

## 中国国航(601111.SH)

## 二季度业绩明显好转，年内实现扭亏比较困难

## 中性（维持）

现价：7.17元

## 主要数据

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 行业          | 交通运输                |
| 公司网址        | www.airchina.com.cn |
| 大股东/持股      | 中国航空集团有限公司/40.98%   |
| 实际控制人       | 国务院国有资产监督管理委员会      |
| 总股本(百万股)    | 14,525              |
| 流通A股(百万股)   | 9,962               |
| 流通B/H股(百万股) | 4,563               |
| 总市值(亿元)     | 907                 |
| 流通A股市值(亿元)  | 714                 |
| 每股净资产(元)    | 4.92                |
| 资产负债率(%)    | 73.2                |

## 行情走势图



## 相关研究报告

《中国国航\*601111\*受联营企业拖累，亏损幅度扩大》  
2021-04-30

《中国国航\*601111\*客运收入降幅明显，投资收益拖累业绩》  
2021-03-31

## 证券分析师

张功

投资咨询资格编号  
S1060521020003  
ZHANGGONG687@pingan.com.cn

严家源

投资咨询资格编号  
S1060518110001  
021-20665162  
YANJIAYUAN712@pingan.com.cn



## 事项：

公司发布 2021 年半年报：上半年公司实现营业收入 376.64 亿元，同比增长 27.05%，归母净利润-67.86 亿元，归母扣非净利润为-69.20 亿元，亏损幅度同比缩小。

## 平安观点：

■ **客货运数据同比均明显回升：**2021 年上半年，公司客运方面实现 ASK 投入 825.0 亿，同比增长 25.8%，实现 RPK 为 582.5 亿，同比增长 31.7%，实现旅客运输 3861.1 万人次，同比增长 55.0%，实现客座率为 70.6%，同比提高 3.2 个百分点；货运方面，实现货邮总周转量 20.7 亿吨公里，同比提高 41.7%；共执飞航班 31 万班次，同比增长 45.9%，其中宽体机运力投入同比增长 69%，有效分摊客机固定成本。

■ **二季度业绩明显好转：**2021Q2，受疫情管控形势相对较好以及国内航空客运需求回暖影响，公司实现营业收入 230.83 亿元，环比增长 58.31%；实现归母净利润-5.78 亿元，归母扣非净利润-6.19 亿元，环比改善幅度均超过 56 亿元。

■ **国泰航空和山东航空业绩同比出现改善，但仍然亏损：**2021 年上半年，公司实现投资损失为 12.73 亿元，同比减少 15.98 亿元，其中二季度投资损失为-2.26 亿元，环比大幅改善。2021H1，公司参股公司国泰航空和山航集团分别实现净利润-63.30 亿元和-7.95 亿元，依据参股比例，确认国泰航空投资损失 13.64 亿元，同比减少 10.10 亿元；确认山航集团及山航股份投资损失 0.91 亿元，同比减少 4.10 亿元。

■ **投资建议：**当前国内疫情防控形势良好，国内航空运输市场总体上呈现复苏态势，为公司业绩在年内持续修复提供了良好条件，但考虑到零星散发疫情的负面影响以及国泰航空的持续亏损对公司业绩造成负面影响。我们下调此前盈利预期，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别从 16.17 亿元、75.97 亿元和 83.40 亿元下调至-82.29 亿元、7.09 亿元和 52.81 亿元，预计 2021-2023 年 EPS 分别为-0.57 元、0.05 元和 0.36 元。对应 PE 分别

|           | 2019A   | 2020A   | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 136,181 | 69,504  | 88,481 | 122,319 | 148,617 |
| YOY(%)    | -0.4    | -49.0   | 27.3   | 38.2    | 21.5    |
| 净利润(百万元)  | 6,409   | -14,409 | -8,229 | 709     | 5,281   |
| YOY(%)    | -12.6   | -324.8  | 42.9   | 108.6   | 645.0   |
| 毛利率(%)    | 16.8    | -8.8    | 4.5    | 11.5    | 13.3    |
| 净利率(%)    | 4.7     | -20.7   | -9.3   | 0.6     | 3.6     |
| ROE(%)    | 6.9     | -18.6   | -11.9  | 1.0     | 7.0     |
| EPS(摊薄/元) | 0.44    | -0.99   | -0.57  | 0.05    | 0.36    |
| P/E(倍)    | 16.3    | -7.2    | -12.7  | 146.9   | 19.7    |
| P/B(倍)    | 1.1     | 1.3     | 1.5    | 1.5     | 1.4     |

为-12.7、146.9 和 19.7。维持“中性”评级。

- **风险提示：**1) 政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险；2) 油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响；3) 安全风险，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。4) 疫情风险，若疫情影响范围和时间过长，将对公司业绩产生较大影响。5) 宏观经济风险。宏观经济环境影响航空需求，影响公司盈利水平。

| 会计年度             | 单位:百万元  |         |         |         |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
|                  | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>流动资产</b>      | 19,736  | 21,611  | 29,706  | 36,040  |
| 现金               | 6,575   | 8,848   | 12,232  | 14,862  |
| 应收票据及应收账款        | 2,949   | 3,710   | 5,128   | 6,231   |
| 其他应收款            | 3,491   | 3,277   | 4,530   | 5,503   |
| 预付账款             | 421     | 539     | 745     | 905     |
| 存货               | 1,854   | 1,671   | 2,141   | 2,548   |
| 其他流动资产           | 4,445   | 3,567   | 4,931   | 5,991   |
| <b>非流动资产</b>     | 264,335 | 229,012 | 194,455 | 159,549 |
| 长期投资             | 12,380  | 9,880   | 9,380   | 9,380   |
| 固定资产             | 199,792 | 173,852 | 146,916 | 118,984 |
| 无形资产             | 3,597   | 2,998   | 2,398   | 1,799   |
| 其他非流动资产          | 48,566  | 42,283  | 35,761  | 29,386  |
| <b>资产总计</b>      | 284,071 | 250,623 | 224,161 | 195,589 |
| <b>流动负债</b>      | 80,394  | 87,820  | 92,616  | 90,780  |
| 短期借款             | 29,838  | 36,751  | 26,825  | 12,343  |
| 应付票据及应付账款        | 12,803  | 13,026  | 16,686  | 19,861  |
| 其他流动负债           | 37,754  | 38,043  | 49,106  | 58,577  |
| <b>非流动负债</b>     | 119,862 | 88,169  | 56,169  | 23,909  |
| 长期借款             | 107,738 | 76,044  | 44,045  | 11,785  |
| 其他非流动负债          | 12,125  | 12,125  | 12,125  | 12,125  |
| <b>负债合计</b>      | 200,257 | 175,989 | 148,786 | 114,690 |
| 少数股东权益           | 6,232   | 5,280   | 5,362   | 5,973   |
| 股本               | 14,525  | 14,525  | 14,525  | 14,525  |
| 资本公积             | 26,271  | 26,271  | 26,271  | 26,271  |
| 留存收益             | 36,787  | 28,558  | 29,218  | 34,131  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 77,582  | 69,354  | 70,013  | 74,926  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 284,071 | 250,623 | 224,161 | 195,589 |

| 会计年度           | 单位:百万元  |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 1,408   | 32,930  | 49,965  | 52,334  |
| 净利润            | -15,822 | -9,180  | 791     | 5,892   |
| 折旧摊销           | 20,559  | 33,061  | 34,057  | 34,906  |
| 财务费用           | 1,309   | 5,878   | 4,258   | 2,158   |
| 投资损失           | 5,916   | 2,247   | 247     | -253    |
| 营运资金变动         | -8,216  | 911     | 10,011  | 8,942   |
| 其他经营现金流        | -2,339  | 14      | 601     | 688     |
| <b>投资活动现金流</b> | -15,865 | 1       | -348    | -435    |
| 资本支出           | 11,975  | 0       | 0       | -0      |
| 长期投资           | -4,288  | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资现金流        | -23,552 | 1       | -348    | -435    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 11,463  | -30,659 | -46,233 | -49,269 |
| 短期借款           | 8,890   | 6,913   | -9,926  | -14,482 |
| 长期借款           | 4,552   | -31,694 | -31,999 | -32,260 |
| 其他筹资现金流        | -1,979  | -5,878  | -4,308  | -2,527  |
| <b>现金净增加额</b>  | -3,097  | 2,273   | 3,384   | 2,630   |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

| 会计年度            | 单位:百万元  |        |         |         |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|
|                 | 2020A   | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
| <b>营业收入</b>     | 69,504  | 88,481 | 122,319 | 148,617 |
| 营业成本            | 75,631  | 84,478 | 108,209 | 128,800 |
| 税金及附加           | 217     | 208    | 287     | 349     |
| 营业费用            | 4,366   | 4,659  | 6,441   | 7,825   |
| 管理费用            | 4,123   | 3,721  | 5,143   | 6,249   |
| 研发费用            | 179     | 206    | 284     | 345     |
| 财务费用            | 1,309   | 5,878  | 4,258   | 2,158   |
| 资产减值损失          | -476    | -204   | -282    | -343    |
| 信用减值损失          | 93      | 87     | 121     | 147     |
| 其他收益            | 4,076   | 4,076  | 4,076   | 4,076   |
| 公允价值变动收益        | 0       | 0      | 0       | 0       |
| 投资净收益           | -5,916  | -2,247 | -247    | 253     |
| 资产处置收益          | 44      | 87     | 87      | 87      |
| <b>营业利润</b>     | -18,500 | -8,869 | 1,452   | 7,110   |
| 营业外收入           | 166     | 220    | 220     | 220     |
| 营业外支出           | 140     | 192    | 192     | 192     |
| <b>利润总额</b>     | -18,475 | -8,841 | 1,479   | 7,138   |
| 所得税             | -2,652  | 339    | 688     | 1,246   |
| <b>净利润</b>      | -15,822 | -9,180 | 791     | 5,892   |
| 少数股东损益          | -1,413  | -952   | 82      | 611     |
| <b>归属母公司净利润</b> | -14,409 | -8,229 | 709     | 5,281   |
| EBITDA          | 3,394   | 30,098 | 39,794  | 44,202  |
| EPS (元)         | -0.99   | -0.57  | 0.05    | 0.36    |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入(%)        | -49.0  | 27.3  | 38.2  | 21.5  |
| 营业利润(%)        | -301.6 | 52.1  | 116.4 | 389.8 |
| 归属于母公司净利润(%)   | -324.8 | 42.9  | 108.6 | 645.0 |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率(%)         | -8.8   | 4.5   | 11.5  | 13.3  |
| 净利率(%)         | -20.7  | -9.3  | 0.6   | 3.6   |
| ROE(%)         | -18.6  | -11.9 | 1.0   | 7.0   |
| ROIC(%)        | -6.6   | -2.0  | 2.3   | 5.2   |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 70.5   | 70.2  | 66.4  | 58.6  |
| 净负债比率(%)       | 156.3  | 139.3 | 77.8  | 11.5  |
| 流动比率           | 0.2    | 0.2   | 0.3   | 0.4   |
| 速动比率           | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.3   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.2    | 0.4   | 0.5   | 0.8   |
| 应收账款周转率        | 23.6   | 23.9  | 23.9  | 23.9  |
| 应付账款周转率        | 5.9    | 6.5   | 6.5   | 6.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | -0.99  | -0.57 | 0.05  | 0.36  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.10   | 2.27  | 3.44  | 3.60  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.34   | 4.77  | 4.82  | 5.16  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |
| P/E            | -7.2   | -12.7 | 146.9 | 19.7  |
| P/B            | 1.3    | 1.5   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA      | 74.0   | 7.3   | 4.5   | 3.0   |

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033