

中国国航 (601111)

## 短期因素影响业绩，逆向布局价值龙头

	岳鑫 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

## 本报告导读:

国航拥有业内最高品质时刻网络与客源，需求波动、汇率及投资收益，影响短期业绩。待需求企稳，长期盈利能力上行将领跑行业。

## 投资要点:

- **逆向布局价值龙头，维持“增持”。**国航拥有最高品质时刻网络与客源，短期需求汇率影响主业与估值，长期盈利上行将领跑行业。下调2019-21年EPS至0.43/0.65/0.88元（4月预测0.78/0.88/1.01），其中2019年净利下调50亿元：(1)汇兑损失调增31亿；(2)下调国泰航空盈利预测至亏损，投资收益下调19亿，将拖累下半年业绩。2019-21年扣汇兑净利预测为80/94/127（原97/127/147）。参考所处周期及头部效应，按照2020年18倍PE，下调目标价至11.7元（原13.89）。
- **需求下行周期展现主业盈利稳定性。**上半年净利同比降9%；还原经租进表影响，扣非扣汇兑利润仅降8%，小于全民航25%的利润降幅。国航拥有高品质时刻网络，行业低迷时率先展现定价能力。上半年国航客座率同比升0.5%，座收仅降0.7%，头部效应初步体现。
- **公商务需求有望迎来复苏。**上半年国航ASK仅增6%，继续聚焦高价值干线市场。5-7月三天内订票客流占比下降，公商务疲弱影响短期收益。预计9月将是下半年需求低点，国庆后公商务活动有望复苏，叠加行业供给增速放缓，四季度基本面有望超预期表现。
- **北京基地即将进入堡垒枢纽运营时代。**北京大兴机场即将启用，国航在首都机场份额将逐步提升至60%以上，市场控制与枢纽运营将优化。考虑空域容量与经济地理，北京市场整体供需仍将平稳，两场区位将可能导致客流分化。国航北京时刻定价能力有望显著提升。
- **风险提示。**地区航线风险，汇率油价，政策风险，安全事故风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	121,363	136,774	137,397	149,031	163,768
(+/-)%	6%	13%	0%	8%	10%
经营利润 (EBIT)	10,278	10,356	12,709	14,754	16,788
(+/-)%	-38%	1%	21%	16%	14%
净利润 (归母)	7,240	7,336	6,269	9,401	12,739
(+/-)%	6%	1%	-15%	50%	36%
每股净收益 (元)	0.50	0.51	0.43	0.65	0.88
每股股利 (元)	0.12	0.10	0.13	0.19	0.26

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	8.5%	7.6%	9.2%	9.9%	10.3%
净资产收益率 (%)	8.4%	7.9%	6.4%	9.0%	11.3%
投入资本回报率 (%)	7.7%	8.1%	6.9%	7.8%	9.1%
EV/EBITDA	7.6	6.9	8.0	6.7	5.7
市盈率	17.4	17.2	20.1	13.4	9.9
股息率 (%)	1.3%	1.2%	1.5%	2.2%	3.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 11.70

上次预测: 13.89

当前价格: 8.69

2019.09.15

## 交易数据

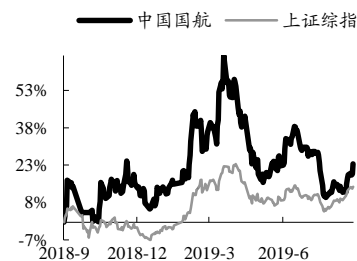
52周内股价区间 (元)	6.75-12.35
总市值 (百万元)	126,221
总股本/流通A股 (百万股)	14,525/9,449
流通B股/H股 (百万股)	0/4,563
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	35.35
日均成交值 (百万元)	306.01

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	89,663
每股净资产	6.17
市净率	1.4
净负债率	41.94%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.18	0.19
Q2	0.06	0.03
Q3	0.24	0.20
Q4	0.03	0.02
全年	0.51	0.43

## 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	-3%	22%
相对指数	3%	-7%	9%

## 相关报告

《收益将率先上行，业绩将迎高速增长》2019.04.28

《航线网络品质高，头部效应初体现》2019.03.31

《高品质客源与时刻，价值长期上行》2018.11.04

《成本管控得力，票价蓄势待发》2018.09.04

《短期供需皆受抑制，长期资源价值突出》2018.08.16

模型更新时间: 2019.09.15

**股票研究**

工业  
运输

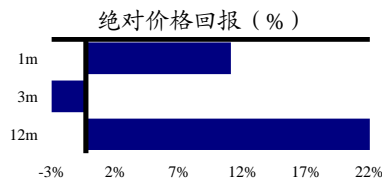
**中国国航 (601111)**

**评级:** **增持**  
上次评级: 增持  
**目标价格:** **11.70**  
上次预测: 13.89  
**当前价格:** 8.69

公司网址  
www.airchina.com.cn

**公司简介**

公司作为中国航空集团控股的航空运输主业公司,由中国国际航空公司、中国航空总公司和中国西南航空公司三方的航空运输资源为基础,联合成立。公司主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务;国内、国际公务飞行业务;飞机执管业务;航空器维修;航空公司间业务代理;与主营业务有关的地面服务和航空快递;机上免税品;机上商品零售业务;航空意外保险销售代理;进出口业务。



52 周价格范围: 6.75-12.35  
市值 (百万): 126,221

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	121,363	136,774	137,397	149,031	163,768
营业成本	100,298	115,132	113,186	122,092	133,927
税金及附加	301	263	302	328	360
销售费用	6,113	6,348	6,568	7,004	7,533
管理费用	4,373	4,676	4,446	4,658	4,954
<b>EBIT</b>	<b>10,278</b>	<b>10,356</b>	<b>12,709</b>	<b>14,754</b>	<b>16,788</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-308	1,368	-442	-343	1,845
财务费用	53	5,276	7,052	4,747	4,208
<b>营业利润</b>	<b>11,626</b>	<b>9,826</b>	<b>8,600</b>	<b>13,049</b>	<b>17,809</b>
所得税	2,843	1,757	1,776	2,934	4,165
少数股东损益	1,397	864	836	1,003	1,204
<b>净利润</b>	<b>7,240</b>	<b>7,336</b>	<b>6,269</b>	<b>9,401</b>	<b>12,739</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	6,290	7,808	8,000	10,000	10,000
其他流动资产	7,434	14,041	14,105	15,299	16,812
长期投资	15,299	16,541	16,541	16,541	16,541
固定资产合计	188,615	192,582	246,637	249,666	247,538
无形及其他资产	11,044	10,867	10,783	10,700	10,616
<b>资产合计</b>	<b>235,718</b>	<b>243,716</b>	<b>297,893</b>	<b>304,151</b>	<b>303,655</b>
流动负债	71,755	72,231	121,435	120,410	110,154
非流动负债	69,031	70,928	70,928	70,928	70,928
股东权益	86,121	93,216	97,604	104,185	113,102
<b>投入资本(IC)</b>	<b>136,194</b>	<b>130,605</b>	<b>185,647</b>	<b>189,319</b>	<b>184,515</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	10,518	10,609	12,793	14,837	16,871
折旧与摊销	13,623	14,527	15,150	17,719	18,730
流动资金增量	389	9,880	-894	1,274	2,594
资本支出	-15,055	-11,614	-69,107	-20,665	-16,519
<b>自由现金流</b>	<b>9,475</b>	<b>23,402</b>	<b>-42,059</b>	<b>13,166</b>	<b>21,676</b>
经营现金流	22,223	32,078	21,109	29,096	34,905
投资现金流	-160	-18,857	-69,107	-20,665	-16,519
融资现金流	-23,125	-11,674	48,190	-6,431	-18,386
<b>现金流净增加额</b>	<b>-1,062</b>	<b>1,547</b>	<b>192</b>	<b>2,000</b>	<b>0</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	6.5%	12.7%	0.5%	8.5%	9.9%
EBIT 增长率	-38.4%	0.9%	20.6%	16.0%	13.7%
净利润增长率	6.3%	1.3%	-14.6%	50.0%	35.5%
利润率					
毛利率	17.4%	15.8%	17.6%	18.1%	18.2%
EBIT 率	8.5%	7.6%	9.2%	9.9%	10.3%
净利润率	6.0%	5.4%	4.6%	6.3%	7.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	8.4%	7.9%	6.4%	9.0%	11.3%
总资产收益率(ROA)	3.1%	3.0%	2.1%	3.1%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	7.7%	8.1%	6.9%	7.8%	9.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	7	6	7	7	6
应收账款周转天数	17	0	0	0	0
总资产周转天数	691	640	719	737	677
净利润现金含量	3.07	4.37	3.37	3.10	2.74
资本支出/收入		13%	50%	14%	10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.7%	58.7%	64.6%	62.9%	59.6%
净负债率	58.4%	41.6%	90.8%	79.7%	60.6%
<b>估值比率</b>					
PE	17.4	17.2	20.1	13.4	9.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.6	6.9	8.0	6.7	5.7
P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
股息率	1.3%	1.2%	1.5%	2.2%	3.0%

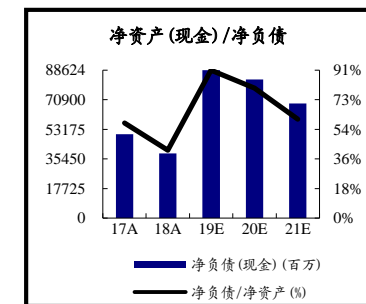
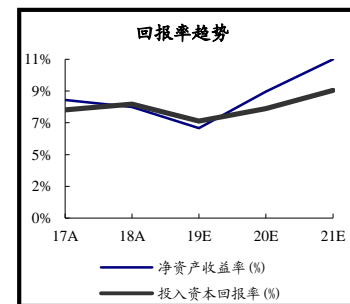
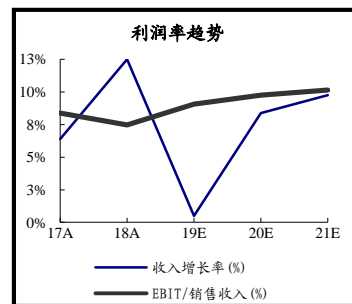
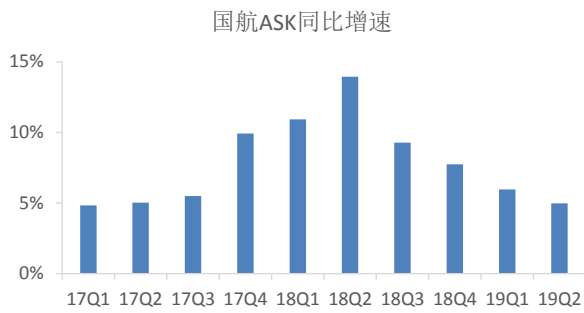
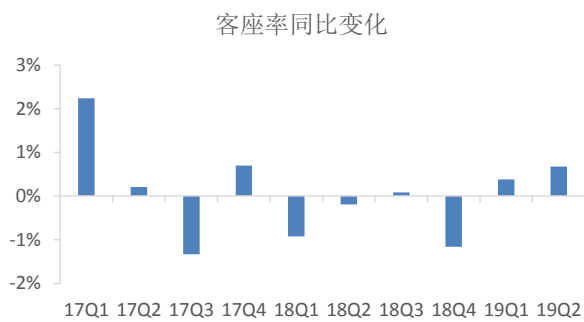


图 1: 国航 2019 年 H1 ASK 同比增长 6%



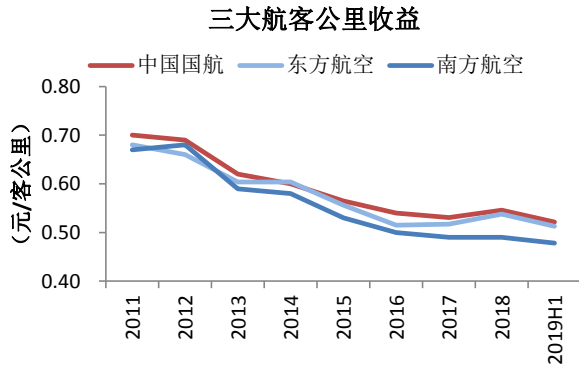
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 国航 2019 年 H1 客座率同比上升 0.5%



