

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.52
总股本/流通股本(亿股)	162.01 / 110.24
总市值/流通市值(亿元)	1,218 / 829
52 周内最高/最低价	11.80 / 7.05
资产负债率(%)	92.7%
市盈率	-2.68
第一大股东	中国航空集团有限公司

研究所

分析师: 曾凡喆
SAC 登记编号: S1340523100002
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

中国国航(601111)

旺季业绩反转，三季度盈利 42.4 亿元

● 中国国航披露 2023 年三季报

中国国航披露 2023 年三季报，前三季度公司营业收入 1054.8 亿元，同比增长 150.6%，实现归母净利润 7.9 亿元，同比扭亏，其中第三季度营业收入 458.6 亿元，同比增长 152.9%，实现归母净利润 42.4 亿元，同比扭亏。

● 旺季需求恢复，公司量价齐升，收入创历史同期新高

三季度为民航传统旺季，市场需求显著好转，公司运量大幅提升，客座率明显恢复。上半年公司并表山航，可比口径下公司三季度 ASK 同比增 119.4%，其中国内、国际、地区线分别同比增 80.8%、1210.8%、721.1%，RPK 同比增 150.0%，其中国内、国际、地区线分别同比增 105.9%、1652.7%、1316.2%，客座率 75.44%，同比提高 9.23pct，其中国内、国际、地区线客座率分别为 76.04%、73.08%、73.68%，同比分别提高 9.30pct、18.42pct、30.96pct。得益于运投恢复、客座率改善及价格坚挺，公司单季度收入规模创历史同期新高。

● 成本同步上涨，费用率大幅下降，业绩反转

因业务量恢复，公司变动成本显著提升，叠加并表山航，整体成本同样呈现上行态势，三季度公司营业成本 381.5 亿元，同比增 65.1%。三季度公司费用率因收入大幅提升及汇兑损益差异而大幅降低，三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.32%、2.87%、0.16%、3.30%，同比分别下降 1.89pct、3.34pct、0.13pct、19.16pct。公司三季度投资收益、其他收益分别为 8.5 亿元、12.2 亿元，同比均大幅改善，叠加公司未确认递延税资产的可抵扣亏损在利润表抵税，公司单季度实现归母净利润 42.42 亿元，同比扭亏，单季度业绩体量仅次于 2010 年、2017 年同期，为历史第三佳。

● 盈利预测及投资建议

四季度民航市场进入淡季，高油价对民航运营带来一定压力，但展望未来，行业机队引进持续放缓带来的供给硬约束仍然存续，需求复苏循序渐进，国际航线进一步恢复优化市场结构，多重助力下民航市场景气度持续向上的趋势不改。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 1443.2 亿元、1771.4 亿元、1999.3 亿元，同比分别增长 172.8%、22.7%、12.9%，归母净利润分别为 -20.7 亿元、107.5 亿元、176.0 亿元，同比分别减亏 94.6%、扭亏、增长 63.8%。2023 年 10 月 26 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 10.8X、6.6X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

■ 盈利预测和财务指标

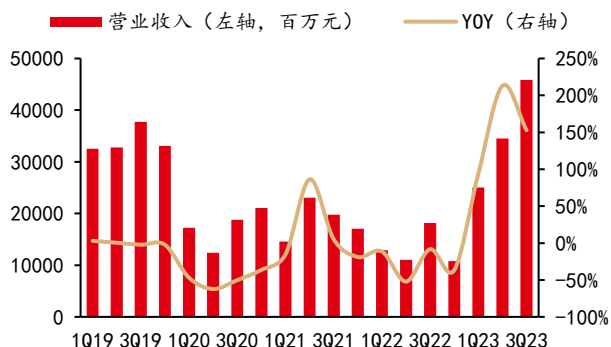
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52898	144315	177138	199928
增长率(%)	-29.03	172.82	22.74	12.87
EBITDA（百万元）	-14412.15	24273.80	38850.70	47602.30
归属母公司净利润（百万元）	-38619.50	-2070.21	10746.26	17597.29
增长率(%)	-132.06	94.64	619.09	63.75
EPS（元/股）	-2.38	-0.13	0.70	1.14
市盈率（P/E）	-3.15	-55.98	10.78	6.59
市净率（P/B）	5.16	3.33	2.57	1.87
EV/EBITDA	-24.61	13.50	8.32	6.48

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 中国国航披露 2023 年三季报

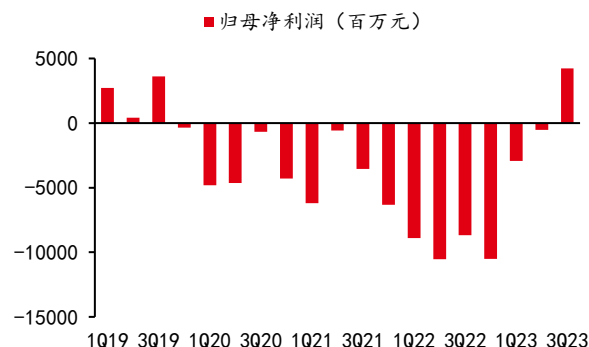
中国国航披露 2023 年三季报，前三季度公司营业收入 1054.8 亿元，同比增长 150.6%，实现归母净利润 7.9 亿元，同比扭亏，其中第三季度营业收入 458.6 亿元，同比增长 152.9%，实现归母净利润 42.4 亿元，同比扭亏。

图表1：中国国航季度营业收入及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：中国国航季度归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

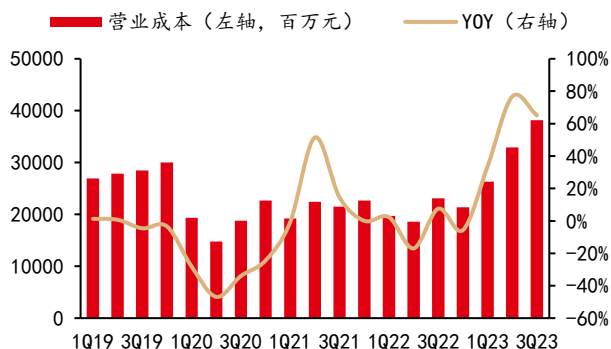
2 旺季需求恢复，公司量价齐升，收入创历史同期新高

三季度为民航传统旺季，市场需求显著好转，公司运量大幅提升，客座率明显恢复。上半年公司并表山航，可比口径下公司三季度 ASK 同比增 119.4%，其中国内、国际、地区线分别同比增 80.8%、1210.8%、721.1%，RPK 同比增 150.0%，其中国内、国际、地区线分别同比增 105.9%、1652.7%、1316.2%，客座率 75.44%，同比提高 9.23pct，其中国内、国际、地区线客座率分别为 76.04%、73.08%、73.68%，同比分别提高 9.30pct、18.42pct、30.96pct。得益于运投恢复、客座率改善及价格坚挺，公司单季度收入规模创历史同期新高。

3 成本同步上涨，费用率大幅下降，业绩反转

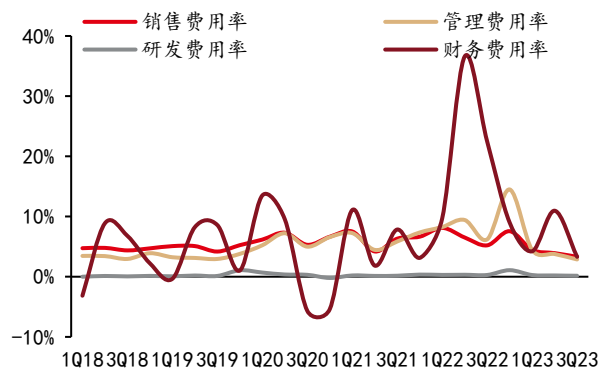
因业务量恢复，公司变动成本显著提升，叠加并表山航，整体成本同样呈现上行态势，三季度公司营业成本 381.5 亿元，同比增 65.1%。三季度公司费用率因收入大幅提升及汇兑损益差异而大幅降低，三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.32%、2.87%、0.16%、3.30%，同比分别下降 1.89pct、3.34pct、0.13pct、19.16pct。公司三季度投资收益、其他收益分别为 8.5 亿元、12.2 亿元，同比均大幅改善，叠加公司未确认递延税资产的可抵扣亏损在利润表抵税，公司单季度实现归母净利润 42.42 亿元，同比扭亏，单季度业绩体量仅次于 2010 年、2017 年同期，为历史第三佳。

图表3：中国国航季度营业成本及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：中国国航季度费用率走势

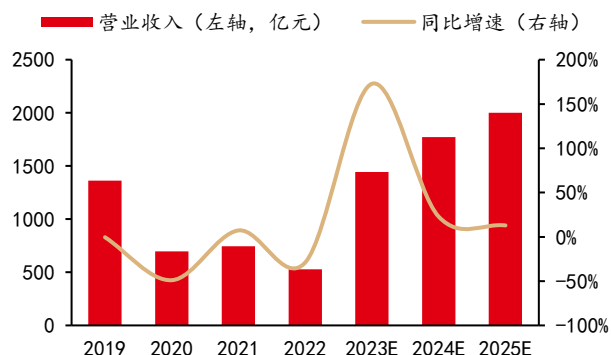


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 盈利预测及投资建议

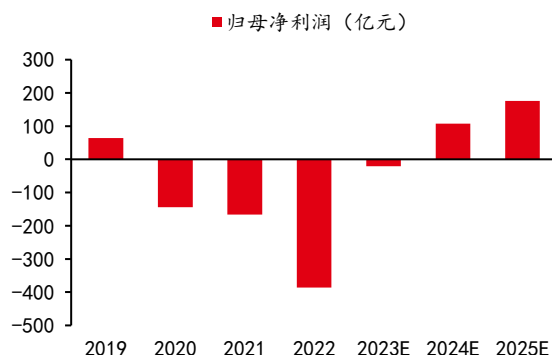
四季度民航市场进入淡季，高油价对民航运营带来一定压力，但展望未来，行业机队引进持续放缓带来的供给硬约束仍然存续，需求复苏循序渐进，国际航线进一步恢复优化市场结构，多重助力下民航市场景气度持续向上的趋势不改。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 1443.2 亿元、1771.4 亿元、1999.3 亿元，同比分别增长 172.8%、22.7%、12.9%，归母净利润分别为 -20.7 亿元、107.5 亿元、176.0 亿元，同比分别减亏 94.6%、扭亏、增长 63.8%。2023 年 10 月 26 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 10.8X、6.6X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表5：中国国航收入预测



资料来源：iFind，中邮证券研究所预测

图表6：中国国航盈利预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

5 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	52898	144315	177138	199928	营业收入	-29.0%	172.8%	22.7%	12.9%
营业成本	82812	136088	152128	165764	营业利润	-110.9%	93.3%	516.3%	64.2%
税金及附加	156	200	300	300	归属于母公司净利润	-132.1%	94.6%	619.1%	63.8%
销售费用	3530	5355	6338	6700	获利能力				
管理费用	4799	5279	5806	6308	毛利率	-56.6%	5.7%	14.1%	17.1%
研发费用	244	289	354	400	净利率	-73.0%	-1.4%	6.1%	8.8%
财务费用	10335	7912	6776	6618	ROE	-163.6%	-5.7%	22.7%	27.0%
资产减值损失	-66	-100	-100	-100	ROIC	-15.1%	1.5%	6.4%	8.7%
营业利润	-46085	-3108	12936	21239	偿债能力				
营业外收入	344	300	300	300	资产负债率	92.7%	90.2%	87.4%	82.9%
营业外支出	139	100	100	100	流动比率	0.24	0.36	0.43	0.48
利润总额	-45880	-2908	13136	21439	营运能力				
所得税	-704	-582	1314	2144	应收账款周转率	22.80	54.90	44.08	42.42
净利润	-45176	-2326	11822	19295	存货周转率	22.96	48.43	49.17	50.31
归母净利润	-38619	-2070	10746	17597	总资产周转率	0.18	0.45	0.49	0.53
每股收益(元)	-2.38	-0.13	0.70	1.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.38	-0.13	0.70	1.14
货币资金	11436	24402	31884	38279	每股净资产	1.46	2.26	2.93	4.02
交易性金融资产	3	113	123	133	估值比率				
应收票据及应收账款	1657	3628	4453	5026	PE	-3.15	-55.98	10.78	6.59
预付款项	369	408	456	497	PB	5.16	3.33	2.57	1.87
存货	2558	3402	3803	4144	现金流量表				
流动资产合计	22245	40345	50496	58324	净利润	-45176	-2326	11822	19295
固定资产	86370	105302	113479	120475	折旧和摊销	21314	19269	18939	19545
在建工程	32909	34327	31461	29169	营运资本变动	-2544	8887	1431	3394
无形资产	4300	5000	5270	5540	其他	9644	344	4864	5155
非流动资产合计	272766	308503	317364	325549	经营活动现金流净额	-16762	26175	37056	47390
资产总计	295011	348848	367861	383872	资本开支	-6965	-49100	-27300	-27300
短期借款	19946	26946	27946	25446	其他	94	745	1990	1760
应付票据及应付账款	11629	21245	23664	25878	投资活动现金流净额	-6871	-48355	-25310	-25540
其他流动负债	60908	65312	66983	69586	股权融资	0	14993	0	0
流动负债合计	92483	113503	118593	120910	债务融资	42239	25629	3000	-8200
其他	180969	201082	203082	197382	其他	-24142	-5621	-7264	-7255
非流动负债合计	180969	201082	203082	197382	筹资活动现金流净额	18097	35001	-4264	-15455
负债合计	273451	314585	321676	318292	现金及现金等价物净增加额	-5327	12966	7482	6395
股本	14525	16201	16201	16201					
资本公积金	26271	39588	39588	39588					
未分配利润	-29172	-30997	-21763	-6705					
少数股东权益	-2049	-2305	-1229	469					
其他	11985	11776	13388	16028					
所有者权益合计	21560	34263	46185	65580					
负债和所有者权益总计	295011	348848	367861	383872					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048