

国航前2月受春运影响，两会后主基地北京修复弹性大

中国国航(601111)2月经营数据点评

事件概述

根据公司2021年2月主要运营数据公告，2月公司客运力投入（按可用座位公里ASK计，下同）同比+21%，旅客周转量同比+45%，其中国内客运运力投入同比+124%，旅客周转量同比+179%，国际客运运力投入同比-82%，旅客周转量同比-94%。2月平均客座率为61.6%，同比+10.1 pcts，其中国内航线同比+12.3 pcts，国际航线同比-11.9 pcts。货运方面，货运运力投入（可用货运吨公里）同比+134%，货邮周转量同比+124%；货运载率为38.2%，同比-1.7 pcts。

机队方面，2月公司共引进1架A350，1架ARJ21和2架A320NEO。截至2月底合计运营716架飞机，其中自有293架，融资租赁217架，经营租赁206架。

► 以2019年同期为基准，公司旅客周转量2月当月恢复程度为28%，1-2月累计恢复程度为32%；国内旅客周转量2月当月恢复程度为45%，1-2月累计恢复程度为52%。

客运方面，公司旅客周转量2月当月5,289.4百万人公里，同比+45%，环比-21%，1-2月累计11,968.9百万人公里，累计同比-47%；以2019年同期为基准，旅客周转量2月当月恢复程度为28%，1-2月累计恢复程度为32%。

国内航线旅客周转量2月当月5,135.9百万人公里，同比+179%，环比-20%，1-2月累计11,583.3百万人公里，累计同比-11%；以2019年同期为基准，国内旅客周转量2月当月恢复程度为45%，1-2月累计恢复程度为52%。

国际航线旅客周转量2月当月112.2百万人公里，同比-94%，环比-33%，1-2月累计279.7百万人公里，累计同比-97%；以2019年同期为基准，国内旅客周转量2月当月恢复程度仍仅为2%，1-2月累计恢复程度仅为2%。

► 以2019年同期为基准，公司货邮周转量2月当月-1%，1-2月累计-13%；国际货邮周转量2月当月-3%，1-2月累计-16%。

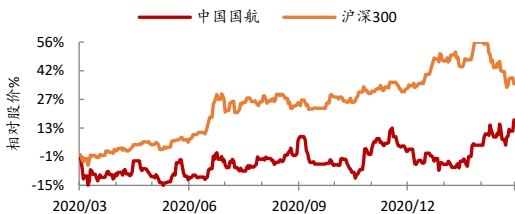
货运方面，公司货邮周转量2月当月273.2百万吨公里，同比+124%，环比-14%，1-2月累计589.5百万吨公里，累计同比+25%；以2019年同期为基准，货邮周转量2月当月-1%，1-2月累计-13%。

国际航线货邮周转量2月当月191.7百万吨公里，同比+122%，环比-5%，1-2月累计394.4百万吨公里，累计同比+27%；以2019年同期为基准，国际货邮周转量2月当月-3%，1-2月累计-16%。

► 我们维持公司2020-22年的归母净利润预测-141/26/62亿

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	8.72
股票代码:	601111
52周最高价/最低价:	9.04/6.31
总市值(亿)	1,266.56
自由流通市值(亿)	868.70
自由流通股数(百万)	9,962.13



分析师: 洪奕昕
邮箱: hongyx1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080004
联系电话:

分析师: 丁一洪
邮箱: dingyh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519070001
联系电话:

相关研究

- 【华西交运】航空复苏系列报告之二_降低两成民航发展基金, 预计航司共减负13亿元
2021.03.09
- 【华西交运】航空复苏系列报告之一_疫苗有序接种且有效性渐得验证, 三大航国际需求恢复空间巨大
2021.02.25
- 【华西交运】行业首次覆盖_航空深度报告: 从需求的底部逐渐复苏
2021.01.13

元，同比分别-320%/+119%/+135%，对应 PE 分别为-9/48/21 倍，维持并重申“买入”评级。

短期的国内市场催化来看，两会结束后，出入京自 3 月 16 日起无需再出示核酸证明，京沪等商务线预定量及票价快速修复，预计拉动近期的商务出行需求（尤其是北京）快速反弹，同时清明、五一假期的旅游和返乡需求亦有望显著反弹。国航是北京占比最高的航司，两会结束后的修复弹性最大。

国航同时是国际航线占比最高、国际客运航线优势最大的航司，在中长期的国际航线修复方面，随着美国等主要疫情爆发地的疫苗接种进度大超预期，预计国际航线恢复快于预期，这方面国航的反弹空间是最大的，其数量偏高的宽体机在疫情期间的负面影响亦有望随之逐渐消除。

我们维持公司 2020-22 年收入预测 654/1097/1336 亿元，同比分别-52%/+68%/+22%，维持归母净利润预测-141/26/62 亿元，同比分别-320%/+119%/+135%，对应 PE 分别为-9/48/21 倍，维持并重申“买入”评级。

风险提示

宏观经济系统性风险；疫苗对变异病毒有效性不足等导致疫情反复；疫苗普及进度慢于预期；油价上涨超预期；人民币汇率下跌超预期；机队扩张超预期；自然灾害、战争、动乱等不可抗力的影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136,774	136,181	65,415	109,668	133,600
YoY (%)	12.7%	-0.4%	-52.0%	67.6%	21.8%
归母净利润(百万元)	7,336	6,409	-14,088	2,621	6,154
YoY (%)	1.3%	-12.6%	-319.8%	118.6%	134.7%
毛利率 (%)	15.8%	16.8%	-11.2%	13.1%	13.8%
每股收益 (元)	0.51	0.44	-0.97	0.18	0.42
ROE	7.9%	6.9%	-17.7%	3.2%	7.1%
市盈率	17.26	19.76	-8.99	48.32	20.58

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	136,181	65,415	109,668	133,600	净利润	7,252	-15,942	2,966	6,964
YoY (%)	-0.4%	-52.0%	67.6%	21.8%	折旧和摊销	21,568	9,950	10,506	11,172
营业成本	113,246	72,759	95,315	115,116	营运资金变动	4,344	-2,797	1,411	2,419
营业税金及附加	274	207	346	422	经营活动现金流	38,340	-1,318	19,900	23,983
销售费用	6,637	4,006	5,345	6,511	资本开支	-12,342	-7,961	-11,907	-11,886
管理费用	4,445	3,598	4,387	4,361	投资	-613	2,244	0	0
财务费用	6,169	3,560	3,975	3,499	投资活动现金流	-11,967	-9,592	-13,003	-11,886
资产减值损失	3	0	0	0	股权募资	400	0	0	0
投资收益	538	-3,925	-1,097	0	债务募资	21,918	20,000	0	0
营业利润	9,178	-18,978	3,123	7,330	筹资活动现金流	-24,251	16,415	-4,832	-4,361
营业外收支	-74	0	0	0	现金净流量	0	5,505	2,064	7,736
利润总额	9,105	-18,978	3,123	7,330	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	1,853	-3,037	156	367	成长能力				
净利润	7,252	-15,942	2,966	6,964	营业收入增长率	-0.4%	-52.0%	67.6%	21.8%
归属于母公司净利润	6,409	-14,088	2,621	6,154	净利润增长率	-12.6%	-319.8%	118.6%	134.7%
YoY (%)	-12.6%	-319.8%	118.6%	134.7%	盈利能力				
每股收益	0.44	-0.97	0.18	0.42	毛利率	16.8%	-11.2%	13.1%	13.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	5.3%	-24.4%	2.7%	5.2%
货币资金	9,664	15,169	17,233	24,969	总资产收益率 ROA	2.2%	-4.8%	0.9%	2.0%
预付款项	479	509	524	576	净资产收益率 ROE	6.9%	-17.7%	3.2%	7.1%
存货	2,099	2,591	2,611	2,523	偿债能力				
其他流动资产	12,575	11,597	11,667	12,600	流动比率	0.32	0.35	0.37	0.46
流动资产合计	24,817	29,867	32,036	40,668	速动比率	0.29	0.32	0.34	0.42
长期股权投资	16,051	14,051	14,051	14,051	现金比率	0.12	0.18	0.20	0.28
固定资产	88,890	87,164	88,882	89,934	资产负债率	65.5%	71.0%	70.7%	69.6%
无形资产	3,722	3,498	3,274	3,050	经营效率				
非流动资产合计	269,437	265,192	266,687	267,514	总资产周转率	0.46	0.22	0.37	0.43
资产合计	294,254	295,059	298,723	308,182	每股指标 (元)				
短期借款	13,566	23,566	23,566	23,566	每股收益	0.44	-0.97	0.18	0.42
应付账款及票据	17,308	14,951	15,668	17,594	每股净资产	6.44	5.47	5.59	5.96
其他流动负债	46,755	45,860	46,658	48,048	每股经营现金流	2.64	-0.09	1.37	1.65
流动负债合计	77,630	84,377	85,893	89,208	每股股利	0.10	0.00	0.06	0.06
长期借款	1,200	11,200	11,200	11,200	估值分析				
其他长期负债	114,047	114,047	114,047	114,047	PE	19.76	-8.99	48.32	20.58
非流动负债合计	115,247	125,247	125,247	125,247	PB	1.51	1.40	1.37	1.29
负债合计	192,877	209,624	211,140	214,455					
股本	14,525	14,525	14,525	14,525					
少数股东权益	7,871	6,017	6,362	7,172					
股东权益合计	101,377	85,435	87,582	93,727					
负债和股东权益合计	294,254	295,059	298,723	308,182					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部、国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队分析师，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。