

2021年08月28日

证券研究报告·2021H1 中报点评

中国国航 (601111) 交通运输

持有 (首次)

当前价: 7.17 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益内线市场回暖及汇兑收益, Q2 亏损大幅收窄

投资要点

- **业绩小结:** 国航 2021H1 营业收入 376.6 亿 (同比+27.1%), 亏损 67.9 亿、20H1 亏损 94.4 亿。分季度看: 21Q1/Q2 收入分别为 146 (同比-15.5%) 及 231 亿 (同比+86.3%); Q1 亏损 62 亿, Q2 亏损大幅收窄至仅亏 5.8 亿、20Q2 为亏损 46.4 亿。
- **21H1 扣汇扣非净亏损约 63 亿元。** 上半年人民币汇率升值 1%, 本期净汇兑收益 7.9 亿元, 20 年同期汇兑损失 11 亿元, 其中预计 Q2 汇兑收益约 10 亿。21H1 公司汇率敏感性为 3.6 亿元 (每 1% 美元对人民币汇率波动), 较 2020 年底 3.7 亿元有所下降。
- **运营数据上, Q2 内线供需优于 19 年, 但受一季度政策影响 21H1 整体相较 19 年同期仍有差距。** 21H1 国航 ASK 为 825 亿座公里, 同比 20/19 年增长分别为 26%/ -42%; RPK 为 583 亿客公里, 同比 20/19 年增长为 32%/ -49%。一季度受就地过年政策航空供需两弱, 二季度需求集中爆发, 内线已超越疫情前水平, Q2 内线 ASK 同比 20/19 年增长分别为 89%/12%, RPK 同比增长为 109%/2%。21H1 国航客座率为 71%, 20/19 同期为 67%/81%, Q2 内线客座率 72%。
- **客收环比回升, 单位成本同比下降。** 21 年 H1 客公里收入为 0.530 元, 同比 20/19 分别增长+2.2%/+1.7%。单位营业成本为 0.505 元 (较 20H1 同比-3%, 较 18H1 同比+31%), 扣油成本为 0.385 (较 20H1 同比下降 8%, 较 19 年同比+47%)。受油价上涨影响, 单位 ASK 燃油成本同比增长 16%至 0.12 元。公司控费效果显著, 21H1 扣汇三费率 12%, 同比下降 3.2pp。
- **2021 年供需承压, 2022 年之后行业供需格局有望全面改善。** 2021 年行业处于冗余运力消化阶段: 大量国际航班时刻转回国内, 以国航为例, 外线转内线对国内 ASK 静态提升约 36%, 预计 2021 年 ASK 增速 14.3%, 对应 12.8%的 RPK 增速。2022 年行业供需格局有望全面改善: 运力供给出现拐点, 2022 年静态座位数增速 3.7%, 相比于 2021 年 7.2%的增速显著下滑。预计 2022 年民航 RPK 增速 8.5%, 相比于 ASK 增速 7.5%高 1 个百分点, 供需关系出现向上的拐点, 我们认为 2022 年之后民航将迎来供需格局改善带动的景气度上行周期。
- **资源禀赋突出的载旗航司, 宽体机队规模最大, 盈利能力优秀。** 公司是我国唯一载旗航司, 中航集团为公司控股股东。公司主基地位于北京首都国际机场, 市占率接近 70%, 同时在北京大兴机场市占率排名第三, 公司国内航线形成四角菱形网络布局。公司占据国内最优一线时刻资源以及以北美和欧洲为主的优质国际航班资源, 2019 年国际/地区 ASK 占比 42%, 国际航线占比为内航最高。2020 年底公司机队规模 707 架, 规模为国内第三, 其中宽体机 129 架, 宽体机规模为国内最大。公司盈利能力在三大航里最为优秀, 2014-2019 年之间国航归母净利率始终高于东航与南航, 公司 2014-2020 年 7 年平均 ROA 为 1.61%, 东航与南航分别为 0.89%以及 0.89%。
- **盈利预测与投资建议:** 中国国航 2010 年以来 PB 中枢 1.49, 标准差 0.46, 公司估值有望修复。我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 -89/45/82 亿元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 时刻拓展不及预期, 机队引进不及预期; 宏观经济风险; 油价风险; 重大国际纠纷、战争、恐怖袭击等突发事件影响; 汇率风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	69503.75	76952.95	105818.06	135614.88
增长率	-48.96%	10.72%	37.51%	28.16%
归属母公司净利润 (百万元)	-14409.43	-8946.73	4476.71	8243.53
增长率	-324.85%	37.91%	150.04%	84.14%
每股收益 EPS (元)	-0.99	-0.62	0.31	0.57
净资产收益率 ROE	-18.88%	-12.65%	5.83%	9.79%
PE	-8.8	-14.2	28.3	15.4
PB	1.63	1.75	1.61	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林

执业证号: S1250518110001

电话: 13916801840

邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	145.25
流通 A 股(亿股)	99.62
52 周内股价区间(元)	6.31-9.33
总市值(亿元)	1,041.43
总资产(亿元)	2,880.28
每股净资产(元)	4.92

相关研究

目 录

1 中国国航：承载中国，连接世界	1
1.1 盈利能力最强的载旗航空公司	1
1.2 核心资源禀赋突出	3
1.3 机队扩张节奏稳定，宽体机占比最高	5
2 更优的盈利能力，持续优化的成本结构	6
3 向上的β：短期消化冗余运力，中期供需关系向好	7
3.1 需求：短期看疫苗接种，中期依赖旅游市场本土化	7
3.2 供给：十四五期间行业产能扩张减缓，行业格局有望优化	9
3.3 短期供需承压，后疫情时代供需结构有望好转	10
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	15

图 目 录

图 1：中国国航股权结构图	1
图 2：中国国航半年度营业收入(百万元).....	1
图 3：中国国航半年度归母净利润(百万元).....	1
图 4：中国国航国内 ASK（百万座公里）	2
图 5：中国国航国内 RPK（百万客公里）	2
图 6：中国国航分季度客公里收入（元）	2
图 7：中国国航分季度客座率（%）	2
图 8：2012-2020 年中国国航营业收入(亿元).....	2
图 9：2012-2020 年中国国航归母净利润(亿元).....	2
图 10：2012-2020 中国国航 ASK（百万客公里）	3
图 11：2012-2020 中国国航客座率（%）	3
图 12：2012-2020 中国国航客公里收益(元/客公里).....	3
图 13：2012-2020 年中国国航人均客运收入（元/人次）	3
图 14：2021 年夏秋北京首都国际机场份额占比情况	4
图 15：2021 年夏秋北京大兴机场份额占比情况	4
图 16：中国国航 21 夏秋航季国内航线网络图-四角菱形网络布局.....	4
图 17：2012-2023 中国国航机队规模以及引进计划	5
图 18：三大航飞机引进计划	5
图 19：2012-2023 中国国航机队规模以及引进计划	5
图 20：三大航航司宽体机数量比较.....	5
图 21：三大航归母净利率（%）	6
图 22：三大航 ROA(%).....	6
图 23：中国国航 2020 年成本结构.....	6
图 24：中国国航燃油成本与扣油成本（百万元）	6
图 25：燃油成本单位 ASK 与扣油成本单位 ASK（元/座公里）	7
图 26：国内无新增病例天数.....	7
图 27：国内疫情地图	7
图 28：国内民航客运量相比于 2019 年恢复程度	8
图 29：节假日民航日均旅客量(万人).....	8
图 30：民航 RPK 与 GDP 高度相关.....	8
图 31：监管周期与产能(百万座公里).....	9
图 32：三大航未来三年机队扩张计划（架）	9
图 33：民航 RPK 与 ASK 增速.....	11
图 34：2019 中国国航座位占比	11
图 35：2019 中国国航 ASK 占比	11
图 36：航空业 PB 与 ROE(%).....	12
图 37：中国国航 PB/Band.....	14
图 38：中国国航 PE/Band.....	14
图 39：中国国航 PB/Band（上市至今）	14

表 目 录

表 1：民航业机队规模	10
表 2：中国国航盈利预测	12
表 3：可比公司估值	13
附表：财务预测与估值	16

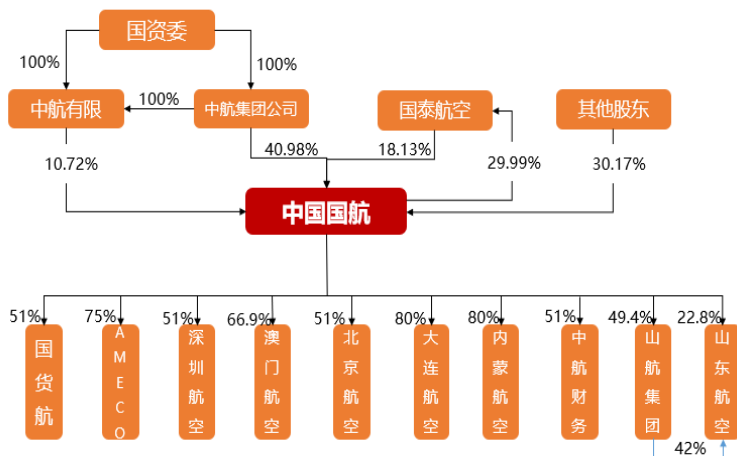
1 中国国航：承载中国，连接世界

1.1 盈利能力最强的载旗航空公司

凤凰载旗，出于东方，遨游四海。中国国际航空股份有限公司的前身是中国国际航空公司，成立于 1988 年。2002 年 10 月，中国国际航空公司联合原中国西南航空公司和中国航空总公司的航空运输资源，组建了新的中国国际航空公司。2004 年国航正式成立并在香港和伦敦挂牌上市，2006 年在国内 A 股上市。国航是全球最大的航空联盟——星空联盟的成员及中国民航唯一一家进入“世界品牌 500 强”的企业。作为中国唯一载国旗飞行的航空公司，国航承担着政府专机、要客包机、紧急飞行、外国国家领导人到访等国内外专包机保障任务。

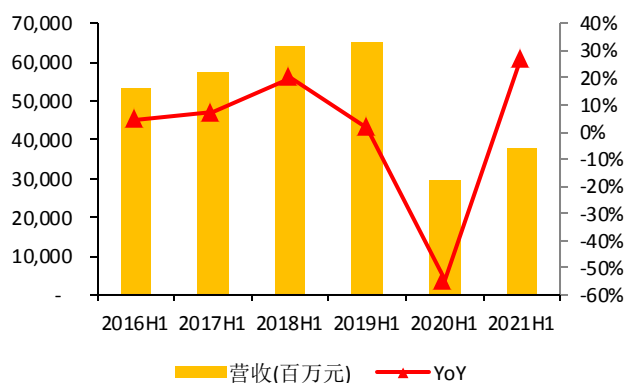
凤凰出身名门，羽翼丰满。国航主要股东中的中航集团有限公司为中国航空（集团）有限公司的全资子公司，中航集团掌握国航 51.7% 的控制权。公司另一大股东——国泰航空股份有限公司，持有国航 18.13% 的股权，是香港第一所提供民航服务的航空公司。2011 年国航与国泰航空完成交叉持股，持有国泰航空 29.99% 股份。

图 1：中国国航股权结构图



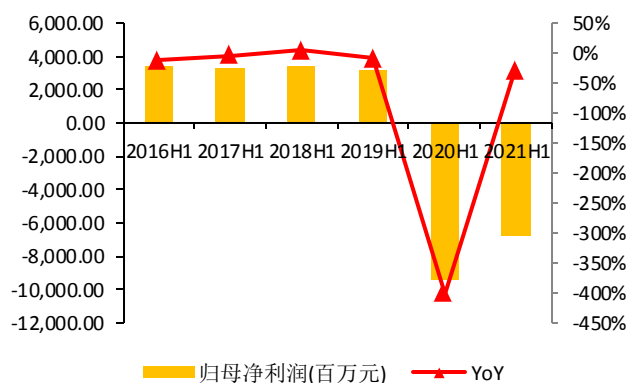
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：中国国航半年度营业收入(百万元)



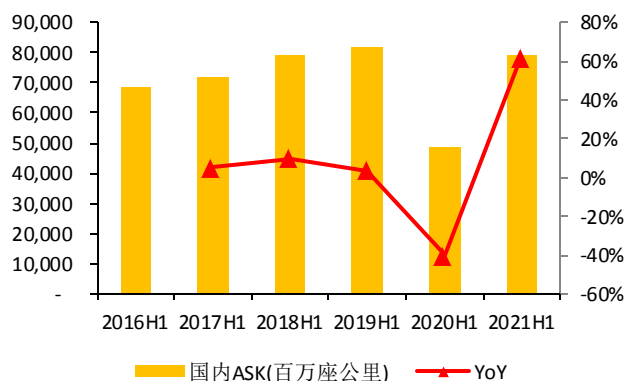
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：中国国航半年度归母净利润(百万元)



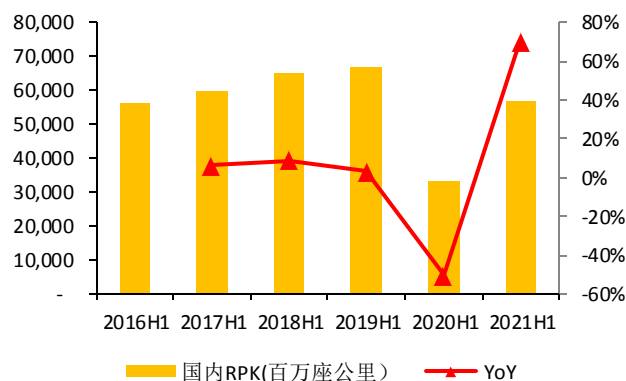
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：中国国航国内 ASK（百万座公里）



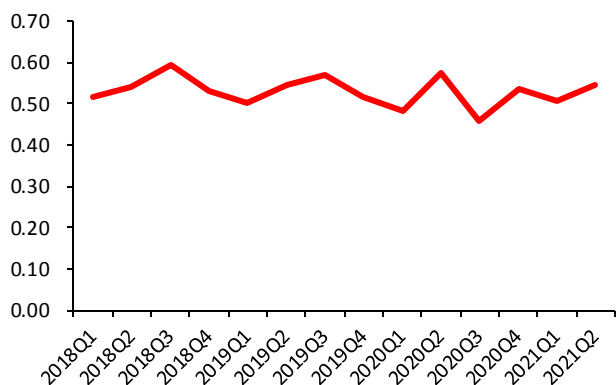
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：中国国航国内 RPK（百万客公里）



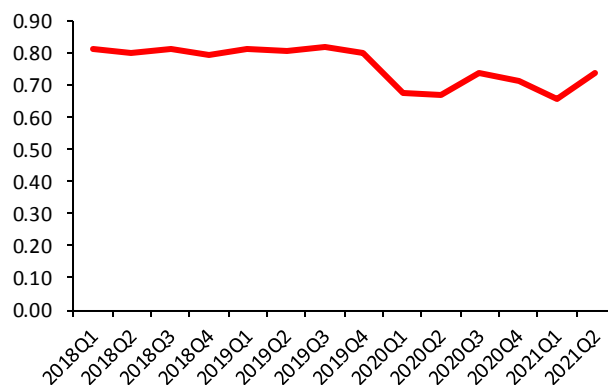
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：中国国航分季度客公里收入（元）



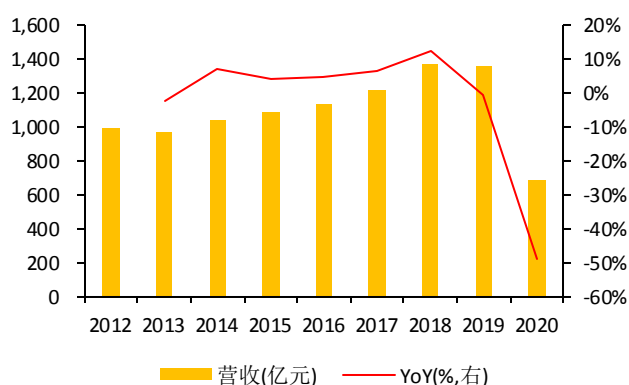
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：中国国航分季度客座率（%）



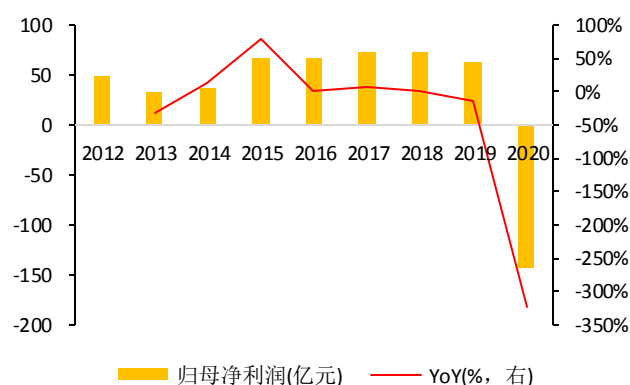
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2012-2020 年中国国航营业收入(亿元)

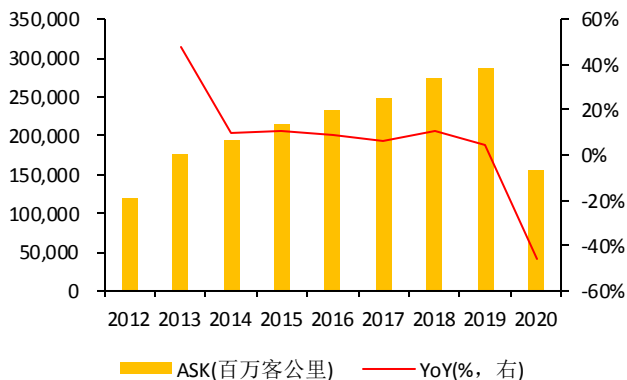


数据来源：公司公告，西南证券整理

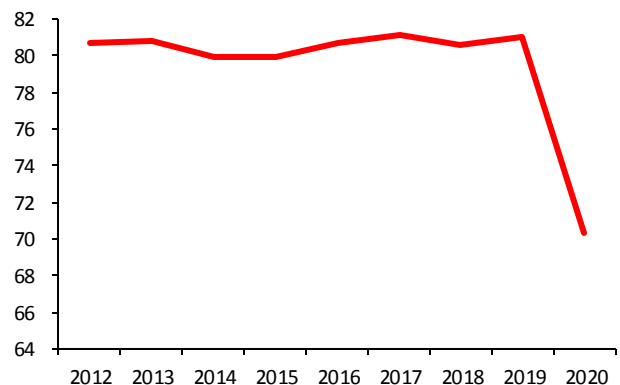
图 9：2012-2020 年中国国航归母净利润(亿元)



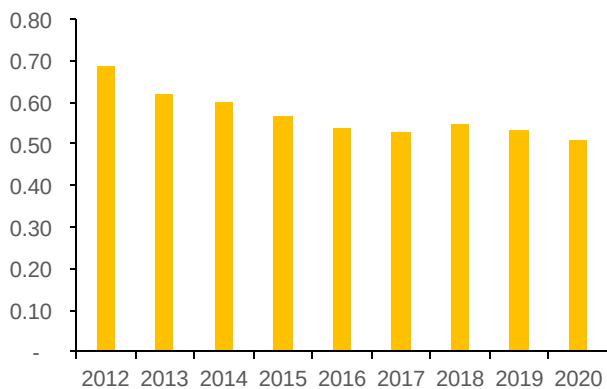
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2012-2020 中国国航 ASK（百万客公里）


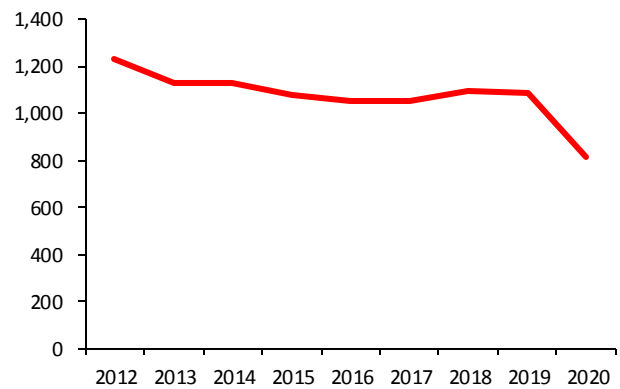
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 11：2012-2020 中国国航客座率（%）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：2012-2020 中国国航客公里收益(元/客公里)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2012-2020 年中国国航人均客运收入（元/人次）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年公司实现营收 695 亿元（-49%），全年归母净利润-144.1 亿元，2019 年同期归母净利润 64 亿元。公司国际航线占比较高，利润端受疫情影响较大。

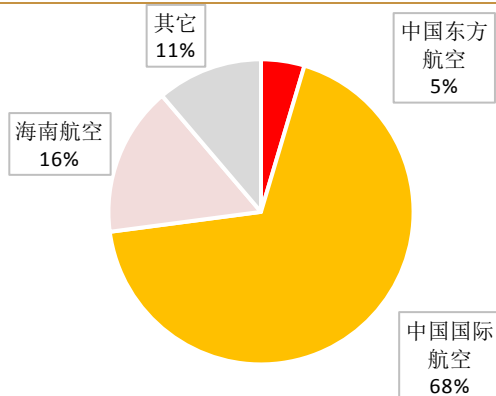
2020 年公司 ASK 合计 156,062 百万座公里，同比下降 45.6%，其中国内/国际/地区 ASK 同比下降 18.8%/82.9%/82.7%。2020 年全年 RPK 下降 52.8%。客座率方面，2020 年整体客座率水平 70.38%，2019 年同期为 81.02%。

1.2 核心资源禀赋突出

四角菱形布局，网罗全球优质航线资源。国航主基地是位于“中国第一国门”的北京首都国际机场，重点打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳国际门户，形成以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形网络结构。

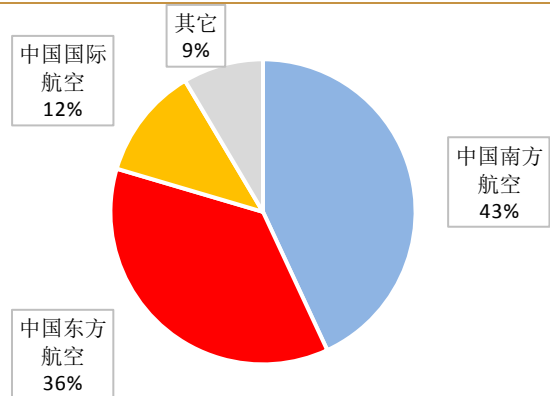
一市两场-北京核心枢纽的市场领导者。北京地处欧亚亚交汇点，具备打造东北亚地区国际大型航空枢纽的得天独厚的最佳区位优势，并且具有优渥的本土商务旅客群体，北京的区位优势和客源结构优势有利于公司维持高收益水平。2021 年 1 月开始公司在北京首都国际机场 T2 和 T3 航站楼同时运营国内航班。北京大兴机场于 2019 年投入运行，北京形成“一市两场”的运营格局。公司是目前在两场运营且业务量最大的主基地航空公司。

图 14：2021 年夏秋北京首都国际机场份额占比情况



数据来源：PreFlight，西南证券整理

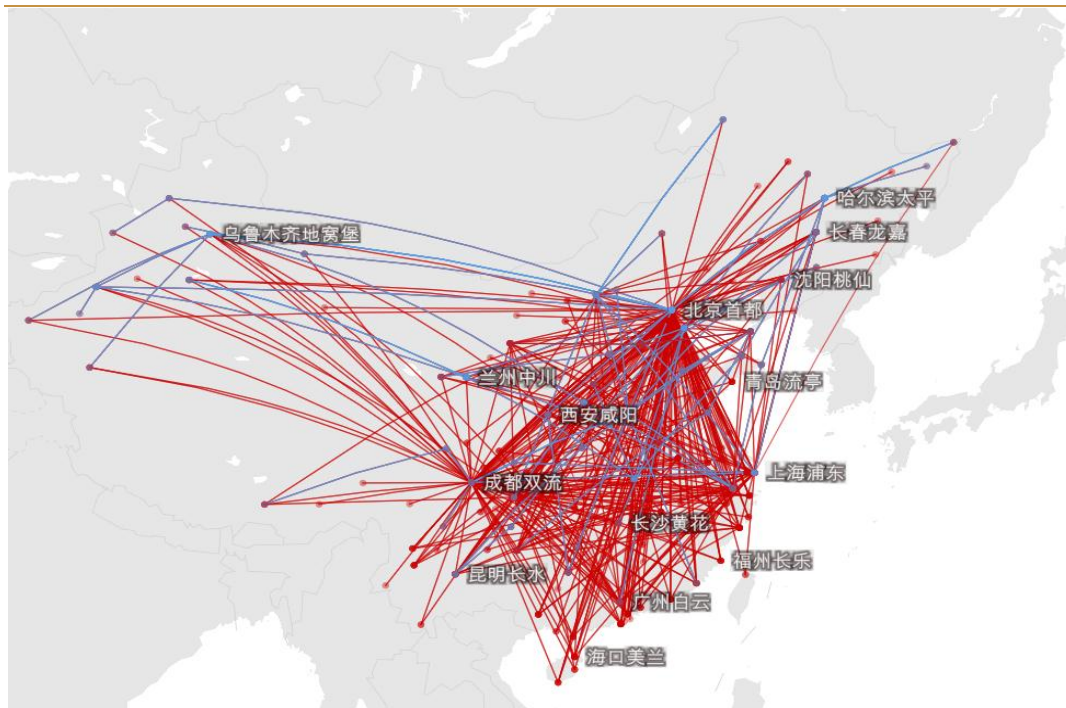
图 15：2021 年夏秋北京大兴机场份额占比情况



数据来源：PreFlight，西南证券整理

均衡互补的航线网络。公司长期坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则。公司在国内飞向欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势。2020 年跨境出行受疫情影响，公司在 2020 夏航季将 35% 的国际时刻转为国内航班，调拨北京的宽体机至上海、成都、广州、重庆等市场执行航班计划，并实施国际航班串飞。报告期内，新开北京-衡阳、北京大兴-巴中、北京-延安等国内航线；成都新增成都-石家庄、成都-巴中航线；上海新开浦东-新加坡、上海浦东-珠海、上海浦东-西宁等航线。截止 2020 年年底，公司共运营航线 674 条，其中国际航线 48 条，地区航线 6 条，国内航线 620 条。通过与星空联盟成员的合作，公司将服务拓展到 195 个国家和地区以及 1300 个目的地。2019 年公司国内/国际/地区 ASK 占比分别为 58.2/38.1/3.8%，公司国际以及地区航线占比国内最高。

图 16：中国国航 21 夏秋航季国内航线网络图-四角菱形网络布局



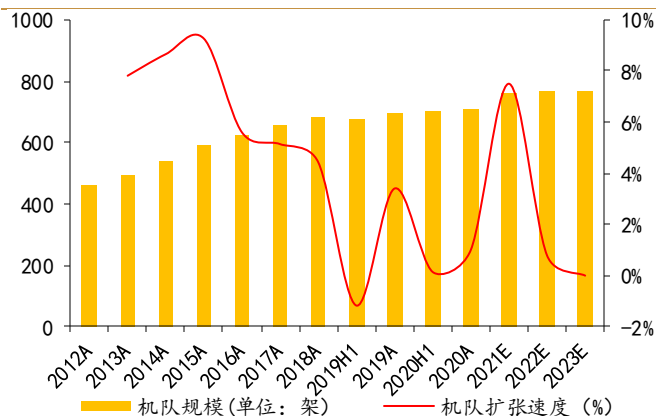
数据来源：飞常准，西南证券整理

1.3 机队扩张节奏稳定，宽体机占比最高

加快更新改造，机队规模稳定扩张。 三大航中国航机队扩展最为稳健。2020 年，国航集团共引进飞机 14 架，退出飞机 6 架。截至 2020 年底，集团共有飞机 707 架，平均机龄 7.74 年。公司计划 2021 年、2022 年、2023 年分别引进 59 架、24 架、14 架，分别退出 6 架、18 架、14 架。

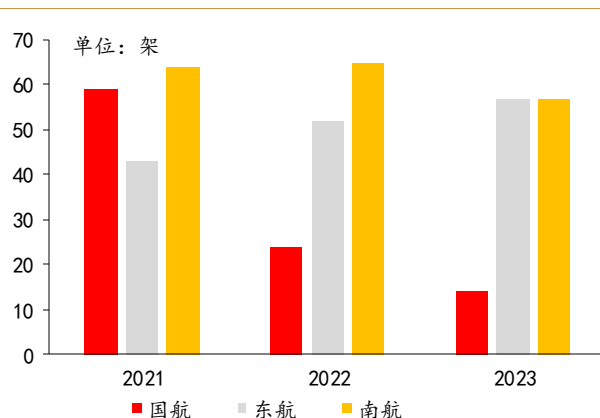
机队规模国内第三，宽体机数量最多。 截止 2020 年，国航机队规模为国内第三，但宽体机共计 129 架，占比 18.3%，无论从数量上还是比例上均为国内机队最高。

图 17：2012-2023 中国国航机队规模以及引进计划



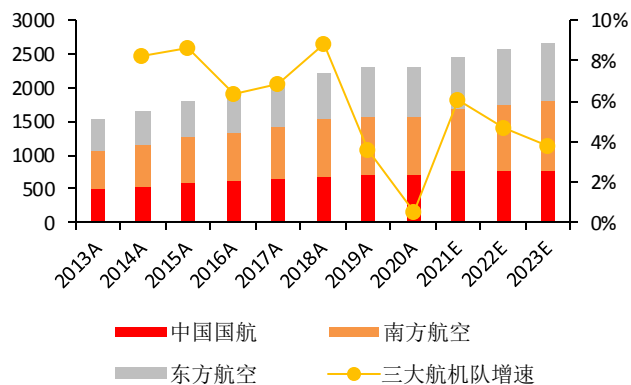
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：三大航飞机引进计划



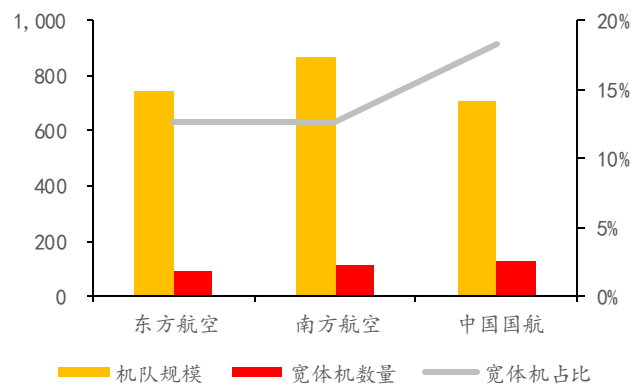
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2012-2023 中国国航机队规模以及引进计划



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：三大航航司宽体机数量比较

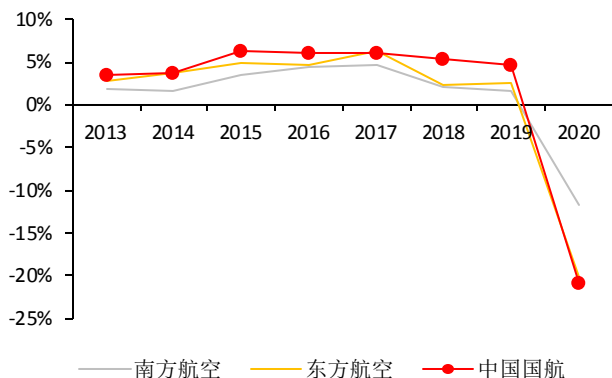


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 更优的盈利能力，持续优化的成本结构

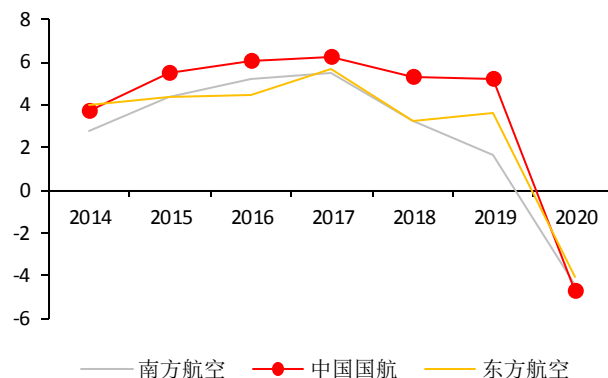
三大航中盈利能力最强的航司。中国国航盈利能力较强，2013-2019 年之间国航归母净利润率始终高于东航与南航，公司 2014-2020 年 7 年平均 ROA 为 1.61%，东航与南航分别为 0.89%，0.89%。公司始终保持高盈利水平来源于其资源禀赋优势，国际航班占比更高，客流价值相对较高。

图 21：三大航归母净利润率 (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

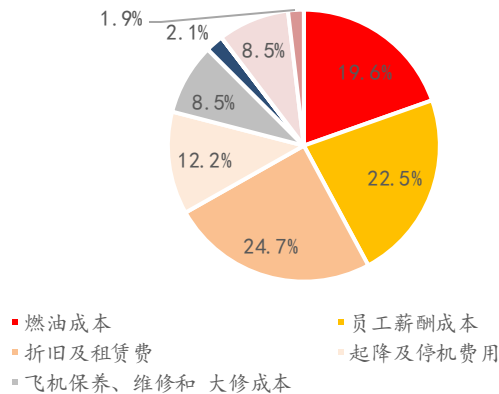
图 22：三大航 ROA (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

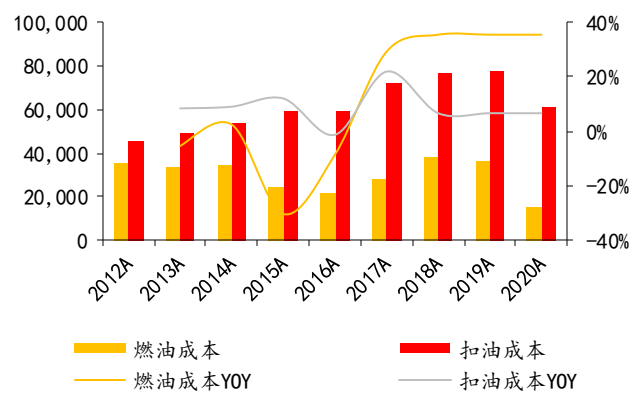
公司 2020 年营业成本总计 756 亿 (-33.2%)，公司扣油成本 608 亿元 (-21.31%)，单位 ASK 扣油成本 0.3897 元 (+44.7%)，不含汇兑的三费合计费用率 11.4% (同比下降 1.7pts)。

图 23：中国国航 2020 年成本结构



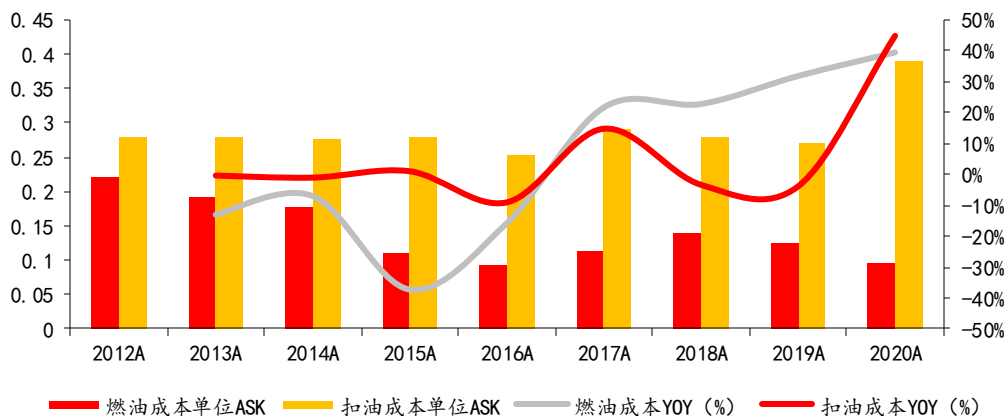
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：中国国航燃油成本与扣油成本 (百万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：燃油成本单位 ASK 与扣油成本单位 ASK（元/座公里）



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 向上的 β ：短期消化冗余运力，中期供需关系向好

3.1 需求：短期看疫苗接种，中期依赖旅游市场本土化

图 26：国内无新增病例天数

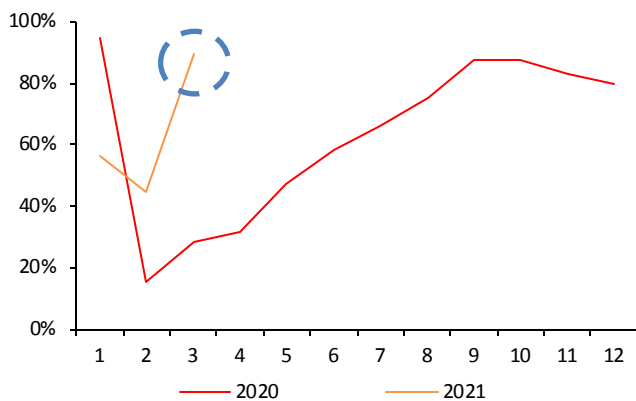


数据来源：卫健委，西南证券整理

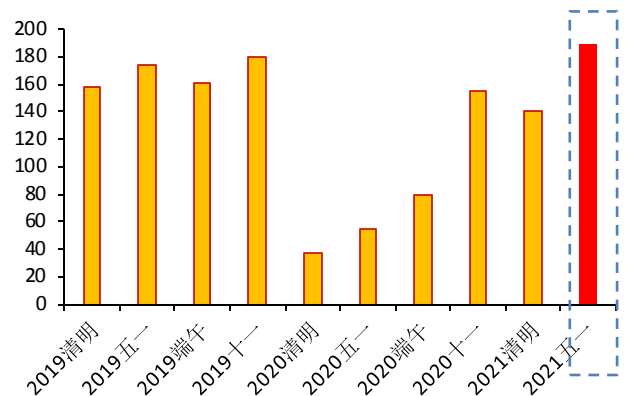
图 27：国内疫情地图



数据来源：卫健委，西南证券整理

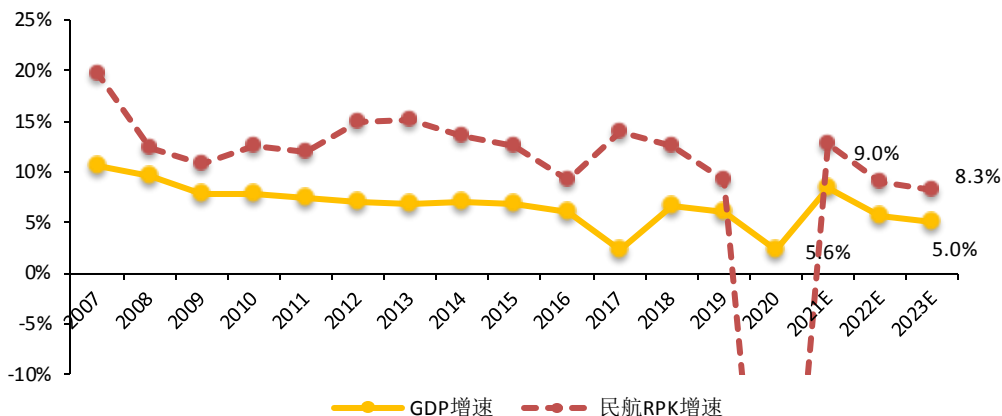
图 28：国内民航客运量相比于 2019 年恢复程度


数据来源：Choice，西南证券整理

图 29：节假日民航日均旅客量(万人)


数据来源：民航局，西南证券整理

中期来看国内旅游市场的快速恢复是国内民航业绩 U 型反转的关键。旅游消费是具有粘性的，国内旅游将成为长期消费习惯，消费者结构改变推动产业向上。跨境出行需求转化为国内出行需求从中期视角来看是结构性的：旅行作为消费的一种，是有消费习惯养成以及粘性培育的过程。国内旅游产业发展的空间和时间都很充足，我们国家有广袤的国土资源以及海洋资源，旅游客源地也正向三四线城市下沉，旅行目的地也从传统景点逐步转移到小众景点。从中期 3 到 5 年的视角来看，国际旅行资源供给的受限与国内市场的深度开发很可能重塑旅游消费观念，从 00 后的视角来看，新生代人群对国内市场的认可度高于各年龄段人群，我们有充分的理由相信国内旅游市场的快速成长阶段已经到来。

图 30：民航 RPK 与 GDP 高度相关


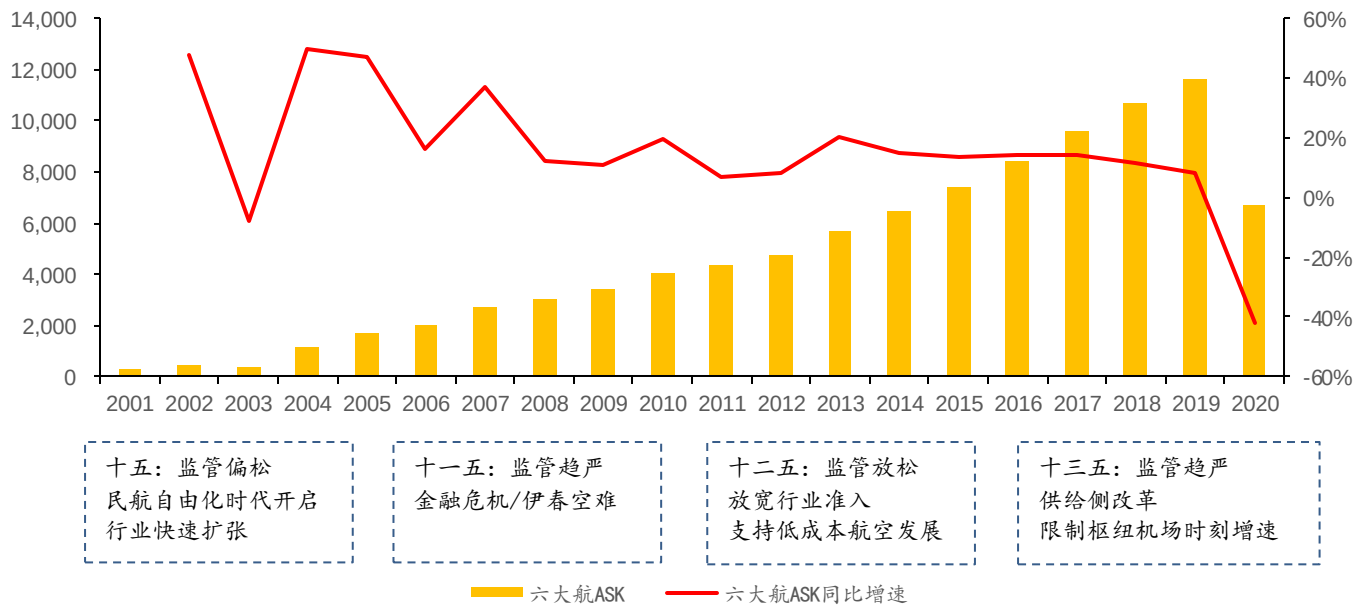
数据来源：国家统计局，民航局，西南证券整理

民航需求与宏观经济高度正相关，民航 RPK 对 GDP 放大系数约为 1.5。以 2021 年 GDP 增速 8.4%为基础，按 RPK 对 GDP 放大系数 1.52 倍计算，预计 2021 年全年民航 RPK 增速为 12.8%。纵观航空业历史黑暗时刻，危机后的复苏周期在 3-4 年，2020 年新冠疫情下的航空业危机较之前特殊的地方在于疫情下的封闭政策造成了事实上航空流量基础的缺位，跨国航线的停摆导致的运力冗余以及供需结构错位是航空公司短期困境的实质。但拉长周期尺度看，各国疫情防控政策限制下受压制的跨国出行需求是摩擦性的，航空出行增速可能有换挡预期，但随着宏观经济完成平稳触底，出行需求的恢复是有较高确定性的。而基于航空

出行的微观基础，我们认为民航 RPK 未来仍然高度锚定经济总产出，依然看好航空出行流量的长期价值。

3.2 供给：十四五期间行业产能扩张减缓，行业格局有望优化

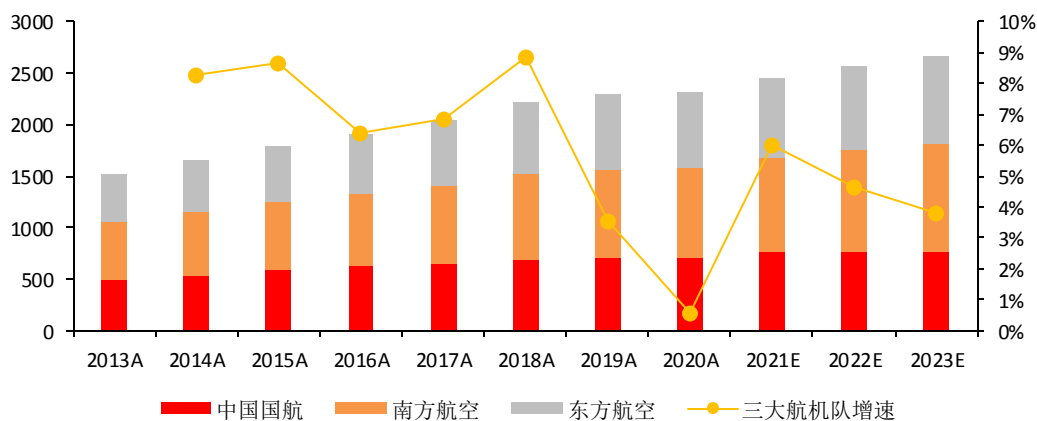
图 31：监管周期与产能(百万座公里)



数据来源：西南证券整理

“十四五”期间机队增速减缓。截止 2020 年末，行业共有 92 家航空公司，3989 架飞机，预计十四五期间全行业机队规模增速低于 6%。行业供需结构改善一方面来源于需求的稳健增长，另一方面来源于产能扩张与实际需求的匹配，同时监管方面在时刻方面放宽限制。我们认为中国民航十四五发展方向一是飞机利用效率的提升，二是机队结构和客舱布局的优化，提升低成本航司运输量比重是实现提质增效的关键。产能利用率提高也将加快供需剪刀差收敛，对民航收入水平形成有力支撑。

图 32：三大航未来三年机队扩张计划（架）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：民航业机队规模

年末飞机数量（架）	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
东航	637	680	743	743	777	820
国航	655	664	699	707	760	766
南航	754	826	867	867	919	984
三大航	2,046	2,170	2,309	2,317	2,456	2,570
三大航增速	6.5%	6.1%	6.4%	0.3%	6.0%	4.6%
海航	331	463	361	346	346	346
春秋	76	81	93	102	114	137
吉祥	81	90	94	98	115	135
六大航	2,534	2,804	2,857	2,863	3,031	3,188
六大航增速	10.7%	10.7%	1.9%	0.2%	5.9%	5.2%
非六大航	762	811	961	1,126	1,182	1,241
非六大航增速	15.5%	6.4%	2.0%	3.0%	5.0%	5.0%
全行业机队（架）	3,296	3,615	3,818	3,989	4,213	4,429
全行业机队增速	11.7%	9.7%	5.6%	4.5%	5.6%	5.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

海航战略重组，行业供给格局有望进一步改善。

截止 2020 年底，海航航空主业共运营 668 架商用飞机，客运航线超过 1500 条。海航航空主业在境内拥有 12 张、境外 2 张客运牌照，4 张货运牌照，3 家公务机牌照。海南航空是行业重要的产能供给来源，海航航空业务的重组对行业而言是一次重要的洗牌，将直接影响民航尤其民企的经营格局，海南航空旗下机队以及航线资源的进一步整合有助于份额向头部集中，利好行业供给格局向上。

3.3 短期供需承压，后疫情时代供需结构有望好转

短期产能冗余推升供需平衡压力，2022 年供需顺差有望扭转。我们认为 2021 年年内供需平衡压力很大，2022 年供需压力能得到有效缓解。主要原因如下：

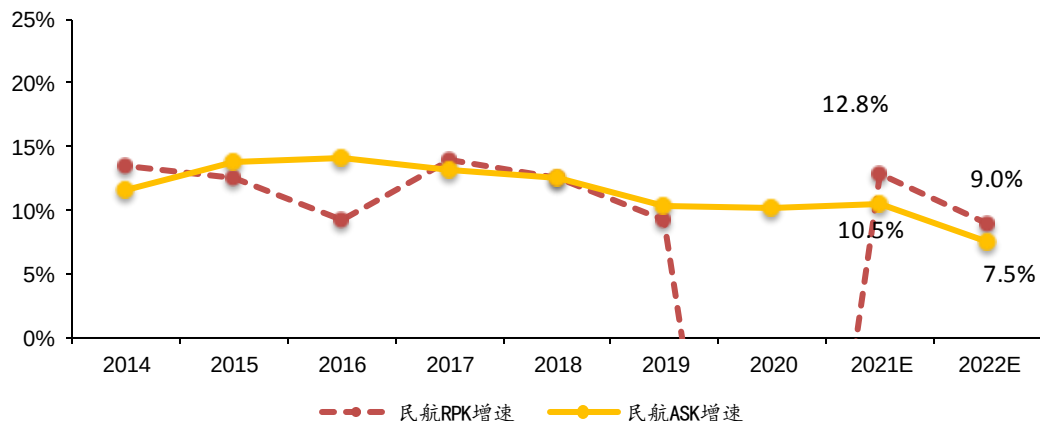
1) 2021 年相比较于 2019 年民航机队规模增速超过 10%，行业整体依然处于产能扩张区间(2021 后机队规模增速出现向下拐点)；

2) 国际航班时刻大量转回国内，以国航为例，约 35% 的国际时刻转回国内航线，三大航国际航线执飞航班以宽体机为主，国际运力转投国内造成供给的阶跃提升；

3) 从需求角度来看，国际出行需求受限的情况下，这部分出行需求有多少能够转化为有效的国内 RPK 是高度不确定的。单独以国内出行需求来看，同比 20 年的数据由于低基数效应表现有超高增长，但是同比正常年份 19 年的增长是有限的，比方五一期间日均旅客量 5347 万人次，同比 19 年增长 0.3%。5 月以来散点疫情频发，大众出行需求能否有序释放依然与疫情防控高度相关，我们认为在疫苗接种率超过 60%-70% 的区间时，全面的出行需求爆发是可以期待的。综上，相对过剩的运力投放对应受约束的出行需求导致 2021 年运力消化承压，对应航司业绩扭亏有一定难度，但我们认为散点疫情也客观加速了疫苗接种节奏，出行需求释放的临界点或超预期提前出现。

4) 预计 2022 年全行业静态座位数增速 3.7%，相比于 2021 年 7.2% 的增速显著下滑，而我们认为十四五期间全行业处于产能扩张减速的阶段，另外 2022 年或实现 70% 以上疫苗接种率，出行限制大大减少，国际航线或于 2022 年中有序放开，在这样的假设情景下，出行需求才能得以实现有效放量并实现复苏后的稳健增长。

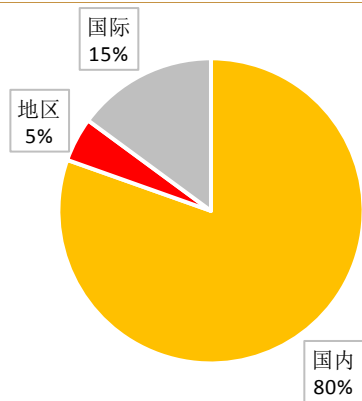
图 33：民航 RPK 与 ASK 增速



数据来源：民航局，西南证券整理

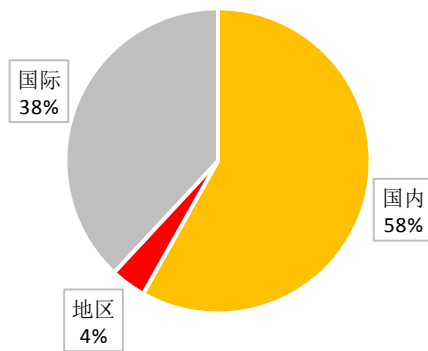
以国航为例，2019 年全年座位数 14138 万，其中国内/国际/地区座位分别为 11174/2156/691 万座位，国际与地区座位数占比约为 20% (意味着国际座位转回国内对整体座位数提升至少 20%)。按 ASK 来看，2019 年国内/国际+地区 ASK 占比分别为 58%/42%。国际航线运距较长，整体运行效率较国内航班高，从 19 年数据可以计算，国际/地区航线座位投放产生 ASK 效率约为国内航线的两倍，若国际航线运力转回国内，按实际效率提升倍数 1.5 倍计算，海外运力转回国内对公司整体运力提升约为 36%。

图 34：2019 中国国航座位占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

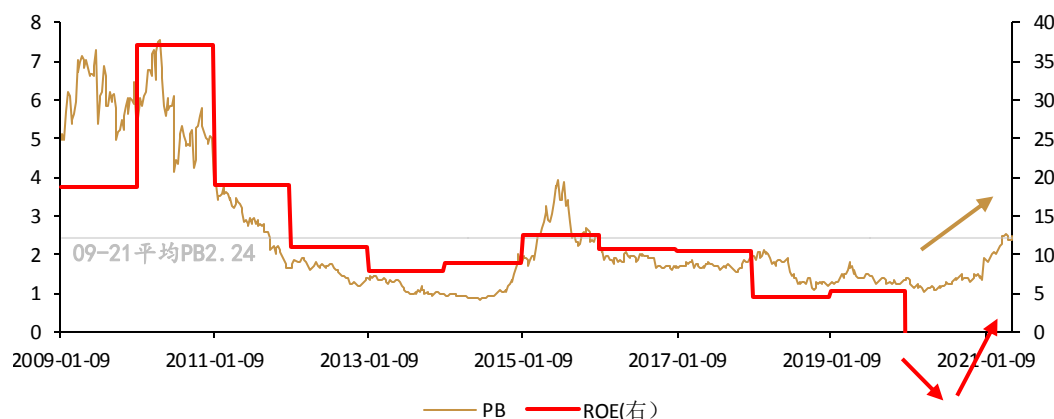
图 35：2019 中国国航 ASK 占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

综合以上对航空业供给与需求的分析，我们认为，从需求端来看，短期取决于国际/国内疫苗接种进度，中期看旅游市场本土化，长期看宏观经济的复苏以及航空渗透率的提升。从供给端来看，十四五期间全行业机队规模增速约为 5%，行业产能扩张速度放慢。2021 年国内航空出行市场需要逐步消化从国际转回的相对过剩的运力，因此短期供需承压，航企扭亏有一定压力，2022 年行业供给拐点出现，疫苗注射率大幅提升、国际出行逐步恢复，供需剪刀差逐步收敛直到需求略大于供给，供需格局有望得到持续改善。

图 36：航空业 PB 与 ROE(%)



数据来源：Choice，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 预计公司 2021~2023ASK 增速分别为 12%(同比 19 年-39%)/31%/28%。
- 2) 2021~2023 客公里收入分别为 0.53/0.53/0.53。
- 3) 2021-2023 布油中枢为 62/63/64，人民币汇率均值 6.5/6.5/6.5。

表 2：中国国航盈利预测

营业收入(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
航空运输收入	66,085	73,731	102,564	132,328
YOY	-50.3%	11.6%	39.1%	29.0%
客运收入	55,727	63,826	91,953	121,153
YOY	-55.2%	14.5%	44.1%	31.8%
货运收入	8,553	8,082	8,769	9,315
YOY	49.2%	-5.5%	8.5%	6.2%
其他运输收入	1,805	1,823	1,841	1,860
YOY	-34.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他业务收入	3,160	3,222	3,254	3,287
YOY	-0.9%	2.0%	1.0%	1.0%
收入合计	69,504	76,953	105,818	135,615
YOY	-49.0%	10.7%	37.5%	28.2%
燃油成本	14,817	19,263	26,005	34,326
YOY	-58.8%	30.0%	35.0%	32.0%

营业收入(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
扣油成本	60,814	62,241	66,544	75,174
YOY	-21.3%	2.3%	6.9%	13.0%
成本合计	75,631	81,504	92,549	109,501
YOY	-33.2%	7.8%	13.6%	18.3%
毛利	-6,127	-4,551	13,269	26,114
YOY	-	-	-391.6%	96.8%
毛利率	-8.8%	-5.9%	12.5%	19.3%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

P/B 或 EV/EBITDA 相比较于 P/E、PEG 估值体系更适用于强周期+重资产的航空业。

航空业特征体现为高经营杠杆与高财务杠杆，具有较高的折旧摊销费用，利润波动较大，P/E 估值体系无法在行业亏损情境下进行有效定价，另外，除了权益回报，航空业也同样关注资产回报，因此，对于航司而言，P/B 以及排除折旧摊销营销的 EV/EBITDA 估值方法实用性更强，可比性更高。

我们选取三大航以及春秋、吉祥以及华夏为国内可比公司，同时选取达美航空、联合航空与西南航空为国际可比公司。国内航司平均 PB 为 2.35，美国三大航司平均 PB 为 7.44。公司未来看点如下：1) 需求端，航空业的需求恢复短期虽受制于全球疫情/疫苗普及进度，但中期看，疫情期间封闭国门所促进的国内旅游出行具备消费惯性、航空业受益于本土旅游渗透率的加速提升，我们看好中国航空业的长期成长性。2) 供给端，“十四五”期间主力航司机队增速低于 6%、同时海航重组约束了其运力扩张，行业供需格局有望改善，航空业进入高质量发展阶段，增长更具备经济性。3) 中国国航资源禀赋优越，在北京首都机场主基地市占率接近 70%，坐拥最优质一线时刻资源，高线市场供需不平衡公司有力支撑客收水平；中国国航国际航线资源优渥，两舱旅客占比较高，未来国际航线逐步放开，极大提升公司业绩弹性。

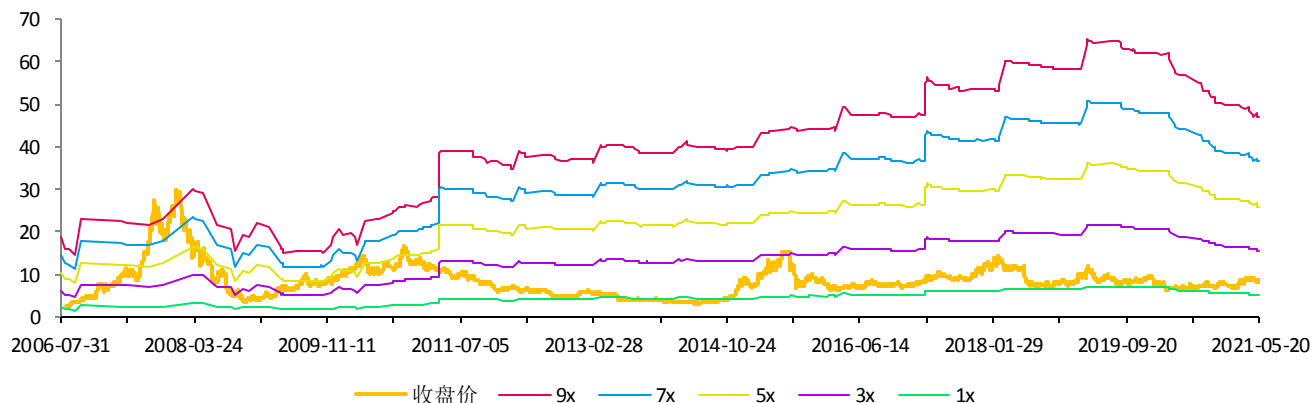
中国国航 2010 年以来 PB 中枢 1.49，标准差 0.46，公司估值有望修复。我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 -89/45/82 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

代码	名称	股价	EPS(元)			PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600115.SH	中国东航	4.66	-0.72	-0.01	0.32	-3	-1265	17
600029.SH	南方航空	5.67	-0.64	-0.41	0.25	-8	-13	21
601021.SH	春秋航空	52.48	-0.64	1.28	2.15	-99	49	29
603885.SH	吉祥航空	14.17	-0.24	0.33	0.71	41	44	20
002928.SZ	华夏航空	11.57	0.64	0.74	1	29	20	15

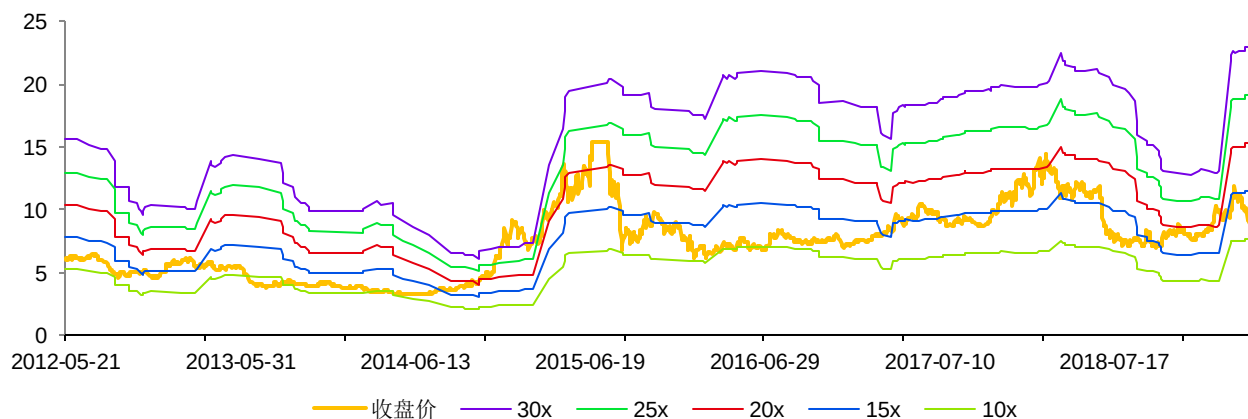
数据来源：Wind，西南证券整理

图 37: 中国国航 PB/Band



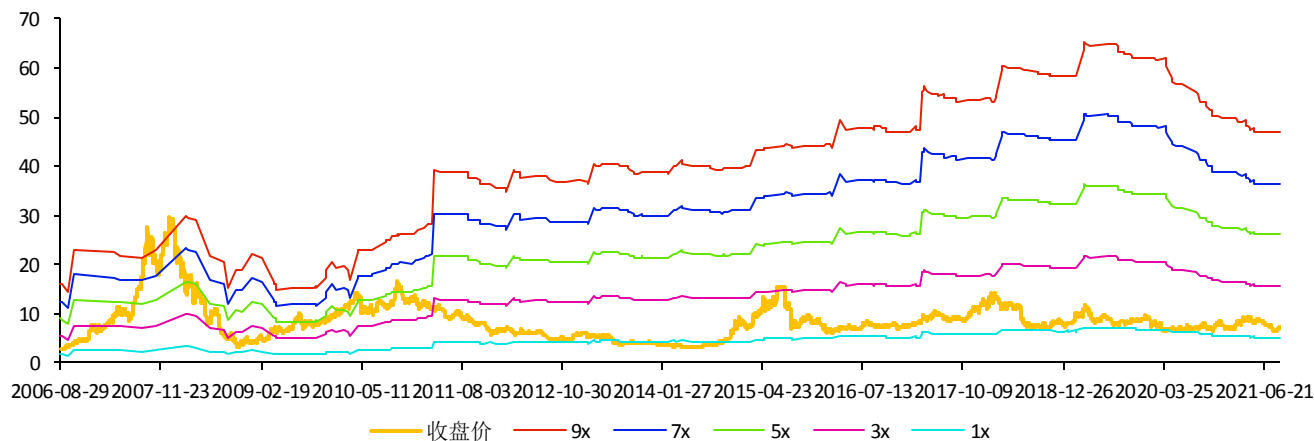
数据来源: Choice, 西南证券整理

图 38: 中国国航 PE/Band



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 39: 中国国航 PB/Band (上市至今)



数据来源: Choice, 西南证券整理

注: 中国国航 PB 中枢 1.49X, 标准差为 0.46; PE 中枢为 18.41X, 标准差为 7.89 (2012 年-2019 年)。中国国航 (06 年至今) PB 历史中枢 2.49X, 标准差 1.86。

5 风险提示

- 1) 时刻拓展不及预期，机队引进不及预期；
- 2) 宏观经济风险；
- 3) 油价风险，国内航司普遍不采取燃油套保策略，营业利润受油价波动较大；
- 4) 重大国际纠纷、战争、恐怖袭击等突发事件影响；
- 5) 汇率风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	69503.75	76952.95	105818.06	135614.88	净利润	-15822.22	-9823.92	4915.63	9051.78
营业成本	75631.05	81503.91	92548.69	109500.52	折旧与摊销	9412.52	11501.95	12562.09	13452.72
营业税金及附加	216.58	192.38	232.80	339.04	财务费用	1309.43	119.60	-581.99	5020.95
销售费用	4365.61	3693.74	4232.72	5695.83	资产减值损失	-475.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	4122.95	3655.27	4021.09	4814.33	经营营运资本变动	-11265.03	-6753.14	-1091.03	1084.52
财务费用	1309.43	119.60	-581.99	5020.95	其他	18249.09	-323.50	-638.49	-259.01
资产减值损失	-475.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1408.17	-5279.01	15166.22	28350.96
投资收益	-5916.16	355.00	364.00	391.00	资本支出	-1747.23	-20910.00	-15200.00	-15200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-14118.09	355.00	364.00	391.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15865.31	-20555.00	-14836.00	-14809.00
营业利润	-18499.90	-11856.95	5728.75	10635.22	短期借款	15760.68	12753.13	1597.37	-2784.81
其他非经营损益	25.38	112.36	101.53	129.15	长期借款	19940.27	2000.00	2000.00	1500.00
利润总额	-18474.52	-11744.59	5830.28	10764.37	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-2652.30	-1920.67	914.65	1712.59	支付股利	0.00	2881.89	1789.35	-895.34
净利润	-15822.22	-9823.92	4915.63	9051.78	其他	-24238.40	5086.63	-4418.01	-10020.95
少数股东损益	-1412.79	-877.19	438.92	808.25	筹资活动现金流净额	11462.55	22721.65	968.71	-12201.10
归属母公司股东净利润	-14409.43	-8946.73	4476.71	8243.53	现金流量净额	-3097.28	-3112.36	1298.93	1340.86
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6575.24	3462.88	4761.81	6102.67	成长能力				
应收和预付款项	3370.63	3183.68	4664.97	5832.53	销售收入增长率	-48.96%	10.72%	37.51%	28.16%
存货	1853.99	1985.47	2566.49	2904.95	营业利润增长率	-301.56%	35.91%	148.32%	85.65%
其他流动资产	7936.04	4921.19	6767.13	8672.65	净利润增长率	-318.18%	37.91%	150.04%	84.14%
长期股权投资	12379.61	12379.61	12379.61	12379.61	EBITDA 增长率	-130.58%	96.97%	7622.97%	64.37%
投资性房地产	138.69	138.69	138.69	138.69	获利能力				
固定资产和在建工程	125856.58	135553.76	138480.80	140517.21	毛利率	-8.82%	-5.91%	12.54%	19.26%
无形资产和开发支出	4699.39	4439.56	4179.72	3919.88	三费率	14.10%	9.71%	7.25%	11.45%
其他非流动资产	121260.53	121231.24	121201.94	121172.64	净利率	-22.76%	-12.77%	4.65%	6.67%
资产总计	284070.71	287296.07	295141.16	301640.85	ROE	-18.88%	-12.65%	5.83%	9.79%
短期借款	29327.09	42080.22	43677.59	40892.78	ROA	-5.57%	-3.42%	1.67%	3.00%
应付和预收款项	15618.16	14039.07	17375.30	20449.39	ROIC	-72.53%	-25.40%	8.75%	24.75%
长期借款	21140.70	23140.70	25140.70	26640.70	EBITDA/销售收入	-11.19%	-0.31%	16.74%	21.46%
其他负债	134170.64	130403.03	124609.53	121163.52	营运能力				
负债合计	200256.58	209663.02	210803.13	209146.38	总资产周转率	0.24	0.27	0.36	0.45
股本	14524.82	14524.82	14524.82	14524.82	固定资产周转率	0.79	0.83	1.07	1.34
资本公积	26270.84	26270.84	26270.84	26270.84	应收账款周转率	15.55	26.99	30.56	28.81
留存收益	37547.72	31482.88	37748.93	45097.12	存货周转率	34.24	37.38	38.32	39.06
归属母公司股东权益	77582.42	72278.54	78544.59	85892.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.13%	—	—	—
少数股东权益	6231.71	5354.52	5793.44	6601.69	资本结构				
股东权益合计	83814.13	77633.05	84338.03	92494.47	资产负债率	70.50%	72.98%	71.42%	69.34%
负债和股东权益合计	284070.71	287296.07	295141.16	301640.85	带息债务/总负债	30.70%	39.46%	40.95%	40.66%
					流动比率	0.25	0.17	0.23	0.30
					速动比率	0.22	0.14	0.20	0.27
					股利支付率	0.00%	32.21%	-39.97%	10.86%
					每股指标				
					每股收益	-0.99	-0.62	0.31	0.57
					每股净资产	5.34	4.98	5.41	5.91
					每股经营现金	0.10	-0.36	1.04	1.95
					每股股利	0.00	-0.20	-0.12	0.06
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-7777.96	-235.40	17708.86	29108.89					
PE	-8.79	-14.16	28.29	15.36					
PB	1.63	1.75	1.61	1.47					
PS	1.82	1.65	1.20	0.93					
EV/EBITDA	-10.57	-444.10	5.75	3.24					
股息率	0.00%	—	—	0.71%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn