

买入

中国国航（601111.SH）

拟筹划取得山航集团控制权，行业重组有望突破

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 航空机场

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：姜明 021-60933128 jiangming2@guosen.com.cn
证券分析师：曾凡喆 010-88005378 zengfanzhe@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004
执证编码：S0980521030003

事项：

公司公告：中国国航整筹划取得山航集团有限公司的控制权，并进而取得山东航空股份有限公司（上市公司，代码：200152.SZ 山航 B）的控制权。本次筹划事项不涉及发行股份购买资产，不涉及重大资产重组。

国信交运观点：

1) 中型航空公司重整出现重大突破，行业集中度有望提升：自疫情以来，各航司陷入亏损泥潭，但由于过往十年的经营利润积淀，2020-2021 年除海航系公司外，我国其余大中型航司并未出现显著整合，行业集中度未发生显著变化。时至 2022 年，一季度疫情扰动下各航司再度亏损，二季度上海等地疫情发酵，部分中小航司经营极度困难，行业整合蓄势待发。国航筹划控股山航，中型航司整合率先突破，行业集中度有望提升。

2) 山航航线网络质量及盈利能力较国航尚有差距，期待整合后的协同效应提升收益品质：2021 年山航机队规模为 134 架，全部为 B737 机型。2022 年夏秋航季航班主要集中在济南、青岛、厦门、烟台，主要航线有青岛-上海、济南-大连、济南-厦门等，以二线城市对飞为主。相比于国航，山航不论在航网质量及历史盈利能力上均尚有差距，期待整合后的协同效应提升航线收益品质。

3) 行业大逻辑不变，看好全面放开后供需反转，继续推荐民航业及公司，维持“买入”评级

短期各地散发疫情消退，国内需求逐步复苏，且国际线航班量有望稍有恢复，航空基本面边际改善。未来常态化核酸制度推进提高需求稳定性，情绪偏乐观。长期看，我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。

2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%，而在经营压力较大的 2020-2021 年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年，从各航司机队引进规划看，如不考虑 B737MAX 复飞，年内飞机引进数量仅为 3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性反转机会及复苏后公司业绩表现，维持“买入”评级。

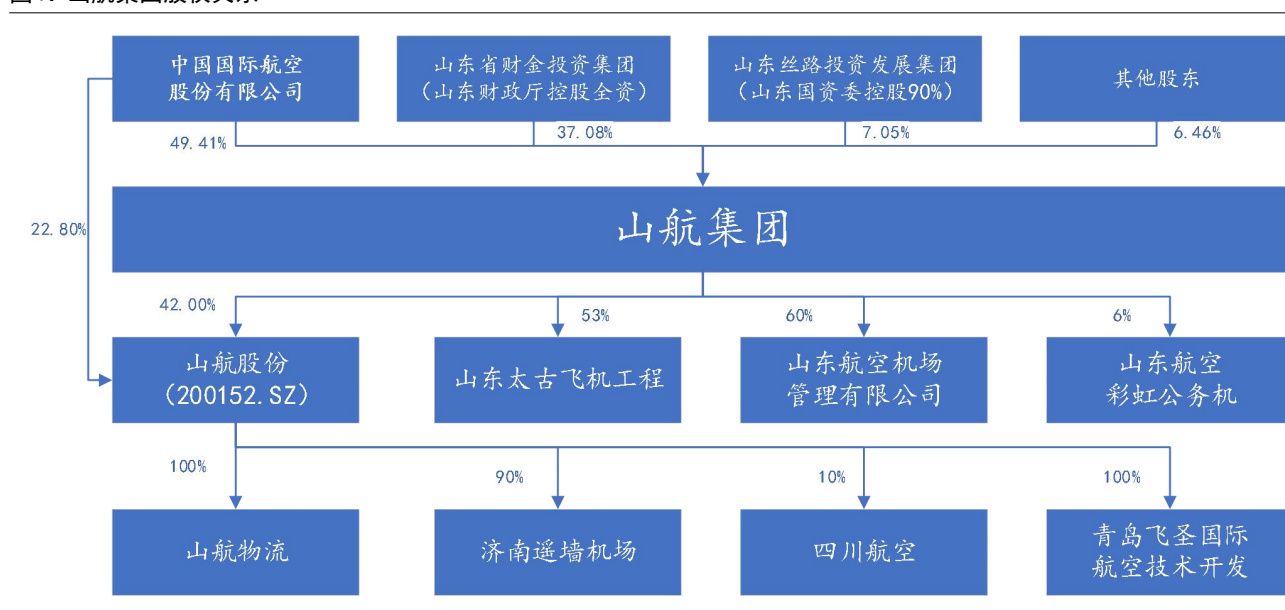
评论：

◆ 公司公告

中国国航整筹划取得山航集团有限公司的控制权，并进而取得山东航空股份有限公司（上市公司，代码：200152.SZ 山航 B）的控制权。本次筹划事项不涉及发行股份购买资产，不涉及重大资产重组。

本次重整前，国航股份直接持有山航股份 22.8%的股权，并持有山航集团 49.41%的股权，山航集团持有山航股份 42%的股权。

图1：山航集团股权关系

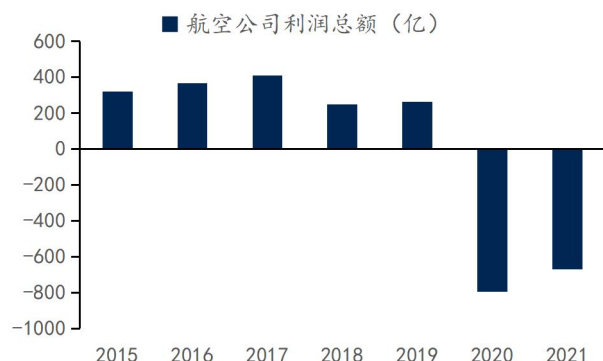


资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

国信交运观点：

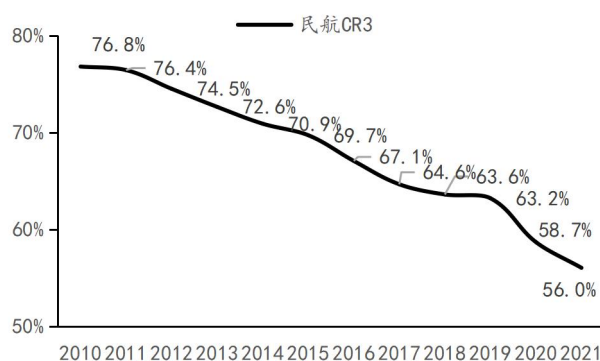
1) 中型航空公司重整出现重大突破，行业集中度有望提升：自疫情以来，民航客运复苏一波三折，民航业陷入亏损泥潭。民航局数据显示，2020 年航空公司亏损 794.5 亿，2021 年续亏 670.9 亿，但由于过往十年的经营利润积淀，2020-2021 年除海航系公司外，我国其余大中型航司并未出现显著整合，行业集中度未发生显著变化。

图2: 民航业利润总额



资料来源: CAAC, 国信证券经济研究所整理

图3: 我国民航以旅客周转量计算 CR3



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020-2021 年三大航国际线断崖式下降, CR3 下滑幅度较大

时至 2022 年, 一季度疫情扰动下各航司再度亏损, 二季度上海等地疫情发酵, 部分中小航司经营极度困难, 行业整合蓄势待发。国航筹划控股山航, 中型航司整合率先突破, 行业集中度有望提升。

2) 山航航线网络质量及盈利能力较国航尚有差距, 期待整合后的协同效应提升收益品质: 2021 年山航机队规模为 134 架, 全部为 B737 机型。2019 年公司旅客周转量 376.5 亿, 市占率为 3.22%, 其中国内航线旅客周转量占比 92.13%, 国际航线占比 6.63%, 地区航线占比 1.24%。

国内航线方面, 2022 年夏秋航季航班主要集中在济南、青岛、厦门、烟台, 主要航线有青岛-上海、济南-大连、济南-厦门等, 其中一线对飞、一线飞二线、一线飞三线、二线对飞、二线飞三线、三线对飞航班量占比分别为 0.5%、19.0%、7.9%、25.6%、33.6%、13.5% (一线机场定义为 2019 年疫情前旅客吞吐量前十大机场、二线机场定义为排名十一至三十位机场, 其余定义为三线机场)。国际航线方面, 2019 年夏秋航季公司主要国际地区航线为国内二线城市飞柬埔寨, 泰国、日韩等亚洲航线。

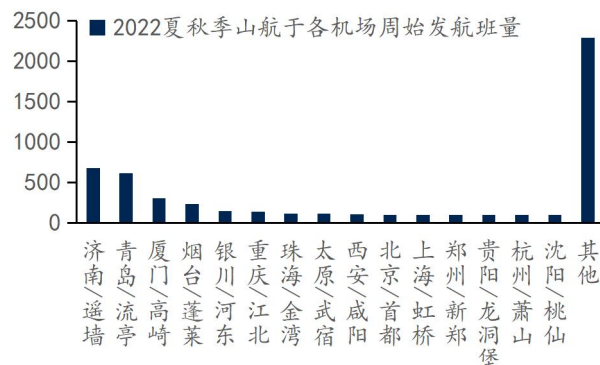
2019 年公司客公里收益 0.485 元, 相比于国航 0.534 元的水平偏低, 净利润率 1.90%, 低于国航 4.71% 的水平。由此可见, 山航不论在航网质量及历史盈利能力上相比国航均尚有差距, 期待整合后的协同效应提升航线收益品质。

图4：山航机队规模



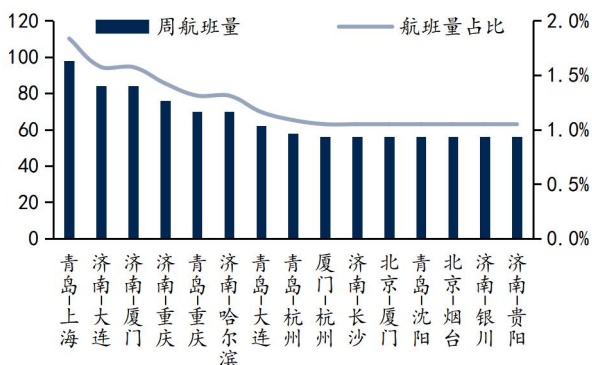
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：山航 2022 年夏秋航季于各机场国内线周航班量



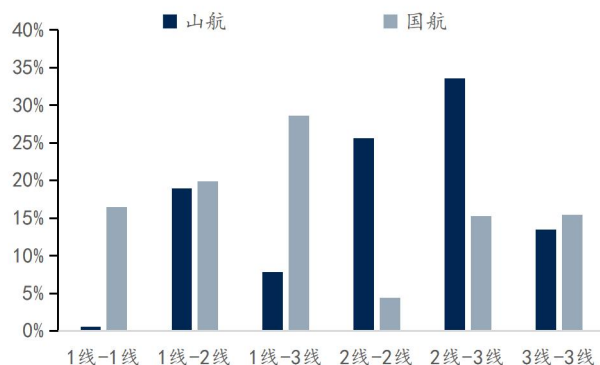
资料来源：民航时刻表，国信证券经济研究所整理

图6：山航主要航线航班量



资料来源：民航时刻表，国信证券经济研究所整理

图7：山航和国航航线质量对比



资料来源：民航时刻表，国信证券经济研究所整理

图8：山航收入规模及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：山航历史归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

短期各地散发疫情消退，国内需求逐步复苏，且国际线航班量有望稍有恢复，航空基本面边际改善。未来常态化核酸制度推进提高需求稳定性，情绪偏乐观。长期看，我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。

2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%，而在经营压力较大的 2020-2021 年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年，从各航司机队引进规划看，如不考虑 B737MAX 复飞，年内飞机引进数量仅为 3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

图 10：民航运输机队数量增速大幅下降



资料来源：CAAC，国信证券经济研究所整理

图 11：民航逐月客机引进数量继续保持低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性反转机会及复苏后公司业绩表现，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济超预期下滑，油价大幅上涨，汇率大幅贬值，安全事故，重整失败风险

相关研究报告：

《中国国航（601111.SH）-亏损延续，持续看好疫情消退后的业绩弹性》——2022-03-31

《中国国航-601111-2021 年三季报点评：疫情扰动延续亏损，业绩释放需待防疫政策松动》——2021-11-02

《中国国航-601111-2021 年中报点评：减亏略超预期，看好远期业绩表现》——2021-08-31

《中国国航-601111-2021 年一季报点评：一季度续亏，二季度有望显著减亏》——2021-05-01

《中国国航-601111-2020 年年报点评：市场低迷及投资损失拖累业绩，看好复苏趋势》——2021-03-31

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6575	16710	12295	11423	13038	营业收入	69504	74532	96450	122581	175484
应收款项	2949	2995	3964	5373	7692	营业成本	75631	85844	100263	107088	133463
存货净额	1854	2050	2452	1829	2316	营业税金及附加	217	268	318	245	351
其他流动资产	8357	8638	6752	7355	8774	销售费用	4366	4452	5101	6229	8477
流动资产合计	19736	30397	25469	25991	31838	管理费用	4123	4499	5258	5865	6728
固定资产	125857	119872	118885	125531	141659	财务费用	1309	4127	5082	5272	5435
无形资产及其他	3597	3544	3602	3661	3719	投资收益	(5916)	(746)	600	1000	1500
投资性房地产	122501	132521	132521	132521	132521	资产减值及公允价值变动	476	337	(200)	100	(200)
长期股权投资	12380	12081	12181	12381	12581	其他收入	3083	3214	0	0	0
资产总计	284071	298415	292659	300084	322317	营业利润	(18500)	(21851)	(19172)	(1018)	22331
短期借款及交易性金融负债	51382	41072	40298	45695	45814	营业外净收支	25	16	4300	4900	5400
应付款项	12803	13507	17166	18291	21502	利润总额	(18475)	(21835)	(14872)	3882	27731
其他流动负债	16210	36837	39890	37565	40742	所得税费用	(2652)	(3006)	(2677)	893	6378
流动负债合计	80394	91416	97354	101551	108059	少数股东损益	(1413)	(2187)	(1490)	389	2778
长期借款及应付债券	31639	53120	53120	53120	53120	归属于母公司净利润	(14409)	(16642)	(10705)	2601	18575
其他长期负债	88223	88014	88514	89014	89514						
长期负债合计	119862	141134	141634	142134	142634	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	200257	232550	238988	243685	250693	净利润	(14409)	(16642)	(10705)	2601	18575
少数股东权益	6232	4463	2973	3362	5584	资产减值准备	478	(138)	(6)	(1)	8
股东权益	77582	61403	50697	53038	66040	折旧摊销	9276	9365	11215	12099	13212
负债和股东权益总计	284071	298415	292659	300084	322317	公允价值变动损失	(476)	(337)	200	(100)	200
						财务费用	1309	4127	5082	5272	5435
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(25136)	10442	7722	(2091)	2671
每股收益	(1.05)	(1.21)	(0.78)	0.19	1.35	其它	(2496)	(2809)	(1483)	390	2215
每股红利	0.42	0.40	0.00	0.02	0.38	经营活动现金流	(32762)	(119)	6942	12897	36880
每股净资产	5.34	4.23	3.49	3.65	4.55	资本开支	0	(3370)	(10480)	(18702)	(29605)
ROIC	-9%	-12%	-8%	2%	14%	其它投资现金流	0	(4)	(2)	(4)	(6)
ROE	-19%	-27%	-21%	5%	28%	投资活动现金流	3672	(3076)	(10582)	(18906)	(29811)
毛利率	-9%	-15%	-4%	13%	24%	权益性融资	(103)	490	0	0	0
EBIT Margin	-21%	-28%	-15%	3%	15%	负债净变化	19940	22480	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-15%	-3%	12%	23%	支付股利、利息	(6165)	(5784)	0	(260)	(5573)
收入增长	-49%	7%	29%	27%	43%	其它融资现金流	(1446)	(20552)	(774)	5397	120
净利润增长率	-325%	15%	—	-124%	614%	融资活动现金流	26002	13330	(774)	5137	(5453)
资产负债率	73%	79%	83%	82%	80%	现金净变动	(3088)	10134	(4415)	(872)	1616
息率	5.2%	4.8%	0.0%	0.2%	4.7%	货币资金的期初余额	9664	6575	16710	12295	11423
P/E	(7.8)	(6.8)	(10.6)	43.5	6.1	货币资金的期末余额	6575	16710	12295	11423	13038
P/B	1.5	1.9	2.4	2.3	1.8	企业自由现金流	0	(1267)	(3425)	(6265)	6657
EV/EBITDA	(57.6)	(31.5)	(109.5)	23.8	9.3	权益自由现金流	0	660	(8361)	(4789)	2733

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032