

中国国航 (601111.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 9.97元

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

**相关报告**

1. 《Q4 票价大幅增长, 淡季业绩超预期-2019-03-27 中国...》, 2019.3.28
2. 《国际线增投过快, 投资收益弥补部分业绩下滑-2018-10-...》, 2018.10.31
3. 《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...》, 2018.8.31
4. 《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

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

新租赁会计准则影响显现, 业绩同比小幅提升**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	0.978	1.234
每股净资产(元)	5.93	6.42	7.06	7.85	8.83
每股经营性现金流(元)	2.13	2.56	1.55	1.75	2.05
市盈率(倍)	15.51	12.84	13.54	10.19	8.08
净利润增长率(%)	6.26%	1.33%	45.78%	32.88%	26.14%
净资产收益率(%)	8.41%	7.87%	10.43%	12.46%	13.98%
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 2019Q1 营收 325.5 亿, 同增 3.0%, 归母净利润 27.2 亿, 同增 3.6%, 扣非归母净利润 26.5 亿元, 同增 1.9%, 业绩符合预期。

经营分析

- **运力投放谨慎, 收益水平继续提升:** 2018 年公司机队引进速度较慢, 截止 3 月末, 公司共运营 676 架飞机, 同比 2018 年 3 月末增长仅 5.0%, 使得运力投放较为谨慎, 2019Q1 公司 ASK 同增 6.6% (国内 5.0%/国际 8.8%)。运力投放减缓, 我们认为公司在 Q1 主动采取更为积极的价格策略, 并且 2018 年两次全票价提升, 在调整国货航转让合并口径后, 我们测算公司 Q1 单位客收同增约 5%。价格策略对公司国内需求有所影响, Q1 整体 RPK 同增 7.0% (国内 4.2%/国际 11.0%), Q1 客座率至 81.4%, 同增 0.3pct (国内 -0.6pct/国际 1.5pct)。
- **Q1 油价小幅下降, 汇兑同比依然利空:** Q1 航空煤油进口到岸完税均价同降 3.8%, 减小其他成本项释放压力, 营业成本同增 1.3%, 毛利率同增 1.4pct。虽然今年以来油价处于爬升阶段, 但同比仍小幅下滑, 燃油成本压力明显改善。汇兑方面, Q1 人民币升值 1.9%, 但 2018Q1 升值 3.4%, Q1 汇兑损益仍处于利空阶段, 预计 Q2 汇兑损益将开始贡献利润增量。
- **新租赁会计准则提高利息支出:** 2019 年公司采用新租赁会计准则, 原经营租赁以融资租赁方式计入资产负债表。新租赁会计准则使得利息支出增加, 叠加汇兑净收益同比减少, Q1 公司财务为 -11.3 亿, 去年同期为 -100.0 亿。同时新租赁准则将公司资产负债率提升至 65.4%, 2018 年末为 58.7%。
- **B737MAX8 停飞影响持续, 期待旺季收益水平提升:** 民航局暂停 B737 MAX8 机型适航认证, 目前该机型自动飞行控制系统正在进行重新评估, 旺季前无法复飞较为确定, 旺季运力将存在缺口, 票价提升持续, 增厚航空公司业绩。公司机队庞大, 网络完善, 或将通过提高飞机小时利用率, 降低 B737MAX8 无法引进的负面影响。

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 0.74/0.98/1.23 元, 对应 PE 分别为 14/10/8 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, 行业运力引进问题得到缓解。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	113,964	121,363	136,774	141,536	156,554	169,270							
增长率	6.5%	12.7%	3.5%	10.6%	8.1%		货币资金	7,322	6,260	7,808	8,000	8,500	9,000
主营业务成本	-87,203	-100,298	-115,132	-117,567	-127,051	-134,769	应收账款	5,210	5,500	8,406	7,369	8,151	8,813
%销售收入	76.5%	82.6%	84.2%	83.1%	81.2%	79.6%	存货	1,681	1,536	1,877	1,933	2,089	2,215
毛利	26,761	21,065	21,643	23,969	29,503	34,501	其他流动资产	5,109	7,463	5,636	7,528	7,813	8,044
%销售收入	23.5%	17.4%	15.8%	16.9%	18.8%	20.4%	流动资产	19,322	20,759	23,726	24,829	26,552	28,072
营业税金及附加	-294	-301	-263	-354	-391	-423	%总资产	8.6%	8.8%	9.7%	8.5%	8.7%	8.7%
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	长期投资	17,568	17,751	19,165	19,266	19,365	19,465
营业费用	-5,595	-6,113	-6,348	-6,652	-7,201	-7,617	固定资产	178,231	188,615	192,582	239,296	253,485	268,324
%销售收入	4.9%	5.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%	%总资产	79.5%	80.0%	79.0%	82.4%	82.6%	82.9%
管理费用	-4,032	-4,373	-4,783	-4,954	-5,323	-5,586	无形资产	6,024	6,160	5,467	4,624	4,895	5,175
%销售收入	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%	非流动资产	204,806	214,958	219,990	265,685	280,245	295,463
息税前利润 (EBIT)	16,841	10,278	10,249	12,009	16,587	20,875	%总资产	91.4%	91.2%	90.3%	91.5%	91.3%	91.3%
%销售收入	14.8%	8.5%	7.5%	8.5%	10.6%	12.3%	资产总计	224,128	235,718	243,716	290,515	306,796	323,535
财务费用	-7,494	-53	-5,276	-816	-1,406	-1,241	短期借款	27,633	34,483	31,003	31,392	27,574	21,955
%销售收入	6.6%	0.0%	3.9%	0.6%	0.9%	0.7%	应付款项	20,437	23,162	23,337	23,855	25,779	27,340
资产减值损失	-254	-596	-13	0	0	0	其他流动负债	15,776	14,110	17,891	16,622	17,009	17,329
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	63,846	71,755	72,231	71,869	70,362	66,624
投资收益	88	-308	1,368	1,500	1,700	2,000	长期贷款	12,835	7,608	3,185	3,185	3,185	3,186
%税前利润	0.9%	n.a	13.7%	9.4%	8.2%	7.8%	其他长期负债	70,973	61,423	67,743	104,234	109,271	114,298
营业利润	9,181	11,626	9,826	15,993	20,681	25,634	负债	147,655	140,786	143,159	179,289	182,819	184,109
营业利润率	8.1%	9.6%	7.2%	11.3%	13.2%	15.1%	普通股股东权益	68,876	86,121	93,216	102,585	114,037	128,186
营业外收支	1,039	-145	131	0	0	0	少数股东权益	7,597	8,811	7,341	8,641	9,941	11,241
税前利润	10,219	11,481	9,958	15,993	20,681	25,634	负债股东权益合计	224,128	235,718	243,716	290,515	306,796	323,535
利润率	9.0%	9.5%	7.3%	11.3%	13.2%	15.1%							
所得税	-2,456	-2,843	-1,757	-3,998	-5,170	-6,409							
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	11,995	15,511	19,226							
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	10,695	14,211	17,926							
净利率	6.0%	6.0%	5.4%	7.6%	9.1%	10.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金净流	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标						
净利润	7,764	8,637	7,336	11,995	15,511	19,226	每股收益	0.521	0.553	0.561	0.736	0.978	1.234
少数股东损益	950	1,397	864	1,300	1,300	1,300	每股净资产	5.264	5.929	6.418	7.063	7.851	8.825
非现金支出	13,746	14,199	14,523	11,407	8,943	10,304	每股经营现金净流	2.487	2.132	2.562	1.551	1.753	2.054
非经营收益	7,546	-404	3,072	748	-123	-578	每股股利	0.107	0.108	0.115	0.100	0.190	0.260
营运资金变动	1,518	3,780	5,703	-1,622	1,125	888							
资本开支	-19,984	-15,055	-11,614	-57,278	-23,402	-25,422	回报率						
投资	26	-81	2,219	-101	-100	-100	净资产收益率	9.89%	8.41%	7.87%	10.43%	12.46%	13.98%
其他	750	487	643	1,500	1,700	2,000	总资产收益率	3.04%	3.07%	3.01%	3.68%	4.63%	5.54%
投资活动现金净流	-19,208	-14,649	-8,753	-55,879	-21,802	-23,522	投入资本收益率	8.86%	5.07%	5.70%	5.65%	7.39%	8.79%
股权募资	0	11,201	0	0	0	0	增长率						
债权募资	-725	-12,578	-8,279	36,621	1,183	-619	主营业务收入增长率	4.62%	6.49%	12.70%	3.48%	10.61%	8.12%
其他	-4,808	-5,467	-4,495	-3,077	-4,337	-5,198	EBIT增长率	13.88%	-38.97%	-0.28%	17.18%	38.12%	25.85%
筹资活动现金净流	-5,533	-6,844	-12,774	33,544	-3,154	-5,817	净利润增长率	0.59%	6.26%	1.33%	45.78%	32.88%	26.14%
现金净流量	5,834	4,719	9,109	192	500	500	总资产增长率	4.88%	5.17%	3.39%	19.20%	5.60%	5.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	16	20	20	34
增持	0	4	5	6	11
中性	0	3	3	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.39	1.47	1.45

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	2017-10-30	买入	9.21	N/A
2	2018-01-26	买入	12.39	N/A
3	2018-02-01	买入	13.20	17.00~18.70
4	2018-03-28	买入	11.36	N/A
5	2018-04-27	买入	11.62	N/A
6	2018-08-31	买入	7.66	N/A
7	2018-10-31	买入	7.13	N/A
8	2019-03-28	买入	9.88	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