

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国国航 (753 HK)

关注国际疫情拐点

■ 2019年净利同比下降12.7%，低于预期；运力受限、票价走低以及经营租赁并表是主因

■ 疫情冲击严重，大幅下调盈利预测

■ 下调公司目标价24%至5.3港元，维持中性评级

2019年净利润同比下降12.7%

公司收入同比下降0.5%至1,402亿元人民币，营业利润同比增长2.1%，净利润同比下降12.7%至64亿元人民币，低于预期。运营数据方面，ASK/RPK分别同比增长5.2%/5.7%，客座率同比上升0.4个百分点，客公里收益同比下降2.2%，座公里成本同比下降5.6%；分地区来看，国际市场表现好于国内。公司营收增速低于同业：1) 受北京机场跑道维修、B737MAX停飞、大型会议活动等影响，公司国内运力增速不及预期；2) 公司剥离国货航业务，致使货运收入同比下降50%；3) 宏观经济压力致使需求偏弱，票价走低。此外，经营租赁并表导致公司利息支出同比大增70%亦对净利润有负面影响。

疫情冲击不确定因素大

疫情对公司2020年业绩将产生严重影响，且预计一季度为最严重时期。应对疫情，公司以边际贡献最大化为衡量标准，有边际贡献就安排飞行，同时采取客货并举、客改货等方式弥补客运损失。此外，公司也在推进延迟引进飞机的谈判。公司国内客运在2月18日复工后开始有所恢复，呈现缓慢复苏态势，近期平稳；国际方面，2月中下旬开始回国客流强劲，3月初高峰。展望后市，目前国内疫情局势平稳，但国际疫情严峻，公司主基地所在北京市作为首都，其防疫措施严格，在国际疫情没有缓解时，公司的客运业务可能将受到更长时间影响，预计8月后回暖。

下调盈利预测与目标价

我们大幅下调了公司盈利预测，预计2020年公司录得亏损10亿元人民币，基于：1) 下调公司供需和票价预测；2) 国际油价大幅下跌及各项优惠政策。基于新的盈利预测，同时下调估值乘数5%至0.8x2020年预测市净率，下调公司目标价24%至5.3港元，维持中性评级。

催化剂：国际疫情好转。

风险：疫情持续时间超出预期。

盈利预测及估值

百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	140,883	140,240	97,253	128,255	137,996
同比增长	13.6%	-0.5%	-30.7%	31.9%	7.6%
净利润	7,351	6,420	-1,040	5,477	6,078
同比增长	1.5%	-12.7%	n.a.	n.a.	11.0%
每股盈利(元)	0.54	0.47	-0.08	0.40	0.44
每股股息(元)	0.10	0.04	-0.01	0.04	0.04
市盈率(x)	8.3	9.5	n.a.	11.1	10.0
市净率(x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	7.9%	6.9%	-1.1%	5.6%	5.9%

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

魏芸

+86 755 8373 2985

weiyun@cmschina.com.cn

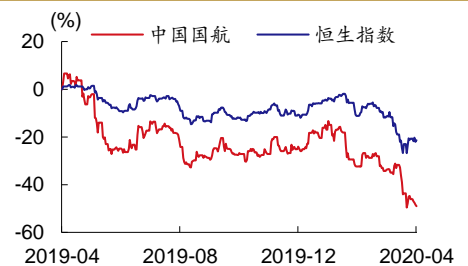
最新变动

下调盈利预测与目标价

中性

前次评级	中性
股价	HKD4.9
12个月目标价 (上涨空间)	HKD5.3 (+9.1%)
前次目标价:	HKD7.0

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
753 HK	(21.3)	(29.8)	(54.1)
恒生指数	(13.0)	(9.8)	(21.4)

行业：航空

恒生指数	23,280
国企指数	9,527

重要数据

52周股价区间(港元)	4.7-11.2
港股市值(百万港元)	70,591
日均成交量(百万股)	18.63
每股净资产(港元)	6.8

主要股东

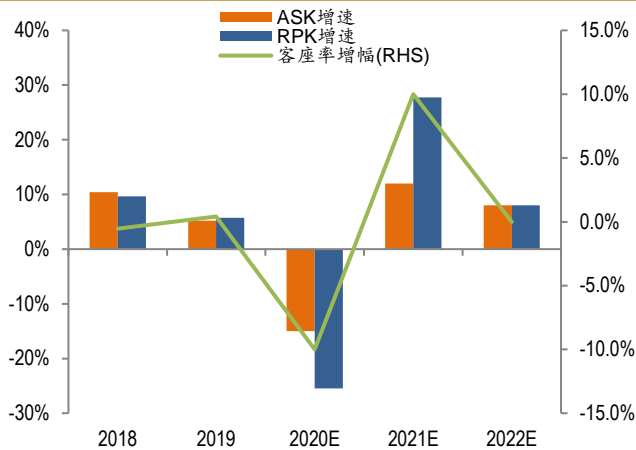
中国航空集团有限公司	40.98%
国泰航空有限公司	18.13%
中国航空(集团)有限公司	9.17%
总股数(百万股)	14,525
自由流通股	31.72%

相关报告

1. 航空 - 国内客流缓慢恢复，全球疫情风险增加 (2020/3/5)
2. 航空 - 疫情影响短期难以消除 (2020/2/21)
3. 航空 - 新冠疫情局势不明朗，重挫短期需求 (2020/2/6)

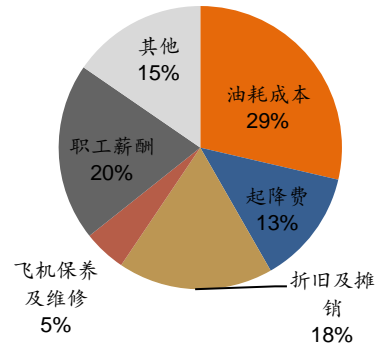
重点图表

图1: 公司ASK/RPK及客座率增速



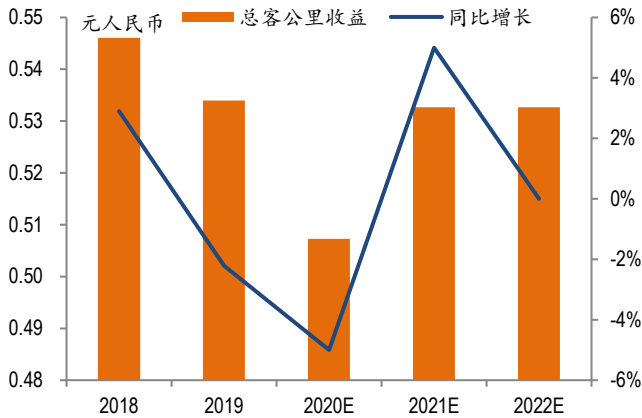
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司经营成本构成



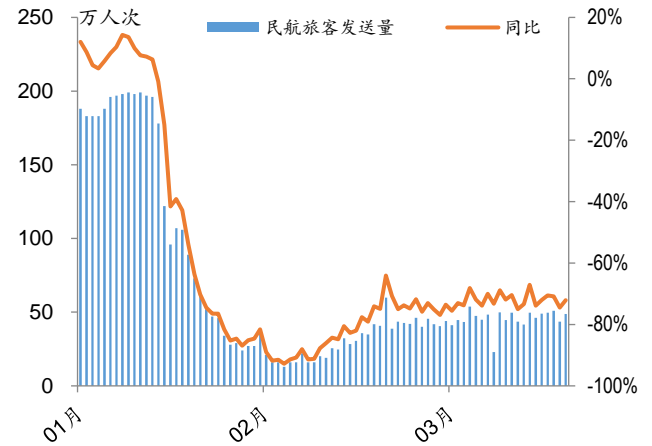
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司客公里收益



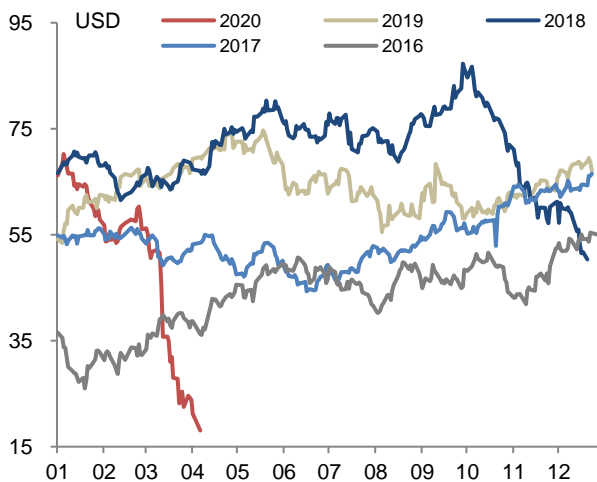
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 1月以来民航旅客发送量及同比



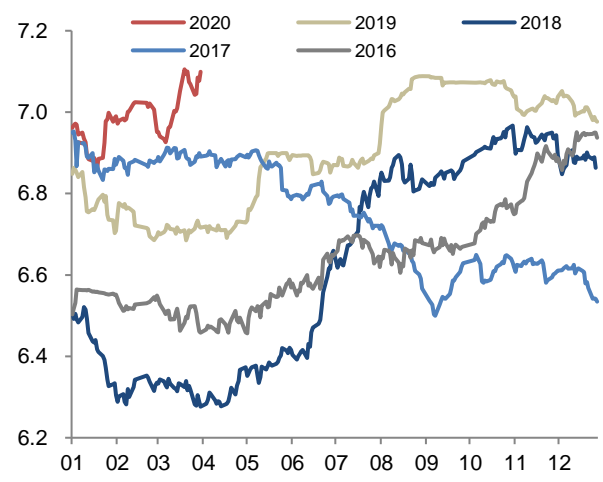
资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)

图5: 布伦特油价走势



资料来源: Wind, 招商证券(香港)

图6: 美元-人民币汇率走势



资料来源: Wind, 招商证券(香港)

图7: 公司盈利预测调整

	新盈利预测和假设			原始预测和假设		变动幅度	
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2020E	2021E
客公里收益 (元人民币)	0.51	0.53	0.53	0.55	0.55	-8%	-3%
ASK 增速	-15%	12%	8%	9%	7%	-24%	5%
客座率	71%	81%	81%	81%	81%	-12%	0%
利润表假设 (百万元人民币)							
总营业收入	97,253	128,255	137,996	157,770	168,451	-38%	-24%
营业费用	(89,018)	(109,620)	(118,076)	(131,083)	(140,554)	-32%	-22%
销售费用	(3,249)	(4,284)	(4,610)	(4,897)	(5,229)	-34%	-18%
管理费用	(1,279)	(1,687)	(1,815)	(1,720)	(1,836)	-26%	-8%
营业利润	3,708	12,664	13,496	20,391	21,167	-82%	-40%
财务费用净额	(5,191)	(4,862)	(4,824)	(4,266)	(4,028)	22%	21%
应占联/合营收益	330	435	468	839	895	-61%	-51%
除税前溢利	(1,154)	8,237	9,140	16,643	17,700	-107%	-53%
所得税	(23)	(2,040)	(2,264)	(2,996)	(3,186)	-99%	-36%
净利润	(1,177)	6,197	6,876	13,647	14,514	-109%	-57%
母公司股东净利润	(1,040)	5,477	6,078	12,212	12,987	-109%	-58%
少数股东损益	(137)	720	798	1,436	1,527	-110%	-53%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产合计	219,931	269,390	259,676	278,013	289,708
固定资产	171,663	102,158	104,202	106,286	108,411
无形资产与商誉	1,137	1,137	1,126	1,119	1,114
其他非流动资产	47,131	166,095	154,348	170,608	180,183
流动资产合计	23,726	24,817	15,474	21,363	23,928
货币资金	6,763	8,935	4,460	6,838	8,301
短期应收款	9,594	9,723	6,742	8,892	9,567
存货	1,877	2,099	1,455	1,919	2,065
其他流动资产	5,491	4,060	2,816	3,713	3,995
资产合计	243,657	294,206	275,150	299,375	313,636
流动负债合计	72,540	77,973	65,234	80,685	87,664
短期应付款	25,560	28,556	19,803	26,115	28,099
短期借款	27,195	22,730	22,399	28,419	32,234
其他流动负债	19,785	26,687	23,033	26,151	27,330
非流动负债合计	70,619	114,904	111,535	114,520	115,888
长期借款	15,585	16,599	15,090	13,718	12,471
长期应付款	154	115	80	105	113
其他非流动负债	54,880	98,190	96,365	100,696	103,304
股东权益合计	100,498	101,329	98,381	104,170	110,084
母公司股东权益	93,157	93,459	91,773	97,355	102,883
股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
库存股	-3,048	-3,048	-3,048	-3,048	-3,048
储备	81,680	81,981	80,296	85,878	91,405
少数股东权益	7,341	7,871	6,608	6,815	7,202
负债与权益合计	243,657	294,206	275,150	299,375	313,636

现金流量表

百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	28,683	33,599	17,771	31,929	32,026
投资活动现金流	(8,950)	(11,967)	(11,228)	(15,147)	(15,684)
筹资活动现金流	(18,647)	(19,510)	(11,018)	(14,404)	(14,879)
现金流净增加额	1,086	2,122	(4,475)	2,378	1,463
汇率变动	114	50	0	0	0
期末现金	6,763	8,935	4,460	6,838	8,301

利润表

百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	140,883	140,240	97,253	128,255	137,996
营业费用	(120,628)	(119,069)	(89,018)	(109,620)	(118,076)
销售费用	(4,373)	(4,685)	(3,249)	(4,284)	(4,610)
管理费用	(1,536)	(1,844)	(1,279)	(1,687)	(1,815)
营业利润	14,346	14,642	3,708	12,664	13,496
财务费用净额	(5,118)	(5,997)	(5,191)	(4,862)	(4,824)
应占联/合营收益	749	475	330	435	468
除税前溢利	9,977	9,120	-1,154	8,237	9,140
所得税	(1,762)	(1,857)	(23)	(2,040)	(2,264)
净利润	8,215	7,264	(1,177)	6,197	6,876
母公司股东净利润	7,351	6,420	-1,040	5,477	6,078
少数股东损益	864	843	-137	720	798
EPS (元人民币)	0.54	0.47	-0.08	0.40	0.44

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	13.6%	-0.5%	-30.7%	31.9%	7.6%
营业利润	22.0%	2.1%	-74.7%	241.6%	6.6%
净利润	1.5%	-12.7%	n.a.	n.a.	11.0%
获利能力					
营业利润率	10.2%	10.4%	3.8%	9.9%	9.8%
净利率	5.2%	4.6%	-1.1%	4.3%	4.4%
ROE	7.9%	6.9%	-1.1%	5.6%	5.9%
ROA	3.0%	2.2%	-0.4%	1.8%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	58.8%	65.6%	64.2%	65.2%	64.9%
净负债比率	35.8%	30.0%	35.1%	28.4%	23.5%
流动比率	0.33	0.32	0.24	0.26	0.27
速动比率	0.30	0.29	0.21	0.24	0.25
营运能力					
资产周转率	0.59	0.52	0.34	0.45	0.45
存货周转率	70.68	59.89	50.09	64.97	59.27
应收帐款周转率	15.48	14.52	11.81	16.41	14.95
应付帐款周转率	4.63	4.40	3.68	4.77	4.36
每股资料(元)					
每股收益	0.54	0.47	-0.08	0.40	0.44
每股经营现金	1.97	2.31	1.22	2.20	2.20
每股净资产	6.41	6.43	6.32	6.70	7.08
每股股利	0.10	0.04	-0.01	0.04	0.04
估值比率					
P/E	8.3	9.5	n.a.	11.1	10.0
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828