

中国国航 (601111.SH)

亏损延续，持续看好疫情消退后的业绩弹性

买入

核心观点

中国国航披露 2021 年年报：中国国航披露 2021 年报，全年营业收入 745.3 亿，同比增长 7.2%，其中四季度营业收入 170.7 亿，同比降 18.9%；全年归母净利润-166.4 亿，亏损同比扩大 22.3 亿，其中四季度归母净利润-63.2 亿，亏损同比扩大 20.2 亿。

疫情频繁扰动，量稳价升，收入同比增 7.2%。2021 年内疫情频繁扰动，且公司核心基地北京市场因防疫政策更为严格，公司全年客运运力投放同比小幅下降 2.3%，旅客周转量同比下降 4.7%，客座率 68.63%，同比下降 1.74pct，其中国内线业务量同比有所提升，国际线业务量仍录得明显下降。行业经营存在压力，各公司均强化收益管理，叠加国内线旅客结构改变及国际线高运价，公司全年客公里收益同比提高近 10%，相比 2019 年提高 4.4%。此外，货邮高景气拉动公司营收，整体收入同比增 7.2%。

航油成本大幅提高，费用基本稳定，业绩亏损延续。2021 年油价整体上行，公司全年航油成本 207 亿，同比提高 39.7%，单位 ASK 航油成本提高 43%至 0.1358 元。非油成本方面，由于固定成本占比较高，公司运投同比下滑，单位 ASK 非油成本同样录得提升，为 0.4372 元，同比升 9.7%。费用端，公司销售、管理、研发费用基本稳定，费用率水平波动不大，财务费用则因汇兑损益同比下降而有明显提升，扣汇财务费用小幅提高，波动不显著。因国泰航空大幅减亏，公司投资收益-7.46 亿，投资损失同比降 51.7 亿，其余科目变化不大。受制于疫情反复下国内需求波动及国门几乎关闭的背景下国际线有价无量的局面，公司业绩亏损延续，亏损幅度加大。

2022 年不确定性持续，看好疫情结束后的周期弹性。2022 年政策层面坚持动态清零策略，各地疫情仍有反复的可能性，民航需求复苏的不确定性仍然存在，但行业性的供给收紧已经出现并将持续，为周期反转创造先决条件，如有朝一日决策层在权衡利弊后改变策略，民航向上弹性大。历史上看，公司是我国收益品质最高的航空公司，一旦周期反转，业绩有望创造历史新高。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故
投资建议：维持“买入”评级。

考虑到国内疫情反复带来的影响持续超出我们预期，全面复苏的时点可能推后，因此下调 2022-2023 年盈利预测，自 21.2 亿、156.8 亿下调至-107.1 亿、26.0 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司业绩为 185.8 亿。我们继续看好疫情消退后的供需反转，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	69,504	74,532	96,450	122,581	175,484
(+/-%)	-49.0%	7.2%	29.4%	27.1%	43.2%
净利润(百万元)	-14409	-16642	-10705	2601	18575
(+/-%)	-324.8%	15.5%	—	-124.3%	614.3%
每股收益(元)	-1.05	-1.21	-0.78	0.19	1.35
EBIT Margin	-21.3%	-27.5%	-15.0%	2.6%	15.1%
净资产收益率 (ROE)	-18.6%	-27.1%	-21.1%	4.9%	28.1%
市盈率 (PE)	-7.8	-6.8	-10.6	43.5	6.1
EV/EBITDA	-57.6	-31.5	-109.5	23.8	9.3
市净率 (PB)	1.54	1.95	2.36	2.25	1.81

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

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

cnzengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	12.00 - 12.00 元
收盘价	9.50 元
总市值/流通市值	137988/137988 百万元
52 周最高价/最低价	11.38/6.23 元
近 3 个月日均成交额	533.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国国航-601111-2021 年三季报点评：疫情扰动延续亏损，业绩释放需待防疫政策松动》——2021-11-02
- 《中国国航-601111-2021 年中报点评：减亏超预期，看好远期业绩表现》——2021-08-31
- 《中国国航-601111-2021 年一季报点评：一季度续亏，二季度有望显著减亏》——2021-05-01
- 《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

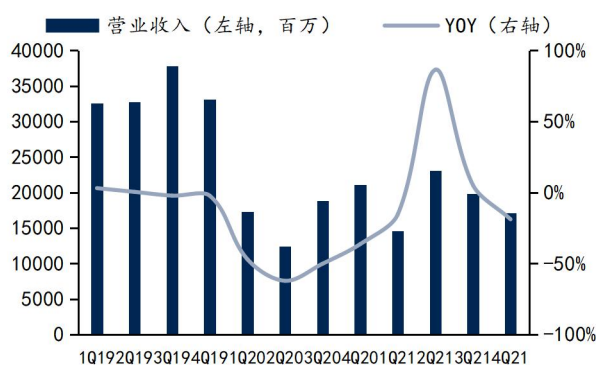
中国国航披露 2021 年年报：中国国航披露 2021 年报，全年营业收入 745.3 亿，同比增长 7.2%，其中四季度营业收入 170.7 亿，同比降 18.9%；全年归母净利润 -166.4 亿，亏损同比扩大 22.3 亿，其中四季度归母净利润 -63.2 亿，亏损同比扩大 20.2 亿。

图1：中国国航营业收入及增速（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3：中国国航归母净利润及增速（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4：中国国航单季归母净利润及增速（单位：百万）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

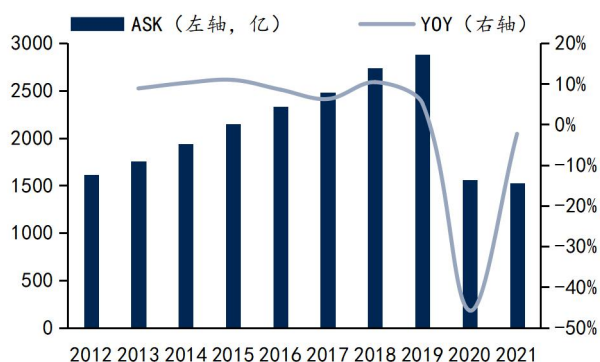
疫情频繁扰动，量稳价升，收入同比增 7.2%。2021 年内疫情频繁扰动，年初就地过年阴霾过后，4-5 月份民航国内市场需求全面超越疫情前，但暑运未过半，南京疫情的扩散再度对需求造成沉重打击，国庆假期过后，各地疫情散发不断，尤其在四季度，民航需求持续低位运行。

公司核心基地为北京，北京防疫政策更为严格，导致公司业务量承压。公司全年客运运力投放同比小幅下降 2.3%，旅客周转量同比下降 4.7%，客座率 68.63%，同比下降 1.74pct。全年来看，公司国内线业务量同比有所提升，ASK 同比增 7.7%，RPK 同比增 4.5%，客座率 69.55%，同比下降 2.10%，国际线则因国门几乎关闭，业务量同比再度大幅下降。

行业经营存在压力，各公司均强化收益管理，叠加国内线旅客结构改变，刚需旅客占比增加，旅游客因各地限制政策全线低迷，公司国内线客公里收入 0.5318 元，同比提高 7.4%。国际线因“五个一”政策导致供给几近归零，导致量跌价升，国际线客公里收益大涨 109%至 1.8523 元，四倍于疫情前。整体来看，公司全年客公里收入 0.5574 元，比提高近 10%，相比 2019 年提高 4.4%。

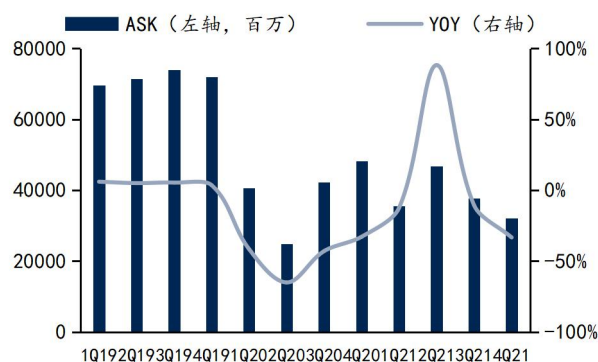
此外，2021 年货邮运输保持全面高景气，拉动公司营收，整体收入同比增 7.2%。

图5：中国国航 ASK 及同比增速



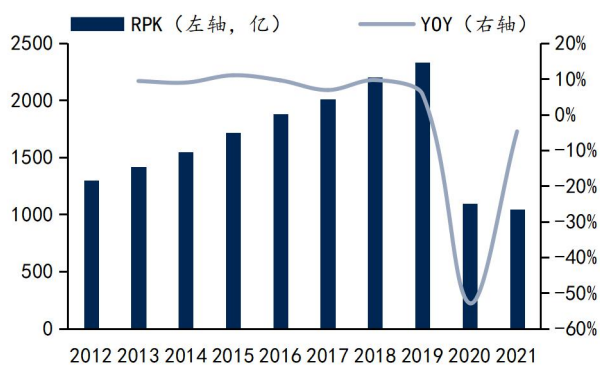
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国国航季度 ASK 及同比增速



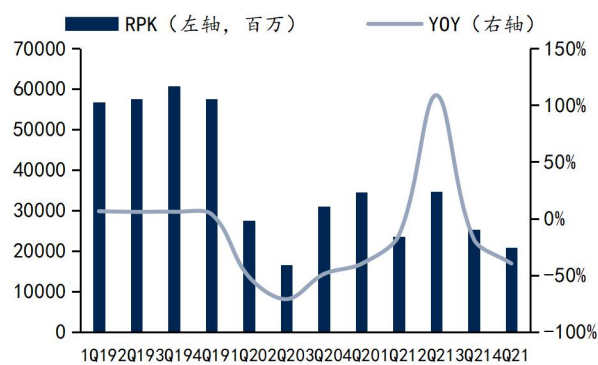
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：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8：中国国航单季度 RPK 及同比增速



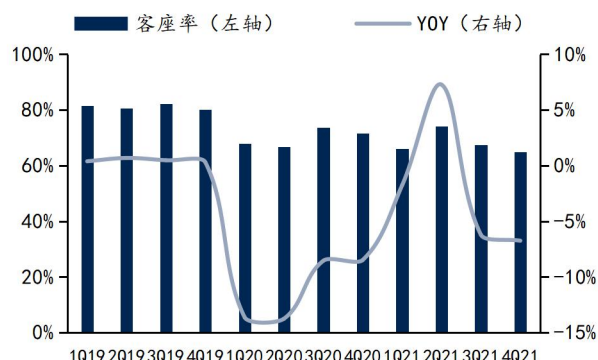
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中国国航客座率及同比变化



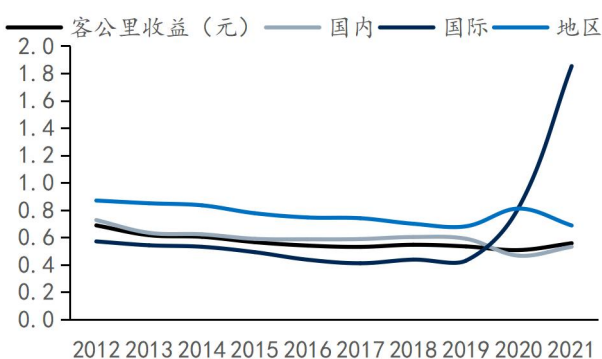
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中国国航季度客座率



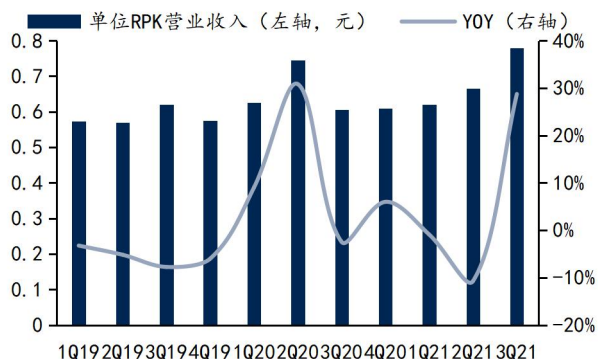
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中国国航客公里收益变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：中国国航季度单位 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

航油成本大幅提高，费用基本稳定，业绩亏损延续。2021 年油价整体上行，呈现前低后高的走势，导致公司航油成本显著上行，全年为 207 亿，同比提高 39.7%，单位 ASK 航油成本提高 43%至 0.1358 元。

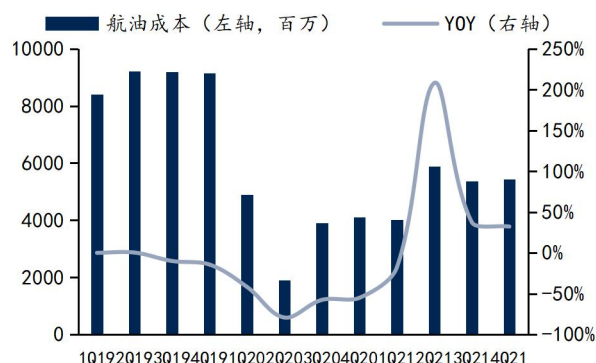
非油成本方面，由于固定成本占比较高，公司全年非油营业成本为 651.4 亿，同比提高 7.1%，叠加公司运投同比下滑，单位 ASK 非油成本录得提升，为 0.4372 元，同比升 9.7%。

图13: 中国国航航油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 中国国航季度航油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 中国国航非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 中国国航季度非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 中国国航单位ASK非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 中国国航季度单位ASK非油成本及同比



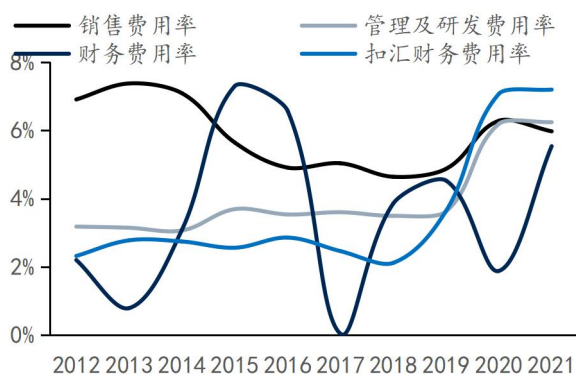
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用端，公司销售、管理、研发费用基本稳定，费用率水平波动不大，其中销售、管理及研发费用率分别为 6.0%、6.2%，同比降 0.3%，升 0.1%。

财务费用则因汇兑损益同比下降而有明显提升，2021 年汇兑收益为 12.4 亿，2020 年为 36.0 亿，扣汇财务费用为 53.6 亿，同比小幅提高。

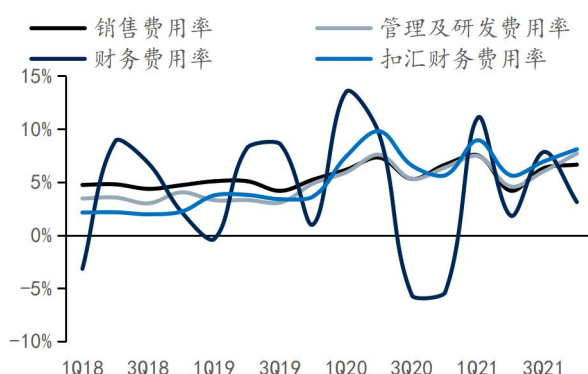
因国泰航空大幅减亏，公司投资收益-7.46 亿，投资损失同比降 51.7 亿，其余科目变化不大。受制于疫情反复下国内需求波动及国门几乎关闭的背景下国际线有价无量的局面，公司业绩亏损延续，亏损幅度加大。

图 19：中国国航费用率走势



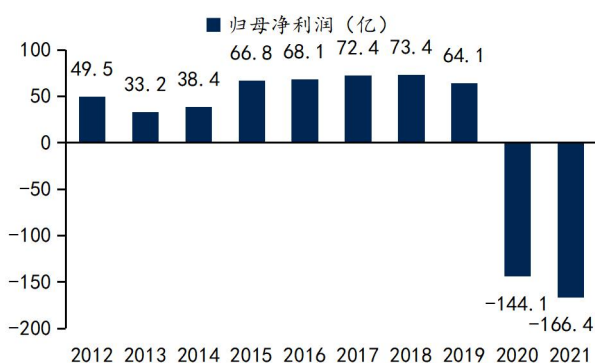
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：中国国航季度费用率走势



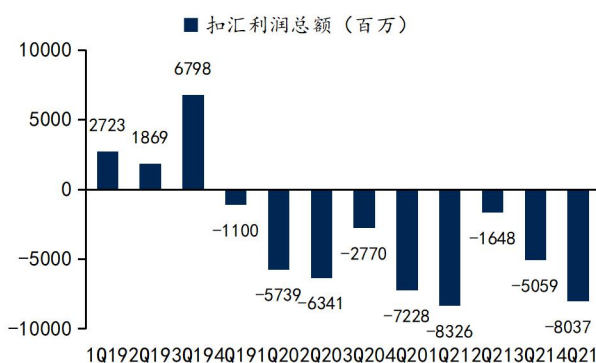
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 21：中国国航扣汇利润总额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 22：中国国航季度扣汇利润总额



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年不确定性持续，看好疫情结束后的业绩弹性。2022 年政策层面坚持动态清零策略，各地疫情仍有反复的可能性，民航需求复苏的不确定性仍然存在，但

行业性的供给收紧已经出现并将持续，为周期反转创造先决条件，如有朝一日决策层在权衡利弊后改变策略，民航向上弹性大。历史上看，公司是我国收益品质最高的航空公司，一旦周期反转，业绩有望创造历史新高。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到国内疫情反复带来的影响持续超出我们预期，全面复苏的时点可能推后，因此下调 2022-2023 年盈利预测，自 21.2 亿、156.8 亿下调至-107.1 亿、26.0 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司业绩为 185.8 亿。我们继续看好疫情消退后的供需反转，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6575	16710	12295	11423	13038	营业收入	69504	74532	96450	122581	175484
应收款项	2949	2995	3964	5373	7692	营业成本	75631	85844	100263	107088	133463
存货净额	1854	2050	2452	1829	2316	营业税金及附加	217	268	318	245	351
其他流动资产	8357	8638	6752	7355	8774	销售费用	4366	4452	5101	6229	8477
流动资产合计	19736	30397	25469	25991	31838	管理费用	4123	4499	5258	5865	6728
固定资产	125857	119872	118885	125531	141659	财务费用	1309	4127	5082	5272	5435
无形资产及其他	3597	3544	3602	3661	3719	投资收益	(5916)	(746)	600	1000	1500
投资性房地产	122501	132521	132521	132521	132521	资产减值及公允价值变动	476	337	(200)	100	(200)
长期股权投资	12380	12081	12181	12381	12581	其他收入	3083	3214	0	0	0
资产总计	284071	298415	292659	300084	322317	营业利润	(18500)	(21851)	(19172)	(1018)	22331
短期借款及交易性金融负债	51382	41072	40298	45695	45814	营业外净收支	25	16	4300	4900	5400
应付款项	12803	13507	17166	18291	21502	利润总额	(18475)	(21835)	(14872)	3882	27731
其他流动负债	16210	36837	39890	37565	40742	所得税费用	(2652)	(3006)	(2677)	893	6378
流动负债合计	80394	91416	97354	101551	108059	少数股东损益	(1413)	(2187)	(1490)	389	2778
长期借款及应付债券	31639	53120	53120	53120	53120	归属于母公司净利润	(14409)	(16642)	(10705)	2601	18575
其他长期负债	88223	88014	88514	89014	89514	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	119862	141134	141634	142134	142634	净利润	(14409)	(16642)	(10705)	2601	18575
负债合计	200257	232550	238988	243685	250693	资产减值准备	478	(138)	(6)	(1)	8
少数股东权益	6232	4463	2973	3362	5584	折旧摊销	9276	9365	11215	12099	13212
股东权益	77582	61403	50697	53038	66040	公允价值变动损失	(476)	(337)	200	(100)	200
负债和股东权益总计	284071	298415	292659	300084	322317	财务费用	1309	4127	5082	5272	5435
关键财务与估值指标						营运资本变动	(25136)	10442	7722	(2091)	2671
每股收益	(1.05)	(1.21)	(0.78)	0.19	1.35	其它	(2496)	(2809)	(1483)	390	2215
每股红利	0.42	0.40	0.00	0.02	0.38	经营活动现金流	(32762)	(119)	6942	12897	36880
每股净资产	5.34	4.23	3.49	3.65	4.55	资本开支	0	(3370)	(10480)	(18702)	(29605)
ROIC	-9%	-12%	-8%	2%	14%	其它投资现金流	0	(4)	(2)	(4)	(6)
ROE	-19%	-27%	-21%	5%	28%	投资活动现金流	3672	(3076)	(10582)	(18906)	(29811)
毛利率	-9%	-15%	-4%	13%	24%	权益性融资	(103)	490	0	0	0
EBIT Margin	-21%	-28%	-15%	3%	15%	负债净变化	19940	22480	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-15%	-3%	12%	23%	支付股利、利息	(6165)	(5784)	0	(260)	(5573)
收入增长	-49%	7%	29%	27%	43%	其它融资现金流	(1446)	(20552)	(774)	5397	120
净利润增长率	-325%	15%	—	-124%	614%	融资活动现金流	26002	13330	(774)	5137	(5453)
资产负债率	73%	79%	83%	82%	80%	现金净变动	(3088)	10134	(4415)	(872)	1616
息率	5.2%	4.8%	0.0%	0.2%	4.7%	货币资金的期初余额	9664	6575	16710	12295	11423
P/E	(7.8)	(6.8)	(10.6)	43.5	6.1	货币资金的期末余额	6575	16710	12295	11423	13038
P/B	1.5	1.9	2.4	2.3	1.8	企业自由现金流	0	(1267)	(3425)	(6265)	6657
EV/EBITDA	(57.6)	(31.5)	(109.5)	23.8	9.3	权益自由现金流	0	660	(8361)	(4789)	2733

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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