

公司研究/动态点评

2020年02月16日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.01  
合理价格区间(元): 9.34~10.11

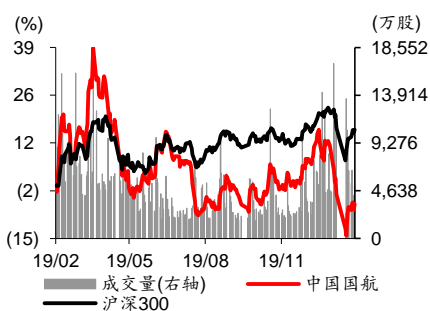
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**黄凡洋** 执业证书编号: S0570519090001  
研究员 +86 21 28972065  
huangfanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《中国国航(601111 SH,买入): 供需结构有待改善, 业绩符合预期》2019.10
- 2 《中国国航(601111 SH,买入): 业绩同比下滑, 未来机队引进加速》2019.08
- 3 《中国国航(601111,买入): 一季度业绩同比增长, 维持“买入”》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 疫情冲击显现, 客座率同降 3.3pct

## 中国国航(601111)

### 疫情影响显现, 整体客座率同比下滑 3.3pct, 维持“买入”

中国国航公告 2020 年 1 月经营数据, 新冠病毒对于民航业的影响 1 月已有所体现, 可用座公里同增 1.2%, 收入客公里同降 2.9%, 客座率 76.6%, 同降 3.3pct。预计短期内民航需求面临大幅下降的风险, 公司将削减运力降低疫情的不利影响, 我们下调 2019E/20E/21E 年净利润预测值至 79.2/74.5/114.5 亿, 对应 EPS 为 0.58/0.55/0.84 元, 更新目标价区间为 9.34-10.11 元, 维持“买入”。

### 疫情抑制民航出行, 公司整体需求同比负增长, 客座率同比下滑

虽然民航迎来春运旺季, 但新型冠状病毒疫情对民航旅客出行影响明显, 1 月下旬已开始有所体现。据民航局披露, 1 月份民航共完成旅客运输量 5060.2 万人次, 同比下降 5.3%。面对疫情爆发, 公司逐步削减运力投入, 1 月整体供给同增 1.2%, 低于 2019 年增速 3.9pct; 但民航出行需求已开始受到抑制, 公司整体需求同降 2.9%, 使得客座率同降 3.3pct 至 76.6%, 创 2016 年以来新低。

### 各区域客座率均负增长, 地区线下滑幅度最大

公司在国内线和国际线运力投入增速相当。1 月国内线供给同增 1.7%, 国际线供给同增 1.3%, 分别低于 2019 年增速 2.9pct 和 4.3pct。新冠疫情对国内和国际线需求均造成明显影响, RPK 分别同降 2.4% 和 1.9%, 客座率同比分别下降 3.2pct 和 2.6pct, 降低至 76.3% 和 77.5%。另外, 地区航线受区域事件影响尚未恢复, 叠加此次疫情影响, 客座率下滑幅度扩大, 同降 11.4pct 至 70.5%。

### 等待疫情解除需求回暖, 短期业绩压力明显

据交通运输部数据, 2 月 1 日-14 日, 民航共累计发送旅客仅 380 万人次, 同比下滑 84.5%, 预计 2 月受疫情影响将更为严重, 一季度航司存在较大业绩压力。不过民航出行需求刚性, 在疫情缓解后, 民航旅客需求或将快速回升。另外, 为扶持受疫情严重影响的我国民航业, 国常会提出自 2020 年 1 月 1 日起, 免征民航企业缴纳的民航发展基金, 2019 年上半年, 国航缴纳民航发展基金 11.9 亿, 占比利润总额 26.5%, 或将部分缓解业绩压力。

### 下调盈利预测, 调整目标价区间至 9.34-10.11 元, 维持“买入”评级

短期内受到新冠疫情影响, 公司业绩压力较大, 经济刺激政策对于公商务需求尚未充分发挥作用, 我们下调 2019E/20E/21E 年净利润预测值 4.6%/41.9%/36.1% 至 79.2/74.5/114.5 亿。给予 1.2x-1.3x 2020PB (预计 2020 年 BPS 为 7.78 元, 公司历史 8 年 PB 倍数均值 1.23x PB), 调整目标价区间 9.34~10.11 元人民币。长期来看, 我国民航需求依旧坚韧, 并且大兴机场已经投产, 公司预计在首都机场份额不断提升, 将受益于首都机场高收益, 迎来发展机遇, 维持“买入”评级。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 疫情影响程度超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	14,525
流通 A 股 (百万股)	9,449
52 周内股价区间 (元)	7.26-11.89
总市值 (百万元)	116,344
总资产 (百万元)	289,008
每股净资产 (元)	6.46

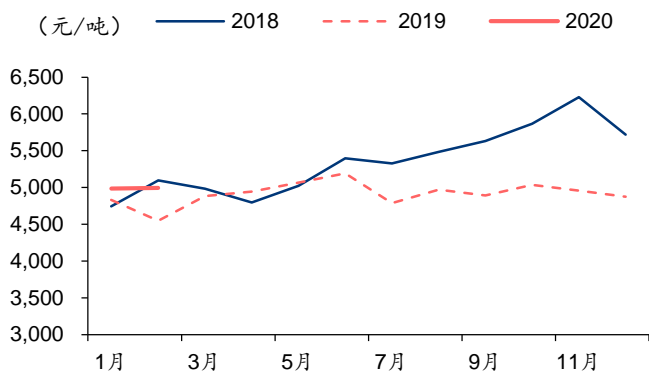
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	121,363	136,774	138,891	139,963	158,287
+/-%	7.71	12.70	1.55	0.77	13.09
归属母公司净利润 (百万元)	7,240	7,336	7,920	7,447	11,453
+/-%	6.26	1.33	7.95	(5.97)	53.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.53	0.54	0.58	0.55	0.84
PE (倍)	15.10	14.91	13.81	14.69	9.55

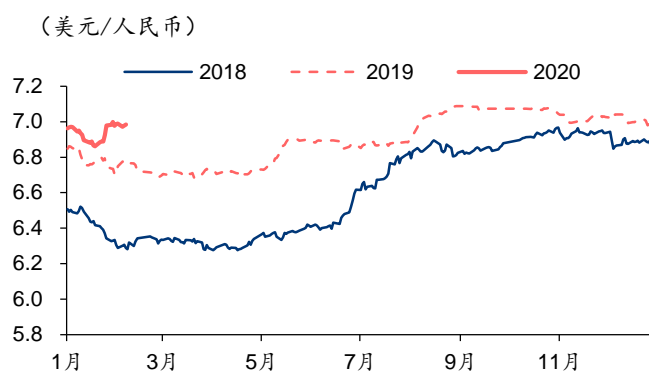
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 航空煤油出厂价(含税)



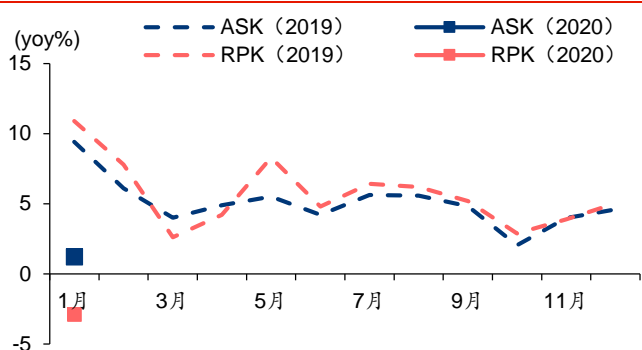
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 美元兑人民币中间价



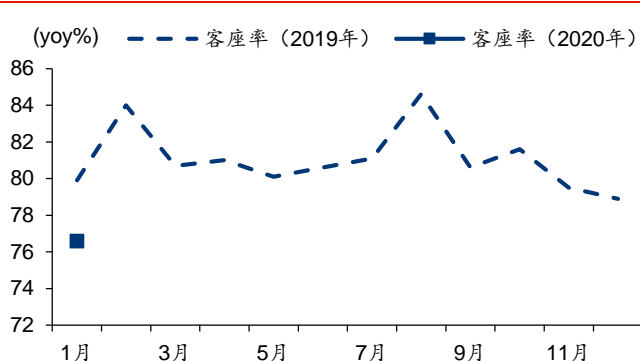
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 中国国航月供给、需求增幅变化图(2019年-2020年1月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 中国国航月客座率变化图(2019年-2020年1月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

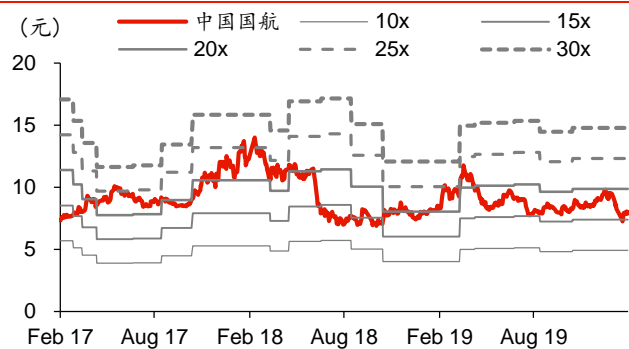
图表5: 盈利预测关键假设汇总

		2019E	2020E	2021E
可供座公里 (百万)	调整前	290,118	316,605	345,204
	调整后	287,510	299,261	333,325
	(+/-)%	-0.9	-5.5	-3.4
客座率 (%)	调整前	81.0%	80.7%	80.6%
	调整后	81.0%	77.7%	79.8%
	(+/-pp)	0.0%	-3.0%	-0.8%
客公里收入 (元/客公里)	调整前	0.54	0.54	0.54
	调整后	0.53	0.54	0.54
	(+/-)%	-0.9	0.2	0.0
主营收入 (人民币 百万)	调整前	141,294	152,222	165,129
	调整后	138,891	139,963	158,287
	(+/-)%	-1.7	-8.1	-4.1
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	36,947	39,073	40,803
	调整后	36,599	37,738	42,244
	(+/-)%	-0.9	-3.4	3.5
汇兑收益 (人民币 百万)	调整前	- 1,721	302	2,529
	调整后	- 1,166	266	- 815
	(+/-)%	-32.3	-12.0	-132.2
投资收益 (人民币 百万)	调整前	1,229	1,689	2,062
	调整后	1,229	1,689	2,062
	(+/-)%	0.0	0.0	0.0
净利润 (人民币 百万)	调整前	8,298	12,826	17,922
	调整后	7,920	7,447	11,453
	(+/-)%	-4.6	-41.9	-36.1
每股盈利 (人民币)	调整前	0.61	0.94	1.31
	调整后	0.58	0.55	0.84
	(+/-)%	-4.6	-41.9	-36.1

资料来源: 华泰证券研究所

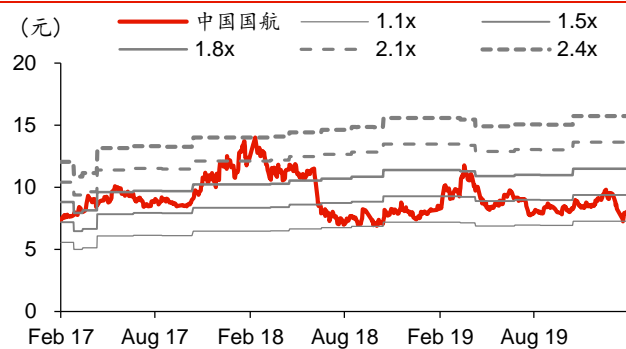
### PE/PB - Bands

图表6: 中国国航历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 中国国航历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	20,759	23,726	23,223	24,224	28,931
现金	6,260	7,808	7,058	7,934	10,509
应收账款	3,490	6,767	6,919	10,050	11,366
其他应收账款	2,009	2,113	2,159	3,102	3,508
预付账款	3,113	1,189	1,207	1,217	1,376
存货	1,536	1,877	1,907	1,921	2,173
其他流动资产	4,351	3,973	3,973	0.00	0.00
非流动资产	214,958	219,990	224,552	229,085	232,605
长期投资	15,299	16,699	15,528	16,681	16,681
固定投资	158,274	160,403	165,933	170,412	173,840
无形资产	4,401	3,759	3,741	3,724	3,707
其他非流动资产	36,984	39,129	39,349	38,268	38,377
资产总计	235,718	243,716	247,774	253,309	261,535
流动负债	71,755	74,454	69,709	67,005	72,064
短期借款	19,484	15,882	21,771	23,918	23,918
应付账款	14,672	16,174	16,424	16,551	18,718
其他流动负债	37,599	42,398	31,514	26,536	29,428
非流动负债	69,031	68,705	69,751	70,707	62,664
长期借款	7,608	22,857	17,907	12,869	(1,169)
其他非流动负债	61,423	45,848	51,843	57,838	63,833
负债合计	140,786	143,159	139,460	137,713	134,728
少数股东权益	8,811	7,341	8,367	9,318	10,794
股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
资本公积	26,271	26,271	26,271	26,271	26,271
留存公积	46,949	54,416	61,148	106,278	116,013
归属母公司股东权益	86,121	93,216	99,948	106,278	116,013
负债和股东权益	235,718	243,716	247,775	253,309	261,535

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	26,389	31,419	27,241	25,689	34,622
净利润	8,637	8,201	8,946	8,398	12,929
折旧摊销	13,901	14,386	15,303	16,400	17,497
财务费用	53.18	5,276	3,883	2,409	3,332
投资损失	307.82	(1,368)	(1,229)	(1,689)	(2,062)
营运资金变动	2,059	806.48	337.96	171.28	2,926
其他经营现金	1,430	4,118	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(14,653)	(8,950)	(18,636)	(19,244)	(18,954)
资本支出	23,692	12,913	21,102	20,961	21,007
长期投资	622.37	(312.56)	(2,400)	(1,689)	(2,062)
其他投资现金	9,661	3,651	66.33	27.55	(9.55)
筹资活动现金	(12,854)	(21,383)	(9,354)	(5,569)	(13,093)
短期借款	5,950	(7,902)	(10,279)	(8,038)	(14,038)
长期借款	(16,547)	8,050	5,995	5,995	5,995
普通股增加	1,440	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,696)	(21,530)	(5,071)	(3,526)	(5,050)
现金净增加额	(1,117)	1,086	(749.56)	876.19	2,574

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	121,363	136,774	138,891	139,963	158,287
营业成本	100,298	115,132	117,322	121,189	131,924
营业税金及附加	300.57	263.11	267.18	269.24	304.49
营业费用	6,113	6,348	6,446	6,496	7,347
管理费用	4,373	4,783	4,857	4,894	5,535
财务费用	53.18	5,276	3,883	2,409	3,332
资产减值损失	596.01	(352.04)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.06)	(0.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(307.82)	1,368	1,229	1,689	2,062
营业利润	11,626	9,826	10,636	9,850	15,363
营业外收入	144.61	257.92	257.92	257.92	257.92
营业外支出	290.03	126.51	126.51	126.51	126.51
利润总额	11,481	9,958	10,767	9,982	15,494
所得税	2,843	1,757	1,821	1,583	2,565
净利润	8,637	8,201	8,946	8,398	12,929
少数股东损益	1,397	864.21	1,026	951.37	1,476
归属母公司净利润	7,240	7,336	7,920	7,447	11,453
EBITDA	25,432	28,252	28,724	27,101	34,261
EPS (元, 基本)	0.53	0.54	0.58	0.55	0.84

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.71	12.70	1.55	0.77	13.09
营业利润	47.68	(15.48)	8.24	(7.39)	55.96
归属母公司净利润	6.26	1.33	7.95	(5.97)	53.80
获利能力 (%)					
毛利率	17.36	15.82	15.53	13.41	16.66
净利率	5.97	6.00	6.44	6.00	8.17
ROE	8.41	7.87	7.92	7.01	9.87
ROIC	5.31	6.30	6.01	4.67	7.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.73	58.74	56.28	54.37	51.51
净负债比率 (%)	29.90	40.04	33.74	28.33	18.54
流动比率	0.29	0.32	0.33	0.36	0.40
速动比率	0.26	0.29	0.31	0.33	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.57	0.57	0.56	0.61
应收账款周转率	34.24	26.67	20.30	16.50	14.78
应付账款周转率	7.58	7.46	7.20	7.35	7.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.54	0.58	0.55	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	2.30	2.00	1.88	2.54
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.83	7.32	7.78	8.50
估值比率					
PE (倍)	15.10	14.91	13.81	14.69	9.55
PB (倍)	1.27	1.17	1.09	1.03	0.94
EV_EBITDA (倍)	7.02	6.05	5.65	5.70	4.06

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com