

中国国航（601111）：Q2现金流回正，飞机整体利用率有待提高

2020年08月30日

中性/维持

中国国航

公司报告

事件：上半年公司实现营收 296.5 亿元（-54.6%），归母净利润-94.4 亿，经营净现金流-76.3 亿元。其中二季度单季营收 123.9 亿（-62.1%），归母净利-46.4 亿，经营净现金流回正，为 10.8 亿元，较一季度的-87.2 亿大幅好转。

受多重因素影响，运力恢复相对缓慢：截至 7 月份，国、东、南 ASK 分别恢复至去年同期的 47.5%，56.1%和 58.7%，三大航中国航的运力投放恢复相对较慢。我们认为国航最高的宽体机占比使得其在疫情中处于相对被动的地位（宽体机一般执飞国际长航线），同时北京疫情的反复导致公司主基地首都机场的吞吐量在上半年恢复缓慢。

严控成本，但刚性成本缩减空间有限：公司上半年严控成本，低油价的外部环境也大大缓解了航司的运营压力。然而折旧，维修及人工三大刚性成本分别同比下降 3.1%，0.4%和 14.7%，下降空间比较有限，故营业成本虽有大幅下降 37.6%，但降幅仍明显低于收入降幅的 54.6%。

参股航司大额亏损导致投资收益大幅下降：报告期内公司投资收益-28.7 亿元（去年同期为 2.9 亿），其中中国泰航空投资收益-23.7 亿（去年同期 1.99 亿），山航集团及山航股份投资收益-5.01 亿（去年同期-0.06 亿）。参股航司的大幅亏损对公司业绩产生一定的拖累。

经营现金流回正，货币资金储备充足：公司 Q2 依旧大幅亏损，但现金流压力明显缓解。经营净现金流 10.8 亿元已经转正，较一季度的-87.2 亿有大幅好转。公司货币现金储备高达 141 亿，可以保证公司疫情状态下的正常运转。

公司业绩恢复比较依赖国际航线重开。国航的机队结构对国际航线有较大的依赖，在海外疫情得到控制之前，飞机（特别是宽体机）利用率会始终处于较低水平，不利于公司业绩的恢复。故相比我国其他的航司，新冠疫苗大规模投入对于国航的意义更加重大。

盈利预测与投资建议：由于疫情影响导致国际航线恢复缓慢，我们下调公司业绩预测。预计公司 2020-2022 年净利润分别为-117.3、49.9 和 73.7 亿元，对应 EPS 分别为-0.81、0.34 和 0.51 元，给予公司“中性”评级。考虑到疫情持续时间还具有较大不确定性，我们建议投资者待海外疫情出现拐点（如疫苗大规模投放）后再考虑对于公司的投资。

风险提示：疫情持续时间超预期；民航政策变化；油价汇率大幅波动等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	136,774.40	136,180.69	76,164.37	119,519.24	142,616.62
增长率（%）	12.70%	-0.43%	-44.07%	56.92%	19.33%
归母净利润（百万元）	7,336.33	6,408.58	(11,726.61)	4,991.21	7,371.42
增长率（%）	-5.06%	-11.57%	-275.66%	-146.33%	41.10%
净资产收益率（%）	7.87%	6.85%	-14.17%	5.66%	7.75%
每股收益(元)	0.53	0.47	(0.81)	0.34	0.51
PE	13.51	15.23	(8.87)	20.84	14.11
PB	1.12	1.11	1.26	1.18	1.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

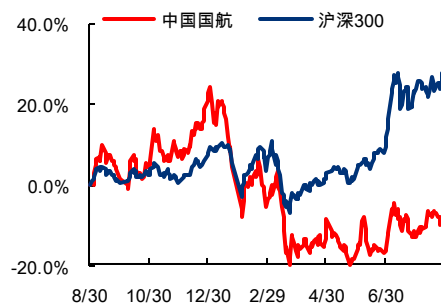
公司简介：

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。

交易数据

52 周股价区间（元）	9.74-6.3
总市值（亿元）	1,039.98
流通市值（亿元）	713.29
总股本/流通 A 股（万股）	1,452,482/996,213
流通 B 股/H 股（万股）	/456,268
52 周日均换手率	0.58

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

研究助理：李蔚

liwei_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119050016

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	23726	24817	25532	22445	38049	营业收入	136774	136181	76164	119519	142617
货币资金	7808	9664	11425	9030	22590	营业成本	115132	113246	78826	98513	119091
应收账款	0	5998	6260	5239	6252	营业税金及附加	263	274	152	239	285
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	6348	6637	4951	5976	6489
预付款项	1189	479	479	479	479	管理费用	4676	4445	3808	4781	4778
存货	1877	2099	2592	1619	1958	财务费用	5276	6169	3558	5686	5531
其他流动资产	4447	3332	1532	2832	3525	研发费用	107	491	442	531	557
非流动资产合计	219990	269437	266014	265054	264993	资产减值损失	13.39	2.81	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	16541	16051	16051	16051	16051	公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	160403	88890	204980	208425	213605	投资净收益	1368.1	538.36	-4397.5	-405.77	608.44
无形资产	3759	3722	3499	3289	3092	加: 其他收益	3133.8	3643.41	2914.73	3789.14	3978.60
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	9826	9178	-16956	7277	10573
资产总计	243716	294254	291546	287499	303042	营业外收入	257.92	236.62	213.05	235.86	228.51
流动负债合计	72231	77630	80691	61600	64700	营业外支出	126.51	310.32	242.28	226.37	259.66
短期借款	17562	13566	16658	0	0	利润总额	9958	9105	-16985	7287	10542
应付账款	0	17308	17277	14844	17945	所得税	1757	1853	-4246	1384	2214
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	8201	7252	-12739	5902	8328
一年内到期的非流动负债	13441	14873	14873	14873	14873	少数股东损益	864	843	-1012	911	956
非流动负债合计	70928	115247	121249	129920	134539	归属母公司净利润	7336	6409	-11727	4991	7371
长期借款	3185	1200	1200	1200	1200	主要财务比率					
应付债券	12400	15399	15399	15399	15399		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
负债合计	143159	192877	201939	191520	199240	成长能力					
少数股东权益	7341	7871	6859	7770	8726	营业收入增长	12.70%	-0.43%	-44.07%	56.92%	19.33%
实收资本(或股本)	14525	14525	14525	14525	14525	营业利润增长	-15.48	-6.60%	-284.74	-142.92	45.29%
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271	归属于母公司净利润增长	1.33%	-12.65%	-282.98	-142.56	47.69%
未分配利润	42881	41588	30916	34909	40069	获利能力					
归属母公司股东权益合计	93216	93506	82748	88209	95076	毛利率(%)	15.82%	16.84%	-3.49%	17.58%	16.50%
负债和所有者权益	243716	294254	291546	287499	303042	净利率(%)	6.00%	5.33%	-16.73%	4.94%	5.84%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.01%	2.18%	-4.02%	1.74%	2.43%
单位:百万元						ROE(%)	7.87%	6.85%	-14.17%	5.66%	7.75%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	31419	38340	18360	33901	39879	资产负债率(%)	59%	66%	69%	67%	66%
净利润	8201	7252	-12739	5902	8328	流动比率	0.33	0.32	0.32	0.36	0.59
折旧摊销	14693.5	21708.6	21700.3	23261.4	25224.1	速动比率	0.30	0.29	0.28	0.34	0.56
财务费用	5276	6169	3558	5686	5531	营运能力					
应收帐款减少	3490	-5998	-262	1021	-1012	总资产周转率	0.57	0.51	0.26	0.41	0.48
预收帐款增加	-518	0	0	0	0	应收账款周转率	78	45	12	21	25
投资活动现金流	-8950	-11967	-22135	-22124	-23933	应付账款周转率	18.64	15.74	4.40	7.44	8.70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.47	-0.81	0.34	0.51
投资收益	1368	538	-4398	-406	608	每股净现金流(最新摊薄)	0.07	0.15	0.12	-0.16	0.93
筹资活动现金流	-21383	-24251	5536	-14172	-2386	每股净资产(最新摊薄)	6.42	6.44	5.70	6.07	6.55
应付债券增加	-2100	2999	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-4423	-1985	0	0	0	P/E	13.51	15.23	-8.87	20.84	14.11
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.12	1.11	1.26	1.18	1.09
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.82	3.79	13.10	3.50	2.73
现金净增加额	1086	2122	1761	-2395	13560						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国国航（601111）：四季度成本略超预期，疫情致今年业绩承压	2020-04-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，3 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券，2019 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019 年 5 月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526