

2023年08月31日

中国国航（601111.SH）

公司快报

国泰航空贡献盈利显著，看好暑运旺季叠加国际航线改善

事件：

中国国航发布 23 年半年度报告：23H1 公司实现营收 596.1 亿元，同比增长 148.9%；实现归母净利润-34.5 亿元，去年同期-194.3 亿元，同比减亏 159.8 亿元；实现扣非归母净利润-49.4 亿元，去年同期-194.9 亿元，同比减亏 145.6 亿元。

◆ **Q2 毛利率环比转正，测算 23Q2 实现扣汇净利润约 7.5 亿元：**23H1 客公里收入为 0.61 元，同比+8.2%。23Q2 公司毛利率 4.8%，环比 Q1 提升 9.8 个百分点。23Q2 公司归母净利润-5.2 亿元，环比 Q1 增 24.0 亿元。根据公司中报数据，23H1 汇兑损失 15.6 亿元，结合 Q1 公司财务费用明细，我们测算 Q2 实现扣汇净利润约 7.5 亿元，由此扣汇归母净利润亦转正。

◆ **下半年国际线恢复有望提速：**23Q2 公司 ASK/RPK 恢复至 19 年同期的 91.9%/80.0%。23H1 公司国际线 ASK/RPK 恢复率为 25.2%/19.4%，但 23Q2 恢复率分别为 37.1%/28.8%，且 6 月恢复率达 44.5%/37.3%。伴随中美持续增班，公司国际航线恢复边际改善明显，有望提速。

◆ **23Q2 客座率同比提升，环比基本持平：**23Q2 公司客座率 70.5%，同比+11.6 个百分点，环比 Q1 下降 0.1 个百分点，其中国际线客座率 60.9%，同比+10.1 个百分点，环比下降 0.1 个百分点。

◆ **上半年国泰航贡献投资收益显著：**23H1 国泰航空较快走出疫情困局，录得净利润 35.9 亿元。国航持有国泰航空 29.99% 股权，获得 12.8 亿元投资收益。

◆ **维持盈利预测和“买入-A”评级：**根据航班管家，7.1-8.29 日全国整体客运日均航班量较 19 年+1.97%，国内日均航班量较 19 年+13.51%，暑运景气度较高。我们维持预测公司 2023-2025 年每股收益 0.18、1.39 和 1.42 元，对应当前股价 PE 估值分别为 48.5、6.2 和 6.1 倍，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**暑运后出行需求低于预期、国际航线恢复进度低于预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	74,532	52,898	131,291	160,061	162,310
YoY(%)	7.2	-29.0	148.2	21.9	1.4
净利润(百万元)	-16,642	-38,619	2,899	22,582	23,077
YoY(%)	-15.5	-132.1	107.5	679.0	2.2
毛利率(%)	-15.2	-56.6	19.5	31.5	30.8
EPS(摊薄/元)	-1.03	-2.38	0.18	1.39	1.42
ROE(%)	-28.6	-209.5	8.2	39.2	28.8
P/E(倍)	-8.4	-3.6	48.5	6.2	6.1
P/B(倍)	2.3	5.9	3.4	2.2	1.6
净利率(%)	-22.3	-73.0	2.2	14.1	14.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

交通运输 | 航空III

投资评级

买入-A(维持)

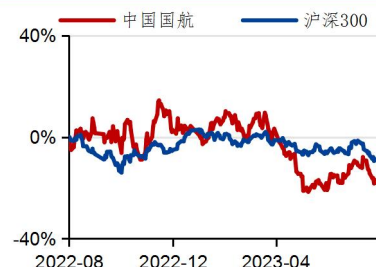
股价(2023-08-30)

8.67 元

交易数据

总市值(百万元)	140,460.87
流通市值(百万元)	95,574.48
总股本(百万股)	16,200.79
流通股本(百万股)	11,023.58
12 个月价格区间	11.63/8.19

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.03	0.82	-9.98
绝对收益	-5.14	-0.46	-17.03

分析师

凌军

SAC 执业证书编号：S0910523030001
lingjun1@huajinsc.cn

相关报告



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	30397	22245	43481	25432	60643
现金	16710	11436	13129	8171	29651
应收票据及应收账款	2995	1657	9888	4187	10086
预付账款	440	369	1639	809	1674
存货	2050	2558	3324	2777	3477
其他流动资产	8202	6226	15500	9489	15755
非流动资产	268018	272766	278030	275045	267187
长期投资	12081	12574	11459	9823	9153
固定资产	85009	86370	88347	89518	87731
无形资产	3544	4300	4025	3868	3731
其他非流动资产	167384	169522	174199	171836	166571
资产总计	298415	295011	321511	300477	327829
流动负债	91416	92483	102927	62470	72209
短期借款	22002	19946	52356	20460	20717
应付票据及应付账款	13507	11629	20457	12824	21290
其他流动负债	55907	60908	30114	29185	30201
非流动负债	141134	180969	178741	172776	164101
长期借款	53120	78062	75835	69870	61194
其他非流动负债	88014	102906	102906	102906	102906
负债合计	232550	273451	281668	235246	236309
少数股东权益	4463	-2049	-1666	1321	4579
股本	14525	14525	16201	16201	16201
资本公积	26271	26271	39595	39595	39595
留存收益	20880	-17745	-14545	10862	36989
归属母公司股东权益	61403	23609	41508	63910	86941
负债和股东权益	298415	295011	321511	300477	327829

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12888	-16762	11866	47346	37649
净利润	-18829	-45176	3282	25569	26334
折旧摊销	9487	8961	8406	9300	10006
财务费用	4127	10335	8300	5892	4466
投资损失	746	27	1538	2057	1092
营运资金变动	8599	-2544	-9660	4529	-4248
其他经营现金流	8759	11635	0	0	0
投资活动现金流	-4453	-6871	-15208	-8371	-3239
筹资活动现金流	1711	18097	-26347	-12551	-12929
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.03	-2.38	0.18	1.39	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	-1.03	0.73	2.92	2.32
每股净资产(最新摊薄)	3.79	1.46	2.56	3.94	5.37

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	74532	52898	131291	160061	162310
营业成本	85844	82812	105711	109651	112397
营业税金及附加	268	156	383	503	512
营业费用	4452	3530	6565	7203	7304
管理费用	4499	4799	4595	5602	5681
研发费用	153	244	197	208	195
财务费用	4127	10335	8300	5892	4466
资产减值损失	-174	-45	-295	-438	-1623
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	-746	-27	-1538	-2057	-1092
营业利润	-21851	-46085	3708	28508	29042
营业外收入	125	344	218	213	225
营业外支出	108	139	174	141	141
利润总额	-21835	-45880	3751	28581	29126
所得税	-3006	-704	469	3012	2792
税后利润	-18829	-45176	3282	25569	26334
少数股东损益	-2187	-6556	383	2987	3258
归属母公司净利润	-16642	-38619	2899	22582	23077
EBITDA	-8010	-30901	16519	42172	41975

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	-29.0	148.2	21.9	1.4
营业利润(%)	-18.1	-110.9	108.0	668.9	1.9
归属于母公司净利润(%)	-15.5	-132.1	107.5	679.0	2.2
获利能力					
毛利率(%)	-15.2	-56.6	19.5	31.5	30.8
净利率(%)	-22.3	-73.0	2.2	14.1	14.2
ROE(%)	-28.6	-209.5	8.2	39.2	28.8
ROIC(%)	-6.3	-15.2	2.6	11.4	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.9	92.7	87.6	78.3	72.1
流动比率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	25.1	22.7	22.7	22.7	22.7
应付账款周转率	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
估值比率					
P/E	-8.4	-3.6	48.5	6.2	6.1
P/B	2.3	5.9	3.4	2.2	1.6
EV/EBITDA	-38.3	-11.7	21.7	7.8	7.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn