

中国国航 (601111): 多重因素叠加导致巨亏, 国际航线恢复是扭亏关键

2021年04月01日

中性/维持

中国国航

公司报告

事件: 2020年公司实现营收695.03亿元, 同比大幅下降49%, 实现归母净利润-144.1亿元, 亏损严重主要系疫情影响。

多方面因素导致国航大幅亏损: 今年国航亏损金额在三大航中最高, 这是多方面因素叠加造成的。主要有以下几个方面:

1.最主要的原因是**国航航线结构与其他航司存在较大差异**。公司国际长航线占比为三大航最高, 为此公司配置了总数达129架的宽体机机队, 宽体机占比明显高于东航与南航。疫情期间国际航线基本停摆, 宽体机的优势是国际长航线, 并不适合国内中短程航线, 导致飞机利用率低下。

2.**北京检疫尤为严格**。北京人口密度大, 人员流动快, 若不严格检疫很容易导致疫情扩散。去年下半年新发地事件以及四季度出现变异病毒等因素导致北京及周边一直处于非常严格的检疫环境中, 航空需求严重受限。国航作为主基地北京的航司, 受到的负面影响尤为明显。

3.参股的**国泰航空大幅亏损**。公司持有国泰航空29.9%股权, 国泰航空以香港为主基地, 航线主要系国际中转航线, 受疫情影响巨大。报告期内公司确认国泰航空投资损失51.1亿, 去年同期为投资收益0.67亿。

4.公司于18年剥离了长期亏损的货运业务(国货航), 却**意外错过了今年航空货运的景气期**。国际客运航线停摆导致客机腹仓运力退出市场, 故航空货运市场出现供不应求。公司货邮吨公里收入由19年的1.2元翻倍至20年的2.4元, 但缺少纯货机导致公司并没能将货运收益最大化。

结合以上这些客观因素可以发现, 国航几乎不可避免的成为今年三大航中亏损最为严重的航司。

去年下半年国内需求回升, 但离正常水平还有差距: 公司20H2运力投放规模略超过19年同期水平, 国内线供给基本恢复正常; 但73.7%的客座率较19年同期有约8.7个百分点的差距, 座收0.34元较19年同期的0.49元同比下降约31%。虽然供给恢复, 但需求较正常水平还有差距, 导致主业亏损。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,180.69	69,503.75	95,227.77	118,556.72	136,398.02
增长率(%)	-0.43%	-48.96%	37.01%	24.50%	15.05%
归母净利润(百万元)	6,408.58 (14,409.43)	(8,125.39)	1,384.41	5,700.07	
增长率(%)	-12.65%	-324.85%	43.61%	117.04%	311.73%
净资产收益率(%)	6.85%	-18.57%	-11.70%	1.95%	7.56%
每股收益(元)	0.47	(1.05)	(0.56)	0.10	0.39
PE	18.98	(8.50)	(15.95)	93.59	22.73
PB	1.39	1.67	1.87	1.83	1.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务; 国内、国际公务飞行业务; 飞机执管业务; 航空器维修; 航空公司间业务代理; 与主营业务有关的地面服务和航空快递; 机上免税品; 机上商品零售业务; 航空意外保险销售代理; 进出口业务。(资料来源: Wind)

未来3-6个月重大事项提示:

2021-04-30 预计披露2021年一季度

发债及交叉持股介绍:

-

交易数据

52周股价区间(元)	9.33-6.3
总市值(亿元)	1,314.5
流通市值(亿元)	901.57
总股本/流通A股(万股)	1,452,482/996,213
流通B股/H股(万股)	/456,268
52周日均换手率	0.66

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

研究助理: 李蔚

liweiyjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119050016

公司业绩恢复严重依赖国际航线重开：公司扭亏的核心在于国际航线恢复，因此疫苗在全球的接种进度对公司有重要意义。随着新冠疫苗大规模投放，今年下半年国际航线有望逐步解封。公司作为我国载旗航司，手握大量优质的国际长航线资源，疫情结束后能够快速恢复正常的盈利能力。我们预计公司今年明显减亏，明年有望扭亏为盈。

盈利预测与投资建议：预计公司 2021-2023 年净利润分别为-81.3，13.8 和 57.0 亿元，对应 EPS 分别为-0.56、0.10 和 0.39 元，考虑到疫情持续时间还具有较大不确定性，我们维持公司“中性”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期；民航政策变化；油价汇率大幅波动等。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	24817	19736	20278	22710	25122	营业收入	136181	69504	95228	118557	136398
货币资金	9664	6575	5714	5928	6820	营业成本	113246	75631	92552	106815	119155
应收账款	5998	2943	3913	5197	5979	营业税金及附加	274	217	190	237	273
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	6637	4366	4761	5335	6206
预付款项	479	421	421	421	421	管理费用	4445	4123	3809	3972	4542
存货	2099	1854	1521	1756	1959	财务费用	6169	1309	5139	5113	5350
其他流动资产	3332	4445	5217	5916	6452	研发费用	491	179	161	194	203
非流动资产合计	269437	264335	259817	257261	253350	资产减值损失	3	-476	0	0	0
长期股权投资	16051	12380	12380	12380	12380	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	207661	201372	209732	208226	204536	投资净收益	538	-5916	-3120	795	2724
无形资产	3722	3597	3381	3178	2988	加: 其他收益	3643	4076	3261	4239	4451
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	9178	-18500	-11244	1925	7844
资产总计	294254	284071	280095	279971	278472	营业外收入	237	166	220	208	198
流动负债合计	77630	80394	79246	71903	66866	营业外支出	310	140	192	214	182
短期借款	13566	29327	27973	25703	20197	利润总额	9105	-18475	-11216	1918	7859
应付账款	17308	12740	15214	16095	17955	所得税	1853	-2652	-2243	365	1650
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	7252	-15822	-8973	1554	6209
一年内到期的非流动负债	14873	22055	19849	13894	12505	少数股东损益	843	-1413	-848	170	509
非流动负债合计	115247	119862	126007	131673	130142	归属母公司净利润	6409	-14409	-8125	1384	5700
长期借款	1200	21141	22141	23141	20141	主要财务比率					
应付债券	15399	10498	10498	10498	8399		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	192877	200257	205254	203576	197008	成长能力					
少数股东权益	7871	6232	5384	5554	6062	营业收入增长	-0.4%	-49.0%	37.0%	24.5%	15.0%
实收资本(或股本)	14525	14525	14525	14525	14525	营业利润增长	-6.6%	-301.6%	39.2%	117.1%	307.4%
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271	归属于母公司净利润增长	-12.6%	-324.8%	43.6%	117.0%	311.7%
未分配利润	41588	25983	17858	19104	23094	获利能力					
归属母公司股东权益合计	93506	77582	69457	70841	75402	毛利率(%)	16.8%	-8.8%	2.8%	9.9%	12.6%
负债和所有者权益	294254	284071	280095	279971	278472	净利率(%)	5.3%	-22.8%	-9.4%	1.3%	4.6%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.2%	-5.1%	-2.9%	0.5%	2.0%
						ROE(%)	6.9%	-18.6%	-11.7%	2.0%	7.6%
经营活动现金流	38340	1408	22629	27662	33147	偿债能力					
净利润	7252	-15822	-8973	1554	6209	资产负债率(%)	65.5%	70.5%	73.3%	72.7%	70.7%
折旧摊销	21004	19836	21666	22524	23430	流动比率	0.32	0.25	0.26	0.32	0.38
财务费用	6169	1309	5139	5113	5350	速动比率	0.29	0.22	0.24	0.29	0.35
应收帐款减少	-5998	3055	-971	-1284	-782	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.24	0.34	0.42	0.49
投资活动现金流	-11967	-15865	-20937	-19776	-17337	应收账款周转率	45.41	15.55	27.78	26.03	24.41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.74	4.63	6.81	7.57	8.01
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	538	-5916	-3120	795	2724	每股收益(最新摊薄)	0.47	-1.05	-0.56	0.10	0.39
筹资活动现金流	-24251	11463	-2553	-7672	-14918	每股净现金流(最新摊薄)	0.15	-0.21	-0.06	0.01	0.06
应付债券增加	2999	-4900	0	0	-2100	每股净资产(最新摊薄)	6.44	5.34	4.78	4.88	5.19
长期借款增加	-1985	19940	1000	1000	-3000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.26	-8.62	-16.18	94.95	23.06
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.41	1.69	1.89	1.86	1.74
现金净增加额	2122	-2995	-862	214	892	EV/EBITDA	4.62	82.85	10.63	6.73	5.08

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，5年投资研究经验，曾就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现担任东兴证券能源与材料组组长。

研究助理简介

李蔚

中国人民大学金融学学士，英国曼彻斯特大学经济学硕士。2019年5月加入东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526