

中国国航 (601111)

客运收入降幅明显，投资收益拖累业绩

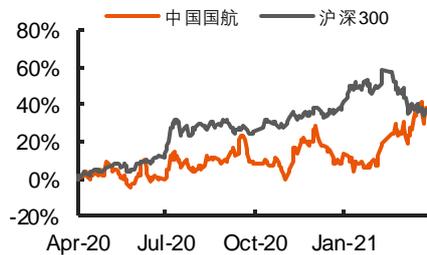
中性 (维持)

现价: 8.99 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.airchina.com.cn
大股东/持股	中国航空/40.98%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	14,525
流通 A 股(百万股)	9,962
流通 B/H 股(百万股)	4,563
总市值 (亿元)	1,155.65
流通 A 股市值(亿元)	895.60
每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	70.5

行情走势图



相关研究报告

- 《中国国航*601111*联营企业亏损拖累公司业绩复苏脚步》 2020-11-01
- 《中国国航*601111*国内航线复苏，现金充裕，有较强抗风险能力》 2020-04-30

证券分析师

张功 投资咨询资格编号
S1060521020003
zhanggong687@pingan.com.cn

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
yanjiayuan712@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年年报: 2020年实现营业收入695.04亿元, 同比减少48.96%, 归母净利润-144.09亿元, 同比减少324.85%, 扣非净利润为-147.41亿元, 同比减少338.76%。公司2020年度拟不进行利润分配。

平安观点:

- **疫情导致公司运力投入减少:** 公司 2020 年运力供给水平大幅降低, 全年 ASK 同比减少 45.77%, 其中内地、国际和港澳台航线 ASK 同比分别减少 19.15%、82.95%和 82.70%, 受此影响, 公司 2020 年飞机日利用率为 6.34 小时, 较 2019 年减少 3.38 小时, 飞机利用水平大幅降低导致公司单位成本大幅上升, 2020 年公司可用座位公里的营业成本 (CASK) 为 0.485 元, 同比增加 23.15%。
- **需求下降, 影响公司客运收入:** 疫情导致航空需求下降, 2020 年公司实现旅客运输 6869 万人次, 同比减少 40.28%, 全年 RPK 同比减少 52.90%, 降幅高于同期 ASK 降幅, 因此客座率水平明显下降, 2020 年公司平均客座率为 70.38%同比减少 10.64 个百分点。2020 年公司客公里收益 0.507 元, 同比下降 4.98%, 其中营收占比最高的内地航线, 客公里收益同比下降 20.96%, 受此影响, 公司 2020 年实现客运收入 557.27 亿元, 同比减少 687.98 亿元。
- **联营企业亏损拖累公司业绩复苏脚步:** 2020 年由于公司主要联营企业国泰航空、山东航空的主营业务收到疫情冲击较为明显, 特别是国泰航空处于大面积停飞状态, 致使公司全年联营企业净损失为 59.93 亿元, 2019 年同期为净收益 4.75 亿元。其中, 国泰航空投资损失 51.09 亿元, 2019 年同期为投资收益 0.67 亿元; 山航集团及山航股份投资损失 9.68 亿元, 2019 年同期为投资收益 1.97 亿元。展望后续, 由于香港地区航权和防控措施的特殊性, 国泰航空业绩恢复难度较大, 预计短期内联营企业投资收益还将持续亏损, 但亏损增幅将有所收窄。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,181	69,504	110,601	152,898	165,130
YoY (%)	-0.4	-49.0	59.1	38.2	8.0
净利润(百万元)	6,409	-14,409	1,617	7,597	8,340
YoY (%)	-12.6	-324.8	-111.2	369.7	9.8
毛利率 (%)	16.8	-8.8	13.2	16.7	17.9
净利率 (%)	4.7	-20.7	1.5	5.0	5.1
ROE (%)	7.2	-18.9	2.1	9.1	9.1
EPS(摊薄/元)	0.44	-0.99	0.11	0.52	0.57
P/E(倍)	20.4	-9.1	80.7	17.2	15.7
P/B(倍)	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4

- **投资建议：**由于海外疫情控制依赖疫苗接种进度，国际航线短期恢复可能性较低，公司业绩还将持续受到负面影响，叠加国泰航空业绩短期难以修复风险。我们下调此前盈利预期，预计公司2021-2022年归属母公司净利润从21.38亿元、76.77亿元下调至16.17亿元、75.97亿元，新增2023年盈利预测，预计归母净利润为83.40亿元，预计2021-2023年EPS分别为0.11元、0.52元、0.57元，对应PE分别为80.7、17.2、15.7。维持“中性”评级。
- **风险提示：**1) 政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险；2) 油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响；3) 安全风险，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。4) 疫情风险，若疫情影响范围和时间过长，将对公司业绩产生较大影响。5) 宏观经济风险。宏观经济环境影响航空需求，影响公司盈利水平。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	19736	26305	30732	32661
现金	6575	5530	7645	8257
应收票据及应收账款	2949	11289	8394	12863
其他应收款	3491	1424	6066	2749
预付账款	421	1011	969	1170
存货	1854	3163	3490	3596
其他流动资产	4445	3888	4167	4028
非流动资产	264335	312162	357173	355323
长期投资	12380	9682	8278	6837
固定资产	87718	135356	179028	184347
无形资产	3597	3270	2903	2476
其他非流动资产	160640	163854	166963	161663
资产总计	284071	338467	387905	387985
流动负债	80394	134924	180168	180058
短期借款	29327	81322	122512	120183
应付票据及应付账款	12803	25417	25267	28711
其他流动负债	38264	28185	32390	31164
非流动负债	119862	117925	114363	105754
长期借款	31639	30108	26343	17835
其他非流动负债	88223	87817	88020	87919
负债合计	200257	252849	294531	285812
少数股东权益	6232	6419	7292	8205
股本	14525	14525	14525	14525
资本公积	26271	26271	26271	26271
留存收益	37548	39169	47067	55798
归属母公司股东权益	77582	79200	86081	93968
负债和股东权益	284071	338467	387905	387985

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1408	27141	28555	34376
净利润	-15822	1804	8470	9253
折旧摊销	9406	9882	14625	17959
财务费用	1309	4157	4293	6407
投资损失	5916	1930	426	-72
营运资金变动	-8216	9448	803	901
其他经营现金流	8815	-80	-62	-71
投资活动现金流	-15865	-59558	-60001	-15966
资本支出	12038	50524	46415	-409
长期投资	-4288	2697	1678	1441
其他投资现金流	-8116	-6337	-11907	-14935
筹资活动现金流	11463	-28503	-3689	-17440
短期借款	15761	-7880	3940	-1970
长期借款	15040	-1532	-3764	-8508
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-19338	-19091	-3864	-6962
现金净增加额	-3097	-60921	-35134	970

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	69504	110601	152898	165130
营业成本	75631	95998	127304	135579
营业税金及附加	217	260	381	438
营业费用	4366	5761	8029	8923
管理费用	4123	4484	6372	7191
研发费用	179	257	434	426
财务费用	1309	4157	4293	6407
资产减值损失	-476	-248	-462	-666
其他收益	4076	4076	4076	4076
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-5916	-1930	-426	72
资产处置收益	44	80	62	71
营业利润	-18500	2158	10259	11052
营业外收入	166	220	208	198
营业外支出	140	192	214	182
利润总额	-18475	2186	10252	11068
所得税	-2652	381	1782	1815
净利润	-15822	1804	8470	9253
少数股东损益	-1413	187	873	913
归属母公司净利润	-14409	1617	7597	8340
EBITDA	-5400	16257	31788	36871
EPS(元)	-0.99	0.11	0.52	0.57

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-49.0	59.1	38.2	8.0
营业利润(%)	-301.6	111.7	375.4	7.7
归属于母公司净利润(%)	-324.8	-111.2	369.7	9.8
获利能力				
毛利率(%)	-8.8	13.2	16.7	17.9
净利率(%)	-20.7	1.5	5.0	5.1
ROE(%)	-18.9	2.1	9.1	9.1
ROIC(%)	-5.2	1.9	4.3	4.9
偿债能力				
资产负债率(%)	70.5	74.7	75.9	73.7
净负债比率(%)	192.5	231.1	251.0	218.1
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	15.5	15.5	15.5	15.5
应付账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.99	0.11	0.52	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.38	1.87	1.97	2.37
每股净资产(最新摊薄)	5.34	5.45	5.93	6.47
估值比率				
P/E	-9.1	80.7	17.2	15.7
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	-55.2	20.6	11.7	9.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033