

中国国航 (601111.SH)

联营公司亏损拖累业绩，静待需求改善

中国国航发布 2020 年年报。2020 年中国国航实现营收 695.04 亿元，同比-48.96%；归母净利润-144.09 亿元，同比-324.85%；实现扣非后归母净利润-147.41 亿元，同比-338.76%。2020Q4 公司实现营收 210.50 亿元，同比-36.41%；归母净利润-42.98 亿元，亏损较 19 年扩大 39.44 亿元；扣非后归母净利润-43.96 亿元，亏损较 19 年扩大 40.13 亿元。

联营公司亏损导致投资损失。2020 年公司航空客运/货运收入分别为 557.27 亿元/85.53 亿元，占比 80%/12%，同比-55.25%/+49.22%。受疫情影响，公司确认联营公司国泰航空/山航投资损失 51.09 亿元/9.68 亿元，占净利润的 42.2%。2020 年公司毛利率为-8.82%，同比-25.66pct，其中 Q4 毛利率为-7.77%，环比转负。费用率方面，2020 年公司销售费用率 6.28%，同比+1.41pct；管理费用率 5.93%，同比+2.67pct；研发费用率 0.26%，同比-0.10pct；财务费用率 1.88%，同比-2.65 pct。

尽管国内票价承压，客收水平仍为三大航第一。20 年公司 RPK 为 1098.3 亿客公里，同比-52.90%，其中国内/国际分别-29.72%/-86.43%；ASK 为 1560.61 亿客公里，同比-45.77%，其中国内/国际分别-19.15%/-82.95%；客座率为 70.38%，同比-10.64pct；飞机日利用率 6.34 小时，同比-3.38 小时。Q4 国内运力持续投放，9-12 月国内 ASK 同比+5.9%、+13.7%、+8.5%、+1.3%，供给增多致票价承压，20 年公司客公里收入为 0.5074 元，同比-4.98%，其中国内线 0.4665 元，同比-20.96%，仍为三大航中最高。由于航空业刚性成本高，20 年公司座公里营业成本为 0.4846 元，同比+23.15%。

油价下降减轻成本压力，人民币升值带来汇兑收益。20 年受油价下降影响，公司航油成本 148.17 亿元，占主营业务成本的比例降低至 19.59%，上年同期为 31.76%，座公里航油成本为 0.09 元，同比-24%。汇率方面，全年看人民币对美元呈现出先升后贬再升的“N”字型走势，整体为升值，2020 年公司产生汇兑收益 36.04 亿元，上年同期为汇兑损失 12.11 亿元。

投资建议。长期看我国居民人均乘机次数存较大提升空间，短期看春运后居民出行意愿不断增强，供给收缩的情况下，一旦国际线打开，航司业绩有望大幅改善。国航在国内市场拥有最优质的时刻资源，在国际市场时刻中具备无可复制的先发优势，客公里收益最高，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为-18.85 亿元、45.96 亿元、89.96 亿元，同比+86.9%、+343.8%、+95.8%，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、行业竞争风险、汇率波动风险、燃油价格波动风险、疫情恢复不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,181	69,504	109,182	136,671	151,155
增长率 yoy (%)	-0.4	-49.0	57.1	25.2	10.6
归母净利润(百万元)	6,409	-14,409	-1,885	4,596	8,996
增长率 yoy (%)	-12.6	-324.8	86.9	343.8	95.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	-0.99	-0.13	0.32	0.62
净资产收益率(%)	7.2	-18.9	-2.5	5.8	10.1
P/E(倍)	20.5	-9.1	-69.7	28.6	14.6
P/B(倍)	1.4	1.7	1.7	1.6	1.5

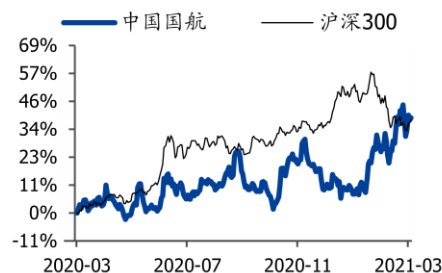
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	航空运输
前次评级	买入
最新收盘价	8.99
总市值(百万元)	130,578.09
总股本(百万股)	14,524.82
其中自由流通股(%)	68.59
30 日日均成交量(百万股)	58.41

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

研究助理 王凯捷

邮箱：wangkaijie@gszq.com

相关研究

- 1、《中国国航(601111.SH)：Q3 环比大幅减亏，运营显著提升》2020-10-31
- 2、《中国国航(601111.SH)：受疫情影响业绩承压，下半年静待需求复苏》2020-08-29
- 3、《中国国航(601111.SH)：业绩保持稳健，需求静待复苏》2020-04-01



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	24817	19736	27457	40562	57387
现金	9664	6575	8847	25097	37980
应收票据及应收账款	5998	2949	7969	5365	8376
其他应收款	3245	3491	3788	3046	3984
预付账款	479	421	421	421	421
存货	2099	1854	1988	2188	2179
其他流动资产	3332	4445	4445	4445	4445
非流动资产	269437	264335	257858	253746	247348
长期投资	16051	12380	10605	10605	10605
固定资产	205717	199792	193705	188120	180442
无形资产	3759	3722	3597	4989	6467
其他非流动资产	43909	48441	49951	50032	49833
资产总计	294254	284071	285315	294307	304735
流动负债	77630	80394	83893	87388	87055
短期借款	28440	51382	51382	51382	51382
应付票据及应付账款	17308	12803	17210	18121	19597
其他流动负债	31882	16210	15302	17886	16077
非流动负债	115247	119862	119862	119862	119862
长期借款	16599	31639	31639	31639	31639
其他非流动负债	98648	88223	88223	88223	88223
负债合计	192877	200257	203755	207251	206918
少数股东权益	7871	6232	6047	6497	7380
股本	14525	14525	14525	14525	14525
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271
留存收益	52710	36787	34717	39763	49642
归属母公司股东权益	93506	77582	75513	80559	90437
负债和股东权益	294254	284071	285315	294307	304735

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	38340	1408	24998	39813	34396
净利润	7252	-15822	-2070	5046	9879
折旧摊销	21568	20559	21079	22012	23025
财务费用	5997	1304	6164	6115	5768
投资损失	-538	5916	1775	0	0
营运资金变动	4344	-8216	-1951	6641	-4275
其他经营现金流	-282	-2334	0	0	0
投资活动现金流	-11967	-15867	-16377	-17899	-16627
资本支出	13109	12038	16377	17899	16627
长期投资	613	4288	0	0	0
其他投资现金流	1755	460	0	0	0
筹资活动现金流	-24251	11463	-6349	-5664	-4886
短期借款	-2563	22942	0	0	0
长期借款	1013	15040	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-22701	-26520	-6349	-5664	-4886
现金净增加额	2172	-3099	2271	16250	12884

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	136181	69504	109182	136671	151155
营业成本	113246	75631	96039	114824	124468
营业税金及附加	274	217	300	325	304
营业费用	6637	4366	6346	7302	7367
管理费用	4445	4123	5506	5677	4934
研发费用	491	179	319	446	545
财务费用	6169	1309	6164	6115	5768
资产减值损失	-38	-383	0	0	0
其他收益	3643	4076	4668	4352	4632
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	538	-5916	-1775	0	0
资产处置收益	116	44	0	0	0
营业利润	9178	-18500	-2599	6335	12402
营业外收入	237	166	0	0	0
营业外支出	310	140	0	0	0
利润总额	9105	-18475	-2599	6335	12402
所得税	1853	-2652	-529	1289	2524
净利润	7252	-15822	-2070	5046	9879
少数股东损益	843	-1413	-185	451	882
归属母公司净利润	6409	-14409	-1885	4596	8996
EBITDA	36841	3394	24645	34462	41195
EPS (元)	0.44	-0.99	-0.13	0.32	0.62

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	-49.0	57.1	25.2	10.6
营业利润(%)	-6.6	-301.6	86.0	343.8	95.8
归属于母公司净利润(%)	-12.6	-324.8	86.9	343.8	95.8
获利能力					
毛利率(%)	16.8	-8.8	12.0	16.0	17.7
净利率(%)	4.7	-20.7	-1.7	3.4	6.0
ROE(%)	7.2	-18.9	-2.5	5.8	10.1
ROIC(%)	5.1	-5.9	1.2	3.9	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	65.5	70.5	71.4	70.4	67.9
净负债比率(%)	132.2	196.5	199.1	167.9	136.2
流动比率	0.3	0.2	0.3	0.5	0.7
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	23.9	15.5	20.0	20.5	22.0
应付账款周转率	6.8	5.0	6.4	6.5	6.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	-0.99	-0.13	0.32	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.64	0.10	1.72	2.74	2.37
每股净资产(最新摊薄)	6.44	5.34	5.20	5.55	6.23
估值比率					
P/E	20.5	-9.1	-69.7	28.6	14.6
P/B	1.4	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.4	89.1	12.2	8.2	6.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com