

中国国航(601111)

Q2 环比减亏，国内航线显著复苏

——中国国航 2021 年中报点评

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108129
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

中国国航发布 2021 年半年报，21H1 公司实现营业收入 376.6 亿元，较 19H1-42.3%，其中 Q2 单季度营业收入 230.8 亿元，较 19Q2-29.5%，环比+58.3%；21H1 归母净利润-67.9 亿元，其中 Q2 归母净利润为-5.8 亿元，较 19Q2 由盈转亏，环比减亏 56.3 亿元；21H1 扣非后归母净利润-69.2 亿元，扣非后归母净利润-6.2 亿元，较 19Q2 由盈转亏，环比减亏 56.8 亿元。

投资要点

□ 国内航线业务向好，Q2 RPK、ASK 超出疫情前水平

机队规模：截至 2021 年 6 月 30 日，集团共有飞机 729 架（平均机龄 7.97 年），较 2020 年末净增 22 架，其中上半年引进飞机 23 架，退出飞机 1 架。

经营数据：（1）**RPK：**21Q2 RPK 恢复至 19 年同期的 60.3%。分国内、国际+地区来看，21Q2 国内航线 RPK 高于 19 年同期水平，较 19Q2+2.2%，国际+地区航线 RPK 仅为 19 年同期的 3.99%。

（2）**ASK：**21Q2 ASK 恢复至 19 年同期的 65.6%。分国内、国际+地区来看，21Q2 国内航线 ASK 高于疫情前水平，较 19Q2+11.9%，国际+地区航线 ASK 仅为 19 年同期的 6.0%。

（3）**客座率：**21H1Q2 客座率较 19 年同期-6.5pct。分国内、国际+地区来看，21Q2 国内、国际+地区航线分别较 19 年同期-7.1pct、-26.5pct。

□ 收益端：Q2 环比减亏，单位收益提升

21H1 公司实现营业收入 376.6 亿元，较 19H1-42.3%，其中 Q2 单季度营业收入 230.8 亿元，较 19Q2-29.5%，环比+58.3%。拆分营业收入来看，21H1 公司客运收入较 19H1 下降 48.4%；货运收入较 19H1 大幅提升 61.7%至 45.8 亿元。21Q2 单位 ASK 营业收入 0.49 元，较 19 年同期+7.4%。

21Q2 公司其他收益较 19Q2+22.3%至 12.8 亿元，环比+39.9%。投资损失-2.3 亿元，亏损额较 19 年同期增加 2.1 亿元，环比减亏 8.2 亿元。

21Q2 归母净利润为-5.8 亿元，较 19Q2 由盈转亏，环比减亏 56.3 亿元；扣非后归母净利润-6.2 亿元，较 19Q2 由盈转亏，环比减亏 56.8 亿元。

□ Q2 单位 ASK 营业成本较 19 年同期增长，实现汇兑收益

与 19 年同期相比，2021H1 营业成本下降 24.0%至 224.1 亿元，主要是由于油价较 19 年同期下跌导致油料成本下降 61.3%，非油成本亦有下滑，较 19 年同期下降 26.4%，主要是由于起降费用、航空餐饮费用分别较 19 年同期下降 67.6%、51.7%。

21H1 单位 ASK 营业成本 0.50 元，较 19H1+30.6%，其中单位 ASK 航油成本 0.12 元，较 19H1-3.3%，单位 ASK 非油成本 0.38 元，较 19H1+46.7%。21Q2 单位 ASK 营业成本 0.48 元，较 19 年同期+22.7%。

21Q2 期间费用较 19 年同期下降 55.4%至 24.5 亿元，其中销售费用、管理费用、

评级

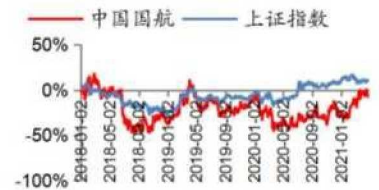
买入

上次评级	增持
当前价格	¥7.17

单季度业绩

元/股

2Q/2021	-0.03
1Q/2021	-0.43
4Q/2020	-0.30
3Q/2020	-0.05



公司简介

公司是中国国有控股三大航空公司之一，总部和运营主基地位于北京。

相关报告

- 1《21Q1 亏损 62.1 亿元，国内航线维持良好复苏态势——中国国航 2021 年中报点评》2021.4.30
- 2《需求有望恢复，主基地份额有望提升——中国国航 20Q1 业绩点评》2020.05.02
- 3《民航出行需求升温，行业迎来确定性复苏》2021.03.15
- 4《至暗时刻已过，静待国际航班复苏——中国国航 2020 年报点评》2021.03.31

财务费用分别较 19 年同期下降 19.8%、41.9%、53.1%，研发费用小幅提升 0.5%。此外，我们注意到，19Q2 人民币贬值 2.1%，21Q2 人民币升值 1.7%，预计 Q2 财务费用下降主要是由于 21Q2 实现汇兑收益。

□ 盈利预测及估值

2021 年起，国内外加快推进疫苗接种，根据 Our World in Data，截至 2021 年 8 月 25 日，全球疫苗接种率已达 32.77%，公司为北京枢纽的市场领导者，拥有大量核心国际航线时刻资源，未来随着国际航线管控逐步放宽，公司盈利具备向上弹性，我们预计，公司 2021 年-2023 年归母净利润分别为-99.0、49.5、95.0 亿元，对应 EPS 分别为-0.68、0.34、0.65 元/股，对应 PE 分别为-10.5、21.0、11.0 倍，给予“买入”评级。

□ 风险提示

新冠疫情恢复不及预期，行业需求不及预期，油价、汇率大幅波动等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	69504	89639	127277	157580
(+/-)	-48.96%	28.97%	41.99%	23.81%
净利润	-14409	-9899	4951	9494
(+/-)	-	-	-	91.74%
每股收益(元)	-0.99	-0.68	0.34	0.65
P/E	-7.23	-10.52	21.03	10.97

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	19736	61274	89120	127727	营业收入	69504	89639	127277	157580
现金	6575	47283	73903	110959	营业成本	75631	90095	106562	127401
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	217	211	317	418
应收账款	2949	2482	4520	4930	营业费用	4366	4720	6966	8940
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	4123	3769	5686	7671
预付账款	421	604	586	755	研发费用	179	231	329	407
存货	1854	1782	2232	2771	财务费用	1309	5356	4521	4214
其他	7936	9122	7878	8312	资产减值损失	383	102	270	460
非流动资产	264335	202449	192992	165754	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(5916)	(2000)	100	500
长期投资	12380	14991	14474	13948	其他经营收益	4121	3662	3823	3869
固定资产	87718	66864	36402	18226	营业利润	(18500)	(13184)	6550	12437
无形资产	3597	3167	2892	2615	营业外收支	25	25	25	25
在建工程	38139	32591	28355	24901	利润总额	(18475)	(13158)	6575	12463
其他	122501	84837	110869	106064	所得税	(2652)	(2289)	1138	2038
资产总计	284071	263723	282112	293481	净利润	(15822)	(10869)	5437	10425
流动负债	80394	76134	80499	85428	少数股东损益	(1413)	(971)	485	931
短期借款	29327	20152	21015	23498	归属母公司净利润	(14409)	(9899)	4951	9494
应付款项	12803	9674	15256	17828	EBITDA	(15838)	(3361)	15682	21077
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	(0.99)	(0.68)	0.34	0.65
其他	38264	46308	44228	44102	主要财务比率				
非流动负债	119862	114644	123231	119246		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	21141	21141	21141	21141	成长能力				
其他	98722	93504	102091	98105	营业收入增长率	-48.96%	28.97%	41.99%	23.81%
负债合计	200257	190778	203730	204674	营业利润增长率	-299.91%	28.74%	149.68%	89.89%
少数股东权益	6232	5261	5747	6677	归母净利润增长率	-	-	-	91.74%
归属母公司股东权益	77582	67684	72635	82129	获利能力				
负债和股东权益	284071	263723	282112	293481	毛利率	-8.82%	-0.51%	16.28%	19.15%
					净利率	-22.76%	-12.13%	4.27%	6.62%
					ROE	-15.56%	-12.63%	6.54%	11.36%
					ROIC	-5.78%	-3.72%	3.76%	5.65%
					偿债能力				
					资产负债率	70.50%	72.34%	72.22%	69.74%
					净负债比率	36.21%	30.44%	29.48%	31.05%
					流动比率	0.25	0.80	1.11	1.50
					速动比率	0.22	0.78	1.08	1.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.33	0.47	0.55
					应收账款周转率	15.55	32.46	34.09	29.62
					应付账款周转率	5.03	8.05	8.57	7.73
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.99	-0.68	0.34	0.65
					每股经营现金流	0.10	2.88	(0.06)	1.47
					每股净资产	5.34	4.66	5.00	5.65
					估值比率				
					P/E	-7.23	-10.52	21.03	10.97
					P/B	1.34	1.54	1.43	1.27
					EV/EBITDA	-16.07	-58.79	11.57	6.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>