

# 中国国航 (601111.SH)

## 业绩符合预期，静待需求改善

**事件:** 中国国航发布 2019 年第三季度报告。2019 前三季度营业收入 1030.77 亿元，同比增长 0.19%，归母净利润 67.62 亿元，同比下降 2.53%，扣非净利润 65.57 亿元，同比增长 0.47%。2019Q3 营收 377.64 亿元，同比下降 2.26%，归母净利润 36.23 亿元，同比增长 4.43%。

### 点评:

**受国际地区拖累，三季度收入客公里放缓。**公司前三季度可用座公里(百万) 215,415.4，同比增长 5.6%，运力增速慢于其他两大航司，公司购买的 20 架 A350-900 飞机计划于 2020 至 2022 年分批交付，预计明年运力投入将有所加快；收入客公里(百万) 175,365.3，同比增长 6.2%，客座率为 81.4%，同比提升 0.5pct。第三季度收入客公里(百万) 60,797.90，同比增长 5.95%，其中国内同比增长 7.29%，国际增长 4.36%，地区增长 0.69%，地区增速相对较慢。

**三季度毛利率同比改善，经营性资产并表带来财务费用率提升。**公司前三季度毛利率提升 0.97pct 至 19.26%，第三季度毛利率提升 1.83pct 至 24.7%。费用率方面，销售费用率增长 0.14pct 至 4.75%；研发费用率和管理费用率下降 0.09pct 至 3.23%；财务费用率增长 1.26pct 至 5.65%，主要系执行新租赁准则的影响。

**预计油价对航司有利，汇率保持平稳。**第三季度航空煤油平均出厂价(含税)为 4884.33 元/吨，去年同期为 5480.67 元/吨相比下降 10.88%，目前布伦特原油维持在 60 美元/桶左右，去年第四季度平均原油价格在 68.6 美元/桶，预计后续大幅上涨可能性不高，油价对航司有利。汇率方面，目前美元兑人民币在 7.06 左右，随着中美贸易摩擦缓和，人民币继续贬值概率不大。

**投资策略:** 我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 73.69 亿元、95.68 亿元、115.24 亿元，分别增长 0.4%、29.8%、20.4%，公司估值处于低位，油价、汇率保持稳定，随着 737max 事件持续影响，供需有望改善，维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	121,363	136,774	138,418	145,561	152,226
增长率 yoy (%)	6.5	12.7	1.2	5.2	4.6
归母净利润(百万元)	7,240	7,336	7,369	9,568	11,524
增长率 yoy (%)	6.3	1.3	0.4	29.8	20.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.50	0.51	0.51	0.66	0.79
净资产收益率(%)	9.1	8.2	7.7	9.2	10.1
P/E(倍)	16.5	16.3	16.2	12.5	10.4
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

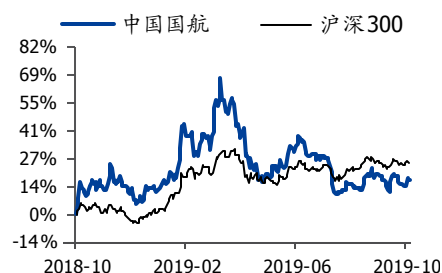
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 买入(维持)

### 股票信息

行业	航空运输
前次评级	买入
最新收盘价	8.24
总市值(百万元)	119,684.48
总股本(百万股)	14,524.82
其中自由流通股(%)	65.05
30 日日均成交量(百万股)	18.59

### 股价走势



### 作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

研究助理 郑树明

邮箱: zhengshuming@gszq.com

### 相关研究

- 1、《中国国航(601111.SH): 受新租赁准则影响业绩下滑, 成本持续改善》2019-08-28
- 2、《中国国航(601111.SH): 载旗航空卡位核心机场》2019-07-22



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	20,759	23,726	46,137	30,453	64,302
现金	6,260	7,808	28,290	13,583	45,590
应收账款	3,490	5,374	3,597	5,837	4,029
其他应收款	2,009	0	2,033	105	2,131
预付账款	3,113	1,189	3,165	1,414	3,375
存货	1,536	1,877	1,574	2,036	1,698
其他流动资产	4,351	7,478	7,478	7,478	7,478
<b>非流动资产</b>	214,958	219,990	212,437	211,349	208,180
长期投资	15,299	16,541	18,652	20,050	21,457
固定投资	158,274	160,403	156,653	158,164	157,102
无形资产	4,401	3,759	3,738	3,598	3,361
其他非流动资产	36,984	39,287	33,395	29,537	26,260
<b>资产总计</b>	235,718	243,716	258,574	241,802	272,481
<b>流动负债</b>	71,755	72,231	85,328	62,981	86,172
短期借款	19,484	17,562	17,562	17,562	17,562
应付账款	14,672	0	14,836	681	15,371
其他流动负债	37,599	54,670	52,930	44,739	53,239
<b>非流动负债</b>	69,031	70,928	65,952	62,404	58,589
长期借款	22,108	15,585	10,610	7,061	3,246
其他非流动负债	46,923	55,343	55,343	55,343	55,343
<b>负债合计</b>	140,786	143,159	151,280	125,385	144,761
少数股东权益	8,811	7,341	8,209	9,336	10,693
股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
资本公积	26,271	26,271	26,271	26,271	26,271
留存收益	46,949	53,290	59,780	68,191	78,300
归属母公司股东收益	86,121	93,216	99,085	107,081	117,028
<b>负债和股东权益</b>	235,718	243,716	258,574	241,802	272,481

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	26,389	31,419	46,377	5,556	50,681
净利润	8,637	8,201	8,237	10,695	12,881
折旧摊销	13,760	14,676	12,846	13,749	14,820
财务费用	53	5,276	5,108	3,106	2,309
投资损失	308	-1,368	-1,304	-624	-678
营运资金变动	3,780	5,703	21,492	-21,369	21,349
其他经营现金流	-150	-1,070	-1	-0	-0
<b>投资活动净现金流</b>	-14,653	-8,950	-3,988	-12,036	-10,973
资本支出	17,643	12,308	-9,664	-2,486	-4,576
长期投资	-81	223	-2,111	-1,242	-1,407
其他投资现金流	2,909	3,581	-15,763	-15,764	-16,956
<b>筹资活动净现金流</b>	-12,854	-21,383	-21,908	-8,227	-7,701
短期借款	4,995	-1,922	0	0	0
长期借款	-15,725	-6,523	-4,975	-3,549	-3,815
普通股增加	1,440	0	0	0	0
资本公积增加	9,761	0	0	0	0
其他筹资现金流	-13,325	-12,938	-16,932	-4,678	-3,886
<b>现金净增加额</b>	-1,285	1,200	20,482	-14,706	32,007

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	121,363	136,774	138,418	145,561	152,226
营业成本	100,298	115,132	116,419	121,759	125,955
营业税金及附加	301	263	208	218	228
营业费用	6,113	6,348	6,644	6,550	6,850
管理费用	4,373	4,676	4,568	5,066	5,282
财务费用	53	5,276	5,108	3,106	2,309
资产减值损失	596	13	14	14	15
公允价值变动收益	-0	0	1	0	0
投资净收益	-308	1,368	1,304	624	678
<b>营业利润</b>	11,626	9,826	9,963	12,917	15,582
营业外收入	145	258	220	233	229
营业外支出	290	127	181	163	169
<b>利润总额</b>	11,481	9,958	10,003	12,986	15,641
所得税	2,843	1,757	1,765	2,292	2,760
<b>净利润</b>	8,637	8,201	8,237	10,695	12,881
少数股东收益	1,397	864	868	1,127	1,357
<b>归属母公司净利润</b>	7,240	7,336	7,369	9,568	11,524
EBITDA	27,693	26,493	23,803	27,463	30,808
EPS (元/股)	0.50	0.51	0.51	0.66	0.79

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.5	12.7	1.2	5.2	4.6
营业利润 (%)	26.6	-15.5	1.4	29.6	20.6
归属母公司净利润 (%)	6.3	1.3	0.4	29.8	20.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	17.4	15.8	15.9	16.4	17.3
净利率 (%)	6.0	5.4	5.3	6.6	7.6
ROE (%)	9.1	8.2	7.7	9.2	10.1
ROIC (%)	5.6	5.0	4.9	6.0	6.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	59.7	58.7	58.5	51.9	53.1
净负债比率 (%)	53.0	38.6	2.8	12.2	-17.0
流动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.53	0.57	0.55	0.58	0.59
应收账款周转率	35.8	30.9	30.9	30.9	30.9
应付账款周转率	7.6	15.7	15.7	15.7	15.7
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.51	0.51	0.66	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.42	1.98	3.19	0.38	3.49
每股净资产 (最新摊薄)	5.93	6.42	6.82	7.37	8.06
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	16.5	16.3	16.2	12.5	10.4
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.1	8.3	7.8	7.2	5.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com