

中国国航（601111）：二季度减亏超预期，座收环比大幅提升

2021年8月31日

中性/维持

中国国航

公司报告

事件：2021年H1公司实现营收376.6亿元，同比增长27.1%，实现归母净利润-69.2亿元。Q2单季实现营收230.8亿元，归母净利润-5.78亿元，较一季度的亏损-62.1亿元有明显改善。

国航二季度单季大幅减亏主要系以下几点原因：

1.最核心的因素在于二季度国内市场受疫情影响远小于一季度，需求得到了较好的恢复。虽然6月广州疫情对航空业产生了负面影响，但4-5月国内航线基本没有受到疫情干扰，需求得以充分释放。国航二季度国内运力投放环比一季度提升32%，较19年同期提升11.9%。

客公里收益与客座率方面，虽然较19年同期还有一定差距，但较一季度环比明显改善。国航Q2国内航线客座率75.0%，较19年同期还有7.1%的差距，但较Q1环比提升7.8%。公司未披露单季度的客公里收益，我们估计Q2国内航线客公里收益为0.54元，较19年同期的0.59元还有约8%的差距，但较Q1的0.46元有明显提升。

在客公里收益与客座率双重提升下，公司国内航线Q2的座公里收益达到了约0.41元，较Q1的0.31元提升近30%，构成了二季度减亏最核心的因素。（注：单季度客收与座收均为估计值，可能存在一定偏差）

2.投资损失环比显著减少。上半年公司投资收益为-12.7亿元，主要系国泰航空投资损失13.64亿元。但分季度看，公司一季度投资损失10.5亿元，二季度投资损失2.3亿元，环比显著减少。

3.汇兑收益集中在二季度。受益于人民币汇率升值，公司上半年汇兑收益5.63亿元，由于一季度期初期末人民币兑美元汇率变化不大，因此实际上汇兑收益主要集中在二季度。

航空货运运价有所下降，但依旧处于高景气区间：公司上半年实现货邮收入45.8亿元，同比增长9.2%，主要系收入吨公里同比提升42%，吨公里收益同比下降23%。虽然吨公里收入同比下降，但考虑到去年同期疫情影响下的高基数，目前航空货运运价依旧处于景气区间。

疫情影响导致公司今明两年业绩持续承压：虽然公司为减亏做出了巨大的努力，二季度也取得了不错的效果，但宽体机占比较高的机队结构决定了公司扭亏非常依赖国际航线恢复。长期看，出于国内防疫的要求，国际航线的放开需要循序渐进，不可能一蹴而就，公司扭亏的进度也受到影响。为此我们调低了公司今明两年的盈利预测。

盈利预测与投资建议：预计公司2021-2023年净利润分别为-95.8、-6.4和31.1亿元，对应EPS分别为-0.66、-0.04和0.21元。考虑到疫情持续时间还具有较大不确定性，我们维持公司“中性”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期；民航政策变化；油价汇率大幅波动等。

公司简介：

公司主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务；飞机执管业务；航空器维修；航空公司间业务代理；与主营业务有关的地面服务和航空快递；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理；进出口业务。（资料来源：Wind）

未来3-6个月重大事项提示：

2021-10-31 预计披露2021年三季报

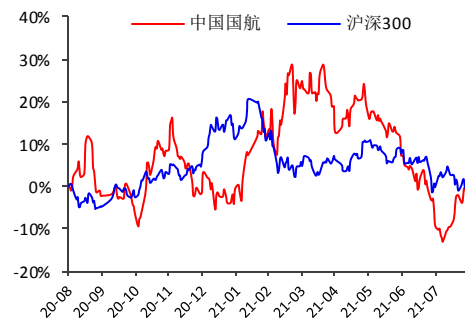
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52周股价区间（元）	9.33-6.23
总市值（亿元）	1,037
流通市值（亿元）	710
总股本/流通A股（万股）	1,452,482/996,213
流通B股/H股（万股）	/456,268
52周日均换手率	0.66

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	136,181	69,504	88,484	109,828	125,828
增长率（%）	-0.43%	-48.96%	27.31%	24.12%	14.57%
归母净利润（百万元）	6,409	(14,409)	(9,579)	(635)	3,114
增长率（%）	-11.57%	-318.18%	-34.10%	-92.28%	-550.19%
净资产收益率（%）	6.85%	-18.57%	-14.09%	-0.94%	4.46%
每股收益(元)	0.47	(1.05)	(0.66)	(0.04)	0.21
PE	15.11	(6.76)	(10.77)	(162.36)	33.12
PB	1.10	1.33	1.52	1.53	1.48

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	24817	19736	19330	21540	23695	营业收入	136181	69504	88484	109828	125828
货币资金	9664	6575	5309	5491	6291	营业成本	113246	75631	88691	101400	111975
应收账款	5998	2943	3636	4814	5516	营业税金及附加	274	217	177	220	252
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	6637	4366	4424	4942	5725
预付款项	479	421	421	421	421	管理费用	4445	4123	3539	3679	4190
存货	2099	1854	1458	1667	1841	财务费用	6169	1309	5204	5312	5679
其他流动资产	3332	4445	5014	5655	6135	研发费用	491	179	161	194	203
非流动资产合计	269437	264335	259817	257261	253350	资产减值损失	3	-476	0	0	0
长期股权投资	16051	12380	12380	12380	12380	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	207661	201372	209732	208226	204536	投资净收益	538	-5916	-2609	693	2315
无形资产	3722	3597	3381	3178	2988	加: 其他收益	3643	4076	3261	4239	4451
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	9178	-18500	-13061	-987	4570
资产总计	294254	284071	279147	278801	277045	营业外收入	237	166	220	208	198
流动负债合计	77630	80394	81101	76291	73434	营业外支出	310	140	192	214	182
短期借款	13566	29327	30463	30907	27847	利润总额	9105	-18475	-13033	-993	4586
应付账款	17308	12740	14579	15280	16873	所得税	1853	-2652	-2607	-189	963
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	7252	-15822	-10427	-805	3623
一年内到期的非流动负债	14873	22055	19849	13894	12505	少数股东损益	843	-1413	-848	-170	509
非流动负债合计	115247	119862	124658	129927	128028	归属母公司净利润	6409	-14409	-9579	-635	3114
长期借款	1200	21141	22141	23141	20141	主要财务比率					
应付债券	15399	10498	10498	10498	8399						
负债合计	192877	200257	205760	206218	201462	成长能力					
少数股东权益	7871	6232	5384	5215	5723	营业收入增长	-0.43%	-48.96%	27.31%	24.12%	14.57%
实收资本(或股本)	14525	14525	14525	14525	14525	营业利润增长	-6.60%	-301.56	-29.40%	-92.45%	-563.24
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271	归属于母公司净利润增长	-12.65	-324.85	-33.52%	-93.37%	-590.28
未分配利润	41588	25983	16405	15833	18013	获利能力					
归属母公司股东权益合计	93506	77582	68004	67368	69860	毛利率(%)	16.84%	-8.82%	-0.23%	7.67%	11.01%
负债和所有者权益	294254	284071	279147	278801	277045	净利率(%)	5.33%	-22.76%	-11.78%	-0.73%	2.88%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	2.18%	-5.07%	-3.43%	-0.23%	1.12%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	6.85%	-18.57%	-14.09%	-0.94%	4.46%
经营活动现金流	38340	1408	20638	25613	31197	偿债能力					
净利润	7252	-15822	-10427	-805	3623	资产负债率(%)	66%	70%	74%	74%	73%
折旧摊销	21004.2	19836.3	21666.0	22524.3	23430.4	流动比率	0.32	0.25	0.24	0.28	0.32
财务费用	6169	1309	5204	5312	5679	速动比率	0.29	0.22	0.22	0.26	0.30
应收账款减少	-5998	3055	-694	-1178	-701	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.24	0.31	0.39	0.45
投资活动现金流	-11967	-15865	-20426	-19878	-17746	应收账款周转率	45	16	27	26	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.74	4.63	6.48	7.36	7.83
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	538	-5916	-2609	693	2315	每股收益(最新摊薄)	0.47	-1.05	-0.66	-0.04	0.21
筹资活动现金流	-24251	11463	-1478	-5553	-12651	每股净现金流(最新摊薄)	0.15	-0.21	-0.09	0.01	0.06
应付债券增加	2999	-4900	0	0	-2100	每股净资产(最新摊薄)	6.44	5.34	4.68	4.64	4.81
长期借款增加	-1985	19940	1000	1000	-3000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	15.11	-6.76	-10.77	-162.36	33.12
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.10	1.33	1.52	1.53	1.48
现金净增加额	2122	-2995	-1266	182	800	EV/EBITDA	6.38	104.19	16.73	9.62	7.36

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，5年投资研究经验，曾就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现担任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526