

Company Report: Air China (00753 HK)

中文版

公司报告: 中国国航 (00753 HK)

Chinese version

Toliver Ma 马守彰

(852) 2509 5317

toliver.ma@gtjas.com.hk

2 November 2021

Weak 3Q Results; Awaiting for Reopening

第三季度业绩疲软; 等待重新开放

- Air China recorded shareholders' loss of RMB3,536 million in 3Q21, widened 4.3x yoy. In 1-3Q21, AC's net loss also widened by 2.1% to RMB10,322 million.** RPK and ASK dropped by 10.7% yoy and 18.2% yoy, respectively, in 3Q21. However, revenue increased slightly by 5.2% yoy to RMB19,794 million in 3Q21, thanks to better yield from the business segment. Operating cost increased as jet fuel price increased on much higher oil price this year. The Company recorded finance cost of RMB1,160 million in 3Q21 (vs. finance income in 3Q20) due to significant increase in borrowings.
- We have widened our loss assumptions for 2021 by 89.9% to RMB13,759 million due to weaker passenger traffic and a spike in oil price.** In 4Q21, we expect that oil price will remain at a relatively high level, expecting an average of US\$73 per barrel in 2021. We expect oil price to slightly drop in 2022 onwards as supply should ramp up in OPEC and US. In terms of passenger traffic, domestic routes will be working at sub-optimal levels due to a spike of COVID-19 cases in Oct., and should be negatively affected in 4Q. We maintain our international routes assumptions unchanged.
- We maintain investment rating as "Accumulate" as valuation is low and we believe demand is still intact for air travel for both domestic and overseas.** We revise down TP to HK\$5.77. Our TP represents 1.18x 2021 PBR and 1.2x 2022 PBR.
- 中国国航 2021 年第三季度股东亏损为人民币 35.36 亿元, 同比扩大 4.3 倍。今年前三季度, 国航净亏损也扩大 2.1%至人民币 103.22 亿元。**今年第三季度, 收入客公里和可用座位公里分别同比下降 10.7%和 18.2%。然而, 由于商务板块的收益提高, 今年第三季度收入同比小幅增长 5.2%至人民币 197.94 亿元。由于今年油价大幅上涨, 航油价格上升, 导致运营成本增加。由于借款大幅增加, 公司在今年第三季度录得财务成本人民币 11.60 亿元 (而 2020 年第三季度录得财务收入)。
- 由于客运量疲软和油价飙升, 我们将 2021 年的亏损假设调高 89.9%至人民币 137.59 亿元。**今年第四季度, 我们预计油价将维持在较高水平, 预计 2021 年均价为每桶 73 美元。我们预计油价在 2022 年以后将小幅下跌, 因为来自欧佩克和美国的供应量应该会增加。在客运方面, 由于 10 月份新冠肺炎病例激增, 国内航线将处于次优水平, 并将在第四季度受到负面影响。我们保持国际航线的假设不变。
- 由于估值较低, 我们维持投资评级为“收集”, 我们认为国内外航空旅行的需求仍然完好。**我们下调目标价至 5.77 港元。我们的目标价对应 1.18 倍 2021 年市净率和 1.2 倍 2022 年市净率。

Rating:

Accumulate

Maintained

评级:

收集 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$5.77

Revised from 原目标价:

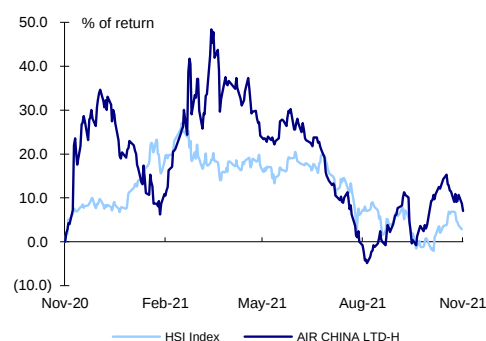
HK\$6.34

Share price 股价:

HK\$5.310

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. %			
绝对变动 %	3.1	7.9	7.1
Rel. % to HS Index			
相对恒指变动 %	1.0	12.3	4.4
Avg. Share price(HK\$)			
平均股价 (港元)	5.5	5.2	5.9

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2019A	140,240	6,420	0.467	(12.7)	10.2	6.434	0.7	0.044	0.9	6.9
2020A	73,861	(14,403)	(1.049)	(324.6)	(4.3)	5.339	0.8	0.000	0.0	(16.8)
2021F	87,900	(13,759)	(0.947)	n.a.	(4.6)	4.391	1.0	0.000	0.0	(19.5)
2022F	118,743	(804)	(0.055)	n.a.	(79.2)	4.336	1.0	0.000	0.0	(1.3)
2023F	142,740	3,477	0.239	n.a.	18.2	4.575	1.0	0.055	1.3	5.4
Shares in issue (m) 总股数 (m)				14,524.8	Major shareholder 大股东				CNAHC 41.6%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				77,126.7	Free float(%) 自由流通比率(%)				58.4	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数('000)				12,344.2	FY21 Net gearing (%) FY21 净负债/股东资金 (%)				277.1	
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				7.440 / 4.670	FY21 Est. NAV (HK\$) FY21 每股估值 (港元)				6.4	

Source: the Company, Guotai Junan International.

2021 年第三季度业绩回顾

中国国航（“国航”或“公司”）2021 年第三季度股东亏损为人民币 35.36 亿元，同比扩大 4.3 倍。今年前三季度，国航净亏损也扩大 2.1%至人民币 103.22 亿元。主要纪要如下：

- 期内，中国受到新冠病例偶尔增加的影响，阻碍了国内航空旅行的恢复。今年第三季度，由于新冠疫情的本土传播，收入客公里（RPK）和可用座位公里（ASK）分别同比下降 10.7%和 18.2%。此外，同期的客座率（PLF）同比下滑 6.2 个百分点至 67.4%。受益于国际航线以及商务板块的支持，客运收益改善，带动今年第三季度的收入同比增长 5.2%至人民币 197.94 亿元。
- 今年第三季度的经营成本同比显著上升 14.4%至人民币 214.96 亿元。我们认为经营成本上升是由于航油成本的快速上涨，因油价在今年第三季度持续上涨。
- 销售费用及行政管理费用分别同比增长 25.5%和 23.5%。
- 期内，公司录得财务费用人民币 11.60 亿元（而 2020 年第三季度录得财务收入人民币 10.68 亿元）。庞大的财务费用与今年第三季度借款的上升相一致。
- 投资收益改善，其亏损同比收窄 59.8%至人民币 3.19 亿元，主要因国泰航空的亏损收窄。

表-1: 国航财务业绩摘要

(人民币百万元，每股数据除外)	3Q21	3Q20	同比	2Q21	环比	1-3Q21	1-3Q20	同比
收入	19,794	18,808	5.2%	23,083	(14.3%)	57,457	48,454	18.6%
总经营成本	(25,442)	(19,785)	28.6%	(24,938)	2.0%	(73,484)	(61,401)	19.7%
经营成本	(21,496)	(18,784)	14.4%	(22,413)	(4.1%)	(63,150)	(52,946)	19.3%
营业税及附加费	(61)	(59)	2.7%	(69)	(11.3%)	(189)	(153)	23.3%
销售费用	(1,252)	(997)	25.5%	(969)	29.2%	(3,316)	(2,968)	11.8%
一般及行政管理费用	(1,160)	(939)	23.5%	(1,028)	12.8%	(3,244)	(2,737)	18.5%
财务（费用）或收入	(1,552)	1,068	(245.4%)	(425)	265.1%	(3,593)	(2,445)	47.0%
资产减值损失	110	(14)	(887.4%)	(4)	(2,801.9%)	101	70	43.7%
公允价值变动收益	(5)	-	n.a.	1	(650.0%)	(5)	(0)	3,569.3%
投资收益	(319.47)	(795.10)	(59.8%)	(226)	41.6%	(1,593)	(3,666)	(56.6%)
息税前利润	(3,673)	(1,576)	133.1%	(371)	890.7%	(11,086)	(11,150)	(0.6%)
经营利润	(5,225)	(508)	927.6%	(796)	556.6%	(14,679)	(13,595)	8.0%
营业外收入	32	46	(30.3%)	30	9.0%	89	132	(32.7%)
营业外支出	(42)	(8)	416.8%	(7)	541.7%	(56)	(107)	(47.5%)
税前利润	(5,235)	(470)	1,012.8%	(773)	577.4%	(14,646)	(13,569)	7.9%
所得税	1,113	(130)	(958.5%)	45	2,386.0%	2,849	2,107	35.2%
净利润	(4,121)	(600)	586.8%	(728)	466.1%	(11,796)	(11,462)	2.9%
归属权益股东净利润	(3,536)	(671)	427.2%	(578)	511.7%	(10,322)	(10,112)	2.1%
非控股权益	(586)	71	(928.9%)	(150)	290.4%	(1,475)	(1,350)	9.2%
基本每股盈利（人民币）	(0.26)	(0.05)	427.2%	(0.04)	511.7%	(0.75)	(0.74)	2.1%

资料来源：公司、国泰君安国际。

表-2: 国航运营数据

	3Q21	3Q20	同比	2Q21	环比	1-3Q21	1-3Q20	同比
财务比率								
息税前利润率	(18.6%)	(8.4%)	(10.2) ppts	(1.6%)	(16.9) ppts	(19.3%)	(23.0%)	3.7 ppts
经营利润率	(26.4%)	(2.7%)	(23.7) ppts	(3.4%)	(22.9) ppts	(25.5%)	(28.1%)	2.5 ppts
税前利润率	(26.4%)	(2.5%)	(23.9) ppts	(3.3%)	(23.1) ppts	(25.5%)	(28.0%)	2.5 ppts
净利率	(17.9%)	(3.6%)	(14.3) ppts	(2.5%)	(15.4) ppts	(18.0%)	(20.9%)	2.9 ppts
有效税率	21.3%	(27.6%)	48.8 ppts	5.8%	15.5 ppts	19.5%	15.5%	3.9 ppts
销售成本/收入	6.3%	5.3%	1.0 ppts	4.2%	2.1 ppts	5.8%	6.1%	(0.4) ppts
客运量（百万客公里）	25,382	31,045	(18.2%)	34,719	(26.9%)	83,634	75,268	11.1%
收入货运吨公里（百万吨公里）	1,058	957	10.6%	1,104	(4.1%)	3,134	2,416	29.7%
可用座位公里（百万客公里）	37,680	42,189	(10.7%)	46,886	(19.6%)	120,179	107,755	11.5%
可用吨公里（百万吨公里）	2,364	2,471	(4.3%)	2,985	(20.8%)	7,861	6,507	20.8%
客座率	67.4%	73.6%	(6.2) ppts	74.0%	(6.7) ppts	69.6%	69.9%	(0.3) ppts
货物载运率	44.8%	38.7%	6.1 ppts	37.0%	7.8 ppts	39.9%	37.1%	2.7 ppts

资料来源：公司、国泰君安国际。

盈利预测

由于客运量疲软和油价飙升，我们将 2021 年的亏损假设调高 89.9% 至人民币 137.59 亿元。今年第四季度，我们预计油价将维持在较高水平，预计 2021 年均价为每桶 73 美元。我们预计油价在 2022 年以后将小幅下跌，因为来自欧佩克和美国的供应量应该会增加。在客运方面，由于 10 月份新冠肺炎病例激增，国内航线将处于次优水平，并将在第四季度受到负面影响。此外，随着冬奥会的临近，我们预计国内旅游控制将会收紧。同样地，“五个一”政策预计将保持不变，直到冬奥会和春节结束。我们保持国际航线的假设不变，与 2019 年水平相比，预计 2022 年将恢复 40%，2023 年将恢复 75%。

图-1: 中国国航可用座位公里

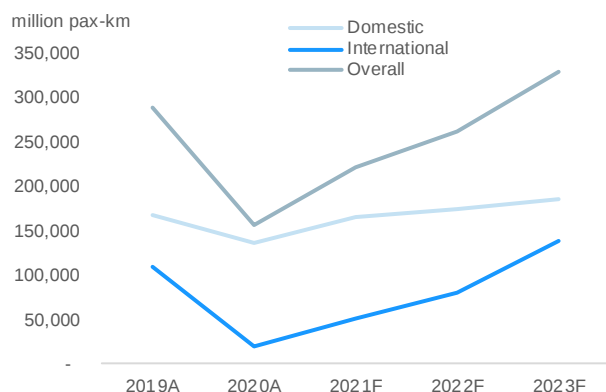
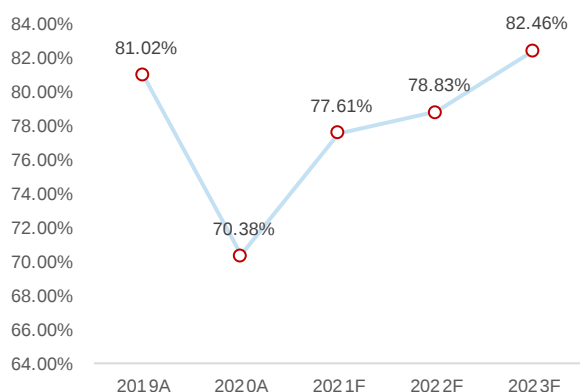


图-2: 中国国航客座率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-3: 主要假设变动

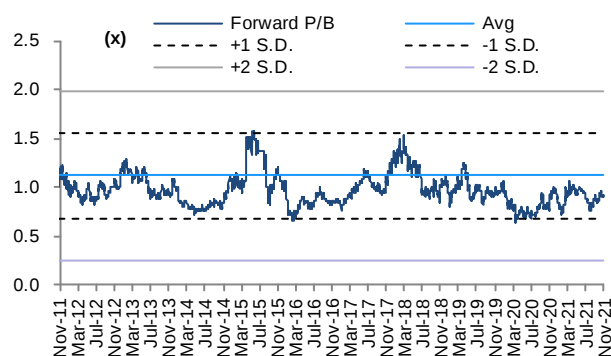
	新			旧			变动		
	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
运营数据									
可用座位公里	9.2%	28.8%	20.8%	11.2%	28.4%	20.6%	(2.0)ppt	0.4 ppt	0.2 ppt
收入客公里	18.2%	33.6%	26.7%	24.9%	29.7%	24.3%	(6.7)ppt	4.0 ppt	2.5 ppt
客座率	76.2%	79.0%	82.9%	79.0%	79.8%	82.2%	(2.8)ppt	(0.8)ppt	0.7 ppt
客运收益 (人民币)	0.503	0.526	0.510	0.502	0.525	0.510	0.1%	0.1%	(0.0%)
货运收益 (人民币)	2.409	2.304	2.226	2.409	2.304	2.226	0.0%	0.0%	0.0%
平均布伦特油价	73.0	70.0	72.0	55.0	70.0	72.0	32.7%	0.0%	0.0%
平均航油采购成本 (人民币/吨)	5,418	5,232	5,356	4,301	5,232	5,356	26.0%	0.0%	0.0%
财务数据 (人民币百万元, 每股数据除外)									
收入	87,900	118,743	142,740	91,917	121,262	143,430	(4.4%)	(2.1%)	(0.5%)
经营成本	(80,894)	(90,931)	(108,734)	(75,477)	(91,699)	(109,307)	7.2%	(0.8%)	(0.5%)
航油成本	(30,564)	(28,042)	(32,667)	(24,476)	(28,311)	(32,954)	24.9%	(0.9%)	(0.9%)
EBITDA	7,006	27,812	34,006	16,440	29,563	34,123	(57.4%)	(5.9%)	(0.3%)
股东净利润	(13,759)	(804)	3,477	(7,245)	586	3,852	89.9%	n.a.	(9.7%)
每股基本盈利	(0.9473)	(0.0553)	0.2393	(0.4988)	0.0404	0.2652	89.9%	n.a.	(9.7%)
利润率及比率									
EBITDA 利润率	8.0%	23.4%	23.8%	17.9%	24.4%	23.8%	(9.9)ppt	(1.0)ppt	0.0 ppt
经营利润率	(16.0%)	4.3%	7.8%	(5.1%)	5.7%	7.8%	(11.0)ppt	(1.4)ppt	(0.1)ppt
净利率	(15.7%)	(0.7%)	2.4%	(7.9%)	0.5%	2.7%	(7.8)ppt	(1.2)ppt	(0.2)ppt
净资产收益率	(19.5%)	(1.3%)	5.4%	(9.8%)	0.8%	5.3%	(9.7)ppt	(2.1)ppt	0.1 ppt

资料来源: 国泰君安国际。

估值

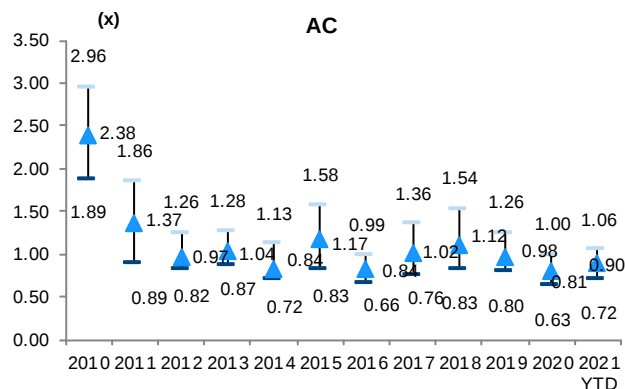
航空行业受到疫情不可预测性和各国政府应对措施不同的严重影响。因举办冬奥会，中国将继续执行“零新冠”策略，至少会持续至 2022 年第一季度。这将导致国内旅行政策的收紧。此外，由于“五一”政策不会大幅解除，国际边境至少在 2022 年第一季度仍将受到限制。但由于估值较低，我们维持投资评级为“收集”，我们认为国内外航空旅行的需求仍然完好。我们下调目标价至 5.77 港元。我们的目标价对应 1.18 倍 2021 年市净率和 1.2 倍 2022 年市净率。

图-3: 中国国航市净率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-4: 中国国航市净率区间



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-4: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	收市价	市盈率				市净率				ROE(%)		D/Y(%)		EV/EBITDA	
				20A	21F	22F	23F	20A	21F	22F	23F	21F	21F	21F	21F	21F	21F
中国南方航空-H 股	1055 HK	HKD	4.56	21.3	n.a.	n.a.	19.6	0.9	0.8	0.9	0.9	(14.3)		0.0		4.56	21.3
中国东方航空-H 股	670 HK	HKD	2.92	18.4	n.a.	n.a.	18.8	0.9	0.7	0.8	0.8	(18.0)		0.0		2.92	18.4
中国国航-H 股	753 HK	HKD	5.31	15.1	n.a.	n.a.	17.9	1.1	0.8	0.9	0.9	(15.1)	(0.3)			5.31	15.1
国泰航空	293 HK	HKD	7.18	26.8	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	0.7	0.8	0.8	(30.5)		0.0		7.18	26.8
简单平均				20.4	n.a.	n.a.	18.8	0.9	0.8	0.8	0.8	(19.5)	(0.1)			20.4	
加权平均				19.3	0.0	0.0	16.4	0.9	0.8	0.9	0.8	(17.4)	(0.1)			19.3	
南方航空-A 股	600029 CH	CNY	6.43	21.3	n.a.	n.a.	30.6	0.9	1.4	1.5	1.4	(14.9)		0.0		6.43	21.3
中国国航-A 股	601111 CH	CNY	8.47	15.1	n.a.	n.a.	1694.0	1.1	1.5	1.7	1.6	(15.8)		0.0		8.47	15.1
东方航空-A 股	600115 CH	CNY	4.69	18.4	n.a.	n.a.	52.1	0.9	1.3	1.5	1.4	(19.0)		0.0		4.69	18.4
海航控股-A 股	600221 CH	CNY	1.97	288.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			1.97	288.3
吉祥航空-A 股	603885 CH	CNY	15.43	27.8	n.a.	125.4	25.6	2.3	2.5	2.7	2.4	(5.2)		0.0		15.43	27.8
春秋航空-A 股	601021 CH	CNY	57.40	21.8	n.a.	75.8	28.0	2.7	3.6	3.6	3.2	(1.8)		0.0		57.40	21.8
简单平均				65.5	n.a.	100.6	366.1	1.4	2.1	2.2	2.0	(11.3)		0.0		65.5	
加权平均				42.7	0.0	20.4	484.3	1.3	1.7	1.8	1.7	(12.0)		0.0		42.7	
Ana Holdings Inc	9202 JP	JPY	2,701.50	12.3	26.5	n.a.	n.a.	1.2	0.8	1.3	1.3	3.1		2.5		2,701.50	12.3
Japan Airlines Co Ltd	9201 JP	JPY	2,505.00	9.0	13.2	n.a.	n.a.	1.2	0.7	1.1	1.3	5.5		4.4		2,505.00	9.0
Asiana Airlines	020560 KS	KRW	22,400.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	1.4	2.2	2.3	(64.4)		n.a.		22,400.00	n.a.
Korean Air Lines Co Ltd	003490 KS	KRW	30,800.00	n.a.	n.a.	36.4	23.7	1.0	1.7	1.6	1.5	(15.1)		0.6		30,800.00	n.a.
Singapore Airlines Ltd	SIA SP	SGD	5.21	16.7	47.4	n.a.	n.a.	0.9	0.8	1.2	1.4	1.6		1.5		5.21	16.7
Qantas Airways Ltd	QAN AU	AUD	5.52	10.5	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	5.5	n.a.	n.a.	(0.7)		1.3		5.52	10.5
Southwest Airlines Co	LUV US	USD	49.13	12.6	n.a.	n.a.	22.0	2.8	2.7	3.1	2.7	(35.7)		0.4		49.13	12.6
Delta Air Lines Inc	DAL US	USD	40.42	8.0	n.a.	n.a.	11.7	2.4	13.6	9.1	4.5	(82.6)		1.0		40.42	8.0
United Continental Holdings	UAL US	USD	48.05	7.3	n.a.	n.a.	22.4	1.9	2.0	3.4	3.0	(84.5)		0.0		48.05	7.3
Skywest Inc	SKYW US	USD	43.69	9.3	n.a.	15.0	12.7	1.5	1.0	1.0	0.9	(11.8)		n.a.		43.69	9.3
Alaska Air Group Inc	ALK US	USD	54.71	10.5	n.a.	n.a.	11.8	1.9	2.0	2.1	1.9	(33.9)		0.7		54.71	10.5
Deutsche Lufthansa-Reg	LHA GR	EUR	5.94	6.4	n.a.	n.a.	349.5	0.8	1.3	2.9	3.2	(89.1)		0.0		5.94	6.4
Air France-Klm	AF FP	EUR	4.31	14.7	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	265.6		0.0		4.31	14.7
Ryanair Holdings Plc	RYA ID	EUR	17.02	15.1	19.4	n.a.	n.a.	2.5	3.4	4.4	4.1	16.9		0.0		17.02	15.1
American Airlines Group Inc	AAL US	USD	19.77	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	7.8	n.a.	n.a.	n.a.	323.4		0.5		19.77	5.9
Intl Consolidated Airline-Di	IAG LN	GBp	166.96	8.5	n.a.	n.a.	22.6	2.1	3.4	n.a.	n.a.	(70.9)		0.0		166.96	8.5
Easyjet Plc	EZJ LN	GBp	624.60	13.0	n.a.	n.a.	34.1	1.5	1.3	1.8	2.2	(25.3)		0.0		624.60	13.0
简单平均				10.7	26.6	25.7	56.7	2.1	2.8	2.7	2.3	6.0		0.9		10.7	
加权平均				10.1	7.2	1.9	25.5	2.4	3.6	3.0	2.3	(6.2)		0.8		10.1	
全球简单平均				32.2	26.6	#DIV/0!	147.2	1.5	1.9	1.9	1.7	(8.3)		0.3		32.2	
全球加权平均				18.0	4.7	5.2	114.9	1.9	2.8	2.4	2.0	(9.1)		0.5		18.0	

资料来源: 公司、国泰君安国际。

财务报表和比率

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Total Revenue	140,240	73,861	87,900	118,743	142,740
Passenger	124,525	55,727	65,220	91,159	112,043
Cargo	5,732	8,553	13,767	13,836	15,188
Other operating revenue	9,983	9,580	8,913	13,748	15,508
Operating cost	(104,319)	(64,621)	(80,894)	(90,931)	(108,734)
Jet fuel	(35,965)	(14,817)	(30,564)	(28,042)	(32,667)
Maintenance	(6,120)	(6,423)	(6,575)	(6,867)	(6,948)
Routing	(20,466)	(10,845)	(12,779)	(17,719)	(24,226)
Operating lease	(966)	(223)	(606)	(818)	(983)
Staff cost	(25,474)	(22,013)	(21,124)	(24,398)	(28,179)
Selling expense	(4,685)	(2,568)	(2,617)	(4,129)	(4,963)
Admin. expense	(1,885)	(959)	(1,141)	(1,542)	(1,853)
Others	(8,758)	(6,772)	(5,489)	(7,416)	(8,914)
EBITDA	35,921	9,239	7,006	27,812	34,006
Depreciation & amortization	(21,279)	(20,408)	(21,108)	(22,673)	(22,882)
Operating Profit	14,642	(11,169)	(14,102)	5,139	11,124
Non-operating revenue / (cost)	(5,522)	(7,298)	(4,947)	(5,945)	(5,301)
Net finance costs	(4,786)	(4,908)	(4,443)	(6,821)	(6,987)
FX gain / (loss)	(1,211)	3,604	1,234	0	0
Share profit of asso.	475	(5,993)	(1,738)	876	1,686
Profit Before Tax	9,120	(18,466)	(19,050)	(806)	5,823
Income Tax	(1,856)	2,650	3,941	(76)	(2,005)
profit After Tax	7,264	(15,816)	(15,109)	(883)	3,818
Non-controlling Interest	(843)	1,413	1,350	79	(341)
Shareholders' Profit / Loss	6,420	(14,403)	(13,759)	(804)	3,477
Basic EPS	0.467	(1.049)	(0.947)	(0.055)	0.239
Underlying EPS (RMB)	0.482	(0.851)	(0.920)	(0.121)	0.163
DPS(RMB)	0.044	0.000	0.000	0.000	0.055

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
PBT	9,120	(18,466)	(19,050)	(806)	5,823
Depreciation and amortization	21,279	20,408	21,108	22,673	22,882
Finance Cost	4,940	5,100	4,491	6,911	7,078
FX loss / (gain)	1,211	(3,604)	(1,234)	0	0
Net interest income / (cost)	(163)	(192)	(48)	(90)	(91)
Change in working cap.	3,245	(9,391)	1,118	3,442	5,265
Share of profit / loss of asso.	(475)	5,295	1,738	(876)	(1,686)
Tax payment	(2,161)	(1,901)	2,650	3,941	(76)
Interest paid	(4,741)	(5,768)	(5,080)	(7,816)	(8,005)
Others	1,344	(1,699)	108	3,378	157
Cash from Operating Activities	33,599	(10,216)	5,803	30,757	31,347
Capital expenditure (including	(7,112)	(9,848)	(13,261)	(12,067)	(12,407)
Advance payments and deposits	(5,627)	(2,473)	231	(4,862)	5,779
Increase of lease prepayment	0	0	0	0	0
Invest in associates	0	0	0	0	0
Others	772	183	(1,185)	(187)	196
Cash from Investing Activities	(11,967)	(12,138)	(14,215)	(17,116)	(6,432)
Net change of LT bank loan	(3,055)	34,658	8,509	17,792	(14,958)
Issuance of senior notes	(14,755)	(14,755)	(4,108)	(29,795)	(9,878)
Dividend paid	(1,701)	(645)	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
Cash from Financing Activities	(19,510)	19,259	4,402	(12,003)	(24,836)
Net Changes in Cash	2,122	(3,096)	(4,011)	1,638	78
Cash at Beg of Year	6,763	8,935	5,838	1,847	3,474
Other adjustment	50	(1)	20	(11)	(31)
Cash at End of Year	8,935	5,838	1,847	3,474	3,522

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
PPE	102,158	101,346	102,172	100,468	98,840
Right-of-use asset	119,377	114,540	121,735	142,493	147,798
Lease prepayment	0	0	0	0	0
Advance payment and deposit	23,051	25,523	25,293	35,155	29,376
Investment in associates	16,191	12,520	10,781	11,657	13,343
Others	8,613	10,365	11,835	13,861	16,181
Total Non-current Assets	269,390	264,294	271,816	303,634	305,539
Cash & Cash Equivalents	8,935	5,838	1,847	3,474	3,522
Pledged deposit	728	737	1,971	2,248	2,143
Inventories	2,099	1,854	2,192	2,034	2,242
Trade receivable	5,998	2,949	4,593	6,205	7,458
Others	7,056	8,357	8,263	8,310	8,287
Total Current Assets	24,817	19,736	18,866	22,271	23,651
Total Assets	294,206	284,030	290,682	325,905	329,190
Bank loans	22,730	39,630	46,764	59,058	53,143
Finance lease	13,862	13,561	14,607	15,105	15,256
Trade payable	16,578	12,671	12,996	11,850	13,044
Air traffic liabilities	9,980	2,003	2,770	4,186	6,120
Accruals and payable	11,977	11,178	13,185	17,811	21,411
Others	2,845	1,555	2,067	4,019	2,869
Total Current Liabilities	77,973	80,598	92,388	112,030	111,842
Lease liability	0	0	0	0	0
Long Term borrowing	16,599	31,639	37,334	47,150	42,427
Financial lease	86,586	76,099	79,904	83,899	88,094
Others	11,719	11,921	12,392	15,044	15,227
Total Non-current Liabilities	114,904	119,658	129,629	146,092	145,748
Total Liabilities	192,877	200,257	222,018	258,122	257,590
Total Shareholders' Equity	93,459	77,541	63,782	62,978	66,455
Minority Interest	7,871	6,232	4,882	4,804	5,145
Total Equity	101,329	83,773	68,665	67,782	71,600
BPS(RMB)	6.434	5.339	4.391	4.336	4.575

财务比率					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EBITDAR	25.6	12.5	8.0	23.4	23.8
Opt margin	10.4	(15.1)	(16.0)	4.3	7.8
Net Profit margin	4.6	(19.5)	(15.7)	(0.7)	2.4
Passenger revenue growth	3.4	(55.2)	17.0	39.8	22.9
Cargo revenue growth	(49.7)	49.2	61.0	0.5	9.8
Total revenue growth	(0.5)	(47.3)	19.0	35.1	20.2
EBITDA growth	24.5	(74.3)	(24.2)	297.0	22.3
Operating profit growth	2.1	(176.3)	26.3	(136.4)	116.5
Net profit growth	(12.7)	(324.3)	(4.5)	(94.2)	(532.5)
EPS growth	(12.7)	(324.3)	(9.7)	(94.2)	(532.5)
Underlying EPS growth	(19.4)	(276.4)	8.1	(86.8)	(234.5)
BPS growth	0.3	(17.0)	(17.7)	(1.3)	5.5
ROA	2.4	(5.4)	(5.1)	(0.3)	1.1
ROE	6.9	(16.8)	(19.5)	(1.3)	5.4
Net gearing	140.0	200.0	277.1	320.3	294.0
Interest coverage	305.9	(227.6)	(317.4)	75.3	159.2
Current ratio	31.8	24.5	20.4	19.9	21.1
Quick ratio	20.1	11.8	9.1	10.6	11.7
ASK growth	5.2	(45.8)	9.2	28.8	20.8
RPK growth	5.7	(52.9)	18.2	33.6	26.7
Pax LF	81.0	70.4	76.2	79.0	82.9
AFTK growth	2.3	(12.0)	19.5	3.3	8.3
RFTK growth	(3.6)	(25.5)	60.6	5.1	13.6
Cargo LF	43.6	36.9	49.6	50.5	53.0

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除晋商银行(02558 HK)、海天线(08227 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2021 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk