

中国国航(601111)2019年报点评

扣非净利下降6.7%，利润水平行业领先

- ❖ **公司公告 2019 年年报：扣非净利下降 6.7%。**1) **财务数据：**公司收入 1361.8 亿，同比下降 0.43%，可比口径增长 3.4%，归属净利 64.1 亿，同比下降 12.7%，扣非净利 61.7 亿，同比下降 6.7%，扣汇利润总额 103 亿，同比下降 16%。注：18Q4 出售国货航给集团带来了一次性收益，可比口径即指剔除国货航影响。2) **经营数据：**2019 年 RPK 同比增长 5.7%，ASK 同比增长 5.2%，客座率 81.02%，同比提升 0.42 个百分点，其中国内航线 82.42%，国际航线 79.22%，地区航线 77.53%。3) **汇兑：**2019 年汇率贬值 1.7%，汇兑损失 12.1 亿，较 18 年减少 11.7 亿，公司披露敏感性人民币对美元波动 1%，影响净利 4.44 亿元。
- ❖ **全年看：扣油成本降幅大于座收，毛利率水平提升。**1) **收益端：**19 年客公里收益 0.543 元，同比下降 2.2%，其中国内 0.59 元，下降 2.1%，国际 0.43 元，同比下降 1.7%，测算整体座公里收益 0.433 元，同比降 1.7%。2) **成本端：a)** 2019 年成本 1132 亿，同比下降 1.64%，测算可比口径为增长 2.4%。其中航油成本下降 6.5%，占比 31.8%，可比口径下降 0.6%；扣油成本同比增长 0.8%，可比口径增 3.8%。测算单位座公里成本 0.394 元，同比下降 6.49%，扣油座公里成本同比下降 4.2%。可比口径下，单位座公里成本下降 2.7%，单位扣油成本下降 1.3%。b) **重要非油成本项目中：**起降费 164 亿，占比 14.5%，同比增 7.1%，增速超过业务量增速；人工成本 197 亿，占比 17.4%，同比 5.5%，与业务量增速基本持平，成本折旧及租赁占比 18.7%，同比仅增长 0.7%，明显低于业务量。此外，受益民航基金减半，其他运营成本下降 5.4 亿元。3) **毛利率 16.84%，较 18 年提升 1 个百分点。**4) **费用端：**扣汇三费合计 160.4 亿（销售费用 66.4 亿，管理费用 44.5 亿，扣汇财务费用 49.5 亿），扣汇三费率 11.8%，同比提升 1.6 个百分点，预计与经租并表有关。
- ❖ **分季度看：Q4 费用率提升及投资收益转亏，致单季度亏损。**1) **收入端：**Q1-4ASK 增速分别为 6%、5%、5.4%、3.5%，客运收入增速分别为 6.7%、3.8%、2.2%、1.2%，测算座公里收益同比分别为 0.7%、-1.2%、-3%、-2.2%，Q4 座收较 Q3 跌幅收窄。2) **成本端：**测算可比口径前三季度扣油座公里成本为下降，Q4 转为增长 0.4%。3) **我们观察 Q4 相关费用有所提升，Q4 扣汇三费率提升至 12.7%，环比增长 2.2%，同比增长 1.9%。**预计或与费用确认节奏有关。4) **扣汇利润总额角度，Q1-4 分别为 28、19、68 及 -11 亿。**5) **投资收益下降影响业绩表现。**Q4 扣非净利为亏损 3.8 亿，18Q4 为微利 0.9 亿，单季度投资收益为 -4.4 亿，18Q4 为 3.9 亿，预计因 8 月起中国香港地区客流明显下降后，国泰航空贡献收益减少，以及报告期内确认西藏航空损失 1.19 亿。
- ❖ **投资建议：1) 疫情影响评估：**公司 1-2 月 ASK 下降 32%，客座率下降 10.9% 至 70.9%，2 月客座率仅为 51.4%。我们判断 2 月或为冲击最大阶段，国内线预计 6 月或恢复至去年同期水平，但海外疫情的扩散成为国际线的不确定性。2) **油价大幅下降利于公司成本减负，**静态测算原油价格波动 10%，可以减少成本 36 亿。3) **盈利预测：**综合考虑前述因素，我们下调 2020-21 年盈利至 12.2 亿、86 亿（原预测 103 亿、130 亿）。公司当前 1 倍 PB 附近，或为历史相对底部区域，参考历史经验，预计疫情冲击过后航空股或迎来较强反弹，公司盈利能力长期领先行业，给予公司 6 个月目标价 8.6 元，对应 20 年 10 倍 PE，预计较现价 32% 空间，基于当前仍需观察高频数据表现，调整为“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**疫情冲击超预期，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	136,181	101,473	139,811	149,901
同比增速(%)	-0.4%	-25.5%	37.8%	7.2%
归母净利润(百万)	6,409	1,219	8,589	10,438
同比增速(%)	-12.6%	-81.0%	604.7%	21.5%
每股盈利(元)	0.44	0.08	0.59	0.72
市盈率(倍)	15	78	11	9
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

推荐(下调)

目标价：8.60 元

当前价：6.51 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	1,452,482
已上市流通股(万股)	1,452,482
总市值(亿元)	945.57
流通市值(亿元)	648.53
资产负债率(%)	65.5
每股净资产(元)	6.4
12 个月内最高/最低价	12.21/6.31

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《中国国航(601111)2019年一季报点评：业绩同比增长3.6%，扣汇利润总额同比增长18%，维持“强推”评级》

2019-04-26

《中国国航(601111)2019年中报点评：扣非净利同比下滑3.5%，PB1.2倍处于历史底部区域》

2019-08-28

《中国国航(601111)2019年三季报点评：Q3利润同比增长4.4%，前三季度下滑2.53%，当前PB处于历史底部区域》

2019-10-31

图表 1 国航业绩分拆

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	可比口径
收入 (亿元)	316.1	326.4	386.4	338.9	325.5	327.6	377.6	331.0	1361.8	3.4%
同比	9%	12%	11%	19%	3.0%	0.4%	-2.3%	-2.3%	-0.43%	
客运收入	280.6	288.2	338.6	297.0	299.5	299.0	346.1	300.7	1245.2	
同比	10%	12%	11%	19%	6.7%	3.8%	2.2%	1.2%	3.4%	
利润总额	40.2	9.7	45.8	3.9	40.9	4.1	48.4	-2.3	91.1	
同比	66%	-64%	-38%	137%	1.5%	-57.4%	5.7%	-160.3%	-8.57%	
归属净利	26.3	8.4	34.7	4.0	27.2	4.2	36.2	-3.5	64.1	
同比	79%	-55%	-30%	138%	3.6%	-50.4%	4.4%	-188.6%	-12.65%	
非经常损益	0.28	3.05	0.78	3.05	0.72	0.42	0.91	0.29	2.35	
扣非归属净利	26.0	5.3	33.9	0.9	26.5	3.7	35.3	-3.8	61.7	
同比	81%	-71%	-31%	110%	1.9%	-29.9%	4.1%	-508.4%	-6.74%	
汇兑	16.73	-21.91	-18.59	0.00	13.4	-14.6	-19.7	8.7	-12.1	
投资收益	1.3	2.5	6.0	3.9	3.1	-0.2	6.9	-4.4	5.4	
其他收益	5.0	11.8	6.1	8.5	7.0	10.5	8.5	10.4	36.4	
扣汇利润总额	23.5	31.6	64.4	3.8	27.5	18.7	68.0	-11.1	103.2	
同比	11%	80%	0%	122%	16.9%	-40.9%	5.7%	-387.5%	-16.4%	
ASK (亿公里)	657	680	703	695	696	714	740	720	2877.9	
同比	11%	14%	9%	8%	6.0%	5.0%	5.4%	3.5%	5.19%	
RPK (亿公里)	533	543	574	554	567	575	608	576	2331.8	
同比	10%	14%	9%	6%	6.5%	5.9%	6.0%	3.9%	5.74%	
客座率	81.1%	79.9%	81.7%	79.7%	81.5%	80.5%	82.1%	80.0%	81.02%	
客公里收益 (元)	0.526	0.530	0.590	0.536	0.528	0.520	0.569	0.522	0.534	
同比	0%	-1%	1%	12%	0.3%	-2.0%	-3.5%	-2.6%	-2.22%	
座公里收益 (元)	0.427	0.424	0.482	0.427	0.430	0.419	0.467	0.418	0.433	
同比	-1%	-1%	1%	10%	0.7%	-1.2%	-3.0%	-2.2%	-1.71%	
成本	266	276	298	311	269	278	285	300.2	1,132	2.4%
同比	14%	14%	18%	13%	1%	1%	-5%	-3%	-1.64%	
航油成本	84	92	105	104	84	92	92	91.7	360	-0.6%
同比	24%	34%	45%	38%	0%	1%	-12%	-12%	-6.54%	
扣油成本	182	185	194	206	186	186	193	209	773	3.8%
同比	9%	6%	8%	4%	2%	1%	-1%	1%	0.82%	
单位座公里成本	0.405	0.406	0.424	0.447	0.387	0.390	0.384	0.417	0.394	-2.67%
同比	2%	0%	8%	5%	-4%	-4%	-9%	-7%	-6.49%	
单位座公里扣油成本	0.277	0.271	0.276	0.296	0.267	0.260	0.260	0.290	0.269	-1.3%
同比	-1%	-7%	-2%	-4%	-4%	-4%	-6%	-2%	-4.15%	
三费合计 (扣汇)	32.7	33.9	35.9	36.8	39.3	39.3	39.7	42.1	160.4	
销售费用率	4.7%	4.8%	4.4%	4.7%	5.1%	5.1%	4.2%	5.2%	4.9%	
管理费用率	3.5%	3.4%	3.0%	3.9%	3.2%	3.1%	2.9%	3.8%	3.3%	
扣汇财务费用率	2.1%	2.2%	2.0%	2.2%	3.8%	3.8%	3.4%	3.7%	3.6%	
三费率合计	10.3%	10.4%	9.3%	10.8%	12.1%	12.0%	10.5%	12.7%	11.8%	
汇率变化	3.8%	-5.2%	-4.0%	0.2%	1.9%	-2.1%	-2.9%	1.4%	-1.7%	
国内综采成本	4,943	5,074	5,481	5,939	4,756	5,069	4,884	4,956	4,916	
同比	16%	23%	40%	35%	-3.8%	-0.1%	-10.9%	-16.6%	-8.3%	

资料来源: 公司公告, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,664	9,770	11,685	12,453
应收票据	0	0	0	0
应收账款	5,998	4,469	6,158	6,602
预付账款	479	388	494	527
存货	2,099	1,700	2,165	2,308
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	6,577	4,901	6,753	7,240
其他长期投资	24,817	21,228	27,255	29,130
长期股权投资	966	758	988	1,048
固定资产	16,051	16,051	16,051	16,051
在建工程	19,769	25,455	35,400	44,295
无形资产	35,276	36,276	36,276	34,276
其他非流动资产	3,722	3,350	3,015	2,714
非流动资产合计	193,653	195,459	197,297	199,166
资产合计	269,437	277,349	289,027	297,550
短期借款	294,254	298,577	316,282	326,680
应付票据	13,566	29,166	20,716	12,116
应付账款	0	0	0	0
预收款项	17,308	14,019	17,858	19,033
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	1,037	773	1,065	1,142
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	14,873	14,873	14,873	14,873
长期借款	30,846	24,557	31,302	33,381
应付债券	77,630	83,388	85,814	80,545
其他非流动负债	1,200	1,200	1,200	1,200
非流动负债合计	15,399	15,399	15,399	15,399
负债合计	98,648	96,569	97,526	98,492
归属母公司所有者权益	115,247	113,168	114,125	115,091
少数股东权益	192,877	196,556	199,939	195,636
所有者权益合计	93,506	93,990	107,181	120,508
负债和股东权益	7,871	8,031	9,162	10,536
	101,377	102,021	116,343	131,044
现金流量表	294,254	298,577	316,282	326,680
单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	31,419	22,117	27,375	31,314
现金收益	28,170	24,493	26,661	30,770
存货影响	-342	75	-175	-186
经营性应收影响	27	799	-562	-673
经营性应付影响	175	-643	1,509	1,607
其他影响	3,388	-2,607	-58	-203
投资活动现金流	-8,950	-21,786	-23,000	-23,000
资本支出	-18,019	54,212	-23,022	-23,011
股权投资	401	-1,214	0	0
其他长期资产变化	8,668	-74,784	22	11
融资活动现金流	-21,383	2,917	42,564	-7,098
借款增加	-10,003	7,099	2,000	2,000
财务费用	-4,609	-7,522	-2,577	-3,218
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	-6,771	3,340	43,141	-5,880

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	136,181	101,473	139,811	149,901
营业成本	113,246	91,725	116,846	124,531
税金及附加	274	204	281	301
销售费用	6,637	4,059	6,152	6,596
管理费用	4,445	2,537	3,635	3,897
财务费用	491	366	504	541
资产减值损失	6,169	4,323	4,884	4,323
公允价值变动收益	-41	-10	-5	-5
投资收益	3	5	3	3
其他收益	0	0	0	0
营业利润	538	-200	500	525
营业外收入	3,643	3,461	3,980	4,378
营业外支出	9,178	1,632	12,104	14,730
利润总额	237	250	200	200
所得税	310	150	100	100
净利润	9,105	1,732	12,204	14,830
少数股东损益	1,853	353	2,484	3,018
归属母公司净利润	7,252	1,379	9,720	11,812
NOPLAT	843	160	1,131	1,374
EPS(摊薄) (元)	6,409	1,219	8,589	10,438
	12,166	4,823	13,610	15,255
主要财务比率	0.44	0.08	0.59	0.72
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	12.7%	0.7%	9.6%	10.6%
EBIT 增长率	32.1%	28.0%	9.4%	18.1%
归母净利润增长率	1.3%	5.7%	33.9%	24.9%
获利能力				
毛利率	15.8%	19.7%	19.6%	20.5%
净利率	6.0%	6.4%	7.8%	8.8%
ROE	7.3%	7.3%	7.6%	5.5%
ROIC	7.9%	14.7%	11.1%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	58.7%	63.4%	33.9%	32.5%
债务权益比	101.4%	135.3%	104.8%	60.0%
流动比率	32.8%	33.9%	72.4%	726.5%
速动比率	30.2%	31.6%	70.5%	706.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.5
应收帐款周转天数	12	14	13	13
应付帐款周转天数	48	52	48	48
存货周转天数	5	6	6	6
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.53	0.71	0.89
每股经营现金流	2.16	1.52	1.88	2.16
每股净资产	6.42	6.77	8.76	15.62
估值比率				
P/E	16	15.4	11.5	9.2
P/B	1	1.3	1	1
EV/EBITDA	5	5	5	4

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500