

中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

至暗时刻已过 业绩恢复可期

业绩

2023年3月30日,中国国航发布2022年年度报告。2022年公司营业收入为529亿元,同比下降29%;归母净利润为-386亿元,2021年同期为-166亿元。2022Q4公司营业收入为108亿元,同比下降37%;归母净利润为-105亿元,2021年同期为-63亿元。

经营分析

疫情影响供需,收入同比明显下滑。2022年国内疫情反复,显著影响航空出行,尤其对国内客运造成较大影响。全年营收同比下降29%,其中国内客运收入同比下降39%,国际客运收入同比增长38%。2022年公司供需均明显下滑,ASK同比下降37%,仅为2019年33%;RPK同比下降42%,仅为2019年26%;客座率同比下降6pct至63%。受燃油附加费征收及国际客票上涨影响,全年客公里收益增长14%,其中国内客公里收益仅较2019年低3.6%,反映在特殊外部环境的影响下,出行以刚需为主,票价较为坚挺。

单位成本明显上升,投资损失大幅缩窄。2022年国内航油出厂价维持高位,同比增长74%,叠加ASK同比下降,全年看公司单位座公里营业成本同比上升53%至0.86元,导致盈利能力承压。费用率方面,2022年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为6.7%、9.1%、0.5%、19.5%,合计同比增长18pct,其中财务费用率增长14pct至19.5%,主要系全年人民币贬值带来汇兑净损失40.89亿元,2021年同期为净收益12.35亿元。2022年公司投资收益为-0.3亿元,同比大幅收窄7.2亿元,其中中国泰航空的投资收益为2.5亿元,山航集团的投资收益为-4.7亿元。

民航业恢复良好,业绩恢复可期。1月8日实施“乙类乙管”以来,民航市场持续恢复,本周整体航班量已恢复至2019年91%,其中国际航班量恢复至2019年23%。近年来主要航司对机队引退节奏进行主动调整,预计“十四五”期间行业机队规模增速放缓,中期看将出现供不应求的局面,票价及客座率均将明显提升,公司业绩反弹可期。长期看,民航航班时刻管理体制机制改革,支持核心资源向枢纽机场主运营公司倾斜,有利于公司建立竞争壁垒。

盈利预测与评级

考虑2023年以来国内市场恢复良好,维持公司2023-2024年净利润预测39亿元、146亿元,新增2025年净利润预测157亿元,现价对应的PE倍数分别为44倍、12倍、11倍。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险,汇率波动风险,油价上涨风险,增发摊薄风险,安全事故风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):10.77元

相关报告:

- 《Q3投资收益同比转正,静待需求恢复增长-中国国航季报点评》,2022.10.30
- 《H1投资损失降低,中期运力放缓确定-中国国航半年报点评》,2022.8.31
- 《航网时刻优质,长期价值不改-中国国航深度报告》,2022.6.15



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	74,532	52,898	138,821	169,704	176,639
营业收入增长率	7.2%	-29.0%	162.4%	22.2%	4.1%
归母净利润(百万元)	-16,642	-38,619	3,946	14,636	15,742
归母净利润增长率	15.5%	132.1%	N/A	270.9%	7.6%
摊薄每股收益(元)	-1.15	-2.66	0.24	0.90	0.97
每股经营性现金流净额	0.89	-1.15	2.80	2.76	2.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	-27.1%	-163.6%	14.7%	37.3%	29.9%
P/E	N/A	N/A	44.2	11.9	11.1
P/B	2.2	6.5	6.5	4.4	3.3

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	69,504	74,532	52,898	138,821	169,704	176,639
增长率		7.2%	-29.0%	162.4%	22.2%	4.1%
主营业务成本	-75,631	-85,844	-82,812	-118,056	-134,996	-140,605
%销售收入	108.8%	115.2%	156.6%	85.0%	79.5%	79.6%
毛利	-6,127	-11,312	-29,915	20,765	34,708	36,034
%销售收入	n.a	n.a	n.a	15.0%	20.5%	20.4%
营业税金及附加	-217	-268	-156	-410	-424	-353
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
销售费用	-4,366	-4,452	-3,530	-7,496	-7,637	-7,949
%销售收入	6.3%	6.0%	6.7%	5.4%	4.5%	4.5%
管理费用	-4,123	-4,499	-4,799	-4,859	-5,091	-5,299
%销售收入	5.9%	6.0%	9.1%	3.5%	3.0%	3.0%
研发费用	-179	-153	-244	-486	-594	-618
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	-15,012	-20,683	-38,643	7,514	20,962	21,814
%销售收入	n.a	n.a	n.a	5.4%	12.4%	12.3%
财务费用	-1,309	-4,127	-10,335	-6,608	-6,783	-6,603
%销售收入	1.9%	5.5%	19.5%	4.8%	4.0%	3.7%
资产减值损失	-383	-174	-45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-5,916	-746	-27	1,500	1,800	2,160
%税前利润	n.a	n.a	n.a	26.5%	8.9%	10.0%
营业利润	-18,500	-21,851	-46,085	5,654	20,169	21,707
营业利润率	n.a	n.a	n.a	4.1%	11.9%	12.3%
营业外收支	25	16	205	0	0	0
税前利润	-18,475	-21,835	-45,880	5,654	20,169	21,707
利润率	n.a	n.a	n.a	4.1%	11.9%	12.3%
所得税	2,652	3,006	704	-1,413	-5,042	-5,427
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-15,822	-18,829	-45,176	4,240	15,126	16,281
少数股东损益	-1,413	-2,187	-6,556	294	490	539
归属于母公司的净利润	-14,409	-16,642	-38,619	3,946	14,636	15,742
净利率	n.a	n.a	n.a	2.8%	8.6%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-15,822	-18,829	-45,176	4,240	15,126	16,281
少数股东损益	-1,413	-2,187	-6,556	294	490	539
非现金支出	20,942	21,248	21,359	15,048	15,284	15,933
非经营收益	4,536	1,894	9,599	5,473	4,983	4,443
营运资金变动	-8,216	8,599	-2,544	15,943	4,736	1,743
经营活动现金净流	1,441	12,911	-16,762	40,704	40,130	38,399
资本开支	-11,905	-5,861	-6,965	-2,705	-8,437	-10,658
投资	-4,288	1,150	-424	0	0	0
其他	329	228	505	1,500	1,800	2,160
投资活动现金净流	-15,864	-4,484	-6,884	-1,205	-6,637	-8,498
股权募资	0	490	0	0	0	0
债权募资	31,959	22,087	42,239	-24,147	-18,775	0
其他	-6,165	-5,784	-6,580	-7,702	-8,978	-8,964
筹资活动现金净流	25,795	16,793	35,659	-31,850	-27,753	-8,964
现金净流量	11,268	25,171	12,222	7,650	5,740	20,937

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,575	16,710	11,436	14,856	16,599	33,759
应收款项	6,441	6,186	4,465	10,123	7,666	7,979
存货	1,854	2,050	2,558	2,679	2,370	2,468
其他流动资产	4,866	5,451	3,787	580	663	690
流动资产	19,736	30,397	22,245	28,238	27,298	44,897
%总资产	6.9%	10.2%	7.5%	9.8%	9.7%	15.3%
长期投资	14,720	14,337	14,825	14,825	14,825	14,825
固定资产	125,857	119,872	119,278	113,089	112,077	112,334
%总资产	44.3%	40.2%	40.4%	39.2%	39.9%	38.3%
无形资产	4,992	4,896	5,652	5,629	5,618	5,618
非流动资产	264,335	268,018	272,766	260,423	253,576	248,301
%总资产	93.1%	89.8%	92.5%	90.2%	90.3%	84.7%
资产总计	284,071	298,415	295,011	288,661	280,873	293,198
短期借款	51,382	41,072	57,211	56,040	37,265	37,265
应付款项	22,403	30,746	24,760	35,292	35,125	36,583
其他流动负债	6,609	19,597	10,512	11,370	11,745	12,060
流动负债	80,394	91,416	92,483	102,702	84,135	85,908
长期贷款	21,141	43,620	66,869	66,869	66,869	66,869
其他长期负债	98,722	97,514	114,100	94,019	91,867	88,499
负债	200,257	232,550	273,451	263,590	242,871	241,276
普通股股东权益	77,582	61,403	23,609	26,826	39,267	52,648
其中：股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
未分配利润	25,983	9,316	-29,309	-25,955	-13,514	-133
少数股东权益	6,232	4,463	-2,049	-1,755	-1,265	-726
负债股东权益合计	284,071	298,415	295,011	288,661	280,873	293,198

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-0.99	-1.15	-2.66	0.24	0.90	0.97
每股净资产	5.34	4.23	1.63	1.66	2.42	3.25
每股经营现金净流	0.10	0.89	-1.15	2.80	2.76	2.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.04	0.15	0.16
回报率						
净资产收益率	-18.6%	-27.1%	-163.6%	14.7%	37.3%	29.9%
总资产收益率	-5.1%	-5.6%	-13.1%	1.4%	5.2%	5.4%
投入资本收益率	-7.7%	-11.1%	-24.2%	3.5%	10.2%	9.8%
增长率						
主营业务收入增长率	-49.0%	7.2%	-29.0%	162.4%	22.2%	4.1%
EBIT增长率	N/A	37.8%	86.8%	-119.4%	179.0%	4.1%
净利润增长率	-324.8%	15.5%	132.1%	N/A	270.9%	7.6%
总资产增长率	-1.8%	5.0%	-1.1%	-2.2%	-2.7%	4.4%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.5	14.5	16.0	12.0	8.0	8.0
存货周转天数	9.5	8.3	10.2	8.3	6.4	6.4
应付账款周转天数	72.5	55.4	55.0	41.4	27.9	27.9
固定资产周转天数	460.7	416.3	596.0	210.8	170.3	164.1
偿债能力						
净负债/股东权益	91.2%	117.6%	574.4%	475.6%	259.8%	157.1%
EBIT利息保障倍数	-11.5	-5.0	-3.7	1.1	3.1	3.3
资产负债率	70.5%	77.9%	92.7%	91.3%	86.5%	82.3%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	9.32	10.75~10.75
2	2022-08-31	买入	10.45	N/A
3	2022-10-30	买入	10.22	N/A

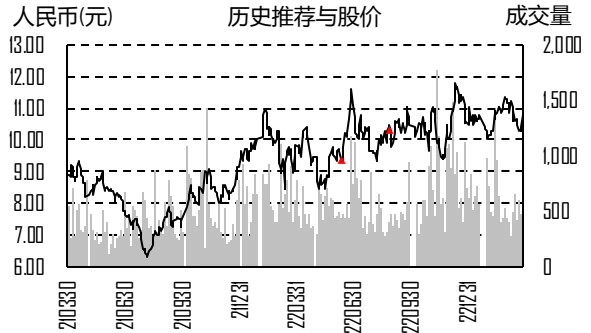
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402