

公司研究/动态点评

2019年01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): 8.06  
合理价格区间(元): 9.50~10.23

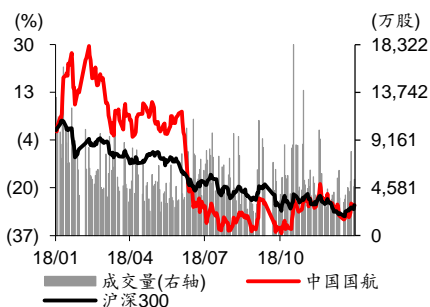
**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

**陈宇** 021-28972065  
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《中国国航(601111,买入): 净利润同比下降但好于预期》2018.11
- 2《中国国航(601111,买入): 净利润同比增长, 好于预期, 买入》2018.08
- 3《中国国航(601111,买入): 客座率略降但双轮驱动, 维持买入》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 客座率略降, 二机场搬迁提供利好

### 中国国航(601111)

#### 全年客座率略降; 二机场搬迁落实, 短期提供利好

中国国航 2018 全年供给加快, 供给需求同比各增 10.5%/9.8%, 客座率下降 0.5 个百分点, 其中国内国际均下跌 0.6 个百分点, 港澳台地区改善 2.1 个百分点。公司 12 月 28 日公告完成向兄弟公司“资本控股”转让国货航 51% 的股权, 预期产生税前收益约 4.11 亿元, 此次转让有利于国航专注航空客运业务, 提升运营效率。中期, 二机场搬迁进程加快, 首都机场竞争格局改善令其受益。综合考虑油气组下调未来 2 年油价预测、国货航转让确认投资收益等, 上调 2018/19/20 年 EPS 至 0.45/0.74/1.16 元。尽管宏观经济存下行压力, 近期油价汇率利好板块, 2019 年双轮利好政策持续, 维持“买入”。

#### 12 月国际线运力增速放缓但全年供给加快, 重价轻量, 总客座率下降

中国国航 12 月供给需求同比各增 8.0%/5.8%, 客座率同比下降 1.6 个百分点, 逊于东航、南航各 1.1/2.4 个百分点, 国内、国际同比各降 2.6/0.4 个百分点; 其中国际线运力增速放缓, 同比增 7.2% (前 11 个月同比增 14.7%)。公司 2018 年供给加快, 国内供给同比增 8.4% (较 2017 年扩大 2.5 个百分点), 因民航局实行供给紧缩政策, 主协调机场航班量增速受限, 公司或在二三线城市运力扩张; 国际线运力投放增速较去年扩大 6.3 个百分点至 14.1%; 总需求同比增 9.8%, 令客座率同比略降 0.5 个百分点至 80.6%。我们分析公司持续重价轻量的经营策略, 叠加行业票价放开, 票价同比改善。

#### 二机场搬迁进程加快, 首都机场竞争格局优化, 国航有望受益

1 月 3 日, 民航局正式出台北京大兴国际机场转场投运计划, 明确转场工作将于 5 个航季 (即 2.5 年) 内完成, 其中东航集团、南航集团及首都航等公司将逐步转场至大兴机场; 中航集团、海航、大新华航等公司保留在首都机场运营。北京一市两场资源配置在“以优转促, 以增转促”的工作思路下, 采取“先平移、再优化、后增量”的措施分步进行, 预计 2021 年前北京总时刻增量有限。我们认为方案明确的搬迁速度快于预期, 因大兴机场相较于首都机场出行较为不便, 短期内或将不利于南航东航; 而首都机场竞争格局优化, 唯一的主基地航司国航有望受益。

#### 上调盈利预测, 调整目标价区间 9.50-10.23 元, 维持“买入”评级

考虑: 1) 基于经营策略和全年客座率表现, 小幅下调 2018E/19E/20E 客座率 0.3%/0.4%/0.3%, 因处置国货航新增 2018 年税前收益人民币 4.11 亿; 2) 依据华泰 H 股能源组最新报告更新 2019/20 年布伦特油价预测至 68/65 美元每桶; 3) 根据彭博最新预测更新 2019/20 年人民币兑美元汇率至 6.80/6.70。综上, 上调 2018/19/20 年净利润预测值 18.7%/24.8%/9.0%。考虑行业供给持续收紧, 票价放开继续推进, 2019 年业绩可期, 我们参考公司历史 5 年估值倍数 (均值为 1.4x PB), 维持 1.3x-1.4x 2019PB (2019 年预计 BPS 为 7.31 元), 调整目标价区间至 9.50-10.23 元, 维持“买入”。

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, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

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) | 6.98-14.36 |
| 总市值 (百万元)     | 117,070    |
| 总资产 (百万元)     | 252,579    |
| 每股净资产 (元)     | 6.47       |

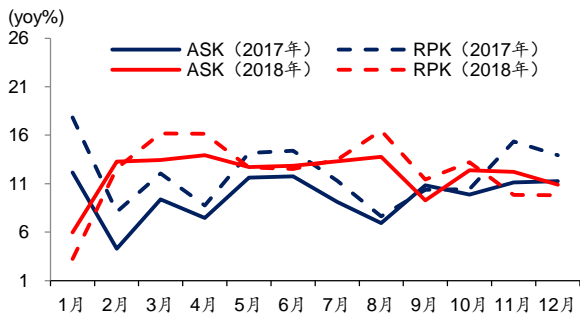
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 112,677 | 121,363 | 133,410 | 148,254 | 164,874 |
| +/-%           | 3.44    | 7.71    | 9.93    | 11.13   | 11.21   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 6,814   | 7,240   | 6,185   | 10,171  | 15,851  |
| +/-%           | 0.59    | 6.26    | (14.58) | 64.44   | 55.85   |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.50    | 0.53    | 0.45    | 0.74    | 1.16    |
| PE (倍)         | 16.15   | 15.20   | 17.79   | 10.82   | 6.94    |

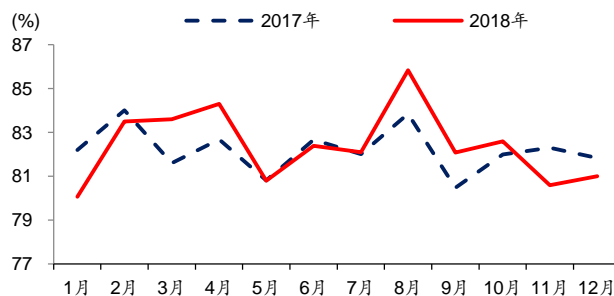
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中国国航月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



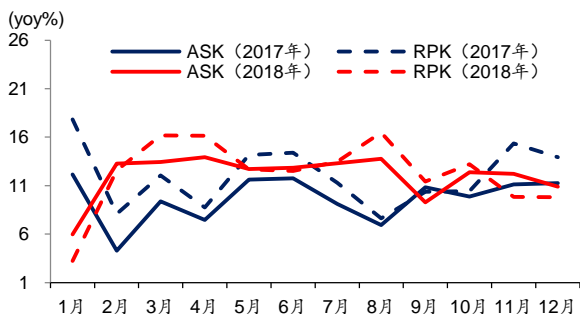
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 中国国航月客座率变化图 (2017-2018年12月)



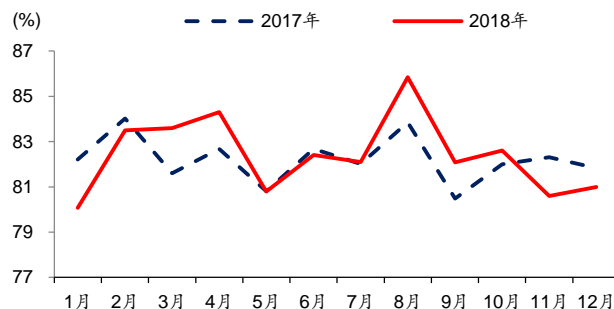
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 三大航月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



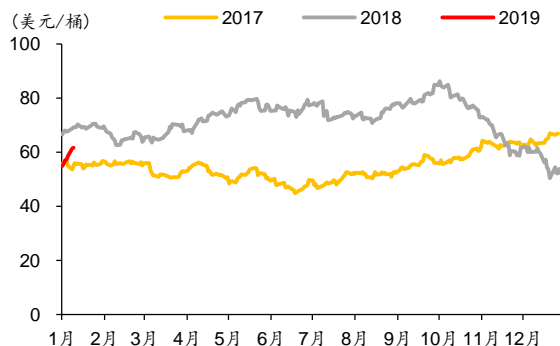
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 三大航月客座率变化图 (2017-2018年12月)



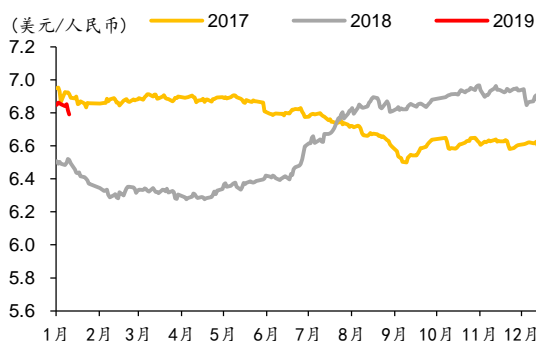
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 布伦特原油期货结算价格油价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

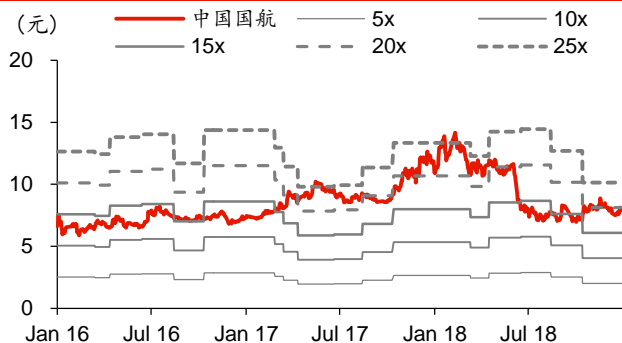
图表6: 美元/人民币汇率走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

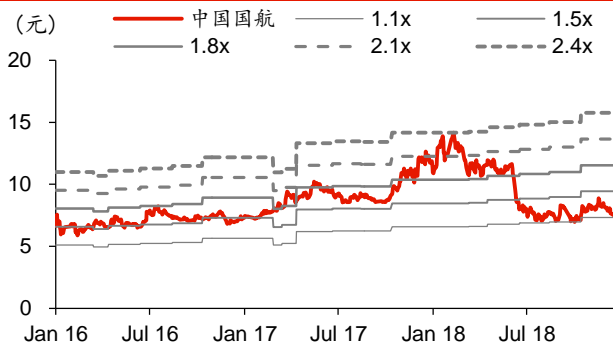
PE/PB - Bands

图表7: 中国国航历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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) | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产       | 19,322  | 20,759  | 24,870  | 24,766  | 26,955  |
| 现金         | 7,322   | 6,260   | 8,931   | 7,054   | 7,258   |
| 应收账款       | 3,286   | 3,490   | 5,242   | 6,165   | 10,253  |
| 其他应收账款     | 1,923   | 2,009   | 1,613   | 1,894   | 3,128   |
| 预付账款       | 1,137   | 3,113   | 3,422   | 3,803   | 4,229   |
| 存货         | 1,681   | 1,536   | 1,688   | 1,876   | 2,086   |
| 其他流动资产     | 3,973   | 4,351   | 3,973   | 3,973   | 0.00    |
| 非流动资产      | 204,806 | 214,958 | 212,938 | 214,962 | 216,157 |
| 长期投资       | 15,169  | 15,299  | 15,752  | 15,752  | 16,904  |
| 固定投资       | 148,910 | 158,274 | 156,046 | 158,088 | 159,261 |
| 无形资产       | 4,252   | 4,401   | 4,273   | 4,153   | 4,038   |
| 其他非流动资产    | 36,475  | 36,984  | 36,867  | 36,970  | 35,953  |
| 资产总计       | 224,128 | 235,718 | 237,808 | 239,728 | 243,112 |
| 流动负债       | 63,846  | 71,755  | 76,399  | 67,738  | 72,678  |
| 短期借款       | 14,489  | 19,484  | 24,844  | 11,771  | 16,918  |
| 应付账款       | 11,776  | 14,672  | 16,129  | 17,923  | 19,933  |
| 其他流动负债     | 37,582  | 37,599  | 35,426  | 38,044  | 35,827  |
| 非流动负债      | 83,808  | 69,031  | 61,255  | 61,196  | 43,137  |
| 长期借款       | 12,835  | 7,608   | 20,657  | 18,619  | (1,419) |
| 其他非流动负债    | 70,973  | 61,423  | 40,598  | 42,577  | 44,556  |
| 负债合计       | 147,655 | 140,786 | 137,654 | 128,934 | 115,815 |
| 少数股东权益     | 7,597   | 8,811   | 9,595   | 10,992  | 13,170  |
| 股本         | 13,085  | 14,525  | 14,525  | 14,525  | 14,525  |
| 资本公积       | 16,510  | 26,271  | 26,271  | 26,271  | 26,271  |
| 留存公积       | 41,278  | 46,949  | 51,759  | 61,002  | 114,127 |
| 归属母公司股东权益  | 68,876  | 86,121  | 90,559  | 99,802  | 114,127 |
| 负债和股东权益    | 224,128 | 235,718 | 237,808 | 239,728 | 243,112 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 30,724   | 26,389   | 26,629   | 29,167   | 37,642   |
| 净利润        | 7,764    | 8,637    | 6,969    | 11,568   | 18,029   |
| 折旧摊销       | 13,627   | 13,760   | 14,526   | 15,268   | 16,151   |
| 财务费用       | 7,494    | 53.18    | 4,723    | 1,748    | 922.35   |
| 投资损失       | (87.85)  | 307.82   | (1,731)  | (2,056)  | (414.36) |
| 营运资金变动     | 1,518    | 3,780    | 2,141    | 2,639    | 2,954    |
| 其他经营现金     | 409.80   | (149.65) | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资活动现金     | (19,013) | (14,653) | (10,775) | (15,237) | (16,932) |
| 资本支出       | 20,635   | 17,643   | 12,269   | 17,289   | 17,308   |
| 长期投资       | 2.55     | 81.37    | (1,462)  | (2,056)  | (414.36) |
| 其他投资现金     | 1,625    | 3,072    | 31.97    | (3.37)   | (37.38)  |
| 筹资活动现金     | (12,140) | (12,854) | (13,183) | (15,808) | (20,507) |
| 短期借款       | 11,433   | 4,995    | (9,512)  | (15,111) | (20,038) |
| 长期借款       | (17,959) | (5,227)  | 2,799    | 1,979    | 1,979    |
| 普通股增加      | 0.00     | 1,440    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | 9,761    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (5,614)  | (23,823) | (6,470)  | (2,676)  | (2,448)  |
| 现金净增加额     | (290.08) | (1,285)  | 2,671    | (1,877)  | 203.76   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 112,677 | 121,363  | 133,410 | 148,254 | 164,874 |
| 营业成本        | 87,203  | 100,298  | 112,933 | 123,998 | 129,534 |
| 营业税金及附加     | 293.97  | 300.57   | 330.41  | 367.17  | 408.34  |
| 营业费用        | 5,595   | 6,113    | 6,720   | 7,468   | 8,305   |
| 管理费用        | 4,032   | 4,373    | 4,807   | 5,342   | 5,941   |
| 财务费用        | 7,494   | 53.18    | 4,723   | 1,748   | 922.35  |
| 资产减值损失      | 253.84  | 596.01   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益    | (0.28)  | (0.06)   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益       | 87.85   | (307.82) | 1,731   | 2,056   | 414.36  |
| 营业利润        | 7,873   | 11,626   | 8,726   | 14,641  | 23,594  |
| 营业外收入       | 2,430   | 144.61   | 144.61  | 144.61  | 144.61  |
| 营业外支出       | 83.23   | 290.03   | 290.03  | 290.03  | 290.03  |
| 利润总额        | 10,219  | 11,481   | 8,580   | 14,495  | 23,448  |
| 所得税         | 2,456   | 2,843    | 1,612   | 2,927   | 5,420   |
| 净利润         | 7,764   | 8,637    | 6,969   | 11,568  | 18,029  |
| 少数股东损益      | 949.52  | 1,397    | 783.70  | 1,398   | 2,178   |
| 归属母公司净利润    | 6,814   | 7,240    | 6,185   | 10,171  | 15,851  |
| EBITDA      | 31,115  | 25,432   | 26,099  | 29,456  | 40,107  |
| EPS (元, 基本) | 0.50    | 0.53     | 0.45    | 0.74    | 1.16    |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2016   | 2017  | 2018E   | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|-------|---------|-------|-------|
| 成长能力          |        |       |         |       |       |
| 营业收入          | 3.44   | 7.71  | 9.93    | 11.13 | 11.21 |
| 营业利润          | (5.60) | 47.68 | (24.95) | 67.79 | 61.15 |
| 归属母公司净利润      | 0.59   | 6.26  | (14.58) | 64.44 | 55.85 |
| 获利能力 (%)      |        |       |         |       |       |
| 毛利率           | 22.61  | 17.36 | 15.35   | 16.36 | 21.43 |
| 净利率           | 6.05   | 5.97  | 5.22    | 7.80  | 10.93 |
| ROE           | 9.89   | 8.41  | 6.83    | 10.19 | 13.89 |
| ROIC          | 8.35   | 5.33  | 5.39    | 6.62  | 9.29  |
| 偿债能力          |        |       |         |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 65.88  | 59.73 | 57.88   | 53.78 | 47.64 |
| 净负债比率 (%)     | 27.41  | 29.90 | 37.74   | 28.57 | 14.51 |
| 流动比率          | 0.30   | 0.29  | 0.33    | 0.37  | 0.37  |
| 速动比率          | 0.27   | 0.26  | 0.30    | 0.34  | 0.34  |
| 营运能力          |        |       |         |       |       |
| 总资产周转率        | 0.51   | 0.53  | 0.56    | 0.62  | 0.68  |
| 应收账款周转率       | 31.16  | 34.24 | 30.55   | 25.99 | 20.08 |
| 应付账款周转率       | 7.41   | 7.58  | 7.33    | 7.28  | 6.84  |
| 每股指标 (元)      |        |       |         |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.50   | 0.53  | 0.45    | 0.74  | 1.16  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.25   | 1.93  | 1.95    | 2.14  | 2.76  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 5.04   | 6.31  | 6.63    | 7.31  | 8.36  |
| 估值比率          |        |       |         |       |       |
| PE (倍)        | 16.15  | 15.20 | 17.79   | 10.82 | 6.94  |
| PB (倍)        | 1.60   | 1.28  | 1.22    | 1.10  | 0.96  |
| EV_EBITDA (倍) | 5.71   | 7.03  | 6.41    | 5.28  | 3.43  |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 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 2019 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