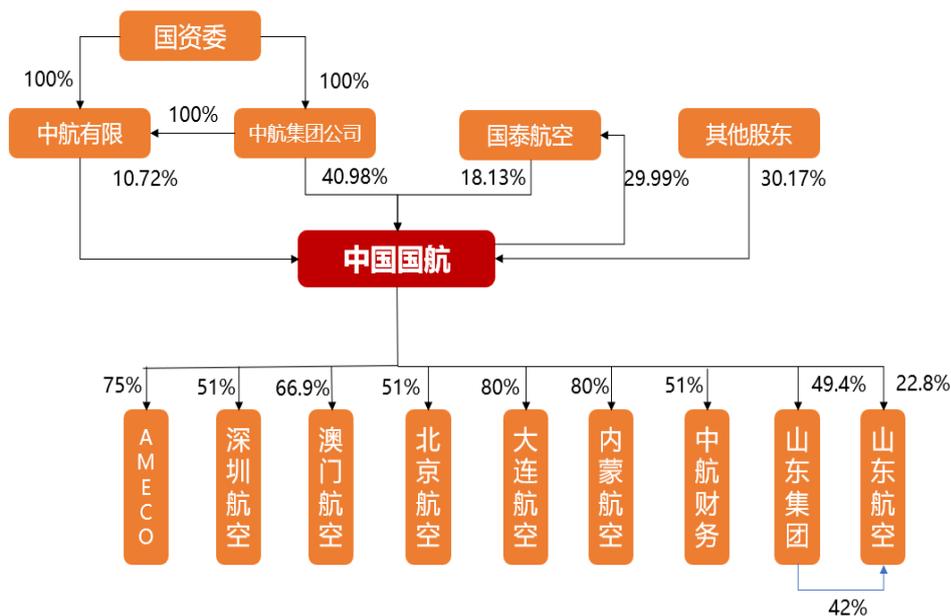
表 1：中国国航主营收入成本预测表（单位：百万元）	4
表 2：可比公司估值表（截至 2019.3.27 收盘价）	5
附表：财务预测与估值	6

1 中国国航：载旗飞行，闪耀星空

凤凰载旗，出于东方，遨游四海。中国国际航空股份有限公司的前身是中国国际航空公司，成立于 1988 年。2002 年 10 月，中国国际航空公司联合原中国西南航空公司和中国航空总公司的航空运输资源，组建了新的中国国际航空公司。2004 年国航正式成立并在香港和伦敦挂牌上市，2006 年在国内 A 股上市。国航是全球最大的航空联盟——星空联盟的成员及中国民航唯一一家进入“世界品牌 500 强”的企业。作为中国唯一载国旗飞行的航空公司，国航承担着政府专机、要客包机、紧急飞行、外国国家领导人到访等国内外专包机保障任务。

凤凰出身名门，羽翼丰满。国航主要股东中的中航集团有限公司为中国航空（集团）有限公司的全资子公司，中航集团掌握国航 51.7% 的控制权。公司另一大股东——国泰航空股份有限公司，持有国航 18.13% 的股权，是香港第一所提供民航服务的航空公司。2011 年国航与国泰航空完成交叉持股，持有国泰航空 29.99% 股份。国航的重要股东均实力雄厚，经过多年的并购与资本运作，现已拥有 17 家控股子公司，10 家联营公司，以及 3 家合营公司。2018 年 12 月 28 日，国航将国货航 51% 的股权转让给旗下全资子公司，完成了国货航的剥离。另外，国航还参股山东航空等公司，是山东航空集团有限公司的最大股东。

图 1：国航股权结构（数据来源于 2018 年年报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 核心资源禀赋突出

2.1 四角菱形布局，网罗全球最优质航线资源

守住“中国第一国门”，成为北京枢纽的市场领导者。国航主基地是位于“中国第一国门”的北京首都国际机场，重点打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳国际门户，形成以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构。为了巩固和深化以首都机场为主运营基地的战略，2018 年国航优化北京枢纽运力投入结构，增加由北京出发重点航线宽体机投入，同时新开 4 条国际航线，2 条国内航线，加密了 4 条航线的频次，北京枢纽的航班规模在不断扩大，商业枢纽价值也在稳步提升。

图 2：四角菱形网络结构布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：广泛均衡的国内、国际航线网络



