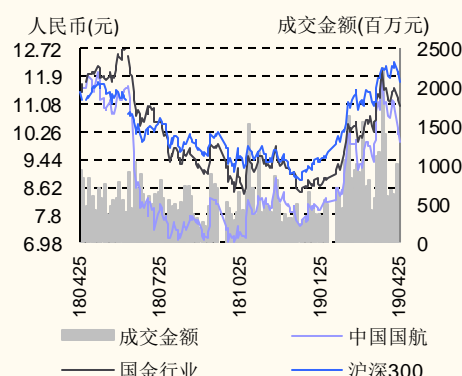


**中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

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-中国国航半年报业绩...》, 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)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>113,964</b>	<b>121,363</b>	<b>136,774</b>	<b>141,536</b>	<b>156,554</b>	<b>169,270</b>
增长率		6.5%	12.7%	3.5%	10.6%	8.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-87,203</b>	<b>-100,298</b>	<b>-115,132</b>	<b>-117,567</b>	<b>-127,051</b>	<b>-134,769</b>
<b>%销售收入</b>	<b>76.5%</b>	<b>82.6%</b>	<b>84.2%</b>	<b>83.1%</b>	<b>81.2%</b>	<b>79.6%</b>
<b>毛利</b>	<b>26,761</b>	<b>21,065</b>	<b>21,643</b>	<b>23,969</b>	<b>29,503</b>	<b>34,501</b>
%销售收入	23.5%	17.4%	15.8%	16.9%	18.8%	20.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-294</b>	<b>-301</b>	<b>-263</b>	<b>-354</b>	<b>-391</b>	<b>-423</b>
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-5,595</b>	<b>-6,113</b>	<b>-6,348</b>	<b>-6,652</b>	<b>-7,201</b>	<b>-7,617</b>
%销售收入	4.9%	5.0%	4.6%	4.7%	4.6%	4.5%
<b>管理费用</b>	<b>-4,032</b>	<b>-4,373</b>	<b>-4,783</b>	<b>-4,954</b>	<b>-5,323</b>	<b>-5,586</b>
%销售收入	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>16,841</b>	<b>10,278</b>	<b>10,249</b>	<b>12,009</b>	<b>16,587</b>	<b>20,875</b>
%销售收入	14.8%	8.5%	7.5%	8.5%	10.6%	12.3%
<b>财务费用</b>	<b>-7,494</b>	<b>-53</b>	<b>-5,276</b>	<b>-816</b>	<b>-1,406</b>	<b>-1,241</b>
%销售收入	6.6%	0.0%	3.9%	0.6%	0.9%	0.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-254</b>	<b>-596</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>88</b>	<b>-308</b>	<b>1,368</b>	<b>1,500</b>	<b>1,700</b>	<b>2,000</b>
%税前利润	0.9%	n.a	13.7%	9.4%	8.2%	7.8%
<b>营业利润</b>	<b>9,181</b>	<b>11,626</b>	<b>9,826</b>	<b>15,993</b>	<b>20,681</b>	<b>25,634</b>
营业利润率	8.1%	9.6%	7.2%	11.3%	13.2%	15.1%
<b>营业外收支</b>	<b>1,039</b>	<b>-145</b>	<b>131</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>10,219</b>	<b>11,481</b>	<b>9,958</b>	<b>15,993</b>	<b>20,681</b>	<b>25,634</b>
利润率	9.0%	9.5%	7.3%	11.3%	13.2%	15.1%
<b>所得税</b>	<b>-2,456</b>	<b>-2,843</b>	<b>-1,757</b>	<b>-3,998</b>	<b>-5,170</b>	<b>-6,409</b>
所得税率	24.0%	24.8%	17.6%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>7,764</b>	<b>8,637</b>	<b>8,201</b>	<b>11,995</b>	<b>15,511</b>	<b>19,226</b>
少数股东损益	<b>950</b>	<b>1,397</b>	<b>864</b>	<b>1,300</b>	<b>1,300</b>	<b>1,300</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6,814</b>	<b>7,240</b>	<b>7,336</b>	<b>10,695</b>	<b>14,211</b>	<b>17,926</b>
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)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>7,764</b>	<b>8,637</b>	<b>7,336</b>	<b>11,995</b>	<b>15,511</b>	<b>19,226</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>950</b>	<b>1,397</b>	<b>864</b>	<b>1,300</b>	<b>1,300</b>	<b>1,300</b>
<b>非现金支出</b>	<b>13,746</b>	<b>14,199</b>	<b>14,523</b>	<b>11,407</b>	<b>8,943</b>	<b>10,304</b>
<b>非经营收益</b>	<b>7,546</b>	<b>-404</b>	<b>3,072</b>	<b>748</b>	<b>-123</b>	<b>-578</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>1,518</b>	<b>3,780</b>	<b>5,703</b>	<b>-1,622</b>	<b>1,125</b>	<b>888</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>30,574</b>	<b>26,212</b>	<b>30,635</b>	<b>22,527</b>	<b>25,456</b>	<b>29,839</b>
<b>资本开支</b>	<b>-19,984</b>	<b>-15,055</b>	<b>-11,614</b>	<b>-57,278</b>	<b>-23,402</b>	<b>-25,422</b>
<b>投资</b>	<b>26</b>	<b>-81</b>	<b>2,219</b>	<b>-101</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
<b>其他</b>	<b>750</b>	<b>487</b>	<b>643</b>	<b>1,500</b>	<b>1,700</b>	<b>2,000</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-19,208</b>	<b>-14,649</b>	<b>-8,753</b>	<b>-55,879</b>	<b>-21,802</b>	<b>-23,522</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>11,201</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-725</b>	<b>-12,578</b>	<b>-8,279</b>	<b>36,621</b>	<b>1,183</b>	<b>-619</b>
<b>其他</b>	<b>-4,808</b>	<b>-5,467</b>	<b>-4,495</b>	<b>-3,077</b>	<b>-4,337</b>	<b>-5,198</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5,533</b>	<b>-6,844</b>	<b>-12,774</b>	<b>33,544</b>	<b>-3,154</b>	<b>-5,817</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5,834</b>	<b>4,719</b>	<b>9,109</b>	<b>192</b>	<b>500</b>	<b>500</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>7,322</b>	<b>6,260</b>	<b>7,808</b>	<b>8,000</b>	<b>8,500</b>	<b>9,000</b>
<b>应收款项</b>	<b>5,210</b>	<b>5,500</b>	<b>8,406</b>	<b>7,369</b>	<b>8,151</b>	<b>8,813</b>
<b>存货</b>	<b>1,681</b>	<b>1,536</b>	<b>1,877</b>	<b>1,933</b>	<b>2,089</b>	<b>2,215</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>5,109</b>	<b>7,463</b>	<b>5,636</b>	<b>7,528</b>	<b>7,813</b>	<b>8,044</b>
<b>流动资产</b>	<b>19,322</b>	<b>20,759</b>	<b>23,726</b>	<b>24,829</b>	<b>26,552</b>	<b>28,072</b>
%总资产	8.6%	8.8%	9.7%	8.5%	8.7%	8.7%
<b>长期投资</b>	<b>17,568</b>	<b>17,751</b>	<b>19,165</b>	<b>19,266</b>	<b>19,365</b>	<b>19,465</b>
<b>固定资产</b>	<b>178,231</b>	<b>188,615</b>	<b>192,582</b>	<b>239,296</b>	<b>253,485</b>	<b>268,324</b>
%总资产	79.5%	80.0%	79.0%	82.4%	82.6%	82.9%
<b>无形资产</b>	<b>6,024</b>	<b>6,160</b>	<b>5,467</b>	<b>4,624</b>	<b>4,895</b>	<b>5,175</b>
<b>非流动资产</b>	<b>204,806</b>	<b>214,958</b>	<b>219,990</b>	<b>265,685</b>	<b>280,245</b>	<b>295,463</b>
%总资产	91.4%	91.2%	90.3%	91.5%	91.3%	91.3%
<b>资产总计</b>	<b>224,128</b>	<b>235,718</b>	<b>243,716</b>	<b>290,515</b>	<b>306,796</b>	<b>323,535</b>
<b>短期借款</b>	<b>27,633</b>	<b>34,483</b>	<b>31,003</b>	<b>31,392</b>	<b>27,574</b>	<b>21,955</b>
<b>应付款项</b>	<b>20,437</b>	<b>23,162</b>	<b>23,337</b>	<b>23,855</b>	<b>25,779</b>	<b>27,340</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>15,776</b>	<b>14,110</b>	<b>17,891</b>	<b>16,622</b>	<b>17,009</b>	<b>17,329</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,846</b>	<b>71,755</b>	<b>72,231</b>	<b>71,869</b>	<b>70,362</b>	<b>66,624</b>
<b>长期贷款</b>	<b>12,835</b>	<b>7,608</b>	<b>3,185</b>	<b>3,185</b>	<b>3,185</b>	<b>3,186</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>70,973</b>	<b>61,423</b>	<b>67,743</b>	<b>104,234</b>	<b>109,271</b>	<b>114,298</b>
<b>负债</b>	<b>147,655</b>	<b>140,786</b>	<b>143,159</b>	<b>179,289</b>	<b>182,819</b>	<b>184,109</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>68,876</b>	<b>86,121</b>	<b>93,216</b>	<b>102,585</b>	<b>114,037</b>	<b>128,186</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>7,597</b>	<b>8,811</b>	<b>7,341</b>	<b>8,641</b>	<b>9,941</b>	<b>11,241</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>224,128</b>	<b>235,718</b>	<b>243,716</b>	<b>290,515</b>	<b>306,796</b>	<b>323,535</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.521	0.553	0.561	0.736	0.978	1.234
每股净资产	5.264	5.929	6.418	7.063	7.851	8.825
每股经营现金净流	2.487	2.132	2.562	1.551	1.753	2.054
每股股利	0.107	0.108	0.115	0.100	0.190	0.260
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.89%	8.41%	7.87%	10.43%	12.46%	13.98%
总资产收益率	3.04%	3.07%	3.01%	3.68%	4.63%	5.54%
投入资本收益率	8.86%	5.07%	5.70%	5.65%	7.39%	8.79%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	4.62%	6.49%	12.70%	3.48%	10.61%	8.12%
EBIT增长率	13.88%	-38.97%	-0.28%	17.18%	38.12%	25.85%
净利润增长率	0.59%	6.26%	1.33%	45.78%	32.88%	26.14%
总资产增长率	4.88%	5.17%	3.39%	19.20%	5.60%	5.46%
<b>资产管理能力</b>						
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	204.0	198.9	194.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	76.03%	53.00%	38.57%	35.04%	27.96%	20.47%
EBIT利息保障倍数	2.2	193.3	1.9	14.7	11.8	16.8
资产负债率	65.88%	59.73%	58.74%	61.71%	59.59%	56.91%

**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	<b>0.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.39</b>	<b>1.47</b>	<b>1.45</b>

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