

中国国航 (601111)

公司研究/点评报告

营收增长乏力，静待边际改善因素出现

—2019 年半年报点评

点评报告/交通运输

2019 年 08 月 30 日

一、事件概述

公司 2019 年上半年实现营业收入 653 亿元，同比增 1.7%；归母净利 31.4 亿元，同比降 9.5%；扣非净利 30.3 亿，同比降 3.5%。

二、分析与判断

➤ 收入端：运力投放受限+需求放缓，拖累收入增长

受北京市场运力投放受限及需求放缓拖累，1H19 公司客运收入同比仅增 5.2%。其中，1H19 公司 ASK 同比仅增 5.9%，远低于南航、东航在 1H19 的运力投放增幅；RPK 受一定拖累，同比增 6.6%，但略快于 ASK，带动客座率同比提升 0.5pct。收益品质方面，国内、地区线平均票价的下滑拖累 1H19 客公里收益下降 1.3%至 0.52 元。

➤ 成本端：成本管控持续推进，费用增长受租赁准则变更影响

1H19 公司营业成本增长 1%，其中航油成本因今年同期油价下滑，且运力增长有限，同比仅增 0.2%，主要因运力投入增加和航程拉长带来耗油量增加。扣油后公司营业成本增 1%，其中增幅较大的项目包括：起降费同比增 9%，对比南航 17%的起降费增幅，今年上半年航司起降费的增长或与机场收费增长相关；折旧费用同比增 2.4%，主要受上半年机队规模增长影响；员工薪酬同比增 4%。由于子公司国货航已经剥离以及租赁准则变更，公司飞发/其他业务成本同比减少 16%/32%，若剔除该因素影响，则扣油营业成本同比增长 4.3%，单位 ASK 扣油成本则同比下降 1.6%，成本管控加强的效果仍在体现。

期间费用受租赁准则变更导致的利息支出费用增加，同比增长 11%。其中，财务费用同比增长 36%，因租赁负债的利息支出增长 78%；汇兑方面，上半年公司共产生汇兑损失 1.19 亿元，较去年 5.2 亿元的汇兑损失显著收窄。截止报告期末，公司汇兑敏感性为人民币兑美元汇率变动 1%，预计将带来 4.8 亿元的净利润增加/损失，考虑近期人民币汇率贬值影响，预计将对 Q3 净利润产生不利影响，但幅度应低于同行。

➤ 油价向好叠加减税降费，旺季扣汇业绩弹性仍存

截止今年 8 月，航空煤油价格同比下跌 10%，假设 Q3 航空煤油价格仍保持该降幅，考虑航油成本占公司成本比重约 30%，我们预计 Q3 公司航油成本将有 9 亿左右改善，叠加民航发展基金征收标准减半带来的费用减少，公司 Q3 旺季业绩剔除汇兑损益后，同比有望大幅转正。

推荐

维持评级

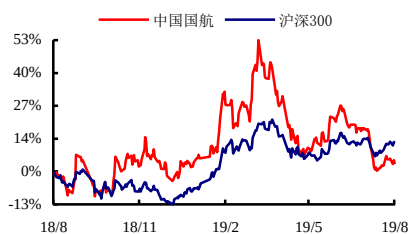
当前价格： 7.97 元

交易数据

2019-8-29

近 12 个月最高/最低(元)	11.89/6.98
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)	1,158
流通市值(亿元)	753

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：顾慕闽

执业证号： S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

- 1.中国国航(601111):业绩符合预期，扣油后盈利能力持续提升
- 2.中国国航(601111):客座率下行，静待春运行情

三、投资建议

公司上半年运力投放受限，叠加外部需求疲软，营收增长乏力。预计下半年公司国内线运力投放情况有望边际改善，结合当前油汇情况，我们预计公司 2019-21 年 EPS 为 0.52、0.75、0.96 元，对应 PE 估值分别为 15X/11X/8X。从 PB 估值看，公司当前 PB 约 1.1X，位于近 5 年 PB 均值-1 个标准差附近，向下空间有限，未来汇率或需求边际改善，有望带来较大向上弹性，维持“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	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	136,774	148,589	167,307	187,480
增长率（%）	12.7%	8.6%	12.6%	12.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	7,336	7,588	10,953	13,986
增长率（%）	1.3%	3.4%	44.4%	27.7%
每股收益（元）	0.53	0.52	0.75	0.96
PE（现价）	15.0	15.2	10.5	8.2
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

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)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	136,774	148,589	167,307	187,480
营业成本	115,132	122,341	136,614	151,631
营业税金及附加	263	286	322	361
销售费用	6,348	7,281	8,130	9,000
管理费用	4,676	5,230	5,879	6,532
研发费用	107	39	58	87
EBIT	10,249	13,413	16,304	19,870
财务费用	5,276	5,139	4,510	3,893
资产减值损失	13	0	0	0
投资收益	1,368	345	379	417
营业利润	9,826	10,225	15,143	19,282
营业外收支	131	0	0	0
利润总额	9,958	10,566	15,252	19,476
所得税	1,757	1,865	2,692	3,437
净利润	8,201	8,701	12,561	16,039
归属于母公司净利润	7,336	7,588	10,953	13,986
EBITDA	24,942	28,000	31,233	35,232

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7808	28783	49342	77002
应收账款及票据	5374	4799	5597	6565
预付款项	1189	2219	2710	2441
存货	1877	2289	2106	2751
其他流动资产	4447	4447	4447	4447
流动资产合计	23726	44589	67919	96085
长期股权投资	16541	16886	17265	17682
固定资产	160403	164115	169183	172819
无形资产	3759	3408	3005	2509
非流动资产合计	218949	213442	205964	196943
资产合计	242676	258031	273883	293028
短期借款	17562	17562	17562	17562
应付账款及票据	16174	17202	19462	21408
其他流动负债	12354	12354	12354	12354
流动负债合计	72231	77575	80866	83972
长期借款	3185	3185	3185	3185
其他长期负债	63270	63270	63270	63270
非流动负债合计	70928	70928	70928	70928
负债合计	143159	148503	151794	154900
股本	14525	14525	14525	14525
少数股东权益	7341	8454	10062	12114
股东权益合计	100557	109529	122089	138128
负债和股东权益合计	243716	258031	273883	293028

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	12.7%	8.6%	12.6%	12.1%
EBIT 增长率	-0.3%	30.9%	21.6%	21.9%
净利润增长率	1.3%	3.4%	44.4%	27.7%
盈利能力				
毛利率	15.8%	17.7%	18.3%	19.1%
净利润率	5.4%	5.1%	6.5%	7.5%
总资产收益率 ROA	3.0%	2.9%	4.0%	4.8%
净资产收益率 ROE	7.9%	7.5%	9.8%	11.1%
偿债能力				
流动比率	0.3	0.6	0.8	1.1
速动比率	0.3	0.5	0.8	1.1
现金比率	0.1	0.4	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	4.6	8.5	7.7	7.0
存货周转天数	5.3	6.1	5.7	5.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.8	1.0
每股净资产	6.4	7.0	7.7	8.7
每股经营现金流	2.1	2.3	2.3	2.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	15.0	15.2	10.5	8.2
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	4.7	3.6	2.4
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,201	8,701	12,561	16,039
折旧和摊销	14,443	14,587	14,930	15,362
营运资金变动	5,439	5,455	521	2,600
经营活动现金流	31,154	33,431	32,896	38,764
资本开支	11,614	7,082	6,964	5,730
投资	2,219	0	0	0
投资活动现金流	(8,950)	(7,082)	(6,964)	(5,730)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(8,279)	0	0	0
筹资活动现金流	(21,383)	(5,373)	(5,373)	(5,373)
现金净流量	822	20,975	20,559	27,660

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

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。