

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

中国国航(601111)

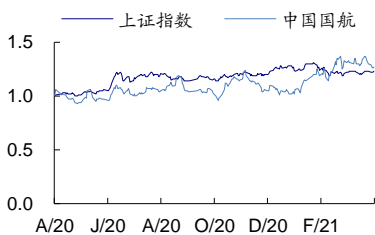
买入

2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月30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)	125,204/85,874
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12个月最高/最低(元)	9.53/6.32

相关研究报告:

《中国国航-601111-2020 年年报点评: 市场低迷及投资损失拖累业绩, 看好复苏趋势》——2021-03-31
 《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

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码: 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码: 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

一季度续亏, 二季度有望显著减亏

● 中国国航披露一季报

国航披露 21 年一季报, 营收 145.8 亿 (-15.5%), 归母净利-62.1 亿。

● 疫情散发春运受损拖累客运, 营收承压

年初全国疫情散发, 就地过年政策拖累客流, 3 月因两会等因素影响, 北京市场恢复较慢。一季度公司 ASK 同比降 12.4%, RPK 降 14.7%, 客座率 66.08%, 同比降 1.77pct。运价依旧偏低, 营收承压。

● 成本压力犹存, 费用整体平稳, 业绩基本符合预期

一季度公司航油成本约为 40 亿, 但非油成本部分刚性, 总体营业成本 192.4 亿, 同比降 0.6%, 压低公司毛利水平。费用整体平稳, 销售费用、管理费用与营业收入同向变动, 汇率小幅贬值对报表影响不大。其他科目中, 由于国泰航空运营远未恢复, 公司投资收益-10.48 亿, 其他收益 9.14 亿, 同比稍有下降。整体来看, 由于国门尚未开放, 国内需求受就地过年政策冲击, 一季度业绩基本符合预期。

● 投资建议: 二季度有望大幅减亏, 看好国门开放后盈利潜力

目前国内航线显著复苏, 近期有望迎来最旺五一假期, 二季度公司有望大幅减亏。但由于国门开放暂无明确时间表, 海外运力回流导致国内运力仍阶段性过剩, 且国泰亏损仍将反映在公司投资收益, 因此我们认为全面扭亏实现经营盈利大概率落于三季度。中长期看, 随着疫苗接种率的不断提高, 国门终将陆续开放, 我们看好国门开放后大航的盈利潜力, 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: 宏观经济下滑, 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

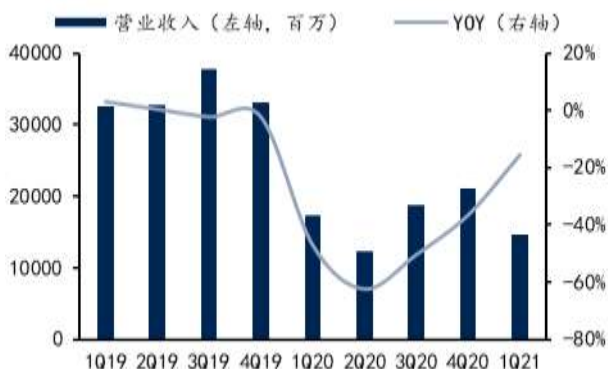
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

中国国航披露一季报

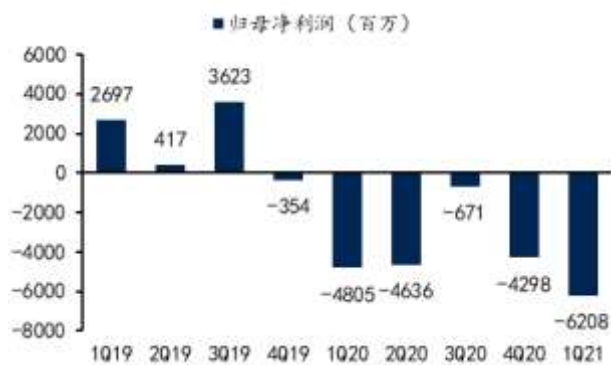
中国国航披露 21 年一季报，营收 145.8 亿 (-15.5%)，归母净利-62.1 亿。

图 1: 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 2: 中国国航单季度归母净利润

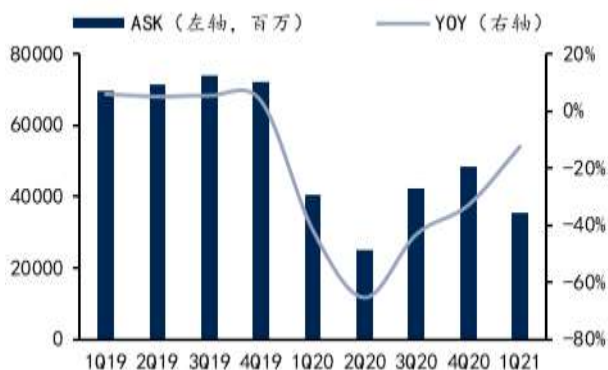


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情散发春运受损拖累客运，营收承压

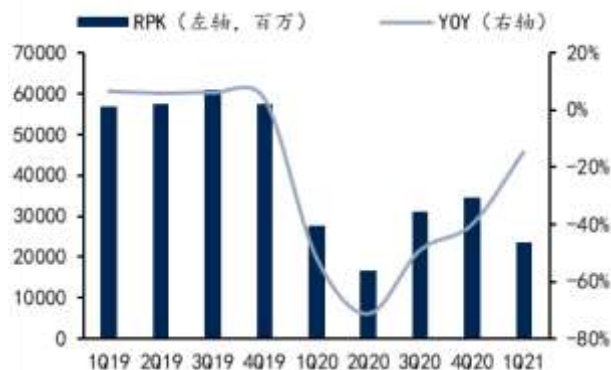
年初全国疫情散发，就地过年政策拖累客流，3 月因两会等因素影响，北京市场恢复较慢。一季度公司 ASK 同比降 12.4%，RPK 降 14.7%，客座率 66.08%，同比降 1.77pct。运价依旧偏低，营收承压。

图 3: 中国国航 ASK 及同比增速



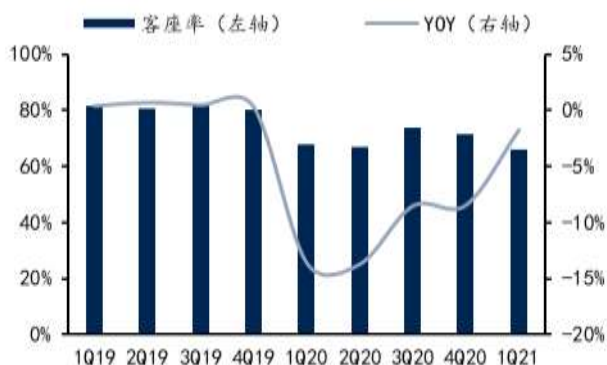
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 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 5: 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 6: 中国国航单位 RPK 营业收入

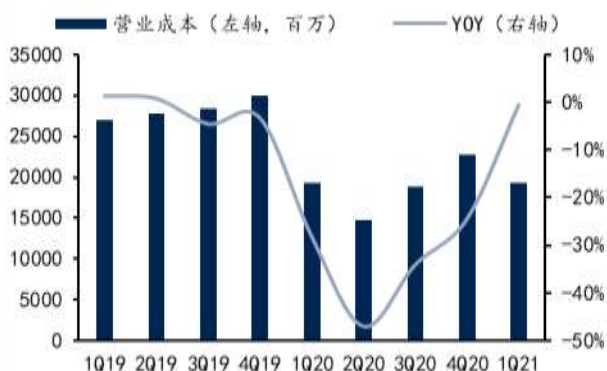


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本压力犹存，费用整体平稳，业绩基本符合预期

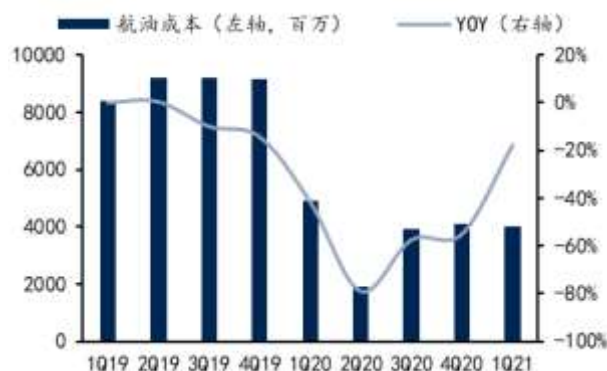
一季度公司航油成本约为 40 亿, 但非油成本部分刚性, 总体营业成本 192.4 亿, 同比降 0.6%, 压低公司毛利水平。费用整体平稳, 销售费用、管理费用与营业收入同向变动, 汇率小幅贬值对报表影响不大。其他科目中, 由于国泰航空运营远未恢复, 公司投资收益-10.48 亿, 其他收益 9.14 亿, 同比稍有下降。整体来看, 由于国门尚未开放, 国内需求受就地过年政策冲击, 一季度业绩基本符合预期。

图 7: 中国国航单季度营业成本



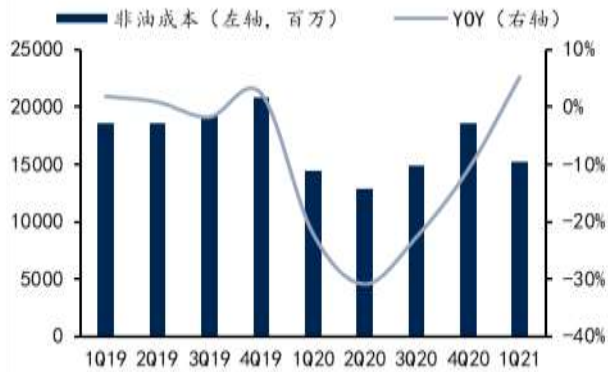
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 中国国航单季度航油成本



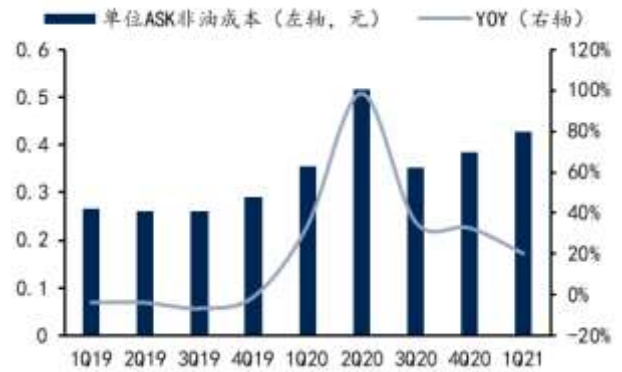
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：中国国航单季度非油成本



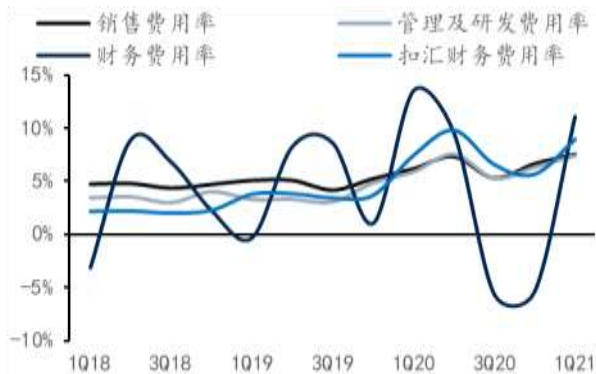
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：中国国航单季度单位 ASK 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 11：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 12：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：二季度有望大幅减亏，看好国门开放后盈利潜力

目前国内航线显著复苏，近期有望迎来最旺五一假期，二季度公司有望大幅减亏。但由于国门开放暂无明确时间表，海外运力回流导致国内运力仍阶段性过剩，且国泰亏损仍将反映在公司投资收益，因此我们认为全面扭亏实现经营盈利大概率落于三季度。中长期看，随着疫苗接种率的不断提高，国门终将陆续开放，我们看好国门开放后大航的盈利潜力，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：宏观经济下滑，疫情反复，油价汇率剧烈波动，安全事故

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
流动资产合计	19736	22905	29529	36317	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
资产总计	284071	286842	304552	325903	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	利润总额	(18475)	(3835)	17566	21671
其他流动负债	16210	21863	29870	33681	所得税费用	(2652)	(767)	4040	4984
流动负债合计	80394	85233	89536	97841	少数股东损益	(1413)	(293)	1343	1657
长期借款及应付债券	31639	31639	31639	31639	归属于母公司净利润	(14409)	(2775)	12183	15030
其他长期负债	88223	89223	90323	91523					
长期负债合计	119862	120862	121962	123162					
负债合计	200257	206096	211498	221003	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	6232	5938	7282	8608	净利润	(14409)	(2775)	12183	15030
股东权益	77582	74808	85772	96293	资产减值准备	478	32	24	33
负债和股东权益总计	284071	286842	304552	325903	折旧摊销	9276	11915	13392	15008
					公允价值变动损失	(476)	200	(100)	200
					财务费用	1309	5812	6041	5981
					营运资本变动	(25136)	9097	10101	5369
					其它	(2496)	(325)	1320	1292
					经营活动现金流	(32762)	18144	36919	36933
					资本开支	(11707)	(11649)	(24202)	(29605)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(8035)	(11749)	(24402)	(29805)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	19940	0	0	0
					支付股利、利息	(6165)	0	(1218)	(4509)
					其它融资现金流	10158	(4955)	(7506)	3494
					融资活动现金流	37709	(4955)	(8724)	(1015)
					现金净变动	(3088)	1440	3794	6112
					货币资金的期初余额	9664	6575	8015	11809
					货币资金的期末余额	6575	8015	11809	17922
					企业自由现金流	(40270)	11745	13003	7213
					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