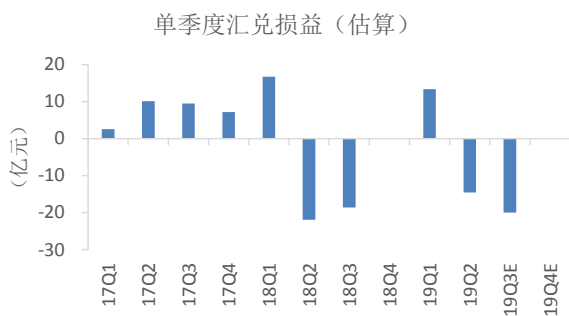
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 国航客公里收益水平领跑行业



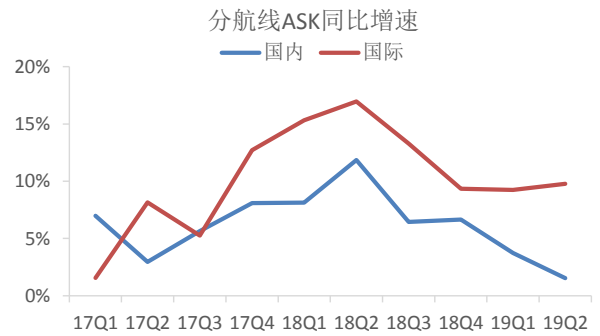
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 预计 2019 年 Q3 汇兑损失同比小幅增加



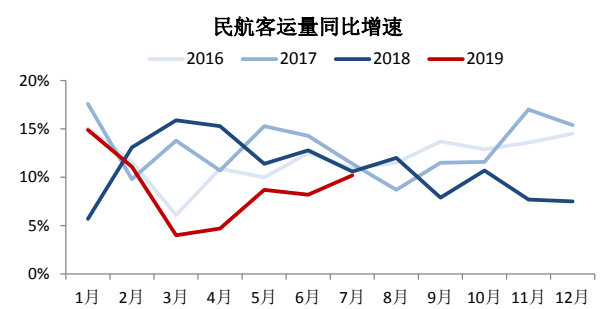
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: 国航 2019 年 H1 国内运力增速明显放缓



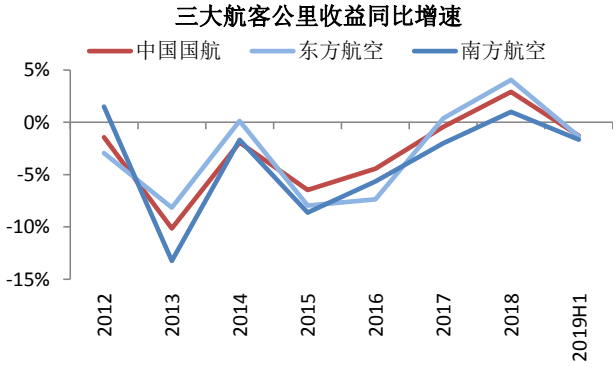
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: 2019 上半年中国民航客运量同比增长 8.5%



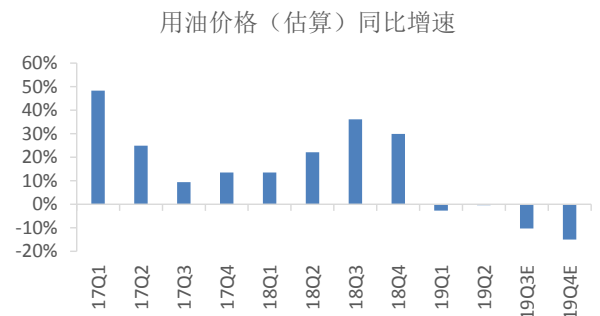
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 2019 年 H1 三大航客公里收益同比小幅下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 8: 预计 2019 年下半年油价提供良好经营环境



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

备注: 假设未来油价维持 8 月底价格水平。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		