

## 2022年国内疫情及油价高企下业绩探底符合预期，2023年Q1完成收购山航

中国国航(601111.SH)

推荐 维持评级

### 核心观点:

- **事件: 2022年:** 经营数据方面, 公司实现旅客运输量 3860.58 万人次, 同比-44.09%, 为 2019 年的 33.57%; ASK/RPK 同比分别-36.89%/-42.31%, 为 2019 年的 33.43%/25.88%; 客座率为 62.73%, 同比-5.90pct, 为 2019 年的 77.43%。财务数据方面, 2022 年, 公司实现营业收入 528.98 亿元, 同比-29.0%, 为 2019 年的 38.84%, 实现归母净利润-386.19 亿元, 继续呈现亏损。

**2023年Q1:** 经营数据方面, 公司实现旅客运输量 2639.9 万人次, 同比+88.1%, 为 2019 年的 92.81%; ASK/RPK 同比分别+73.8%/+95.8%, 为 2019 年的 84.35%/73.58%; 客座率为 71.0%, 同比+8.0%, 为 2019 年的 87.22%。财务数据方面, 一季度公司实现营业收入 250.68 亿元, 同比+94%, 为 2019 年的, 实现归母净利润-29.26 亿元。

- **2022年疫情影响下公司客运收入承压, 2023年Q1伴随疫情放开, 业务量显著释放带动营收增94%。** 2022年: 公司实现营业收入 528.98 亿元, 其中客运收入为 382.96 亿元, 同比-34.33% (其中, 因运力投入减少而减少收入-251.11 亿元, 因客座率下降而减少收入-31.65 亿元, 因收益水平上升而增加收入 46.55 亿元); 货运收入为 100.85 亿元, 同比-9.25% (其中, 因运力投入减少而减少收入-25.14 亿元, 因载运率上升而增加收入 1.86 亿元, 因收益水平上升而增加收入 12.99 亿元)。因年内疫情反复爆发, 航班量、旅客量大幅减少, 公司客运及货运业务均受到严重冲击, 业绩探底, 符合我们此前的预期。

单位收益来看, 2022 年, 公司客运 RRPK 为 0.63 元, 同比+13.83%, 其中, 国内/国际/地区航线的 RRPK 分别为 0.56 元/2.34 元/1.01 元, 同比分别+6.96%/+26.57%/+47.05%。货运 RFTK 为 2.96 元, 同比+14.77%, 其中, 国内/国际/地区航线的 RFTK 分别为 1.49 元/3.36 元/9.12 元, 同比分别+8.77%/+10.83%/+17.07%。疫情影响及“五个一”政策&入境严格管控的限制下, 国际票价位居高位, 客收水平同比显著提升, 但仍不足以弥补航班量大幅减少对收入端的冲击。

**2023年Q1:** 伴随着年初以来国内疫情局面得到稳定, 及“乙类乙管”等优化防控新政策落地, 疫情基本不再对民航出行产生实质影响。在此基础上, 公司业务量呈现出快速回升的态势, 营收规模为 250.68 亿元, 同比呈现显著增长。

- **2022年油价高企及汇率波动加剧成本费用端压力, 2023年Q1因业务量回升, 成本较前有所摊薄, 但仍未实现扭亏。** 2022年: 公司实现营业成本 828.12 亿元, 同比-3.53%, 其中, 航空油料/起降及停机费/折旧/飞机保养维修/员工薪酬/航空餐饮成本, 分别为 227.63 亿元/64.99 亿元/192.80 亿元/56.40 亿元/196.14 亿元/8.72 亿元, 占比

### 分析师

宁修齐

☎: 010-80927668

✉: ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522090001

### 市场数据

时间 2023.4.28

A 股收盘价(元)	10.65
A 股一年内最高价(元)	11.55
A 股一年内最低价(元)	9.95
上证指数	3,323.27
市盈率 (TTM)	-5.29
总股本 (百万股)	16,200.79
实际流通 A 股(百万股)	9,962.13
限售的流通 A 股(百万股)	1,675.98
流通 A 股市值(亿元)	1,060.97

27.49%/7.85%/23.28%/6.81%/23.68%/1.05%。因年内俄乌冲突爆发，原油价格大幅上涨，公司航油成本占比增至近三成。

2022 年，公司汇兑净损失为-40.89 亿元，相比去年同期的汇兑净收益 12.35 亿元，由正转负。年内公司汇兑损失的增加，主要系人民币汇率贬值导致。

**2023 年 Q1:** 公司实现营业成本 297.49 亿元，同比+28.53%。因年初以来，公司业务量显著提升，对成本端产生摊薄效应，但由于航油价格仍位于高位，一季度公司营业成本仍呈现同比增加。伴随行业进一步复苏，年内公司成本有望进一步降低。

- **2022 年深航、山航继续贡献亏损。2023 年 3 月，公司正式取得山航控制权，机队、航网规模进一步扩展。2022 年:** 子公司深航录亏-111.27 亿元，澳门/北京/大连/内蒙子公司分别录亏-8.71 亿元/-1.90 亿元/-5.93 亿元/-4.25 亿元。参股公司国泰/山航分别录亏-61.27 亿元/-69.1 亿元；其中，国泰贡献投资收益+2.51 亿元，山航贡献投资亏损-4.75 亿元。

**2023 年 Q1:** 2023 年 3 月 21 日起，国航正式取得山航集团控制权，完成对山航的收购。山航成为国航纳入合并报表范围的子公司。

- **2022 年集团引进飞机 36 架，退出 20 架，持续优化机队结构，布局疫后市场。** 2022 年，集团引进飞机 36 架，退出 20 架（公司引进飞机 31 架，退出 11 架）。其中，引进飞机机型以 A320、A321、A350、ARJ-21 为主，退出以 A319、A330、B737 为主。机型进一步以新换旧，机队结构较前持续优化。
- **投资建议** 我们预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.20 元/1.04 元/1.27 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 53.2X/10.23X/8.38X，给予“推荐”评级。
- **风险提示** 新冠疫情反复带来的风险，原油价格大幅上涨的风险，人民币汇率波动的风险。

### 盈利预测与财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	528.98	1312.26	1664.18	1779.89
增长率%	-29.03	148.07	26.82	6.95
归母净利润(亿元)	-386.19	32.31	168.54	206.28
增长率%	-132.06	91.63	421.63	22.39
每股收益 EPS(元)	-2.66	0.20	1.04	1.27
PE	-3.99	53.2	10.23	8.38

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn