

# 中国国航（601111）：逐步恢复常态化运营，业绩将迎来显著修复

2023年4月3日

推荐/上调

中国国航

公司报告

**事件：**公司发布 2022 年财报，实现营收 529.0 亿元，同比下降 29.0%，归母净利润-386.2 亿元，较 2021 年同期的-166.4 亿相比，亏损有明显扩大。

**疫情冲击导致需求严重受损是亏损扩大主因：**2022 年是疫情对航空业冲击最严重的一年。国航整体运力投放水平(ASK)仅相当于 19 年同期的 33.4%(21 年同期为 53.0%)，国内 ASK 仅相当于 19 年同期的 53.7% (21 年同期为 87.0%)；同时，22 年公司国内航线客座率降至 64%，较 21 年同期降低了 5.6 个百分点。在需求不振导致供给严重受限的情况下，公司飞机日利用率下降至 3.95 小时(21 年为 6.28 小时，19 年为 9.72 小时)，严重低于正常水平。

成本方面，由于航空公司为重资产运营，固定成本占比较高，导致成本端下降远小于收入端下降。22 年公司扣除燃油后的营业成本较 21 年仅下降 7.8%。燃油成本方面，虽然 22 年燃油消耗明显低于 21 年，但由于油价上涨的原因，22 年燃油成本反而高于 21 年近 10%，进一步推高了成本。

**公司未来 2 年飞机引进较为克制，收购山航后协同效应可期：**年报披露公司 23 年计划引进飞机 28 架，退出 20 架，净增 8 架；24 年实际引进 41 架，退出 8 架，净增 33 架。公司 22 年末机队规模为 762 架，不考虑对山航的收购，那么公司 23-24 年合计飞机数量增长约 5.4%，飞机引进较为克制。

3 月 22 日公司取得山航集团控制权，山航集团与山航股份纳入并表。收购完成后，公司机队规模会提升至接近 900 架(其中山航 130 余架)。收购有助于国航提升山东地区的市场份额，同时对日韩等短途国际航线市场进行补强，协同效应可期。

**今年业绩将迎来显著修复，盈利弹性重点看国际航线复苏程度：**随着疫情影响消退，航空业的业绩今年将迎来整体性的改善。国内航线方面，三大航运力投放皆已经超过 19 年同期水平，客座率也回升至 70% 以上，飞机基本的利用率得到保障。国际航线方面，目前短途国际航线率先复苏，长航线复苏稍缓，但也在有序重开。公司国际长航线在三大航中占比最高，可能导致业绩复苏进度略慢于其他航司，但由国际航线恢复而带来的盈利弹性也会高于其他航司。

**盈利预测与投资建议：**考虑到国际航线会以循序渐进的方式放开，今年大概率还无法完全恢复，我们以今年末国际航线运力投放恢复至 19 年同期 60% 左右，24 年末恢复至疫情前水平为基本假设对公司进行盈利预测。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 -12.5, 80.1 和 102.7 亿元，对应 EPS 分别为 -0.09、-0.55 和 0.71 元。鉴于基本面的显著改善，我们上调公司评级至“推荐”。

**风险提示：**民航政策变化；油价汇率大幅波动等

## 公司简介：

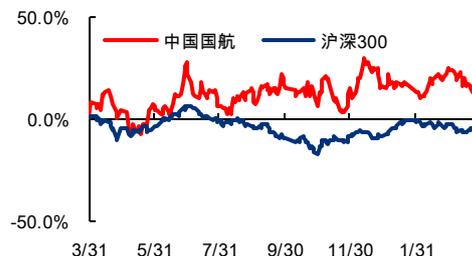
公司是我国载旗航空公司，主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务；飞机执管业务；航空器维修；航空公司间业务代理；与主营业务有关的地面服务和航空快递；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理；进出口业务。

(资料来源：同花顺)

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	11.8-8.43
总市值 (亿元)	1,744.83
流通市值 (亿元)	1,072.92
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	2.17

## 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

## 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	118,776.4	148,749.2	161,841.2
增长率(%)	7.23%	-29.03%	124.54%	25.23%	8.80%
归母净利润(百万元)	-16,642.3	-38,619.5	-1,245.6	8,006.5	10,274.4
增长率(%)	15.50%	132.06%	-96.77%	-742.78%	28.33%
净资产收益率(%)	-27.10%	-163.58%	-5.57%	26.36%	25.28%
每股收益(元)	-1.21	-2.81	-0.09	0.55	0.71
PE	-8.84	-3.81	-124.77	19.41	15.13
PB	2.53	6.58	6.95	5.12	3.82

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		
<b>流动资产合计</b>	30397	22245	26832	32313	34749	<b>营业收入</b>	74532	52898	118776	148749	161841		
货币资金	16710	11436	11878	14875	16184	<b>营业成本</b>	85844	82812	111064	128565	138567		
应收账款	2991	1649	1627	1834	1774	营业税金及附加	268	156	356	446	486		
其他应收款	3191	2800	6287	7873	8566	营业费用	4452	3530	4157	4834	4855		
预付款项	440	369	393	422	453	管理费用	4499	4799	4751	5504	5664		
存货	2050	2558	3043	3522	3796	财务费用	4127	10335	4690	4845	4719		
其他流动资产	4673	3413	3584	3763	3952	研发费用	153	244	238	297	324		
<b>非流动资产合计</b>	268018	272766	273334	273187	272221	资产减值损失	337	66	24	30	33		
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	<b>营业利润</b>	-21851	-46085	-1974	9160	12471		
<b>资产总计</b>	298415	295011	300167	305500	306970	营业外收入	125	344	379	416	458		
<b>流动负债合计</b>	91416	92483	101045	100390	94285	营业外支出	108	139	153	168	185		
短期借款	22002	19946	25323	27856	25282	<b>利润总额</b>	-21835	-45880	-1748	9408	12744		
应付账款	13307	11629	12171	14089	15185	所得税	-3006	-704	-175	470	1274		
预收款项	0	59	59	59	59	<b>净利润</b>	-18829	-45176	-1573	8938	11469		
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	931	1195		
<b>非流动负债合计</b>	141134	180969	179135	176186	172292	归属母公司净利润	-16642	-38619	-1246	8006	10274		
长期借款	43620	66869	66869	65869	63869	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	9500	11193	10634	10102	9597		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
<b>负债合计</b>	232550	273451	280180	276576	266576	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	4463	-2049	-2377	-1446	-251	营业收入增长	7.23%	-29.03%	124.54%	25.23%	8.80%		
实收资本（或股本）	14525	14525	14525	14525	14525	营业利润增长	18.12%	110.90%	-95.72%	-564.09	36.14%		
资本公积	26271	26271	26271	26271	26271	归属于母公司净利润增长	15.50%	132.06%	-96.77%	-742.78	28.33%		
未分配利润	9316	-29309	-30555	-22548	-12274	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	61403	23609	22364	30370	40644	毛利率(%)	-15.18	-56.55%	6.49%	13.57%	14.38%		
<b>负债和所有者权益</b>	298415	295011	300167	305500	306970	净利率(%)	-25.26	-85.40%	-1.32%	6.01%	7.09%		
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	-5.58%	-13.09%	-0.41%	2.62%	3.35%		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	-27.10	-163.58	-5.57%	26.36%	25.28%		
<b>经营活动现金流</b>	12888	-16762	22223	36519	40211	<b>偿债能力</b>							
净利润	-18829	-45176	-1573	8938	11469	资产负债率(%)	78%	93%	93%	91%	87%		
折旧摊销	21074	21314	22481	23617	24772	流动比率	0.33	0.24	0.27	0.32	0.37		
财务费用	4127	10335	4690	4845	4719	速动比率	0.31	0.21	0.24	0.29	0.33		
应收账款减少	-48	1342	22	-207	60	<b>营运能力</b>							
预收账款增加	0	59	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.18	0.40	0.49	0.53		
<b>投资活动现金流</b>	-4453	-6871	-24393	-24192	-24052	应收账款周转率	25.12	22.80	72.50	85.96	89.72		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.72	4.24	9.98	11.33	11.06		
长期投资减少	0	0	-135	-137	-139	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	-746	-27	760	975	1121	每股收益(最新摊薄)	-1.21	-2.81	-0.09	0.55	0.71		
<b>筹资活动现金流</b>	1711	18097	2612	-9330	-14850	每股净现金流(最新摊薄)	0.70	-0.38	0.03	0.21	0.09		
应付债券增加	-999	1694	-560	-532	-505	每股净资产(最新摊薄)	4.23	1.63	1.54	2.09	2.80		
长期借款增加	22480	23248	0	-1000	-2000	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-8.84	-3.81	-124.77	19.41	15.13		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.53	6.58	6.95	5.12	3.82		
<b>现金净增加额</b>	10146	-5536	442	2997	1309	EV/EBITDA	72.29	-19.25	9.49	7.49	6.47		

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：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 2 月数据点评：国内航线客座率显著提升，短途国际航线恢复超预期	2023-03-17
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 1 月数据点评：需求明显好转，短途国际航线率先恢复	2023-02-17
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 12 月数据点评：政策放开带来需求显著反弹，行业复苏有序推进	2023-01-18
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 11 月数据点评：需求触底反弹，供给有序恢复	2022-12-20
行业普通报告	【东兴交运】交通运输 2023 年度策略：疫后复苏仍是主线，预期兑现程度将决定股价走势	2022-11-29

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，6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法律责任。

## 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