

**证券研究报告—动态报告**

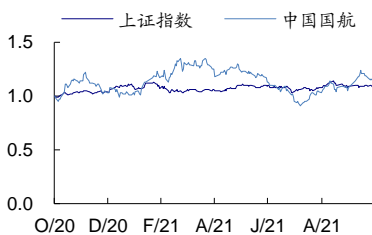
交通运输

航空机场

**中国国航(601111)**
**买入**
**2021年三季度点评**

(维持评级)

2021年10月31日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	14,525/14,525
总市值/流通(百万元)	123,606/84,778
上证综指/深圳成指	3,547/14,451
12个月最高/最低(元)	9.53/6.23

**相关研究报告:**

《中国国航-601111-2021年中报点评: 减亏略超预期, 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-601111-2013年半年报点评: 投资与汇兑收益支撑利润增长》——2013-08-29

**证券分析师: 姜明**

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

**证券分析师: 曾凡喆**

 E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 疫情扰动延续亏损, 业绩释放需待防疫政策松动

**● 中国国航披露三季度报**

国航披露 21 年三季度报, 营收 574.6 亿 (+18.6%), 归母净利-103.2 亿, 其中 3Q 收入 197.9 亿 (+5.2%), 归母净利-35.4 亿, 延续亏损。

**● 三季度疫情影响运量, 价格同比改善, 收入小幅回升**

因疫情影响, 公司三季度业务量环比有所下滑, 单季度 ASK376.8 亿, 同比降 10.7%, 环比降 19.6%, RPK253.8 亿, 同比降 18.2%, 环比降 26.9%, 客座率 67.36%, 同比降 6.22pct, 环比降 6.68pct。运价水平仍有改善, 且货运高景气, 公司单季度收入 197.9 亿, 同比增 5.2%。

**● 成本费用小幅超预期, 业绩略低于预期**

虽然业务量下滑, 但由于航油成本提升, 公司三季度航油成本 53.6 亿, 同比升 37.4%, 单位 ASK 航油成本 0.142 元, 同比升 53.9%; 三季度公司非油成本 161.4 亿, 同比升 8.4%, 因业务量下降, 固定成本占比较高, 公司单位非油成本 0.428 元, 同比升 21.4%。费用端, 公司销售、管理、研发费用环比上升, 费用率有所上行, 财务费用相对稳定, 扣汇财务费用 13.8 亿, 同比小幅提高约 1.5 亿。公司投资损失 3.2 亿, 同比减少 4.8 亿, 其他收益则为 7.27 亿, 同比下降 5.4 亿。综合来看, 由于疫情影响及成本费用小幅超预期, 公司业绩略低于我们预期。

**● 投资建议: 周期底部, 期待政策放松, 维持“买入”评级**

疫情影响仍在持续, 民航业仍处于周期底部, 但一旦防疫政策松动, 国门重启, 大航宽体机运力得以消化, 运价及业绩具备显著的向上弹性。考虑到疫情持续时间长于我们预期, 但预计防疫政策松动后运价向上弹性较大, 因此自-27.8 亿、121.8 亿、150.3 亿调整 2021-2023 年盈利预测至-115.0 亿、21.2 亿、156.8 亿, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 宏观经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,181	69,504	82,151	110,584	153,046
(+/-%)	-0.4%	-49.0%	18.2%	34.6%	38.4%
净利润(百万元)	6409	-14409	-11504	2118	15680
(+/-%)	-12.6%	-324.8%	--	-118.4%	640.5%
摊薄每股收益(元)	0.47	-1.05	-0.84	0.15	1.14
EBIT Margin	8.5%	-21.3%	-16.8%	1.7%	13.8%
净资产收益率(ROE)	6.9%	-18.6%	-17.4%	3.1%	19.9%
市盈率(PE)	17.6	-7.8	-9.8	53.4	7.2
EV/EBITDA	14.6	-57.6	-174.2	22.4	9.6
市净率(PB)	1.28	1.54	1.81	1.76	1.51

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

### 中国国航披露三季度报

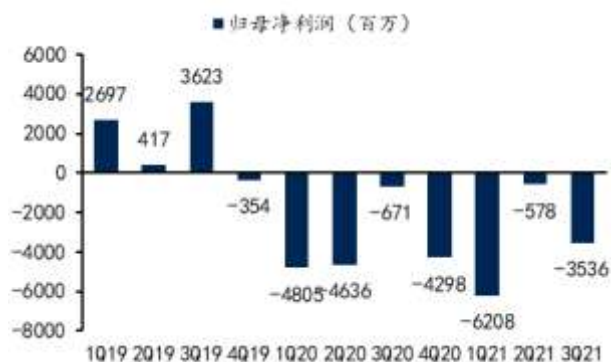
国航披露 21 年三季度报，营收 574.6 亿 (+18.6%)，归母净利-103.2 亿，其中 3Q 收入 197.9 亿 (+5.2%)，归母净利-35.4 亿，延续亏损。

图 1：中国国航单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中国国航单季度归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 三季度疫情影响运量，价格同比改善，收入小幅回升

因疫情影响，公司三季度业务量环比有所下滑，单季度 ASK376.8 亿，同比降 10.7%，环比降 19.6%，RPK253.8 亿，同比降 18.2%，环比降 26.9%，客座率 67.36%，同比降 6.22pct，环比降 6.68pct。运价水平仍有改善，且货运高景气，公司单季度收入 197.9 亿，同比增 5.2%。

图 3：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 4：中国国航 RPK 及同比增速



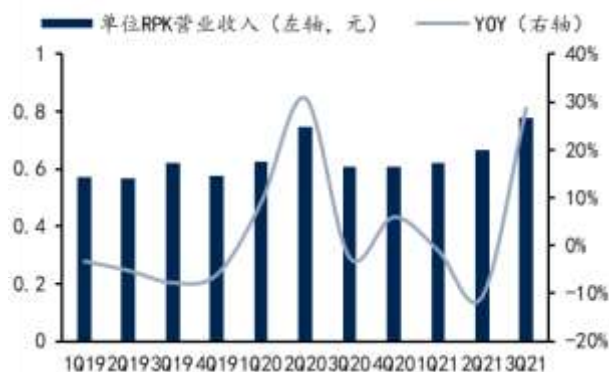
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 中国国航客座率及同比变动



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

成本费用小幅超预期，业绩略低于预期

虽然业务量下滑，但由于航油成本提升，公司三季度航油成本 53.6 亿，同比升 37.4%，单位 ASK 航油成本 0.142 元，同比升 53.9%；三季度公司非油成本 161.4 亿，同比升 8.4%，因业务量下降，固定成本占比较高，公司单位非油成本 0.428 元，同比升 21.4%。费用端，公司销售、管理、研发费用均环比上升，费用率有所上行，财务费用相对稳定，扣汇财务费用 13.8 亿，同比小幅提高约 1.5 亿。公司投资损失 3.2 亿，同比减少 4.8 亿，其他收益则为 7.27 亿，同比下降 5.4 亿。综合来看，由于疫情影响及成本费用小幅超预期，公司业绩略低于预期。

图 7: 中国国航单季度营业成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 中国国航单季度航油成本



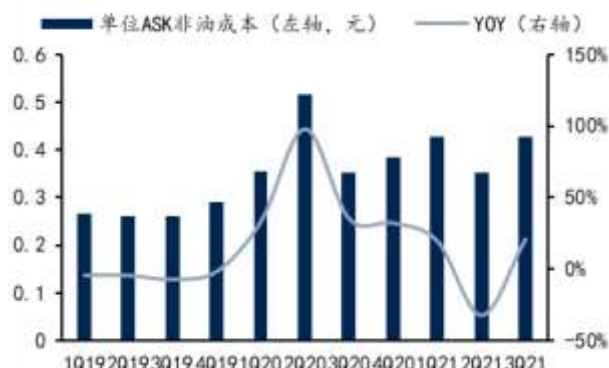
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：中国国航单季度非油成本



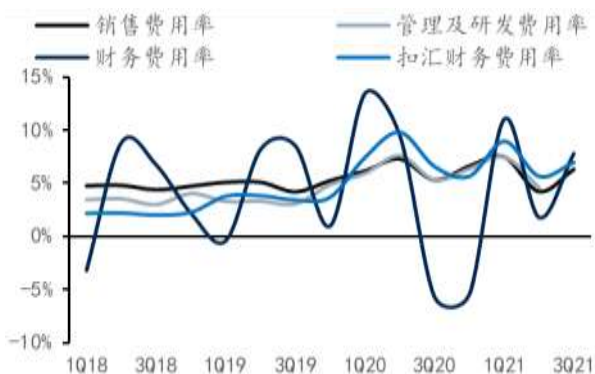
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：中国国航单季度单位 ASK 非油成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：中国国航单季度费用水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：中国国航单季度汇兑收益



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：周期底部，期待政策放松，维持“买入”评级**

疫情影响仍在持续，民航业仍处于周期底部，但一旦防疫政策松动，国门重启，大航宽体机运力得以消化，运价及业绩具备显著的向上弹性。考虑到疫情持续时间长于我们预期，但预计防疫政策松动后运价弹性可能较大，因此自-27.8 亿、121.8 亿、150.3 亿调整 2021-2023 年盈利预测至-115.0 亿、21.2 亿、156.8 亿，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，疫情反复，油价汇率剧烈波动，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	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6575	8015	8085	7559	营业收入	69504	82151	110584	153046
应收款项	2949	4501	4848	6709	营业成本	75631	86874	98609	119366
存货净额	1854	2065	1641	2010	营业税金及附加	217	271	221	306
其他流动资产	8357	5751	6635	7652	销售费用	4366	4203	4809	6513
<b>流动资产合计</b>	<b>19736</b>	<b>20333</b>	<b>21209</b>	<b>23930</b>	管理费用	4123	4627	5075	5744
固定资产	125857	125213	136048	150363	财务费用	1309	4203	4517	5509
无形资产及其他	3597	3653	3709	3766	投资收益	(5916)	(2573)	200	1500
投资性房地产	122501	122501	122501	122501	资产减值及公允价值变动	476	(200)	100	(200)
长期股权投资	12380	12480	12680	12880	其他收入	3083	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>284071</b>	<b>284180</b>	<b>296147</b>	<b>313439</b>	营业利润	(18500)	(20800)	(2347)	16908
短期借款及交易性金融负债	51382	54687	60705	56787	营业外净收支	25	4900	5400	5700
应付款项	12803	16521	16414	18666	<b>利润总额</b>	<b>(18475)</b>	<b>(15900)</b>	<b>3053</b>	<b>22608</b>
其他流动负债	16210	21015	23832	29232	所得税费用	(2652)	(3180)	702	5200
<b>流动负债合计</b>	<b>80394</b>	<b>92223</b>	<b>100951</b>	<b>104684</b>	少数股东损益	(1413)	(1216)	233	1729
长期借款及应付债券	31639	31639	31639	31639	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(14409)</b>	<b>(11504)</b>	<b>2118</b>	<b>15680</b>
其他长期负债	88223	89223	90323	91523					
<b>长期负债合计</b>	<b>119862</b>	<b>120862</b>	<b>121962</b>	<b>123162</b>					
<b>负债合计</b>	<b>200257</b>	<b>213085</b>	<b>222913</b>	<b>227847</b>	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	6232	5016	5249	6632	净利润	(14409)	(11504)	2118	15680
股东权益	77582	66078	67984	78960	资产减值准备	478	32	23	33
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>284071</b>	<b>284180</b>	<b>296147</b>	<b>313439</b>	折旧摊销	9276	11914	13388	15000
					公允价值变动损失	(476)	200	(100)	200
					财务费用	1309	4203	4517	5509
					营运资本变动	(25136)	10399	3026	5638
					其它	(2496)	(1248)	210	1350
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(32762)</b>	<b>9793</b>	<b>18665</b>	<b>37901</b>
					资本开支	(11707)	(11558)	(24202)	(29605)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(8035)</b>	<b>(11658)</b>	<b>(24402)</b>	<b>(29805)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	19940	0	0	0
					支付股利、利息	(6165)	0	(212)	(4704)
					其它融资现金流	10158	3305	6018	(3919)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>37709</b>	<b>3305</b>	<b>5807</b>	<b>(8623)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(3088)</b>	<b>1440</b>	<b>69</b>	<b>(526)</b>
					货币资金的期初余额	9664	6575	8015	8085
					货币资金的期末余额	6575	8015	8085	7559
					企业自由现金流	(40270)	(304)	(6348)	7294
					权益自由现金流	(10171)	(987)	(4410)	(730)

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-1.05	-0.84	0.15	1.14
每股红利	0.42	0.00	0.01	0.32
每股净资产	5.34	4.55	4.68	5.44
ROIC	-9%	-7%	1%	10%
ROE	-19%	-17%	3%	20%
毛利率	-9%	-6%	11%	22%
EBIT Margin	-21%	-17%	2%	14%
EBITDA Margin	-8%	-2%	14%	24%
收入增长	-49%	18%	35%	38%
净利润增长率	-325%	--	-118%	640%
资产负债率	73%	77%	77%	75%
息率	5.2%	0.0%	0.2%	3.9%
P/E	-7.8	-9.8	53.4	7.2
P/B	1.5	1.8	1.8	1.5
EV/EBITDA	-57.6	-174.2	22.4	9.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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