

中国国航（601111）：Q2减亏超预期，全年有望扭亏为盈

2023 年 9 月 6 日

推荐/维持

中国国航

公司报告

事件：公司发布 2022 年中报，实现营收 596.1 亿元，同比增长 148.9%。归母净利润 -34.5 亿元，较去年同期的亏损 194.3 亿元显著减亏。

若剔除汇兑因素，则二季度接近盈亏平衡：二季度是公司并表山航后的第一个完整季度，实现营收 345.5 亿元，扣非归母净利润 -19.2 亿元，较一季度的 -30.2 亿实现减亏。

上半年公司汇兑损失 15.7 亿元，而一季度单季人民币对美元小幅升值，表现为汇兑收益，因此二季度汇兑损失实际上超过 15.7 亿。故若剔除汇兑损失的影响，公司二季度扣非后应该已经很接近盈亏平衡。

经营指标显著改善，但较 19 年同期还有一定差距：上半年公司客运收入 554.7 亿，较去年同期增加 403.7 亿。收入提升主要系运力投放增长以及客公里收益提升。

运力投放方面，上半年公司运力投放同比提升 190.9%，主要系去年疫情导致基数过低，以及今年 3 月完成对山航的并表。与 19 年同期相比，报告期内国内航线运力投放同比提升 36.7%。国际航线上半年运力投放相当于 19 年同期的 26.1%，截至 7 月公司国际航线运力投放回升至 19 年同期的约 52%，后续还将继续恢复。

上半年客座率同比提升 10.1pct 至 70.5%，主要系疫情过后需求改善；其中国内航线客座率 71.9%，较 19 年同期还有 12.5pct 的差距，国际航线客座率 60.9%，较 19 年同期低 23.0pct。

客公里收益同比提升 8.2% 至 0.61 元/客公里，主要系国内需求改善后票价提升。具体到不同区域，国内客公里收益提升 11.5% 至 0.59 元/客公里，较 19 年同期已经基本持平。国际客公里收益下降 62.0% 至 0.78 元/客公里，客公里收益大幅下降主要系去年同期供给不足，导致票价基数过高。但该指标较 19 年同期的 0.41 元仍然高出了 90% 左右，说明与疫情前相比，部分航线的机票依旧较为稀缺。

成本方面，公司单位 ASK 扣油成本 0.31 元，较去年同期的 0.63 元大幅改善，但较 19 年同期的 0.26 元高出 18% 左右，主要系飞机日利用率还没有达到 19 年水平。上半年公司飞机日均飞行小时数 7.75 小时，较 19 年同期的 9.71 小时仍有一定差距，这主要是由于国际航线没有完全恢复，部分宽体机利用率低导致的。随着下半年国际航线持续恢复，飞机利用率数据也将继续改善。

国泰航空盈利带动投资收益回正：报告期内公司投资收益为 13.9 亿元，上年同期为投资损失 7.9 亿元。投资收益大幅回正主要系本期确认国泰航空投资收益 12.8 亿元，去年同期为投资损失 4.2 亿元。

二季度表现优于预期，全年有望扭亏为盈：二季度是行业淡季，但公司剔除汇兑影响后能够做到扣非后接近盈亏平衡，表现优于我们预期。公司国际长航线在三大航中占比最高，导致疫情期间业绩压力大于其他航司，但由国际航线恢复而带来的盈利弹性也会高于其他航司。考虑到今年行业普遍采取弱化价格竞争，重视收益的经营策略，旺季的价格弹性能够得到充分释放，我

公司简介：

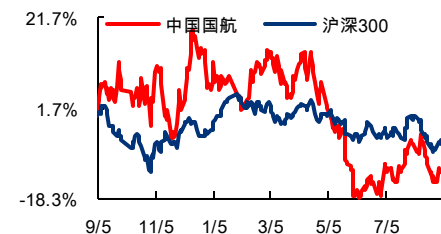
公司是我国载旗航空公司，主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务；飞机执管业务；航空器维修；航空公司间业务代理；与主营业务有关的地面服务和航空快递；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理；进出口业务。

（资料来源：同花顺）

交易数据

52 周股价区间（元）	11.8-8.09
总市值（亿元）	1,402.99
流通市值（亿元）	954.64
总股本/流通 A 股（万股）	1,620,079/1,163,811
流通 B 股/H 股（万股）	-/456,268
52 周日均换手率	2.14

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

们预计公司下半年恢复盈利，全年也有望实现扭亏为盈。

盈利预测与投资建议：我们上调公司 2023-2025 年盈利预测至 7.7，95.6 和 121.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.05、0.66 和 0.83 元。鉴于公司基本面的持续改善，维持“推荐”评级。

风险提示：民航政策变化；油价汇率大幅波动等

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	74,531.7	52,897.6	139,037.9	168,818.9	180,370.5
增长率（%）	7.23%	-29.03%	162.84%	21.42%	6.84%
归母净利润（百万元）	-16,642.3	-38,619.5	768.0	9,564.6	12,119.3
增长率（%）	15.50%	132.06%	-101.99%	1145.37%	26.71%
净资产收益率（%）	-27.10%	-163.58%	3.15%	28.18%	26.31%
每股收益(元)	-1.21	-2.81	0.05	0.66	0.83
PE	-7.13	-3.07	163.21	13.11	10.34
PB	2.04	5.31	5.14	3.69	2.72

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		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	30397	22245	30664	36093	38208	营业收入	74532	52898	139038	168819	180370
货币资金	16710	11436	13904	16882	18037	营业成本	85844	82812	127489	145150	153541
应收账款	2991	1649	1905	2081	1977	营业税金及附加	268	156	417	506	541
其他应收款	3191	2800	7359	8936	9547	营业费用	4452	3530	4866	5487	5411
预付款项	440	369	397	429	463	管理费用	4499	4799	5562	6246	6313
存货	2050	2558	3493	3977	4207	财务费用	4127	10335	4664	4738	4492
其他流动资产	4673	3413	3584	3763	3952	研发费用	153	244	278	338	361
非流动资产合计	268018	272766	273334	273187	272221	资产减值损失	337	66	28	35	37
长期股权投资	133243	137222	137348	137475	137603	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	85009	86370	93135	96756	98209	投资净收益	-746	-27	760	975	1121
无形资产	3544	4300	4077	3865	3665	加：其他收益	3841	2900	3770	3958	4156
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业利润	-21851	-46085	264	11252	14952
资产总计	298415	295011	303998	309281	310429	营业外收入	125	344	379	416	458
流动负债合计	91416	92483	102661	99968	91324	营业外支出	108	139	153	168	185
短期借款	22002	19946	25138	25617	20681	利润总额	-21835	-45880	489	11500	15225
应付账款	13307	11629	13971	15907	16826	所得税	-3006	-704	49	575	1522
预收款项	0	59	59	59	59	净利润	-18829	-45176	440	10925	13702
一年内到期的非流动负债	19070	37265	40991	36892	33203	少数股东损益	-2187	-6556	-328	1361	1583
非流动负债合计	141134	180969	179337	176387	172477	归属母公司净利润	-16642	-38619	768	9565	12119
长期借款	43620	66869	66869	65869	63869	主要财务比率					
应付债券	9500	11193	10634	10102	9597		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	232550	273451	281998	276355	263801	成长能力					
少数股东权益	4463	-2049	-2377	-1016	567	营业收入增长	7.23%	-29.03%	162.84%	21.42%	6.84%
实收资本（或股本）	14525	14525	14525	14525	14525	营业利润增长	18.12%	110.90%	-100.57	4168.68	32.88%
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271	归属于母公司净利润增长	15.50%	132.06%	-101.99	1145.37	26.71%
未分配利润	9316	-29309	-28541	-18976	-6857	获利能力					
归属母公司股东权益合计	61403	23609	24377	33942	46061	毛利率(%)	-15.18	-56.55%	8.31%	14.02%	14.87%
负债和所有者权益	298415	295011	303998	309281	310429	净利率(%)	-25.26	-85.40%	0.32%	6.47%	7.60%
现金流量表						总资产净利润(%)	-5.58%	-13.09%	0.25%	3.09%	3.90%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	-27.10	-163.58	3.15%	28.18%	26.31%
经营活动现金流	12888	-16762	24210	38454	42212	偿债能力					
净利润	-18829	-45176	440	10925	13702	资产负债率(%)	78%	93%	93%	89%	85%
折旧摊销	21074	21314	22481	23617	24772	流动比率	0.33	0.24	0.30	0.36	0.42
财务费用	4127	10335	4664	4738	4492	速动比率	0.31	0.21	0.26	0.32	0.37
应收账款减少	-48	1342	-255	-177	105	营运能力					
预收账款增加	0	59	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.18	0.46	0.55	0.58
投资活动现金流	-4453	-6871	-24397	-24196	-24055	应收账款周转率	25.12	22.80	78.24	84.71	88.90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.72	4.24	10.86	11.30	11.02
长期投资减少	0	0	-135	-137	-139	每股指标(元)					
投资收益	-746	-27	760	975	1121	每股收益(最新摊薄)	-1.21	-2.81	0.05	0.66	0.83
筹资活动现金流	1711	18097	2656	-11280	-17001	每股净现金流(最新摊薄)	0.70	-0.38	0.17	0.21	0.08
应付债券增加	-999	1694	-560	-532	-505	每股净资产(最新摊薄)	4.23	1.63	1.68	2.34	3.17
长期借款增加	22480	23248	0	-1000	-2000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-7.13	-3.07	163.21	13.11	10.34
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.04	5.31	5.14	3.69	2.72
现金净增加额	10146	-5536	2468	2978	1155	EV/EBITDA	62.96	-17.18	7.89	6.24	5.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	【东兴交运】中国国航（601111）：逐步恢复常态化运营，业绩将迎来显著修复	2023-04-03
公司普通报告	【东兴交运】中国国航：经营亏损扩大，今年挑战依旧严峻	2022-04-01
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 7 月数据点评：旺季需求强劲，第三批出境团队游国家名单发布利好后续恢复	2023-08-18
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评：客座率环比明显提升，暑运价格弹性值得期待	2023-07-19
行业深度报告	【东兴交运】交通运输行业 2023 年中期策略：左侧配置出行链与快递；高股息板块攻守兼备	2023-07-06
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 5 月数据点评：国际线运力投放增长放缓，暑运重点关注客座率提升	2023-06-20
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 4 月数据点评：换季后国际航线放量明显，国内旅客量超 19 年同期	2023-05-18
行业普通报告	【东兴交运】快递 3 月数据点评：业务量增长符合预期，单票价格略降	2023-04-24

资料来源：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，7 年投资研究经验，2015-2018 年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。现兼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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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