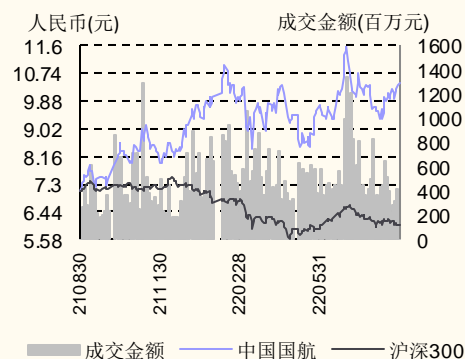


中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 10.45 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	145.25
已上市流通 A 股(亿股)	99.62
流通港股(亿股)	45.63
总市值(亿元)	1,517.84
年内股价最高最低(元)	11.61/7.10
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227

**相关报告**

1.《航网时刻优质, 长期价值不改-中国国航深度报告》, 2022.6.15

H1 投资损失降低, 中期运力放缓确定**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	69,504	74,532	71,459	138,124	165,154
营业收入增长率	-49.0%	7.2%	-4.1%	93.3%	19.6%
归母净利润(百万元)	-14,409	-16,642	-23,198	3,925	14,608
归母净利润增长率	-324.8%	15.5%	39.4%	n.a	272.2%
摊薄每股收益(元)	-0.99	-1.15	-1.60	0.27	1.01
每股经营性现金流净额	0.10	0.89	-0.42	2.01	2.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	-18.6%	-27.1%	-60.9%	9.5%	27.1%
P/E	NA	NA	NA	38.7	10.4
P/B	1.4	2.2	4.0	3.7	2.8

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 8月30日, 中国国航发布 2022 年半年度报告。2022H1 营业收入为 239.53 亿元, 同比下降 36%; 归母净利为-194.35 亿元, 2021 年同期为-67.86 亿元; 2022Q2 营业收入为 110.35 亿元, 同比下降 52%; 归母净利为-105.35 亿元, 2021 年同期为-5.78 亿元。H1 净利润位于业绩预告公告中间值。

分析

- 国内疫情反复, 显著影响复苏。**H1 国内疫情反复, 行业供需大幅下降。H1 公司 ASK 同比下降 46%, 其中 Q2 下降 65%; H1 RPK 同比下降 54%, 其中 Q2 下降 72%; H1 客座率同比下降 10.19pct 至 60.42%。受燃油附加费征收及国际客票上涨影响, H1 客公里收益同比增长 6.43%至 0.5645 元。综合票价与需求表现, H1 收入同比下降 36%, 其中 Q2 下降 52%。
- 汇兑损失明显, 投资损失降低。**H1 油价高企叠加公司飞机利用率下降 3.1 小时至 3.95 小时, 公司单位座公里成本同比上升 71%至 0.8649 元。H1 营业成本同比下降 8%, 降幅低于收入, 盈利再度承压。费用率方面, H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.4%、8.8%、0.3%、22.1%, 合计同比增长 22pct, 其中财务费用率增长 16.7pct 至 22.1%, 主要系人民币贬值带来 22.4 亿元汇兑损失。H1 公司投资损失为 7.87 亿元, 同比减少 4.86 亿元, 其中国泰航空投资损失 4.23 亿元, 同比大幅减少 9.41 亿元。
- 供给增速放缓, 中期复苏可期。**7 月公司公告拟购买 96 架空客 A320 飞机, 将于 2023-2027 年交付, 新飞机引进将集中在 2024 年以后, 部分为满足机队老旧飞机退出的更新需求, 实际净增速度将维持在可控范围内。根据半年报, 2023-2024 年公司计划净增飞机 1 架、24 架, 未来两年供给增速放缓较为确定。未来待国际放开, 需求增速将大幅超过供给增速, 叠加票价市场化提价效应, 公司中期业绩反弹值得期待。

投资建议

- 考虑 2022Q2 疫情影响及油价上行超出先前假设, 以及 2023 年运力增速下降, 下调公司 2022-23 年净利预测至-232 亿元/39 亿元 (原-155/63 亿元), 维持 2024 年净利预测 146 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期风险, 汇率波动风险, 油价上涨风险, 增发摊薄风险, 安全事故风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001
zhengshuming@gjzq.com.cn

王凯婕 分析师 SAC 执业编号: S1130522070001
wangkaijie@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	136,181	69,504	74,532	71,459	138,124	165,154
增长率		-49.0%	7.2%	-4.1%	93.3%	19.6%
主营业务成本	-113,246	-75,631	-85,844	-92,969	-118,545	-132,541
%销售收入	83.2%	108.8%	115.2%	130.1%	85.8%	80.3%
毛利	22,935	-6,127	-11,312	-21,510	19,579	32,613
%销售收入	16.8%	n.a	n.a	n.a	14.2%	19.7%
营业税金及附加	-274	-217	-268	-250	-483	-578
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-6,637	-4,366	-4,452	-4,288	-7,459	-8,258
%销售收入	4.9%	6.3%	6.0%	6.0%	5.4%	5.0%
管理费用	-4,445	-4,123	-4,499	-3,573	-4,696	-5,120
%销售收入	3.3%	5.9%	6.0%	5.0%	3.4%	3.1%
研发费用	-491	-179	-153	-143	-414	-578
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	11,087	-15,012	-20,683	-29,763	6,526	18,080
%销售收入	8.1%	n.a	n.a	n.a	4.7%	10.9%
财务费用	-6,169	-1,309	-4,127	-8,086	-6,239	-5,696
%销售收入	4.5%	1.9%	5.5%	11.3%	4.5%	3.4%
资产减值损失	-38	-383	-174	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	538	-5,916	-746	-787	1,500	4,000
%税前利润	5.9%	n.a	n.a	n.a	25.5%	19.2%
营业利润	9,178	-18,500	-21,851	-34,837	5,887	20,784
营业利润率	6.7%	n.a	n.a	n.a	4.3%	12.6%
营业外收支	-74	25	16	-14	0	0
税前利润	9,105	-18,475	-21,835	-34,851	5,887	20,784
利润率	6.7%	n.a	n.a	n.a	4.3%	12.6%
所得税	-1,853	2,652	3,006	8,713	-1,472	-5,196
所得税率	20.3%	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	7,252	-15,822	-18,829	-26,138	4,415	15,588
少数股东损益	843	-1,413	-2,187	-2,940	490	980
归属于母公司的净利润	6,409	-14,409	-16,642	-23,198	3,925	14,608
净利率	4.7%	n.a	n.a	n.a	2.8%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,252	-15,822	-18,829	-26,138	4,415	15,588
少数股东损益	843	-1,413	-2,187	-2,940	490	980
非现金支出	21,605	20,942	21,248	15,768	17,070	17,896
非经营收益	5,235	4,536	1,894	6,289	5,129	2,053
营运资金变动	4,344	-8,216	8,599	-2,046	2,620	470
经营活动现金净流	38,436	1,441	12,911	-6,127	29,234	36,006
资本开支	-12,342	-11,905	-5,861	-22,052	-9,173	-13,434
投资	-613	-4,288	1,150	152	0	0
其他	799	329	228	-803	1,500	4,000
投资活动现金净流	-12,157	-15,864	-4,484	-22,703	-7,673	-9,434
股权募资	400	0	490	0	0	0
债权募资	-3,455	31,959	22,087	39,762	-11,979	-14,905
其他	-6,442	-6,165	-5,784	-6,520	-7,217	-8,244
筹资活动现金净流	-9,497	25,795	16,793	33,241	-19,196	-23,149
现金净流量	16,832	11,268	25,171	4,412	2,365	3,424

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,664	6,575	16,710	16,540	14,599	13,975
应收款项	9,243	6,441	6,186	5,487	8,713	9,061
存货	2,099	1,854	2,050	2,547	2,923	2,905
其他流动资产	3,811	4,866	5,451	6,171	6,584	6,953
流动资产	24,817	19,736	30,397	30,745	32,820	32,895
%总资产	8.4%	6.9%	10.2%	10.1%	10.9%	11.1%
长期投资	18,961	14,720	14,337	14,200	14,200	14,200
固定资产	124,166	125,857	119,872	132,075	129,797	130,653
%总资产	42.2%	44.3%	40.2%	43.2%	43.3%	44.2%
无形资产	5,191	4,992	4,896	4,922	4,966	5,027
非流动资产	269,437	264,335	268,018	275,050	267,153	262,692
%总资产	91.6%	93.1%	89.8%	89.9%	89.1%	88.9%
资产总计	294,254	284,071	298,415	305,795	299,973	295,586
短期借款	28,440	51,382	41,072	87,196	75,217	60,312
应付款项	26,340	22,403	30,746	29,033	33,152	33,772
其他流动负债	22,850	6,609	19,597	20,071	21,993	22,692
流动负债	77,630	80,394	91,416	136,299	130,362	116,776
长期贷款	1,200	21,141	43,620	43,620	43,620	43,620
其他长期负债	114,047	98,722	97,514	86,281	82,569	78,372
负债	192,877	200,257	232,550	266,201	256,552	238,769
普通股股东权益	93,506	77,582	61,403	38,072	41,408	53,825
其中：股本	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525	14,525
未分配利润	41,588	25,983	9,316	-13,883	-10,546	1,870
少数股东权益	7,871	6,232	4,463	1,523	2,013	2,993
负债股东权益合计	294,254	284,071	298,415	305,795	299,973	295,586

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.44	-0.99	-1.15	-1.60	0.27	1.01
每股净资产	6.44	5.34	4.23	2.62	2.85	3.71
每股经营现金净流	2.65	0.10	0.89	-0.42	2.01	2.48
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.04	0.15
回报率						
净资产收益率	6.9%	-18.6%	-27.1%	-60.9%	9.5%	27.1%
总资产收益率	2.2%	-5.1%	-5.6%	-7.6%	1.3%	4.9%
投入资本收益率	6.0%	-7.7%	-11.1%	-12.4%	2.8%	7.9%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.4%	-49.0%	7.2%	-4.1%	93.3%	19.6%
EBIT增长率	8.2%	-235.4%	37.8%	43.9%	-121.9%	177.0%
净利润增长率	-12.6%	-324.8%	15.5%	39.4%	n.a	272.2%
总资产增长率	22.9%	-3.5%	5.0%	2.5%	-1.9%	-1.5%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.0	23.5	14.5	12.0	11.0	10.0
存货周转天数	6.4	9.5	8.3	10.0	9.0	8.0
应付账款周转天数	27.9	72.5	55.4	50.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	238.2	460.7	416.3	502.7	254.1	214.4
偿债能力						
净负债/股东权益	34.9%	91.2%	117.6%	312.6%	261.9%	175.0%
EBIT利息保障倍数	1.8	-11.5	-5.0	-3.7	1.0	3.2
资产负债率	65.5%	70.5%	77.9%	87.1%	85.5%	80.8%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	20	34	74
增持	0	3	10	18	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.33	1.35	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	9.32	10.75 ~ 10.75

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402