

扣汇核心利润亏损178亿元，机队引进大幅放缓

投资要点

- **业绩小结：**2021年公司实现营业收入745亿元（同比+7.2%），对应归母净利润亏损166亿元（20年同期亏损144亿元），扣非归母净利润亏损171亿元（20年同期亏损147亿元），亏损扩大。分季度看，Q1~Q4营收分别为146亿元、231亿元、198亿元、171亿元，对应归母净利润分别为-62亿元、-6亿元、-35亿元、-63亿元。
- **扣汇核心利润亏损约178亿元。**2021年人民币升值6.91%，公司净汇兑收益12亿元（20年同期汇兑收益36亿元）。2021年公司汇率敏感性为3.3亿元（20年同期为3.7亿元）。
- **运营数据上，RPK同比-4.7%，相比于19年恢复率为45%。**其中国内RPK同比增长5%，为19年同期的74%。ASK同比-2.3%，相比于19年恢复率为53%。客座率方面，21年全年客座率为68.63%（同比-1.75pp）。机队引进方面，**2022~2024机队复合增速为0.97%**。截止2021年12月公司机队规模746架，2021年全年净引进39架飞机。预计2022年~2024年公司机队规模分别为770、770、768架。
- **客收回升，单位成本上涨。**2021年客公里收入为0.56元（同比+9.9%），其中国内线收入0.53元（同比+14.0%），地区线收入0.69元（同比-15.3%），国际线1.85元（同比+125.8%）。2021年公司单位成本为0.5631元（同比+16.2%），其中单位燃油成本为0.1358元（同比+43.0%），单位扣油成本为0.4273元（同比+9.7%）。2021年布油中枢上涨70%，原油价格大幅上对航司成本端造成较大压力。
- **盈利预测与投资建议。**“十四五”期间航空业机队规模增速预计低于6%，同期需求复合增速为5.9%，民航将迎来中期供需结构改善。受国内以及全球疫情影响，我们下调了2022年及以后的盈利预测。我们预计2022-2024年公司归母净利润为-130、-94、24亿元，对应PE为-11、-15、58倍。维持“持有”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复出行需求恢复受阻，宏观经济下行，原油成本上涨。

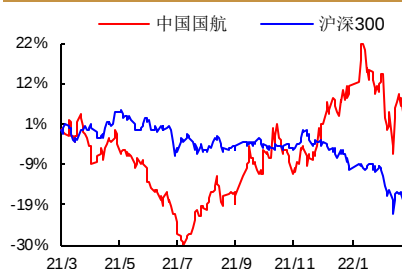
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74531.67	85208.70	98512.33	119287.29
增长率	7.23%	14.33%	15.61%	21.09%
归属母公司净利润（百万元）	-16642.31	-12992.98	-9372.81	2373.95
增长率	-15.50%	21.93%	27.86%	125.33%
每股收益EPS（元）	-1.15	-0.89	-0.65	0.16
净资产收益率ROE	-28.59%	-26.84%	-22.68%	5.23%
PE	-8.3	-10.6	-14.7	58.1
PB	2.25	2.65	3.05	2.79

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
 联系人：宿一赫
 电话：15721449682
 邮箱：suyh@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)	6.31-11.0
总市值(亿元)	1,379.86
总资产(亿元)	2,984.15
每股净资产(元)	4.23

相关研究

1. 中国国航（601111）：受益内线市场回暖及汇兑收益，Q2亏损大幅收窄（2021-08-30）

盈利预测

关键假设：

- 1) 预计公司 2022~2024ASK 增速分别为 8%(同比 19 年-43%)/13%/17%。
- 2) 2022~2024 客公里收入分别为 0.55/0.55/0.57 元。
- 3) 2022~2024 布油中枢为 80/80/80 美元，人民币汇率均值 6.4/6.4/6.4。

表 1：盈利预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
收入合计	74,532	85,209	98,512	119,287
YoY	7%	14%	16%	21%
航空运输收入	74,532	85,209	98,512	119,287
YoY	13%	14%	16%	21%
客运收入	58,317	62,898	74,953	94,385
YoY	5%	8%	19%	26%
货运收入	11,113	17,158	18,355	19,646
YoY	30%	54%	7%	7%
其他运输收入	5,102	5,153	5,204	5,256
YoY	183%	1%	1%	1%
成本合计	85,844	92,657	100,270	108,235
YoY	14%	8%	8%	8%
燃油成本	20,704	23,188	25,971	29,087
YoY	40%	12%	12%	12%
扣油成本	65,140	69,469	74,299	79,147
YoY	7%	7%	7%	7%
毛利	-11,312	-7,448	-1,758	11,053
毛利率	-15.18%	-8.74%	-1.78%	9.27%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	74531.67	85208.70	98512.33	119287.29	净利润	-18829.37	-14700.47	-10604.54	2685.93
营业成本	85843.60	92657.18	100270.05	108234.74	折旧与摊销	9493.12	5341.37	5385.90	5385.90
营业税金及附加	267.58	213.02	216.73	298.22	财务费用	4127.08	852.09	1970.25	-1192.87
销售费用	4451.69	4686.48	4925.62	5964.36	资产减值损失	-337.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	4498.80	4260.43	3743.47	3578.62	经营营运资本变动	21608.13	-20642.15	4359.73	-1653.10
财务费用	4127.08	852.09	1970.25	-1192.87	其他	-3173.75	-236.62	-480.38	-352.54
资产减值损失	-337.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	12887.77	-29385.79	630.96	4873.32
投资收益	-745.87	355.00	364.00	391.00	资本支出	5902.23	-1600.00	-15100.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.40	0.00	0.00	0.00	其他	-10355.01	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	-4452.78	-1245.00	-14736.00	291.00
营业利润	-21851.46	-17105.51	-12249.78	2795.22	短期借款	-7325.17	5576.22	17075.36	-3796.88
其他非经营损益	16.42	19.41	-66.30	325.00	长期借款	22479.77	2000.00	2000.00	1500.00
利润总额	-21835.04	-17086.10	-12316.07	3120.22	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-3005.67	-2385.63	-1711.53	434.29	支付股利	0.00	3328.46	2598.60	1874.56
净利润	-18829.37	-14700.47	-10604.54	2685.93	其他	-13443.29	6850.83	-6970.25	-3807.13
少数股东损益	-2187.06	-1707.48	-1231.73	311.97	筹资活动现金流净额	1711.31	17755.51	14703.71	-4229.44
归属母公司股东净利润	-16642.31	-12992.98	-9372.81	2373.95	现金流量净额	10096.72	-12875.27	598.66	934.87
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16709.66	3834.39	4433.05	5367.93	成长能力				
应收和预付款项	3434.90	4030.74	4586.89	5478.92	销售收入增长率	7.23%	14.33%	15.61%	21.09%
存货	2050.28	2094.64	2392.84	2544.61	营业利润增长率	-18.12%	21.72%	28.39%	122.82%
其他流动资产	8201.88	5346.12	6180.16	7482.60	净利润增长率	-19.01%	21.93%	27.86%	125.33%
长期股权投资	12081.09	12081.09	12081.09	12081.09	EBITDA 增长率	-5.83%	-32.57%	55.15%	242.80%
投资性房地产	128.78	128.78	128.78	128.78	获利能力				
固定资产和在建工程	119872.10	116280.13	111143.63	106007.13	毛利率	-15.18%	-8.74%	-1.78%	9.27%
无形资产和开发支出	4646.36	4521.90	4397.43	4272.97	三费率	17.55%	11.50%	10.80%	7.00%
其他非流动资产	131290.09	131265.16	131240.22	131215.29	净利率	-25.26%	-17.25%	-10.76%	2.25%
资产总计	298415.15	279582.95	276584.10	274579.31	ROE	-28.59%	-26.84%	-22.68%	5.23%
短期借款	22001.92	27578.14	44653.50	40856.62	ROA	-6.31%	-5.26%	-3.83%	0.98%
应付和预收款项	17175.11	18579.51	20214.34	21806.72	ROIC	-90.28%	-115.66%	-54.36%	13.17%
长期借款	43620.47	45620.47	47620.47	49120.47	EBITDA/销售收入	-11.04%	-12.81%	-4.97%	5.86%
其他负债	149752.59	133038.37	132335.28	126474.50	营运能力				
负债合计	232550.08	224816.49	244823.59	238258.31	总资产周转率	0.26	0.29	0.35	0.43
股本	14524.82	14524.82	14524.82	14524.82	固定资产周转率	0.86	1.02	1.25	1.62
资本公积	26270.84	26270.84	26270.84	26270.84	应收账款周转率	25.12	26.10	25.94	26.62
留存收益	20880.26	11215.73	4441.52	8690.04	存货周转率	41.38	43.47	43.52	43.47
归属母公司股东权益	61402.52	52011.39	45237.18	49485.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.47%	—	—	—
少数股东权益	4462.55	2755.07	1523.34	1835.31	资本结构				
股东权益合计	65865.07	54766.46	46760.52	51321.01	资产负债率	77.93%	80.41%	88.52%	86.77%
负债和股东权益合计	298415.15	279582.95	291584.10	289579.31	带息债务/总负债	32.30%	39.68%	44.23%	44.48%
					流动比率	0.33	0.20	0.19	0.25
					速动比率	0.31	0.18	0.16	0.22
					股利支付率	0.00%	25.62%	27.72%	-78.96%
					每股指标				
					每股收益	-1.15	-0.89	-0.65	0.16
					每股净资产	4.23	3.58	3.11	3.41
					每股经营现金	0.89	-2.02	0.04	0.34
					每股股利	0.00	-0.23	-0.18	-0.13
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-8231.26	-10912.05	-4893.63	6988.25					
PE	-8.29	-10.62	-14.72	58.12					
PB	2.25	2.65	3.05	2.79					
PS	1.85	1.62	1.40	1.16					
EV/EBITDA	-10.21	-10.26	-25.62	16.77					
股息率	0.00%	—	—	—					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@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	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn