

疫情负面冲击严重，最艰难时刻已过去

——中国国航 (601111.SH) 2020 年业绩预告点评

要点

◆**事件：公司发布2020年业绩预亏公告。**预计2020年归母净利润亏损135亿-155亿，预计2020年扣非归母净利润亏损138亿-159亿，同比19年由盈转亏。

◆**新冠疫情对公司收入带来严重负面冲击。**受新冠疫情影响，居民航空出行需求大幅下降。2020 年中国国航可用座公里同比下降约 46%，收入客公里同比下降约 53%。2020 年 7 月起，随着国内疫情逐渐得到控制，国内航线业务量逐渐好转，但受限于全球疫情状况，国际航线业务量仍受较大影响。2020 年公司国内航线收入客公里同比下降约 30%，国际航线、地区航线收入客公里分别同比下降约 87%、88%。受此影响，我们预计公司 2020 年营业收入整体降幅超过 50%。

◆**油汇利好等因素无法完全对冲刚性成本。**公司的折旧及维修成本存在刚性（2020 年上半年仅分别同比下降 3.07%、0.41%），同时疫情期间的机组隔离、防疫措施等为公司带来一定成本增量，所以在油价大幅下跌、人民币汇率升值以及起降费、民航发展基金减免的背景下，公司 2020 年仍面临巨额亏损。

◆**新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定。**虽然国内部分地区出现疫情反复，对春运需求带来负面冲击，但随着疫苗接种的稳步推进，‘旅客信心’将逐步恢复，进而推动国内航空需求的恢复。展望海外市场，疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在 2021 年同步发生，公司基本面将发生反转。在此过程中，公司海外航线收入将快速增长，盈利能力也将随之恢复。

◆**需求恢复背景下，公司盈利弹性较大。**相对同业公司，中国国航 2020 年受疫情的负面冲击更严重：1、公司国际航线收入占比高，大量宽体机运能难以转移至国内航线；2、全货机出表无法享受货运红利，在疫情期间航空货运市场火爆的情况下，国货航无法给上市公司贡献收益；3、国泰航空大额亏损拖累投资收益，2020 年上半年公司确认的国泰航空投资收益为亏损 23.73 亿元。一旦海外航空需求恢复，公司盈利弹性较大。

◆**盈利预测和投资建议：**随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司基本面将在 2021 年发生反转；一旦海外航空需求恢复，公司盈利弹性较大。考虑新冠疫情持续时间超出预期，我们下调公司 20-22 年 eps 分别为-1.05、-0.04、0.36 元，考虑到海外航空需求将逐渐恢复，维持公司 A 股、H 股 ‘增持’ 评级。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	136,774	136,181	63,541	99,837	135,518
营业收入增长率	12.70%	-0.43%	-53.34%	57.12%	35.74%
净利润（百万元）	7,336	6,409	-14,436	-611	4,908
净利润增长率	1.33%	-12.65%	-	-	-
EPS（元）	0.51	0.44	-1.05	-0.04	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.87%	6.85%	-18.43%	-0.79%	5.94%
P/E（A 股）	14	16	-	-	20
P/B（A 股）	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
P/E（H 股）	9	10	-	-	12
P/B（H 股）	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-29（汇率 1HKD=0.83RMB）

A 股：增持（维持）

当前价：7.20 元

H 股：增持（维持）

当前价：5.39 港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	145.25
总市值(亿元)	1045.79
一年最低/最高(元)	6.31/8.59
近 3 月换手率	28.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.51	-4.42	-47.59
绝对	-3.85	9.56	-2.48

资料来源：Wind

相关研报

修订免税经营协议增加短期收入，核心资产仍具备配置价值——上海机场（600009.SH）2020 年业绩预告及免税协议修订点评（2021-01-30）

国内疫情反复，航空需求恢复短期承压——航空运输业 2020 年 12 月经营数据点评（2021-01-18）

东海扬尘，春回大地——交通运输行业 2021 年投资策略（2021-01-14）

大巧若拙，重剑无锋——飞机租赁行业深度报告（2020-12-18）

客运需求持续恢复，疫情反复负面冲击边际减弱——中国国航（601111.SH）2020 年中报点评（2020-08-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	136,774	136,181	63,541	99,837	135,518
营业成本	115,132	113,246	76,649	87,742	112,462
折旧和摊销	14,527	11,331	15,167	16,844	18,263
税金及附加	263	274	127	200	271
销售费用	6,348	6,637	3,812	4,792	6,505
管理费用	4,676	4,445	3,749	3,195	4,337
研发费用	107	491	445	300	407
财务费用	5,276	6,169	2,023	6,954	8,301
投资收益	1,368	538	-500	200	500
营业利润	9,826	9,178	-20,049	-948	6,717
利润总额	9,958	9,105	-20,049	-848	6,817
所得税	1,757	1,853	-4,010	-170	1,363
净利润	8,201	7,252	-16,040	-679	5,454
少数股东损益	864	843	-1,604	-68	545
归属母公司净利润	7,336	6,409	-14,436	-611	4,908
EPS(按最新股本计)	0.51	0.44	-1.05	-0.04	0.36

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	31,419	38,340	-3,226	20,975	35,432
净利润	7,336	6,409	-14,436	-611	4,908
折旧摊销	14,527	11,331	15,167	16,844	18,263
净营运资金增加	3,887	-4,961	-9,307	11,013	5,004
其他	5,668	25,562	5,350	-6,271	7,257
投资活动产生现金流	-8,950	-11,967	-30,822	-32,325	-32,500
净资本支出	-11,614	-12,342	-12,000	-12,500	-13,000
长期投资变化	16,541	16,051	0	0	0
其他资产变化	-13,876	-15,675	-18,822	-19,825	-19,500
融资活动现金流	-21,383	-24,251	40,269	20,423	5,988
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-7,735	2,365	43,048	27,377	14,289
无息负债变化	10,108	47,353	-13,325	-1,460	6,656
净现金流	1,200	2,172	6,222	9,074	8,920

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.8%	16.8%	-20.6%	12.1%	17.0%
EBITDA 率	20.5%	18.2%	-4.4%	22.7%	24.2%
EBIT 率	9.8%	10.8%	-28.3%	5.8%	10.7%
税前净利润率	7.3%	6.7%	-31.6%	-0.8%	5.0%
归母净利润率	5.4%	4.7%	-22.7%	-0.6%	3.6%
ROA	3.4%	2.5%	-5.2%	-0.2%	1.5%
ROE (摊薄)	7.9%	6.9%	-18.4%	-0.8%	5.9%
经营性 ROIC	6.9%	7.3%	-8.8%	2.4%	5.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	59%	66%	72%	75%	75%
流动比率	0.33	0.32	0.25	0.27	0.31
速动比率	0.30	0.29	0.24	0.26	0.30
归母权益/有息债务	1.86	1.78	0.82	0.63	0.60
有形资产/有息债务	4.70	5.43	3.17	2.67	2.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	243,716	294,254	307,181	332,420	358,819
货币资金	7,808	9,664	15,885	24,959	33,879
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	0	5,998	1,574	2,290	4,145
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	351	184	332
存货	1,877	2,099	1,573	1,799	2,306
其他流动资产	12,852	6,577	6,577	6,577	6,577
流动资产合计	23,726	24,817	27,196	36,750	48,410
其他权益工具	270	255	255	255	255
长期股权投资	16,541	16,051	16,051	16,051	16,051
固定+使用权资产	160,403	205,717	234,912	255,982	272,632
在建工程	32,180	35,276	21,838	15,294	12,197
无形资产	3,759	3,722	3,598	3,478	3,362
商誉	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	219,990	269,437	279,985	295,670	310,409
总负债	143,159	192,877	222,599	248,517	269,463
短期借款	17,562	13,566	78,769	106,146	120,436
应付账款	0	17,308	7,642	7,386	12,623
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	31,792	15,985	15,985	15,985	15,985
流动负债合计	72,231	77,630	107,972	133,889	154,835
长期借款	3,185	1,200	1,200	1,200	1,200
应付债券	12,400	15,399	15,399	15,399	15,399
其他非流动负债	54,463	98,027	98,027	98,027	98,027
非流动负债合计	70,928	115,247	114,628	114,628	114,628
股东权益	100,557	101,377	84,582	83,903	89,357
股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
公积金	36,680	37,297	37,297	37,297	37,297
未分配利润	42,881	41,588	26,507	25,896	30,805
归属母公司权益	93,216	93,506	78,315	77,704	82,612
少数股东权益	7,341	7,871	6,267	6,199	6,744

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.64%	4.87%	6.00%	4.80%	4.80%
管理费用率	3.42%	3.26%	5.90%	3.20%	3.20%
财务费用率	3.86%	4.53%	3.18%	6.97%	6.13%
研发费用率	0.08%	0.36%	0.70%	0.30%	0.30%
所得税率	18%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.04	0.00	0.00	0.06
每股经营现金流	2.16	2.64	-0.23	1.53	2.58
每股净资产	6.42	6.44	5.70	5.66	6.01
每股销售收入	9.42	9.38	4.63	7.27	9.87

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (A 股)	14	16	-	-	20
PB (A 股)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.4	6.9	-	9.9	7.3
股息率	1.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