

中国国航(601111)

报告日期: 2023年07月15日

## Q2 超预期减亏, 载旗航司静待涅槃

### ——中国国航 23H1 业绩预告点评

#### 投资要点

- 中国国航发布 2023 中报预亏公告: 23H1, 公司归母净利润预计为-32 亿元至-39 亿元, 同比大幅减亏(22H1 为-194.35 亿元)。其中 Q2, 归母净利润预计为-2.74 亿元至-9.74 亿元, 亏幅亦同比大幅收窄(22Q2 为-105.35 亿元)。
- Q2 运力投放和出行需求持续恢复  
 机队规模: 截至 2023 年 6 月 30 日, 机队规模 902 架, 当年净引进 8 架。  
 经营数据: 23Q2 公司 ASK、RPK、客座率同比 19Q2 分别-8%、-20%、-10.5pct。
- Q2 油价下行减轻成本压力, 但人民币贬值带来汇兑损失  
 油价方面, 23Q2 中国航空煤油进口到岸完税价平均为 6103 元/吨, 环比 23Q1 下降 13%, 同比 19Q2 增长 20%。23Q2 末, WTI 原油收盘价 70.64 美元/桶, 较 23Q1 末下降 7%。航油成本占航司营业成本的 3 成左右, 我们预计航司 Q2 单位 ASK 燃油成本环比改善。  
 汇率方面, 23Q2 末美元兑人民币中间价为 7.2258, 较 22 年末+3.8%, 较 23Q1 末 +5.2%, 故航司中报将录得不同程度的汇兑损失, 但不影响航司实际经营与现金流。  
 根据公司 2022 年报, 人民币兑美元汇率贬值 1%, 公司净利润将减少 2.74 亿元, 我们测算, 公司 Q2 汇兑损失约为 14.12 亿元。
- Q2 出行淡季不淡, 继续看好航空强周期  
 5 月民航旅客量同比 19 年-5%, 其中, 国内线、国际及地区线旅客量同比 19 年分别+3%、-57%。“五一”、“端午”假期出行高峰量价齐升, 民航旅客量较 19 年增长 3%-4%, 国内航线票价较 19 年大幅增长。
- 盈利预测与估值  
 十四五期间行业运力供给增速确定性放缓, 未来需求恢复过程中有望出现明显供需错配, 公司业绩弹性有望充分释放, 预计 2023-2025 年归母净利润分别 16、210、220 亿元, 维持“买入”评级。
- 风险提示  
 出行需求恢复不及预期; 油、汇风险; 突发事件等。

#### 投资评级: 买入(维持)

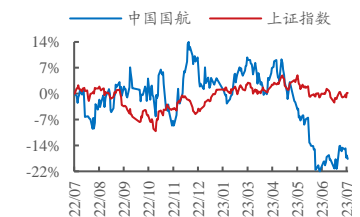
分析师: 李丹  
 执业证书号: S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 卢晓尧  
 luxiaoyao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 8.45
总市值(百万元)	136,896.70
总股本(百万股)	16,200.79

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《23Q1 亏损收窄, 旺季盈利可期》2023.04.26
- 2 《2022 年亏损 386 亿元, 载旗航司静待涅槃》2023.03.31
- 3 《载旗航司, 凤凰涅槃》2023.03.23

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	52898	133886	178141	187787
(+/-) (%)	-29.03%	153.10%	33.05%	5.41%
归母净利润	-38619	1643	20979	21989
(+/-) (%)	/	/	1176.95%	4.81%
每股收益(元)	-2.38	0.10	1.29	1.36
P/E	-	83.32	6.53	6.23

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22245	29678	64583	100018
现金	11436	13217	46019	80844
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款	1657	5329	7069	7591
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	369	590	641	669
存货	2558	3088	3559	3923
其他	6223	7452	7291	6988
<b>非流动资产</b>	272766	259450	253698	246434
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	12574	12345	12333	12418
固定资产	86370	86381	84534	81864
无形资产	4300	4277	4360	4557
在建工程	32909	25696	18951	13894
其他	136613	130751	133519	133700
<b>资产总计</b>	295011	289128	318281	346451
<b>流动负债</b>	92483	95156	100178	101655
短期借款	19946	23758	21902	21869
应付款项	11629	18188	19875	20795
预收账款	59	50	88	124
其他	60849	53160	58313	58867
<b>非流动负债</b>	180969	168814	168403	169375
长期借款	66869	65369	63384	61854
其他	114100	103445	105020	107521
<b>负债合计</b>	273451	263970	268582	271031
少数股东权益	(2049)	(1770)	1792	5525
归属母公司股东权益	23609	26928	47907	69896
<b>负债和股东权益</b>	295011	289128	318281	346451

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(16762)	10834	39155	42104
净利润	(45176)	1922	24541	25722
折旧摊销	8966	5899	6173	6386
财务费用	10335	7059	7876	7922
投资损失	27	(300)	(318)	(334)
营运资金变动	482	1044	2873	1110
其它	8604	(4789)	(1990)	1298
<b>投资活动现金流</b>	(6871)	1838	2668	1396
资本支出	594	1629	2736	1653
长期投资	(471)	211	16	(81)
其他	(6994)	(3)	(84)	(175)
<b>筹资活动现金流</b>	18097	(10890)	(9022)	(8675)
短期借款	(2056)	3812	(1856)	(33)
长期借款	23248	(1500)	(1985)	(1530)
其他	(3095)	(13203)	(5181)	(7112)
<b>现金净增加额</b>	(5536)	1781	32802	34825

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	52898	133886	178141	187787
营业成本	82812	116831	131492	139490
营业税金及附加	156	431	580	590
营业费用	3530	6427	8551	9014
管理费用	4799	4686	6235	6573
研发费用	244	617	820	865
财务费用	10335	7059	7876	7922
资产减值损失	45	(244)	(324)	(400)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(27)	300	318	334
其他经营收益	2966	3671	3514	3384
<b>营业利润</b>	(46085)	2051	26744	27452
营业外收支	205	88	95	133
<b>利润总额</b>	(45880)	2139	26839	27585
所得税	(704)	217	2298	1863
<b>净利润</b>	(45176)	1922	24541	25722
少数股东损益	(6556)	279	3562	3733
<b>归属母公司净利润</b>	(38619)	1643	20979	21989
EBITDA	(32075)	15689	40327	40633
EPS (最新摊薄)	(2.38)	0.10	1.29	1.36

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-29.03%	153.10%	33.05%	5.41%
营业利润	-114.32%	104.45%	1203.64%	2.65%
归属母公司净利润	-	-	1176.95%	4.81%
<b>获利能力</b>				
毛利率	-56.55%	12.74%	26.19%	25.72%
净利率	-85.40%	1.44%	13.78%	13.70%
ROE	-88.35%	7.03%	56.05%	35.15%
ROIC	-16.38%	3.74%	12.16%	11.40%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	92.69%	91.30%	84.39%	78.23%
净负债比率	45.38%	43.66%	41.99%	42.07%
流动比率	0.24	0.31	0.64	0.98
速动比率	0.21	0.28	0.61	0.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.46	0.59	0.57
应收账款周转率	22.80	39.84	30.83	28.70
应付账款周转率	6.64	7.87	6.96	6.90
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-2.38	0.10	1.29	1.36
每股经营现金	-1.03	0.67	2.42	2.60
每股净资产	1.63	1.66	2.96	4.31
<b>估值比率</b>				
P/E	-3.54	83.32	6.53	6.23
P/B	5.20	5.08	2.86	1.96
EV/EBITDA	-10.71	21.06	7.48	6.69

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>