

中国国航

601111

审慎增持 (维持)

上半年收益水平小幅下降，业绩总体符合预期

2019年09月12日

市场数据

| 市场数据日期 | 2019-09-11 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 8.40 |
| 总股本(百万股) | 14524.82 |
| 流通股本(百万股) | 14011.34 |
| 总市值(百万元) | 122008.45 |
| 流通市值(百万元) | 79368.69 |
| 净资产(百万元) | 89663.36 |
| 总资产(百万元) | 285508.57 |
| 每股净资产 | 6.17 |

主要财务指标

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 136774 | 140272 | 151759 | 167278 |
| 同比增长 | 12.7% | 2.6% | 8.2% | 10.2% |
| 净利润(百万元) | 7336 | 7976 | 8560 | 10530 |
| 同比增长 | 1.3% | 8.7% | 7.3% | 23.0% |
| 毛利率 | 15.8% | 16.9% | 15.7% | 16.3% |
| 净利润率 | 5.4% | 5.7% | 5.6% | 6.3% |
| 净资产收益率(%) | 7.9% | 8.0% | 8.0% | 9.1% |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.55 | 0.59 | 0.72 |
| 每股经营现金流(元) | 2.16 | 1.80 | 2.21 | 2.60 |

相关报告

《中国国航 2019 年一季报点评：成本端持续改善，盈利能力显著增强》2019-05-08

《中国国航 18 年年报点评：Q4 表现超预期，全年业绩逆势增长》2019-04-06

《中国国航 18 年中报点评：运行效率显著提升，扣汇业绩大幅增长》2018-09-01

分析师：

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

孙修远

sunxyys@xyzq.com.cn

S0190518070002

投资要点

- **中国国航发布 2019 年中报：**中国国航上半年实现营业收入 653.13 亿元，同比增长 1.67%，归母净利润 31.39 亿元，同比下滑 9.49%，扣非后归属上市公司股东的净利润 30.25 亿元，同比下滑 3.49%，合基本每股收益 0.23 元，同比下滑 8%。其中 Q2 国航实现营业收入 327.59 亿元，同比增长 0.38%，归母净利润 4.17 亿元，同比下滑 50.42%，扣非后归属上市公司股东的净利润 3.75 亿元，同比下滑 29.88%，合基本每股收益 0.03 元。二季度受需求疲弱、投资收益转亏、737MAX 等事件影响等因素，业绩同比降幅较大。
- **上半年国航运力投放增速较低。**2019 年上半年集团共引进飞机 19 架（含 2 架 737MAX），退出 12 架，仅净增 7 架飞机，在飞机引进的低增速下，虽然利用率提升 0.15h 至 9.71h，整体运力仍保持相对较低增速。2019 年上半年中国国航投放客运运力(ASK)1417.28 亿座公里，同比增长 5.93%，其中国内航线投放客运运力 815.74 亿座公里，同比增长 3.43%，国际航线投放客运运力 545.04 亿座公里，同比增长 8.8%，地区航线投放客运运力 56.5 亿座公里，同比增长 16.78%。
- **上半年国航总体收益水平持平微降，国际线座收逆势提升。**中国国航上半年客公里收益为 0.52 元，同比下滑 1.29%，其中国内客公里收益 0.58 元，同比下滑 1.22%，国际客公里收益 0.41 元，同比增长 0.05%，地区客公里收益 0.68 元，同比下滑 1.54%。受益于运营规模的增长和收益水平的相对稳定，国航上半年实现客运收入 598.51 亿元，同比增长 5.2%。
- **成本端结构调整显著，上半年国航毛利率同比提升。**上半年受货航剥离、租赁进表等影响，国航营业成本合计 547.77 亿元，同比增加 5.25 亿元，增幅 0.97%，小于运力及收入增速。上半年国航实现毛利润 105.37 亿元，同比增加 5.47 亿元，毛利率 16.13%，同比提升 0.58pts。
- **投资建议：**中国国航干线航线占比较高，盈利能力和业绩稳定性强，调整 19-21 年 EPS 分别为 0.55、0.59、0.72 元，对应 9 月 11 日 PE 为 15、14、12 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：经济增长失速；政策变化超预期；民航需求增长低于预期；时刻放量低预期；空难、疾病等不确定性事件

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **中国国航发布 2019 年中报:** 中国国航上半年实现营业收入 653.13 亿元, 同比增长 1.67%, 归母净利润 31.39 亿元, 同比下滑 9.49%, 扣非后归属上市公司股东的净利润 30.25 亿元, 同比下滑 3.49%, 合基本每股收益 0.23 元, 同比下滑 8%。
- 其中 Q2 国航实现营业收入 327.59 亿元, 同比增长 0.38%, 归母净利润 4.17 亿元, 同比下滑 50.42%, 扣非后归属上市公司股东的净利润 3.75 亿元, 同比下滑 29.88%, 合基本每股收益 0.03 元。二季度受需求疲弱、投资收益转亏、737MAX 等事件影响等因素, 业绩同比降幅较大。

点评:

- **上半年国航运力投放增速较低。**2019 年上半年集团共引进飞机 19 架(含 2 架 737MAX), 退出 12 架, 仅净增 7 架飞机, 在飞机引进的低增速下, 虽然利用率提升 0.15h 至 9.71h, 整体运力仍保持相对较低增速。2019 年上半年中国国航投放客运运力(ASK)1417.28 亿座公里, 同比增长 5.93%, 其中国内航线投放客运运力 815.74 亿座公里, 同比增长 3.43%, 国际航线投放客运运力 545.04 亿座公里, 同比增长 8.8%, 地区航线投放客运运力 56.5 亿座公里, 同比增长 16.78%。上半年国航实现旅客周转量 1147.83 亿座公里, 同比增长 6.6%, 其中国内航线实现旅客周转量 670.83 亿座公里, 同比增长 3.28%, 国际航线实现旅客周转量 431.32 亿座公里, 同比增长 10.95%, 地区航线实现旅客周转量 45.68 亿座公里, 同比增长 18.61%。上半年国航平均客座率为 80.99%, 同比提升 0.51pts, 国内航线平均客座率为 82.24%, 同比下降 0.12pts, 国际航线平均客座率为 79.14%, 同比提升 1.53pts, 地区航线平均客座率为 80.86%, 同比提升 1.25pts。
- **二季度受 737MAX 等事件影响, 运力增速较一季度进一步放缓, 但客座率增幅略有扩大。**Q2 中国国航投放客运运力 714.09 亿座公里, 同比增长 5.25%, 其中国内航线投放客运运力 402.1 亿座公里, 同比增长 1.86%, 国际航线投放客运运力 282.81 亿座公里, 同比增长 8.8%, 地区航线投放客运运力 29.18 亿座公里, 同比增长 22.08%。Q2 国航实现旅客周转量 575.15 亿座公里, 同比增长 6.18%, 其中国内航线实现旅客周转量 329.83 亿座公里, 同比增长 2.35%, 国际航线实现旅客周转量 222.02 亿座公里, 同比增长 10.9%, 地区航线实现旅客周转量 23.31 亿座公里, 同比增长 21.12%, Q2 平均客座率为 80.54%, 同比提升 0.71pts, 国内航线平均客座率为 82.03%, 同比提升 0.39pts, 国际航线平均客座率为 78.5%, 同比提升 1.49pts, 地区航线平均客座率为 79.87%, 同比下降 0.63pts。

- **上半年国航总体收益水平持平微降，国际线座收逆势提升。**中国国航上半年客公里收益为 0.52 元，同比下滑 1.29%，其中国内容公里收益 0.58 元，同比下滑 1.22%，国际客公里收益 0.41 元，同比增长 0.05%，地区客公里收益 0.68 元，同比下滑 1.54%。假设 Q1 客收基本持平，预计 Q2 客收降幅约 2.8%。考虑客座率的波动，国航上半年座公里收益为 0.42 元，同比下滑 0.67%，其中国内座公里收益 0.48 元，同比下滑 1.36%，国际座公里收益 0.32 元，同比增长 2.03%，地区座公里收益 0.55 元，同比基本持平。受益于运营规模的增长和收益水平的相对稳定，国航上半年实现客运收入 598.51 亿元，同比增长 5.2%。
- **成本端结构调整显著，上半年国航毛利率同比提升。**上半年受货航剥离、租赁进表等影响，国航营业成本合计 547.77 亿元，同比增加 5.25 亿元，增幅 0.97%，小于运力及收入增速。上半年国航实现毛利润 105.37 亿元，同比增加 5.47 亿元，毛利率 16.13%，同比提升 0.58pts。
- **受会计准则调整和汇兑损失影响，上半年财务费用波动较大。**上半年人民币对美元（中间价）贬值 0.2%，去年同期贬值幅度为 1.5%，汇兑损失由 5.18 亿元减至 1.19 亿元（Q1、Q2 分别为收益 13.36、损失 14.55 亿元，去年同期为收益 16.73、损失 21.91 亿元）；同时受租赁进表影响，利息费用增加，上半年国航利息支出（不含资本化部分）为 24.40 亿元，同比增加 10.70 亿元。
- **Q2 投资收益再度转亏拖累业绩。**上半年国航实现投资收益 2.92 亿元，去年同期为 3.78 亿元，同比减少 0.86 亿元，其中第二季度投资收益为 -0.18 亿元，同比减少 2.61 亿元（去年同期包含处置长期股权投资损益）。若剔除投资收益及汇兑影响，二季度国航利润总额为 18.87 亿元，同比减少 10.31 亿元，降幅为 35%。
- **投资建议：**中国国航干线航线占比较高，盈利能力和业绩稳定性强，调整 19-21 年 EPS 分别为 0.55、0.59、0.72 元，对应 9 月 11 日 PE 为 15、14、12 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**政策执行不达预期，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件

附表

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 23726 | 31062 | 36111 | 42521 |
| 货币资金 | 7808 | 19758 | 21316 | 27168 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 0 | 107 | 58 | 95 |
| 其他应收款 | 3031 | 3087 | 3377 | 3712 |
| 存货 | 1877 | 1861 | 2058 | 2247 |
| 非流动资产 | 219990 | 224353 | 230176 | 230440 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 668 | 334 | 501 |
| 长期股权投资 | 16541 | 16127 | 16265 | 16219 |
| 投资性房地产 | 171 | 224 | 206 | 212 |
| 固定资产 | 160403 | 183161 | 197835 | 202963 |
| 在建工程 | 32180 | 16090 | 8045 | 4022 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3759 | 2871 | 1979 | 1089 |
| 资产总计 | 243716 | 255416 | 266287 | 272961 |
| 流动负债 | 72231 | 71741 | 73246 | 75661 |
| 短期借款 | 17562 | 18534 | 18048 | 18291 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 16174 | 16593 | 18134 | 19878 |
| 其他 | 38495 | 36614 | 37064 | 37493 |
| 非流动负债 | 70928 | 75288 | 76324 | 70044 |
| 长期借款 | 3185 | -2842 | -9539 | -16157 |
| 其他 | 67743 | 78130 | 85863 | 86201 |
| 负债合计 | 143159 | 147029 | 149570 | 145705 |
| 股本 | 14525 | 14525 | 14525 | 14525 |
| 资本公积 | 26271 | 26271 | 26271 | 26271 |
| 未分配利润 | 42881 | 46838 | 51946 | 58521 |
| 少数股东权益 | 7341 | 8748 | 10259 | 12117 |
| 股东权益合计 | 100557 | 108386 | 116717 | 127256 |
| 负债及权益合计 | 243716 | 255416 | 266287 | 272961 |

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 7336 | 7976 | 8560 | 10530 |
| 折旧和摊销 | 14676 | 15741 | 18785 | 21306 |
| 资产减值准备 | 13 | 732 | -183 | 205 |
| 无形资产摊销 | 420 | 409 | 415 | 412 |
| 公允价值变动损失 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 5118 | 4282 | 3326 | 3153 |
| 投资损失 | -1368 | -1000 | -1000 | -1100 |
| 少数股东损益 | 864 | 1408 | 1511 | 1858 |
| 营运资金的变动 | 5703 | 2617 | -1112 | 1610 |

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 136774 | 140272 | 151759 | 167278 |
| 营业成本 | 115132 | 116501 | 127902 | 139987 |
| 营业税金及附加 | 263 | 270 | 292 | 322 |
| 销售费用 | 6348 | 6172 | 6374 | 6858 |
| 管理费用 | 4676 | 4807 | 4969 | 5307 |
| 财务费用 | 5276 | 4282 | 3326 | 3153 |
| 资产减值损失 | 13 | 200 | 200 | 200 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1368 | 1000 | 1000 | 1100 |
| 营业利润 | 9826 | 12425 | 13284 | 16354 |
| 营业外收入 | 258 | 213 | 271 | 290 |
| 营业外支出 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 利润总额 | 9958 | 12511 | 13428 | 16517 |
| 所得税 | 1757 | 3128 | 3357 | 4129 |
| 净利润 | 8201 | 9383 | 10071 | 12388 |
| 少数股东损益 | 864 | 1408 | 1511 | 1858 |
| 归属母公司净利润 | 7336 | 7976 | 8560 | 10530 |
| EPS(元) | 0.53 | 0.55 | 0.59 | 0.72 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 12.7% | 2.6% | 8.2% | 10.2% |
| 营业利润增长率 | -15.5% | 26.4% | 6.9% | 23.1% |
| 净利润增长率 | 1.3% | 8.7% | 7.3% | 23.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 15.8% | 16.9% | 15.7% | 16.3% |
| 净利率 | 5.4% | 5.7% | 5.6% | 6.3% |
| ROE | 7.9% | 8.0% | 8.0% | 9.1% |

| | | | | |
|----------------|-------|---------|--------|-------|
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 58.7% | 57.6% | 56.2% | 53.4% |
| 流动比率 | 0.33 | 0.43 | 0.49 | 0.56 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.40 | 0.46 | 0.52 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 57.1% | 56.2% | 58.2% | 62.0% |
| 应收帐款周转率 | ##### | 1019.2% | 934.4% | - |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 0.55 | 0.59 | 0.72 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|------|------|------|------|
| 经营活动产生现金流量 | 31419 | 26114 | 32101 | 37784 | 每股经营现金 | 2.16 | 1.80 | 2.21 | 2.60 |
| 投资活动产生现金流量 | -8950 | -20828 | -23309 | -20549 | 每股净资产 | 6.42 | 6.86 | 7.33 | 7.93 |
| 融资活动产生现金流量 | -21383 | 6665 | -7234 | -11383 | | | | | |
| 现金净变动 | 1200 | 11950 | 1558 | 5852 | 估值比率(倍) | | | | |
| 现金的期初余额 | 5563 | 7808 | 19758 | 21316 | PE | 15.8 | 15.3 | 14.3 | 11.6 |
| 现金的期末余额 | 6763 | 19758 | 21316 | 27168 | PB | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|------------------------------|
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编: 200135 | 邮编: 100033 | 邮编: 518035 |
| 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn |