

中国国航(601111)

报告日期: 2023年08月30日

## Q2 扣汇业绩大幅改善, 旺季业绩有望创历史新高

### ——中国国航 23H1 业绩点评

#### 投资要点

- 中国国航发布 23H1 业绩: 营业收入 596.13 亿元, 同比增加 148.88%, 实现归母净利润-34.51 亿元, 同比大幅减亏 (22H1 为-194.35 亿元)。其中 Q2, 营业收入 345.45, 同比增加 213.05%, 实现归母净利润-5.24 亿元, 亏幅亦同比大幅收窄 (22Q2 为-105.35 亿元)。

按照公司 2023 中报口径, 人民币兑美元汇率每贬值 1%, 将导致公司净利润减少 2.97 亿元, 我们预计 Q2 人民币贬值产生的汇兑损失导致公司净利润减少约 15.30 亿元, 加回汇兑损失影响后, 预计公司 23Q2 归母净利润约 10.06 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:** 23H1 ASK、RPK、客座率同比 19H1 分别-16%、-27%、-10.7pct。

其中 Q2, ASK、RPK、客座率同比 19Q2 分别-8%、-20%、-10.5pct。

- 客收: 23H1 整体客公里收益为 0.61 元, 同比增加 8.2%, 较 19H1 增加 17.1%; 其中国内、国际、地区线分别为 0.59、0.78、0.83 元, 分别较 19H1 增加 0.7%、90.2%、21.3%。

**单位成本:** 23H1 单位 ASK 成本 0.46 元, 同比下降 47%, 较 19H1 增加 19%,

其中 1) 油价: 单位航油成本 0.15 元, 同比下降 36%, 较 19H1 增加 31%,

2) 利用率提升, 摊薄非油成本: 单位 ASK 非油成本 0.31 元, 同比下降 51%, 较 19H1 增加 28%。

- 旗下主要参股航司业绩大幅改善

截至 23H1, 公司拥有国泰航空 29.99% 的股权, 国泰航空 23H1 业绩大幅改善, 贡献归母净利润 35.93 亿元 (去年同期为亏损 44.32 亿元); 旗下参股航司深圳航空 23H1 经营亦大幅改善, 归母亏损由 22H1 的 45.93 亿元收窄至 14.20 亿元。

- 盈利预测与投资建议

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

需求不及预期、油价大幅上涨、人民币兑美元大幅贬值等。

#### 投资评级: 买入(维持)

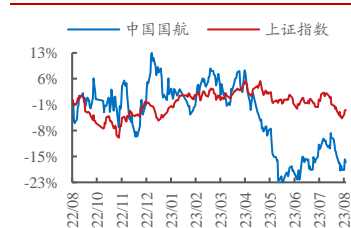
分析师: 李丹  
 执业证书号: S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 卢晓尧  
 luxiaoyao@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 8.67     |
| 总市值(百万元) | 140,460.87 |
| 总股本(百万股) | 16,200.79  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q2 超预期减亏, 载旗航司静待涅槃》2023.07.15
- 《23Q1 亏损收窄, 旺季盈利可期》2023.04.26
- 《2022 年亏损 386 亿元, 载旗航司静待涅槃》2023.03.31

#### 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       | /       | 85.49   | 6.70     | 6.39   |

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            | -3.64    | 85.49   | 6.70     | 6.39   |
| P/B            | 5.33     | 5.22    | 2.93     | 2.01   |
| EV/EBITDA      | -10.71   | 21.29   | 7.57     | 6.78   |

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>