数据来源：公司公告，西南证券整理

以国内支撑国际，扩展全球均衡互补的航线网络。截至 2018 年底，集团新增（含调整）国内、国际航线 155 条，经营的客运航线已达 754 条，其中国际航线 138 条，地区航线 27 条，国内航线 589 条，国内航线占比高达 78.1%，并且在国内飞往欧洲和北美主流航线国航同样具有领先优势。现已通航国家（地区）有 42 个，通航城市 184 个，其中国际 66 个，地区 3 个，国内 115 个。今年，通过星空联盟航线网络可以覆盖 193 个国家的 1317 个目的地，均衡互补的航线网络持续拓展。

2.2 机队扩展节奏稳定

加快更新改造，机队规模稳定扩张。三大航中国航机队扩展最为稳健。自 2013 年开始，国航开始加快机队更新改造。5 年间，共引进 247 台新飞机，占现有飞机总数的比例为 36.11%；总共退出 80 台旧飞机，占现有飞机总数的 11.7%。2018 年，国航集团共引进飞机 50 架，退出飞机 21 架。截至 2018 年底，集团共有飞机 669 架，平均机龄 6.62 年。按照国航 2018H1 公布的飞机引进计划，公司计划 2019 年、2020 年、2021 年分别引进 72 架、57 架、6 架，分别退出 17 架、11 架、1 架。相较于南航积极的引进计划和东航较为保守的运力增加策略，国航运力增速最为稳健。

图 4：机队规模稳定扩张



数据来源：wind，西南证券整理

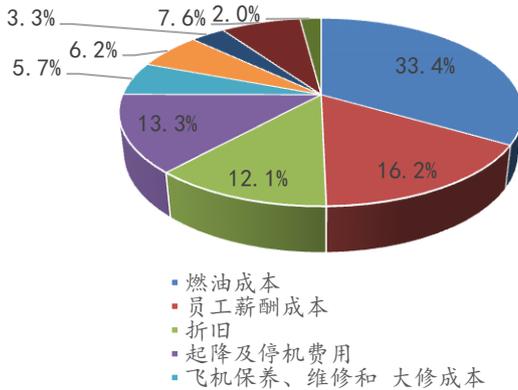
图 5：三大航飞机引进计划，国航最为谨慎



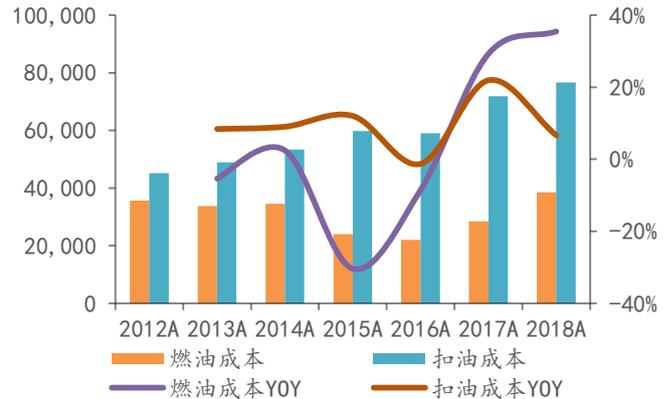
数据来源：wind，西南证券整理

2.3 成本优势显著

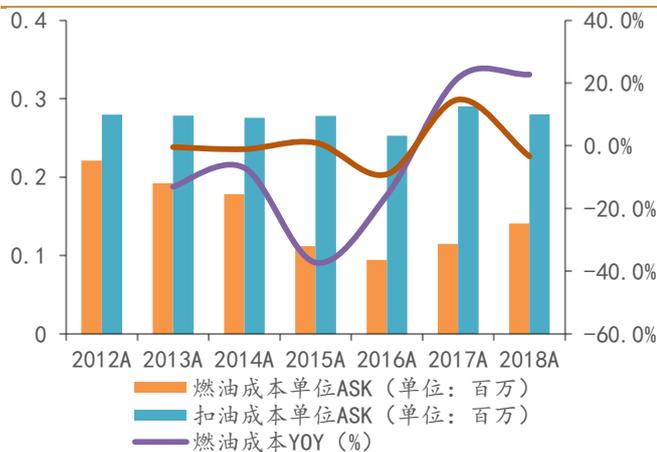
公司 2018 年营业成本总计 1151 亿(+14.8%)，主要系燃油成本上涨 36%至 385 亿元，公司扣油成本 767 亿元(+6.6%)，单位 ASK 扣油成本 0.28 元(-3.4%)，不含汇兑的三费合计费用率 10.2% (同比下降 0.9pp)。

图 6: 2018 年成本结构


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 燃油成本与扣油成本


数据来源: wind, 西南证券整理

图 8: 燃油成本单位 ASK 与扣油成本单位 ASK


数据来源: wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1: 2019 年汇率中枢美元兑人民币 6.60, 布油中枢 68 美金、国内航空燃油出厂价中枢 4680 元, 2020/2021 油汇均维持中性。

假设 2: 2019/2020/2021 公司 ASK 增速分别为 9.1%/8.8%/8.8%, 客座率维持稳定。

假设 3: 参股子公司国泰航空经营保持稳定, 整体投资收益保持稳定约 6-8 亿元。

表 1: 中国国航主营收入成本预测表 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
航空运输收入	133,386	142,746	156,170	170,417
其他业务收入	3,388	3,388	3,388	3,388
收入合计	136,774	146,134	159,558	173,805

	2018A	2019E	2020E	2021E
燃油成本	38,481	34,933	38,182	41,733
扣油成本	76,651	84,465	90,498	97,650
成本合计	115,132	119,398	128,680	139,383

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 估值与评级

长期看，我们对消费升级背景下人均乘机数的提高、航空业整体渗透率的提升仍然保持乐观。中期看，在 2017 年局方总量调控政策背景下，核心航点产能供给仍是民航业中期的主要矛盾。在之前两个航季准点率提升的前提下 19 年夏秋航季行业时刻总量增速 8.9% 系较之前的恢复性增长，行业整体仍维持供需弱平衡。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 108、111、124 亿元，对应当前 PE 分别为 13.3X、12.9X、11.6X。国航航线品质在国内公司中首屈一指，资本开支与运力投放的纪律性较强，估值相对于整体板块理应略有溢价。建议关注民航局调整民航发展基金征收标准给行业成本端带来的利好，以及波音 737Max 机型停飞对行业供给的被动收缩影响，旺季票价弹性有望提高，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（截至 2019.3.27 收盘价）

代码	名称	当前 价格	EPS (元)			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601111.SH	中国国航	9.88	0.51	0.74	0.77	19.4	13.4	12.8
600115.SH	东方航空	6.49	0.25	0.53	0.73	26.0	12.2	8.9
600029.SH	南方航空	8.09	0.31	0.65	0.87	26.1	12.4	9.3
601021.SH	春秋航空	40.27	1.60	2.03	2.53	25.2	19.8	15.9
603885.SH	吉祥航空	14.29	0.81	1.01	1.31	17.6	14.1	10.9

数据来源：Wind，西南证券整理。注：中国国航数据来自西南证券预测，其他航司 18-20 年数据来自 Wind 一致预期

4 风险提示

航空需求波动。2018 年中以来的中国宏观经济处于下行探底过程之中，航空出行需求与宏观经济高度相关，可能导致航空票价出行同比下滑的风险。

人民币大幅贬值的风险。航司持有较大外币负债，2019 年新会计准则将经营租赁进表增加了航司的外币负债头寸，人民币大幅贬值会带来较大汇兑损失以及增加外币计价的成本。

油价大幅上涨风险。航司未做燃油套保，油价上涨直接侵蚀主营利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	136774.40	146134.25	159558.50	173804.53	净利润	8200.54	12057.15	12444.19	13889.13
营业成本	115131.82	119397.56	128680.13	139382.65	折旧与摊销	14693.59	10538.08	11719.64	12378.70
营业税金及附加	263.11	324.02	345.07	372.12	财务费用	5276.27	292.27	3191.17	3649.90
销售费用	6348.11	6782.53	7405.58	8066.79	资产减值损失	13.39	109.00	117.00	123.00
管理费用	4675.65	4995.62	5454.53	5941.53	经营营运资本变动	820.72	-11230.51	167.21	119.82
财务费用	5276.27	292.27	3191.17	3649.90	其他	2414.38	-699.22	-1299.81	-977.09
资产减值损失	13.39	109.00	117.00	123.00	经营活动现金流净额	31418.89	11066.77	26339.39	29183.45
投资收益	1368.14	803.00	972.00	924.00	资本支出	-4343.40	-24300.00	-15900.00	-6700.00
公允价值变动损益	0.06	0.00	0.03	0.02	其他	-4606.29	803.00	972.03	924.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8949.70	-23497.00	-14927.97	-5775.99
营业利润	9826.50	15036.25	15337.04	17192.56	短期借款	-1922.08	26260.62	-5391.74	-16818.72
其他非经营损益	131.41	39.13	69.89	59.64	长期借款	-4422.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	9957.91	15075.38	15406.94	17252.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1757.37	3018.23	2962.74	3363.07	支付股利	0.00	-1467.27	-2157.30	-2226.55
净利润	8200.54	12057.15	12444.19	13889.13	其他	-15038.01	-12863.98	-3191.17	-3649.90
少数股东损益	864.21	1270.64	1311.43	1463.70	筹资活动现金流净额	-21382.90	11929.37	-10740.21	-22695.17
归属母公司股东净利润	7336.33	10786.51	11132.77	12425.43	现金流量净额	1200.28	-500.86	671.21	712.30
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7807.57	7306.71	7977.92	8690.23	成长能力				
应收和预付款项	1188.88	5378.08	4939.10	5148.06	销售收入增长率	12.70%	6.84%	9.19%	8.93%
存货	1877.49	1734.27	2096.43	2201.03	营业利润增长率	-15.48%	53.02%	2.00%	12.10%
其他流动资产	12852.16	4750.93	5187.36	5650.51	净利润增长率	-5.06%	47.03%	3.21%	11.61%
长期股权投资	16540.89	16540.89	16540.89	16540.89	EBITDA 增长率	17.03%	-13.19%	16.94%	9.83%
投资性房地产	170.94	170.94	170.94	170.94	获利能力				
固定资产和在建工程	192582.40	206543.01	210922.07	205442.05	毛利率	15.82%	18.30%	19.35%	19.80%
无形资产和开发支出	4861.33	4723.25	4585.17	4447.09	三费率	11.92%	8.26%	10.06%	10.16%
其他非流动资产	5834.34	5773.73	5713.12	5652.51	净利率	6.00%	8.25%	7.80%	7.99%
资产总计	243716.01	252921.81	258133.00	253943.31	ROE	8.16%	10.76%	10.17%	10.37%
短期借款	17561.55	43822.16	38430.43	21611.71	ROA	3.36%	4.77%	4.82%	5.47%
应付和预收款项	4235.83	13472.05	13071.63	13212.02	ROIC	9.57%	8.73%	9.62%	10.80%
长期借款	3185.48	3185.48	3185.48	3185.48	EBITDA/销售收入	21.79%	17.70%	18.96%	19.11%
其他负债	118176.22	80425.52	81141.98	81968.04	营运能力				
负债合计	143159.07	140905.22	135829.51	119977.25	总资产周转率	0.57	0.59	0.62	0.68
股本	14524.82	14524.82	14524.82	14524.82	固定资产周转率	0.86	0.87	0.90	0.99
资本公积	26270.84	26270.84	26270.84	26270.84	应收账款周转率	78.37	138.96	79.46	91.75
留存收益	53290.36	62609.61	71585.08	81783.95	存货周转率	58.39	62.44	63.62	63.77
归属母公司股东权益	93216.24	103405.27	112380.73	122579.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.49%	—	—	—
少数股东权益	7340.69	8611.33	9922.76	11386.46	资本结构				
股东权益合计	100556.93	112016.60	122303.49	133966.06	资产负债率	58.74%	55.71%	52.62%	47.25%
负债和股东权益合计	243716.01	252921.81	258133.00	253943.31	带息债务/总负债	25.58%	44.62%	42.32%	33.89%
					流动比率	0.33	0.27	0.31	0.44
					速动比率	0.30	0.25	0.28	0.40
					股利支付率	0.00%	13.60%	19.38%	17.92%
					每股指标				
					每股收益	0.51	0.74	0.77	0.86
					每股净资产	6.42	7.12	7.74	8.44
					每股经营现金	2.16	0.76	1.81	2.01
					每股股利	0.00	0.10	0.15	0.15
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	29796.36	25866.59	30247.85	33221.16					
PE	19.56	13.30	12.89	11.55					
PB	1.54	1.39	1.28	1.17					
PS	1.05	0.98	0.90	0.83					
EV/EBITDA	6.04	7.47	6.19	5.11					
股息率	0.00%	1.02%	1.50%	1.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn