

公司研究

国泰航空亏损拖累投资收益，国内需求释放助推业绩修复

——中国国航（601111.SH）2020年报点评

要点

◆**事件：公司发布2020年报。**公司2020年实现营业收入约695亿元，同比下降48.96%；归母净亏损144亿元，同比19年（盈利64.1亿元）由盈转亏，位于业绩预亏区间中位数偏上；扣非归母净亏损147亿元，同比19年（盈利61.7亿元）由盈转亏，位于业绩预亏区间中位数偏下。公司2020年度不分红派息。

◆**海外航空需求持续处于低位，公司ASK大幅下降。**公司2020年可用座公里（ASK）同比下降45.77%，较19年同期增速（5.19%）由正转负，其中国内客运需求恢复较好，20年国内航线ASK同比仅下降19.15%；海外客运需求疫情以来持续处于低位，20年地区、国际航线ASK分别同比下降82.70%、82.95%。公司综合客座率为70.38%，同比减少10.64pct，报告期内日利用率为6.34小时，同比下降3.38小时。公司20年底共运营702架客机（不含公务机），相较19年底同比增加1.15%，低于上年同期增速（4.52%）。

◆**客公里收益降幅有限，客运收入大幅下降。**由于供给大幅收缩，刚性需求下的整体票价水平下降幅度有限。报告期内公司客公里收益为0.5074元，仅同比下降4.98%，其中国内、地区、国际客公里收益分别变化-20.96%、+19.02%、+90.66%。综合量价影响，公司2020年实现客运收入557亿元，同比下降55.25%，同比减少687.98亿元，其中，因运力投入减少、客座率下降、收益水平下降带来的减收分别为569.98亿、88.47亿元、29.26亿元。

◆**货运业务表现亮眼。**由于疫情催生防疫物资运输要求，而疫情期间大量海外客运航线停运导致腹仓运能短缺，航空货运供需矛盾突出，2020年公司货运吨公里收益同比上涨100%。公司2020年实现货运运输收入85.53亿元，同比上涨49.22%，同比增加28.21亿元。其中，因运力投入减少、载运率下降带来的减收分别为6.89亿元、7.75亿元，因收益水平上升而增加收入42.85亿元。

◆**部分经营成本刚性，毛利率转负。**由于经营业务大幅缩减，公司的变动成本下降明显，特别是在油价大幅下跌、起降费减免等扶植政策的背景下，报告期内公司航油成本、起降及停机费分别同比下降58.8%、43.8%；但折旧及维修成本存在刚性，其中，在更改发动机替换件折旧方法后（减少折旧约16亿）整体折旧仅同比下降3.43%，而维修成本同比增加4.96%。综合以上，公司20年主营成本同比下降33.22%，降幅低于收入降幅。受此影响，公司报告期内毛利率为-8.82%，同比由正转负。另外公司投资的国泰航空、山航带来的亏损约60亿。

◆**投资建议：**国内新冠疫苗接种稳步推进，五一暑运国内航空需求有望出现集中释放。考虑海外疫情对国泰航空的影响，我们下调公司21-22年EPS分别为-0.15元、0.34元（原为-0.04元、0.36元），新增2023年EPS为0.48元；考虑到海外航空需求将逐渐恢复，我们维持公司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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	136,181	69,504	100,420	129,574	141,608
营业收入增长率	-0.43%	-48.96%	44.48%	29.03%	9.29%
净利润（百万元）	6,409	-14,409	-2,037	4,723	6,600
净利润增长率	-12.65%	-	-	-	39.74%
EPS（元）	0.44	-0.99	-0.15	0.34	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.85%	-18.57%	-2.69%	5.86%	7.66%
P/E（A股）	20	-	-	26	19
P/E（H股）	13	-	-	17	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-30；汇率：按1HKD=0.84CNY换算

A股：增持（维持）

当前价：8.99元

H股：增持（维持）

当前价：6.75港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

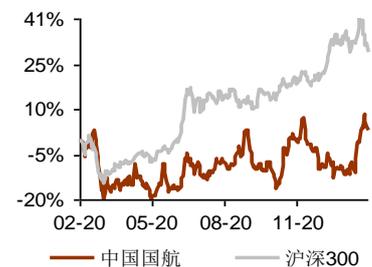
021-52523841

chengxx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	145.25
总市值(亿元)	1305.78
一年最低/最高(元)	6.32/9.47
近3月换手率	30.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.21	20.42	0.15
绝对	9.23	20.05	38.81

资料来源：Wind

相关研报

需求恢复推动航空股价修复，减费放权提升航空公司盈利能力——3月15日航空股大涨及航空运输业2021年2月经营数据点评（2021-03-16）

征收标准下调利好航司，民航业“降费增效”大势所趋——民航发展基金再次下调点评（2021-03-05）

寒冬已过，春日可期——交通运输行业2021年春季策略报告（2021-03-04）

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（2021-01-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	136,181	69,504	100,420	129,574	141,608
营业成本	113,246	75,631	92,211	112,699	121,768
折旧和摊销	9,816	10,791	13,145	13,613	13,916
税金及附加	274	217	201	259	283
销售费用	6,637	4,366	6,025	6,220	6,797
管理费用	4,445	4,123	5,925	4,146	4,531
研发费用	491	179	703	389	425
财务费用	6,169	1,309	1,407	2,252	2,153
投资收益	538	-5,916	-2,300	0	300
营业利润	9,178	-18,500	-2,829	6,460	9,066
利润总额	9,105	-18,475	-2,829	6,560	9,166
所得税	1,853	-2,652	-566	1,312	1,833
净利润	7,252	-15,822	-2,263	5,248	7,333
少数股东损益	843	-1,413	-226	525	733
归属母公司净利润	6,409	-14,409	-2,037	4,723	6,600
EPS(按最新股本计)	0.44	-0.99	-0.15	0.34	0.48

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	38,340	1,408	9,933	24,980	23,415
净利润	6,409	-14,409	-2,037	4,723	6,600
折旧摊销	9,816	10,791	13,145	13,613	13,916
净营运资金增加	-4,961	-5,355	14,639	2,789	2,365
其他	27,077	10,382	-15,814	3,856	534
投资活动产生现金流	-11,967	-15,865	-3,955	-8,025	-7,700
净资本支出	-12,342	-11,905	-1,000	-3,000	-3,000
长期投资变化	16,051	12,380	0	0	0
其他资产变化	-15,675	-16,340	-2,955	-5,025	-4,700
融资活动现金流	-24,251	11,463	12,552	-9,667	-12,706
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,365	31,111	13,814	-7,531	-9,604
无息负债变化	47,353	-23,731	-6,334	6,992	1,182
净现金流	2,172	-3,097	18,530	7,289	3,009

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.8%	-8.8%	8.2%	13.0%	14.0%
EBITDA 率	18.2%	-1.5%	14.0%	17.2%	17.5%
EBIT 率	10.8%	-15.0%	0.9%	6.7%	7.7%
税前净利润率	6.7%	-26.6%	-2.8%	5.1%	6.5%
归母净利润率	4.7%	-20.7%	-2.0%	3.6%	4.7%
ROA	2.5%	-5.6%	-0.8%	1.8%	2.5%
ROE (摊薄)	6.9%	-18.6%	-2.7%	5.9%	7.7%
经营性 ROIC	7.3%	-5.5%	0.4%	4.2%	5.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	66%	70%	72%	70%	68%
流动比率	0.32	0.25	0.44	0.56	0.66
速动比率	0.29	0.22	0.42	0.53	0.63
归母权益/有息债务	1.78	0.93	0.78	0.90	1.07
有形资产/有息债务	5.43	3.26	2.87	3.16	3.52

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	294,254	284,071	289,432	294,257	292,219
货币资金	9,664	6,575	25,105	32,393	35,402
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,998	2,943	2,891	4,975	5,170
应收票据	0	7	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	2,099	1,854	2,013	2,510	2,785
其他流动资产	6,577	7,936	7,936	7,936	7,936
流动资产合计	24,817	19,736	38,564	48,434	52,015
其他权益工具	255	235	235	235	235
长期股权投资	16,051	12,380	12,380	12,380	12,380
固定+使用权资产	88,890	204,545	213,389	216,127	214,291
在建工程	35,276	38,139	19,169	10,635	6,367
无形资产	3,722	3,597	3,477	3,361	3,249
商誉	1,102	1,102	1,102	1,102	1,102
其他非流动资产	116,827	-4,753	-4,753	-4,753	-4,753
非流动资产合计	269,437	264,335	250,868	245,823	240,204
总负债	192,877	200,257	207,737	207,198	198,777
短期借款	13,566	29,327	48,917	40,270	29,655
应付账款	17,308	12,740	9,875	16,093	16,980
应付票据	0	63	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	15,985	8,580	8,580	8,580	8,580
流动负债合计	77,630	80,394	87,597	87,148	78,759
长期借款	1,200	21,141	21,141	21,141	21,141
应付债券	15,399	10,498	10,498	10,498	10,498
其他非流动负债	98,027	87,889	87,889	87,889	87,889
非流动负债合计	115,247	119,862	120,140	120,050	120,017
股东权益	101,377	83,814	81,696	87,059	93,443
股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
公积金	37,297	37,835	37,835	37,835	37,835
未分配利润	41,588	25,983	23,947	28,670	34,482
归属母公司权益	93,506	77,582	75,690	80,529	86,179
少数股东权益	7,871	6,232	6,005	6,530	7,263

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.87%	6.28%	6.00%	4.80%	4.80%
管理费用率	3.26%	5.93%	5.90%	3.20%	3.20%
财务费用率	4.53%	1.88%	1.40%	1.74%	1.52%
研发费用率	0.36%	0.26%	0.70%	0.30%	0.30%
所得税率	20%	14%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.04	0.00	0.00	0.06	0.08
每股经营现金流	2.64	0.10	0.72	1.82	1.70
每股净资产	6.44	5.34	5.51	5.86	6.27
每股销售收入	9.38	4.79	7.31	9.43	10.31

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A 股)	20	-	-	26	19
PB (A 股)	1.4	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.4	678.9	16.2	9.9	8.6
股息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE