

**证券研究报告—动态报告**

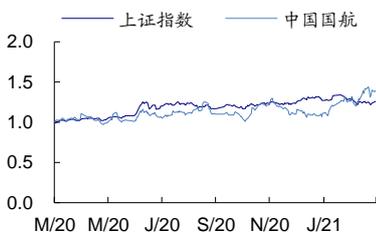
交通运输

航空机场

**中国国航(601111)**
**买入**
**2020 年年报点评**

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	14,525/14,525
总市值/流通(百万元)	130,578/89,560
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12 个月最高/最低(元)	9.42/6.32

**相关研究报告:**

《中国国航-601111-深度报告: 周期探底, 凤凰启航》——2021-02-08  
 《中国国航-601111-2013 年半年报点评: 投资与汇兑收益支撑利润增长》——2013-08-29  
 《中国国航-601111-2012 年报点评-高利润率决定盈利低弹性》——2013-03-29  
 《中国国航-601111-2012 年三季报点评: 旺季主业改善为三大航空最佳》——2012-10-31  
 《中国国航-601111-2012 半年报点评: 投资收益下滑和贬值拖累业绩》——2012-08-30

**证券分析师: 姜明**

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

**证券分析师: 曾凡喆**

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 市场低迷及投资损失拖累业绩, 看好复苏趋势

**● 2020 年营收下降录得亏损**

2020 年因疫情影响民航客流显著下降, 国航核心基地因年中年底两次散发疫情导致需求受冲击相对较大, 全年营业收入 695 亿, 同比下降 49%, 实现归母净利润-144.1 亿。

**● 疫情之下业务量显著下挫, 量价双降**

疫情之下公司业务量显著下挫, 全年 ASK 同比下降 45.8%, RPK 同比下降 52.9%, 客座率 70.38%, 同比下降 10.65pct。运价方面, 公司国内线运价大幅下降 21%, 国际线价格虽有抬升, 但亦是国门关闭航班量骤减下的特殊现象。此外, 公司已经剥离全货机业务, 因此货邮价格虽有上行, 但业务量限制增收不明显。

**● 刚性成本压制业绩表现**

民航成本分为航油、起降费等变动成本及相对恒定的如折旧、员工薪酬等固定成本。2020 年公司业务量显著下降, 航油、起降费、餐食费成本显著下降, 但薪酬、折旧、维修成本波动不大, 压制业绩表现。

**● 销售费用显著下降, 汇兑收益缓解业绩下滑, 投资收益拖累表现**

销售费用随业务量下挫而显著走低, 管理费用略有下降, 财务费用方面, 得益于较低的融资利率, 公司利息支出变动不大, 且得益于人民币升值, 公司录得 36 亿汇兑收益, 但由于公司参股的国泰航空大幅亏损, 公司投资损失 59.2 亿, 拖累业绩表现。

**● 投资建议: 看好民航复苏趋势, 维持“买入”评级。**

疫情终将成为过去式, 看好 2021 年民航市场持续复苏, 一旦后续国门开放消化积压的宽体机运力, 民航有望迎来景气区间。考虑到一季度就地过年政策影响、近期油价有所上涨且国泰航空短期亏损难以缓解, 但同时考虑到疫苗加速接种有望使民航景气区间提前, 自 2.7 亿下调 2021 年盈利预测至-27.8 亿, 上调 2022 年盈利预测 5%至 121.8 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利为 150.3 亿。维持“买入”评级及目标价 12 元, 目标价对应 2022-2023 年 EPS 的 PE 估值为 13.5X、11.0X。

**● 风险提示: 经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,181	69,504	102,342	150,678	171,083
(+/-%)	-0.4%	-49.0%	47.2%	47.2%	13.5%
净利润(百万元)	6409	-14409	-2775	12183	15030
(+/-%)	-12.6%	-324.8%	--	-539.1%	23.4%
摊薄每股收益(元)	0.47	-1.05	-0.20	0.89	1.09
EBIT Margin	8.5%	-21.3%	2.9%	11.8%	12.5%
净资产收益率(ROE)	6.9%	-18.6%	-3.7%	14.2%	15.6%
市盈率(PE)	15.4	-6.9	-35.6	8.1	6.6
EV/EBITDA	13.9	-54.9	20.9	10.1	9.0
市净率(PB)	1.12	1.35	1.40	1.22	1.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2020 年营收下降录得亏损

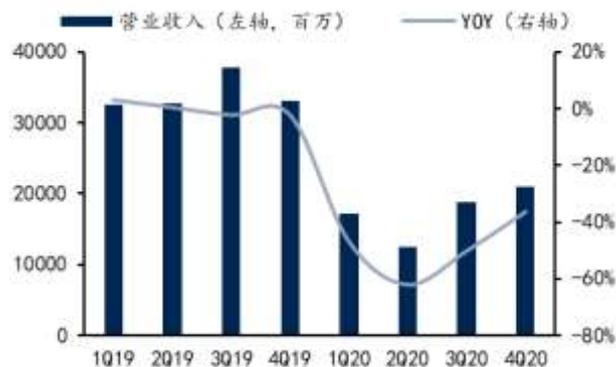
2020 年因疫情影响民航客流显著下降，国航核心基地因年中年底两次散发疫情导致需求受冲击相对较大，全年营业收入 695 亿，同比下降 49%，实现归母净利润-144.1 亿。

图 1：中国国航营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国国航单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



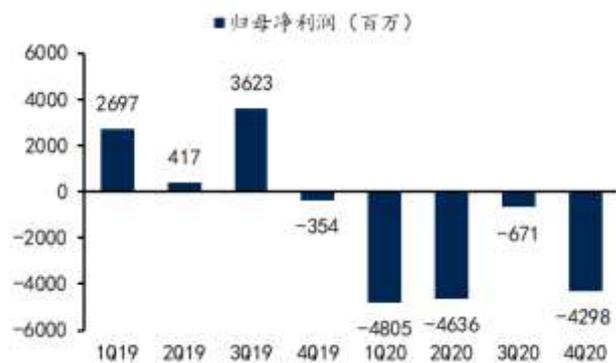
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中国国航归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中国国航单季度归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 疫情之下业务量显著下挫，量价双降

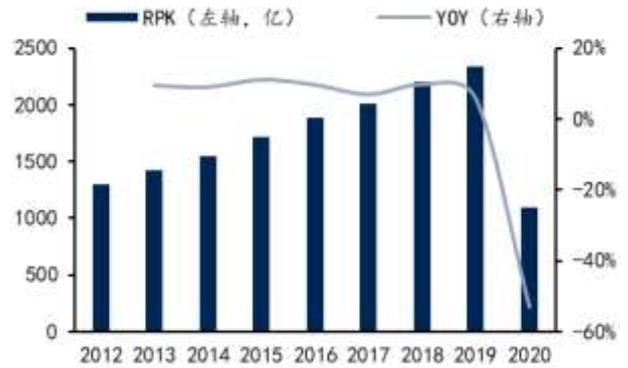
疫情之下公司业务量显著下挫，全年 ASK 同比下降 45.8%，RPK 同比下降 52.9%，客座率 70.38%，同比下降 10.65pct。运价方面，公司国内线运价大幅下降 21%，国际线价格虽有抬升，但亦是国门关闭航班量骤减下的特殊现象。此外，公司已经剥离全货机业务，因此货邮价格虽有上行，但业务量限制增收不明显。

图 5: 中国国航 ASK 及同比增速



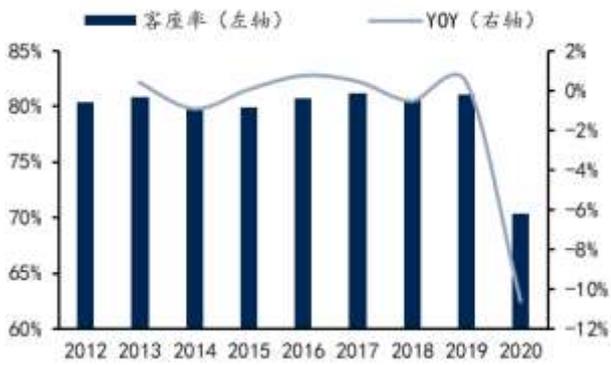
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 中国国航 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 中国国航客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

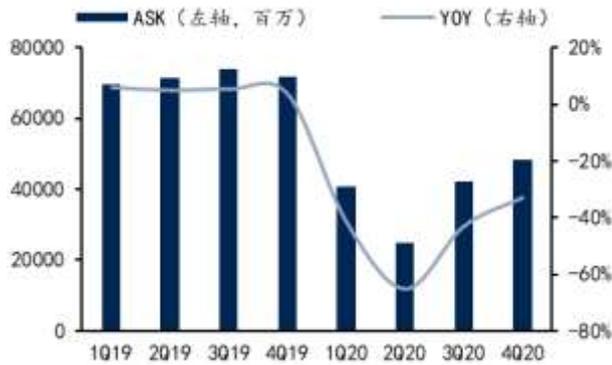
图 8: 中国国航客公里收益走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

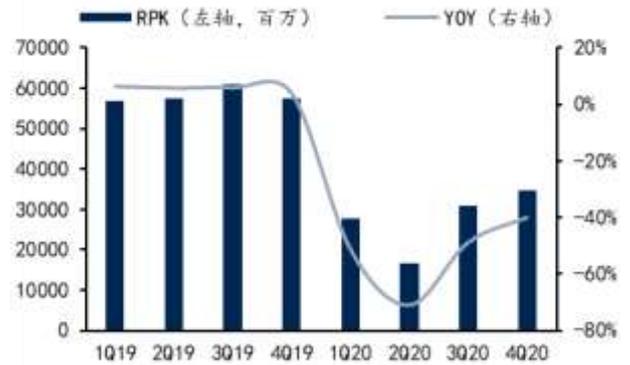
单四季度来看, 北京地区零散疫情犹存, 防疫压力较大, 因此业务量降幅收窄幅度有限, 当季 ASK 同比降 32.9%, RPK 降 40.0%, 客座率 71.55%, 同比下降 8.48%。

图 9：中国国航单季度 ASK 及同比增速



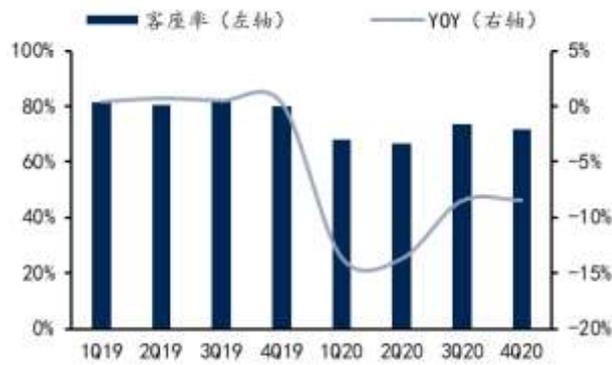
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：中国国航单季度 RPK 及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：中国国航单季度客座率及同比变动



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：中国国航单季度单位 RPK 营业收入

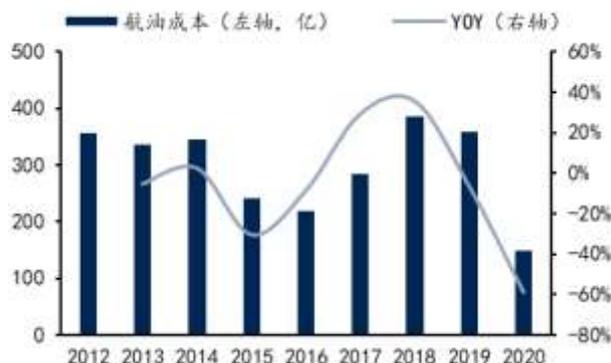


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 刚性成本压制业绩表现

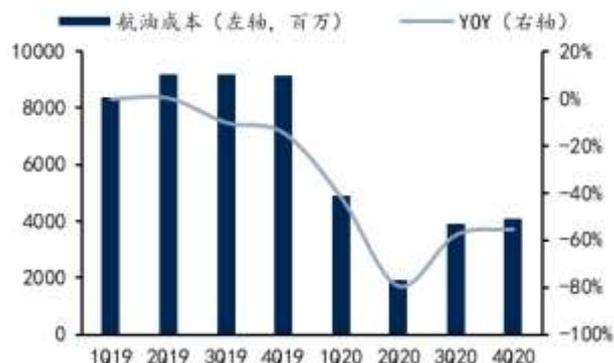
民航成本分为航油、起降费等变动成本及相对恒定的如折旧、员工薪酬等固定成本。2020 年公司业务量显著下降，航油、起降费、餐食费成本显著下降，其中航油成本 148.2 亿，同比下降 58.8%，起降费 92.4 亿，同比下降 43.8%，餐食费 16.5 亿下降 60.1%。折旧、维修成本波动不大，其中薪酬成本 170.5 亿，同比下降 13.6%，折旧口径有所调整，为 186.6 亿，维修费用 64.2 亿，同比提高 5.0%，压制业绩表现。

图 13: 中国国航航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 中国国航单季度航油成本



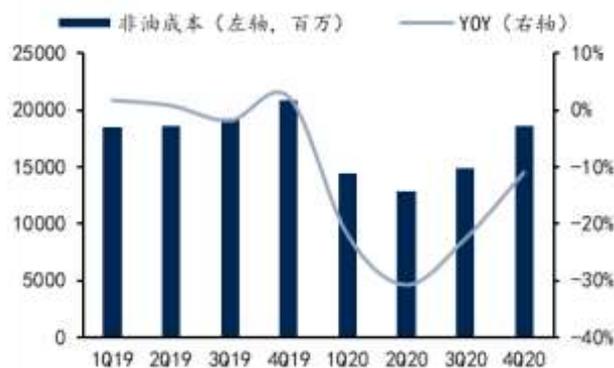
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 中国国航非油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 中国国航单季度非油成本

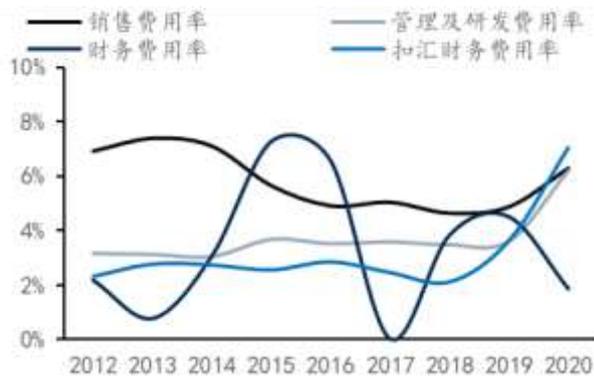


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**销售费用显著下降，汇兑收益缓解业绩下滑，投资收益拖累表现**

销售费用随业务量下挫而显著走低，管理费用略有下降，财务费用方面，得益于较低的融资利率，公司利息支出变动不大，且得益于人民币升值，公司录得36亿汇兑收益，但由于公司参股的国泰航空大幅亏损，公司投资损失59.2亿，拖累业绩表现。

图 17: 中国国航费用水平



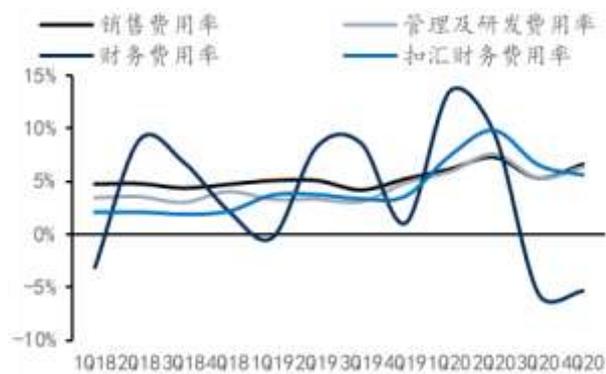
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 中国国航汇兑收益



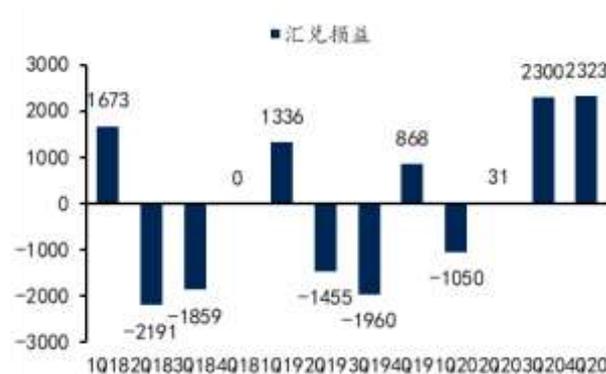
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 中国国航单季度费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 中国国航单季度汇兑收益



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 看好民航复苏趋势, 维持“买入”评级。**

疫情终将成为过去式, 看好 2021 年民航市场持续复苏, 一旦后续国门开放消化积压的宽体机运力, 民航有望迎来景气区间。考虑到一季度就地过年政策影响、近期油价有所上涨且国泰航空短期亏损难以缓解, 但同时考虑到疫苗加速接种有望使民航景气区间提前, 自 2.7 亿下调 2021 年盈利预测至-27.8 亿, 上调 2022 年盈利预测 5%至 121.8 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利为 150.3 亿。维持“买入”评级及目标价 12 元, 目标价对应 2022-2023 年 EPS 的 PE 估值为 13.5X、11.0X。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6575	8015	11809	17922	营业收入	69504	102342	150678	171083
应收款项	2949	5608	6605	7500	营业成本	75631	88741	121118	136629
存货净额	1854	2118	2075	2342	营业税金及附加	217	338	301	342
其他流动资产	8357	7164	9041	8554	销售费用	4366	5660	6233	6870
<b>流动资产合计</b>	<b>19736</b>	<b>22905</b>	<b>29529</b>	<b>36317</b>	管理费用	4123	4627	5218	5890
固定资产	125857	125302	136132	150440	财务费用	1309	5812	6041	5981
无形资产及其他	3597	3653	3709	3766	投资收益	(5916)	(5200)	1000	1500
投资性房地产	122501	122501	122501	122501	资产减值及公允价值变动	476	(200)	100	(200)
长期股权投资	12380	12480	12680	12880	其他收入	3083	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>284071</b>	<b>286842</b>	<b>304552</b>	<b>325903</b>	营业利润	(18500)	(8235)	12866	16671
短期借款及交易性金融负债	51382	46427	38921	42415	营业外净收支	25	4400	4700	5000
应付款项	12803	16944	20745	21745	<b>利润总额</b>	<b>(18475)</b>	<b>(3835)</b>	<b>17566</b>	<b>21671</b>
其他流动负债	16210	21863	29870	33681	所得税费用	(2652)	(767)	4040	4984
<b>流动负债合计</b>	<b>80394</b>	<b>85233</b>	<b>89536</b>	<b>97841</b>	少数股东损益	(1413)	(293)	1343	1657
长期借款及应付债券	31639	31639	31639	31639	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(14409)</b>	<b>(2775)</b>	<b>12183</b>	<b>15030</b>
其他长期负债	88223	89223	90323	91523					
<b>长期负债合计</b>	<b>119862</b>	<b>120862</b>	<b>121962</b>	<b>123162</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>200257</b>	<b>206096</b>	<b>211498</b>	<b>221003</b>	净利润	(14409)	(2775)	12183	15030
少数股东权益	6232	5938	7282	8608	资产减值准备	478	32	24	33
股东权益	77582	74808	85772	96293	折旧摊销	9276	11915	13392	15008
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>284071</b>	<b>286842</b>	<b>304552</b>	<b>325903</b>	公允价值变动损失	(476)	200	(100)	200
					财务费用	1309	5812	6041	5981
关键财务与估值指标					营运资本变动	(25136)	9097	10101	5369
每股收益	-1.05	-0.20	0.89	1.09	其它	(2496)	(325)	1320	1292
每股红利	0.42	0.00	0.08	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>(32762)</b>	<b>18144</b>	<b>36919</b>	<b>36933</b>
每股净资产	5.34	5.15	5.91	6.63	资本开支	(11707)	(11649)	(24202)	(29605)
ROIC	-9%	2%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-19%	-4%	14%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(8035)</b>	<b>(11749)</b>	<b>(24402)</b>	<b>(29805)</b>
毛利率	-9%	13%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	-21%	3%	12%	12%	负债净变化	19940	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	15%	21%	21%	支付股利、利息	(6165)	0	(1218)	(4509)
收入增长	-49%	47%	47%	14%	其它融资现金流	10158	(4955)	(7506)	3494
净利润增长率	-325%	--	-539%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>37709</b>	<b>(4955)</b>	<b>(8724)</b>	<b>(1015)</b>
资产负债率	73%	74%	72%	70%	<b>现金净变动</b>	<b>(3088)</b>	<b>1440</b>	<b>3794</b>	<b>6112</b>
息率	5.9%	0.0%	1.2%	4.3%	货币资金的期初余额	9664	6575	8015	11809
P/E	-6.9	-35.6	8.1	6.6	货币资金的期末余额	6575	8015	11809	17922
P/B	1.3	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	(40270)	11745	13003	7213
EV/EBITDA	-54.9	20.9	10.1	9.0	权益自由现金流	(10171)	2103	810	6238

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032