

# 中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 大幅减亏 投资收益明显

### 业绩

2023年8月30日,中国国航发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入596.1亿元,同比增长149%;实现归母净利润-34.5亿元,减亏160亿元;其中Q2实现营业收入345.5亿元,同比增长213%;实现归母净利润-5.2亿元,减亏100亿元。

### 经营分析

**Q2 业务量及票价增长,带动营收大幅改善。**自2023年初“乙类乙管”以来,民航市场快速恢复。量方面,2023Q2公司供需均明显改善,其中Q2公司ASK同比增长356%,恢复至2019年106%,RPK同比增长446%,恢复至2019年93%,其中3月山航并表也导致公司经营数据增速高于行业。价方面,2023H1客公里收益为0.61元,同比增长8.2%,其中国内航线同比增长11.5%。在业务量及价格水平双升的带动下,公司Q2营收同比大幅增长213%。

**单位成本同比下降,投资收益增厚利润。**公司周转恢复较快,2023Q2单位座公里成本为0.43元,同比下降61%,较2019年增长11%。2023Q2公司毛利率为5%,同比增长73pct。费用率方面,2023Q2公司销售、管理、研发、财务费用率分别为3.9%、3.8%、0.2%、11%,其中财务费用率较高主要系Q2人民币兑美元汇率环比贬值5.4%,产生明显汇兑损失,2023H1公司汇兑损失约为15.7亿元。若不考虑汇兑损失影响,公司Q2或能实现盈利。此外,2023H1公司投资收益14亿元,其中中国泰航空为公司贡献投资收益12.8亿元;2023H1公司营业外收入为13.7亿元,主要系飞机运营补偿。2023Q2公司归母净利润-5.2亿元,减亏100亿元,净利率为-1.5%。

**跨境团队游名单再增加,公司国际航线恢复可期。**国际航线持续恢复,最近一周国际航线航班量为2019年48%,地区航线航班量为2019年59%。8月10日文旅部再发通知宣布扩大出境团队业务国家规模至138个,第三批出境团队游国家名单包括美国、日本、韩国、英国、德国等。公司一直以来就以欧美航线见长,本次团队游开放预计有助于公司相关航线的恢复,待国际航线复苏,公司宽体机利用率提升,单位成本将下降,未来盈利恢复可期。

### 盈利预测与评级

维持公司2023-2025年净利预测39亿元、163亿元、192亿元。维持“买入”评级。

### 风险提示

需求恢复不及预期风险,汇率波动风险,油价上涨风险,增发摊薄风险,安全事故风险。

### 交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

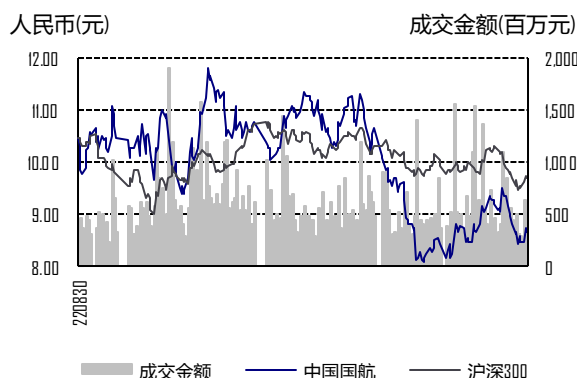
分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):8.67元

### 相关报告:

- 《中国国航公司点评:Q1大幅减亏 旺季值得期待》, 2023.4.27
- 《中国国航公司点评:至暗时刻已过 业绩恢复可期》, 2023.3.31
- 《Q3投资收益同比转正,静待需求恢复增长-中国国航季报点评》, 2022.10.30



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	74,532	52,898	133,482	171,603	180,675
营业收入增长率	7.2%	-29.0%	152.3%	28.6%	5.3%
归母净利润(百万元)	-16,642	-38,619	3,859	16,335	19,178
归母净利润增长率	15.5%	132.1%	N/A	323.3%	17.4%
摊薄每股收益(元)	-1.15	-2.66	0.24	1.01	1.18
每股经营性现金流净额	0.89	-1.15	2.21	2.60	2.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	-27.1%	-163.6%	9.2%	29.4%	26.7%
P/E	N/A	N/A	36.4	8.6	7.3
P/B	2.2	6.5	3.4	2.5	2.0

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>69,504</b>	<b>74,532</b>	<b>52,898</b>	<b>133,482</b>	<b>171,603</b>	<b>180,675</b>	货币资金	6,575	16,710	11,436	21,604	27,588	48,430	
增长率	7.2%	-29.0%	152.3%	28.6%	5.3%		应收款项	6,441	6,186	4,465	9,734	7,751	8,161	
主营业务成本	-75,631	-85,844	-82,812	-116,079	-135,225	-139,429	存货	1,854	2,050	2,558	2,634	2,374	2,448	
%销售收入	108.8%	115.2%	156.6%	87.0%	78.8%	77.2%	其他流动资产	4,866	5,451	3,787	3,666	3,915	4,098	
毛利	-6,127	-11,312	-29,915	17,403	36,377	41,246	流动资产	19,736	30,397	22,245	37,638	41,628	63,137	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	13.0%	21.2%	22.8%	%总资产	6.9%	10.2%	7.5%	12.5%	13.9%	20.0%	
营业税金及附加	-217	-268	-156	-394	-507	-534	长期投资	14,720	14,337	14,825	14,825	14,825	14,825	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	125,857	119,872	119,278	113,089	112,077	112,334	
销售费用	-4,366	-4,452	-3,530	-5,606	-7,207	-7,588	%总资产	44.3%	40.2%	40.4%	37.5%	37.5%	35.7%	
%销售收入	6.3%	6.0%	6.7%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	4,992	4,896	5,652	5,629	5,618	5,618	
管理费用	-4,123	-4,499	-4,799	-5,339	-5,663	-5,962	非流动资产	264,335	268,018	272,766	263,926	257,072	251,797	
%销售收入	5.9%	6.0%	9.1%	4.0%	3.3%	3.3%	%总资产	93.1%	89.8%	92.5%	87.5%	86.1%	80.0%	
研发费用	-179	-153	-244	-267	-343	-361	<b>资产总计</b>	<b>284,071</b>	<b>298,415</b>	<b>295,011</b>	<b>301,564</b>	<b>298,700</b>	<b>314,934</b>	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	51,382	41,072	57,211	50,552	33,398	33,398	
息税前利润 (EBIT)	-15,012	-20,683	-38,643	5,796	22,657	26,800	应付款项	22,403	30,746	24,760	34,466	35,163	36,304	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	4.3%	13.2%	14.8%	其他流动负债	6,609	19,597	10,512	16,186	16,618	16,652	
财务费用	-1,309	-4,127	-10,335	-8,902	-6,673	-5,985	流动负债	80,394	91,416	92,483	101,203	85,179	86,353	
%销售收入	1.9%	5.5%	19.5%	6.7%	3.9%	3.3%	长期贷款	21,141	43,620	66,869	66,869	66,869	66,869	
资产减值损失	-383	-174	-45	0	0	0	其他长期负债	98,722	97,514	114,100	93,896	92,171	88,929	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	200,257	232,550	273,451	261,968	244,219	242,151	
投资收益	-5,916	-746	-27	2,800	2,940	3,087	<b>普通股股东权益</b>	<b>77,582</b>	<b>61,403</b>	<b>23,609</b>	<b>41,745</b>	<b>55,630</b>	<b>71,932</b>	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	55.9%	12.7%	10.9%	其中：股本	14,525	14,525	14,525	16,201	16,201	16,201	
营业利润	-18,500	-21,851	-46,085	3,694	23,114	28,238	未分配利润	25,983	9,316	-29,309	-26,029	-12,144	4,158	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.8%	13.5%	15.6%	少数股东权益	6,232	4,463	-2,049	-2,149	-1,149	851	
营业外收支	25	16	205	1,318	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>284,071</b>	<b>298,415</b>	<b>295,011</b>	<b>301,564</b>	<b>298,700</b>	<b>314,934</b>	
税前利润	-18,475	-21,835	-45,880	5,012	23,114	28,238	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	n.a	n.a	n.a	3.8%	13.5%	15.6%	<b>每股指标</b>							
所得税	2,652	3,006	704	-1,253	-5,778	-7,059	每股收益	-0.99	-1.15	-2.66	0.24	1.01	1.18	
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	5.34	4.23	1.63	2.58	3.43	4.44	
净利润	-15,822	-18,829	-45,176	3,759	17,335	21,178	每股经营现金净流	0.10	0.89	-1.15	2.21	2.60	2.57	
少数股东损益	-1,413	-2,187	-6,556	-100	1,000	2,000	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.04	0.15	0.18	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-14,409</b>	<b>-16,642</b>	<b>-38,619</b>	<b>3,859</b>	<b>16,335</b>	<b>19,178</b>	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	2.9%	9.5%	10.6%	净资产收益率	-18.6%	-27.1%	-163.6%	9.2%	29.4%	26.7%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	-5.1%	-5.6%	-13.1%	1.3%	5.5%	6.1%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	-7.7%	-11.1%	-24.2%	2.6%	10.2%	10.9%	
净利润	-15,822	-18,829	-45,176	3,759	17,335	21,178	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-1,413	-2,187	-6,556	-100	1,000	2,000	主营业务收入增长率	-49.0%	7.2%	-29.0%	152.3%	28.6%	5.3%	
非现金支出	20,942	21,248	21,359	15,048	15,284	15,933	EBIT 增长率	N/A	37.8%	86.8%	-115.0%	290.9%	18.3%	
非经营收益	4,536	1,894	9,599	29	4,133	3,516	净利润增长率	-324.8%	15.5%	132.1%	N/A	323.3%	17.4%	
营运资金变动	-8,216	8,599	-2,544	16,965	5,395	1,042	总资产增长率	-1.8%	5.0%	-1.1%	2.2%	-0.9%	5.4%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,441</b>	<b>12,911</b>	<b>-16,762</b>	<b>35,801</b>	<b>42,147</b>	<b>41,670</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-11,905	-5,861	-6,965	-1,394	-8,430	-10,658	应收账款周转天数	23.5	14.5	16.0	12.0	8.0	8.0	
投资	-4,288	1,150	-424	0	0	0	存货周转天数	9.5	8.3	10.2	8.3	6.4	6.4	
其他	329	228	505	2,800	2,940	3,087	应付账款周转天数	72.5	55.4	55.0	41.4	27.9	27.9	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-15,864</b>	<b>-4,484</b>	<b>-6,884</b>	<b>1,406</b>	<b>-5,490</b>	<b>-7,571</b>	固定资产周转天数	460.7	416.3	596.0	219.2	168.4	160.5	
股权募资	0	490	0	14,993	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	31,959	22,087	42,239	-29,486	-17,154	0	净负债/股东权益	91.2%	117.6%	574.4%	270.2%	153.9%	86.6%	
其他	-6,165	-5,784	-6,580	-8,317	-9,523	-9,480	EBIT 利息保障倍数	-11.5	-5.0	-3.7	0.7	3.4	4.5	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>25,795</b>	<b>16,793</b>	<b>35,659</b>	<b>-22,810</b>	<b>-26,677</b>	<b>-9,480</b>	资产负债率	70.5%	77.9%	92.7%	86.9%	81.8%	76.9%	
<b>现金净流量</b>	<b>11,268</b>	<b>25,171</b>	<b>12,222</b>	<b>14,397</b>	<b>9,981</b>	<b>24,619</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	9.32	10.75~10.75
2	2022-08-31	买入	10.45	N/A
3	2022-10-30	买入	10.22	N/A
4	2023-03-31	买入	10.77	N/A
5	2023-04-27	买入	10.36	N/A

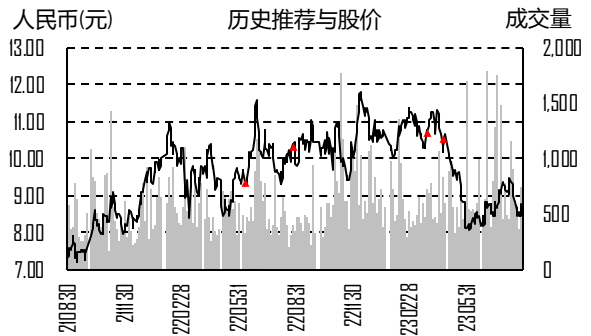
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806