

中国国航（601111）

公司研究/点评报告

客座率下行，静待春运行情

—12 月经营数据点评

点评报告/交通运输

2019 年 01 月 21 日

一、事件概述

公司 12 月 ASK 整体/国内/国际/地区同比增 8.0%/8.4%/7.2%/10.9%，1-12 月累计同比增 10.5%/8.4%/14.1%/9.6%；12 月 RPK 整体/国内/国际/地区同比增 5.8%/5.0%/6.6%/9.7%，1-12 月累计同比增 9.8%/7.6%/13.2%/12.6%；12 月客座率整体/国内/国际/地区为 78.6%/78.9%/77.8%/81.3%，同比-1.7pct/-2.6pct/-0.4pct/-0.9pct。

二、分析与判断

➤ 淡季+高基数+需求疲软推动客座率下行

12 月航空业仍处淡季，历史上看公司 12 月客座率均处于全年底部。同时，由于去年同期高基数，亦导致今年 12 月的客座率压力较大。但从供需两端看，今年客座率较去年同期下滑，仍与国内宏观经济形势下滑导致的航空需求增速下行有较大关联。虽然当前时刻供给依然受局方控制，且公司自下半年开始控制飞机引进速度，全年机队规模较年初指引低 4%，但由于四季度公司国内线 RPK 增速下滑较快，整体 RPK-ASK 持续为负，12 月国内线供需差较 11 月扩大至-3.4%。

➤ 油、汇、春运三因素叠加下，公司业绩弹性有望释放

18 年四季度以来，受地缘政治因素推动，国际油价下行约 40%，当前油价已较去年同期低 10%。同时，人民币汇价较 10 月最低点亦有 3%的反弹，按半年报公司资产负债结构估算，人民币变化 1%可带来 2.35 亿的汇兑损益。双因素叠加下，公司成本、费用压力有望显著改善。此外，今年春运需求增速较去年上行，发改委预测数据显示 2019 年春运期间民航旅客运输同比增长 12%，好于 2018 年的 10%。

三、投资建议

当前航空股面临的外部环境类似 2014 年末，油汇均处较低位，同时货币政策边际向好改善市场对国内未来经济展望。我们预计公司依托优质商务线结构，未来随外部因素同比改善，春运旺季利好，1 季度业绩弹性有望显著释放。预计公司 2018-20 年 EPS 为 0.52、0.75、0.92 元，对应 PE 估值分别为 15.6X/10.8X/8.7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

宏观经济持续下行；油、汇价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	121,363	136,577	155,276	170,354
增长率（%）	6.5	12.5	13.7	9.7
归属母公司股东净利润（百万元）	7,240	7,507	10,866	13,429
增长率（%）	6.3	3.7	44.7	23.6
每股收益（元）	0.54	0.52	0.75	0.92
PE（现价）	14.9	15.6	10.8	8.7
PB	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次覆盖

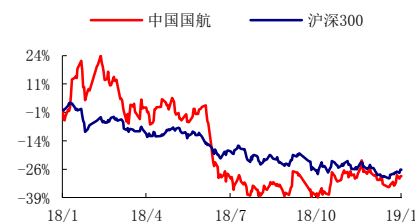
当前价格： 8.13 元

交易数据

2019-1-18

近 12 个月最高/最低(元)	14.36/6.98
总股本（百万股）	14,525
流通股本（百万股）	9,449
流通股比例（%）	65.05
总市值（亿元）	1,181
流通市值（亿元）	768

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

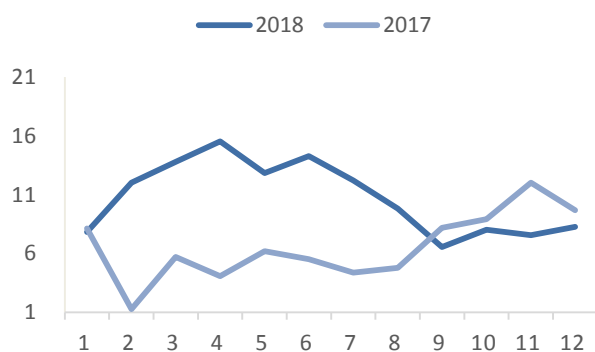
执业证号： S0100518110001

电话： 021-60876718

邮箱： zhongqi@mszq.com

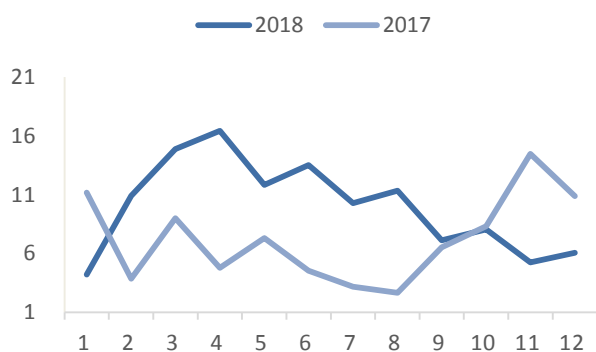
相关研究

图 11: 中国国航 ASK 变化趋势 (%)



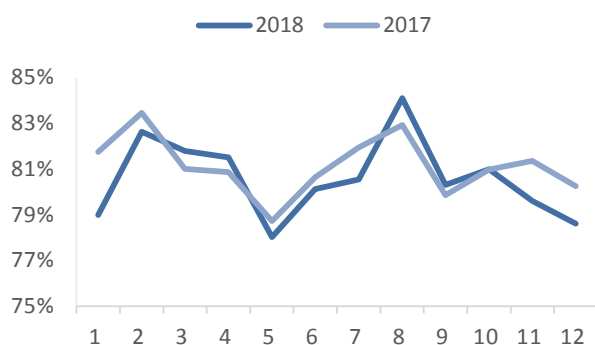
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 中国国航 RPK 变化趋势 (%)



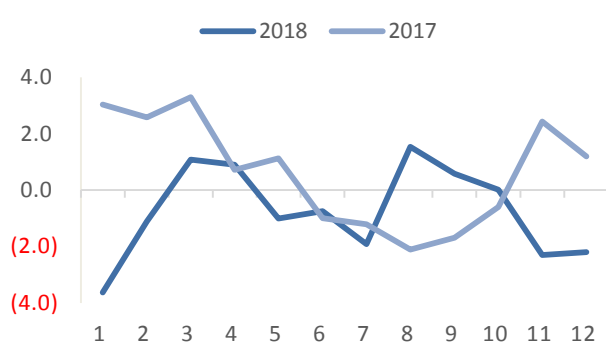
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 11: 中国国航客座率变化趋势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 中国国航 RPK-ASK 变化趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	121,363	136,577	155,276	170,354
营业成本	100,298	112,166	123,719	133,027
营业税金及附加	301	341	388	426
销售费用	6,113	7,102	7,764	8,688
管理费用	4,373	4,917	5,590	6,133
EBIT	10,278	12,051	17,815	22,081
财务费用	53	266	266	266
资产减值损失	596	0	0	0
投资收益	(308)	0	0	0
营业利润	11,626	11,785	17,549	21,815
营业外收支	(145)	(20)	0	0
利润总额	11,481	11,785	17,549	21,815
所得税	2,843	2,919	4,346	5,403
净利润	8,637	8,866	13,202	16,412
归属于母公司净利润	7,240	7,507	10,866	13,429
EBITDA	24,058	26,560	32,793	37,532

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6260	25784	46104	70171
应收账款及票据	3491	4048	4557	4935
预付款项	3113	2126	2599	3148
存货	1536	1963	2190	2272
其他流动资产	4330	4330	4330	4330
流动资产合计	20759	40757	62446	87798
长期股权投资	15299	15299	15299	15299
固定资产	158274	164496	169573	176460
无形资产	4401	4420	4337	4286
非流动资产合计	214958	207140	201028	194637
资产合计	235718	247898	263474	282435
短期借款	19484	19484	19484	19484
应付账款及票据	14672	15228	16598	17815
其他流动负债	9215	9215	9215	9215
流动负债合计	71755	75069	77443	79992
长期借款	7608	7608	7608	7608
其他长期负债	61423	61423	61423	61423
非流动负债合计	69031	69031	69031	69031
负债合计	140786	144100	146474	149023
股本	14525	14525	14525	14525
少数股东权益	8811	10170	12506	15488
股东权益合计	94932	103798	117000	133412
负债和股东权益合计	235718	247898	263474	282435

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	6.5	12.5	13.7	9.7
EBIT 增长率	-39.0	17.3	47.8	23.9
净利润增长率	6.3	3.7	44.7	23.6
盈利能力				
毛利率	17.4	17.9	20.3	21.9
净利率	6.0	5.5	7.0	7.9
总资产收益率 ROA	3.1	3.0	4.1	4.8
净资产收益率 ROE	8.4	8.0	10.4	11.4
偿债能力				
流动比率	0.3	0.5	0.8	1.1
速动比率	0.3	0.5	0.8	1.1
现金比率	0.1	0.3	0.6	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	10.2	10.8	10.7	10.6
存货周转天数	5.9	6.4	6.5	6.2
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.7	0.9
每股净资产	5.9	6.4	7.2	8.1
每股经营现金流	1.8	1.8	2.0	2.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	14.9	15.6	10.8	8.7
PB	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	5.6	3.9	2.8
股息收益率	1.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	8,637	8,866	13,202	16,412
折旧和摊销	14,376	14,509	14,978	15,451
营运资金变动	3,780	2,840	1,006	1,264
经营活动现金流	26,389	26,481	29,452	33,393
资本开支	15,055	6,690	8,866	9,060
投资	(81)	0	0	0
投资活动现金流	(14,653)	(6,690)	(8,866)	(9,060)
股权募资	11,201	0	0	0
债务募资	(12,578)	0	0	0
筹资活动现金流	(12,854)	(266)	(266)	(266)
现金净流量	(1,117)	19,524	20,320	24,067

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。