

2023 年 10 月 27 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元) 8.8

公司基本信息

产业别	交通运输
A 股价(2023/10/26)	7.52
上证指数(2023/10/26)	2988.30
股价 12 个月高/低	12.08/6.98
总发行股数(百万)	16200.79
A 股数(百万)	11023.58
A 市值(亿元)	828.97
主要股东	中国航空集团有限公司 (40.53%)
每股净值(元)	2.41
股价/账面净值	3.12
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.7 -19.6 -28.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

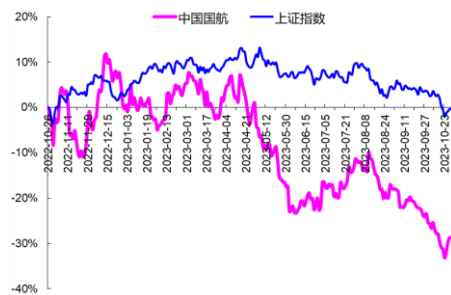
产品组合

航空客运	93.1%
航空货运及邮运	2.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.4%
一般法人	82.8%

股价相对大盘走势



中国国航

(601111.SH/00753HK)

买进 (Buy)

民航景气度持续提升，公司 3Q 成功扭亏为盈

结论与建议：

事件：公司发布2023年三季报，2023Q1-Q3公司实现营收1054.8亿元，较2019年同期增长2.3%；归母净利润录得7.9亿元，同比扭亏为盈，恢复至2019年同期11.7%；扣非后净亏损8.73亿元，非经常性损益包含13亿元的飞机运营补偿。

其中，3Q单季度实现营收458.6亿元，较2019年同期增长21.5%；归母净利润录得42.4亿元，较2019年同期增长17.1%；扣非后净利润录得40.7亿元，较2019年同期增长15.1%，主要是因为暑期民航出行火热，民航业量价齐升。

点评：

- **暑期民航业量价齐升，公司 3Q 营收创历史同期新高。**公司 3Q 单季度实现营收 458.6 亿元，创历史同期新高，主要是因为：量方面，今年暑期旅游需求旺盛，民航累计运输人次较 2019 年同期增长 7.4%，而公司报告期内积极投入运力，ASK（可用座公里）、RPK（收入座公里）较 2019 年分别提升 15.73%、6.30%。价方面，公开消息显示，暑期机票均价高于 2019 年同期，据我们测算，3Q 公司单位客公里收益较 2019 年同期增长 14.24%，公司票价在旺季增长明显。
- **盈利能力显著修复，3Q 单季度归母净利润扭亏：**随着飞机利用率提高，公司毛利率逐季恢复，2023Q1/Q2/Q3 毛利率分别为-5.0%、4.8%、16.8%，3Q23 毛利率较 2019 年同期有 7.8pcts 的恢复空间。费用率方面，公司 3Q23 期间费用率较 2019 年同期下降-7.00pcts 至 9.65%，其中财务费用率较 2019 年同期下降 5.3pcts，我们估计主要是由于 3Q23 公司汇兑损失得到控制。综合来看，公司 3Q23 单季度扣非后净利润 40.7 亿元，较 2019 年同期增长 15.1%，公司业绩明显好转。
- **民航业明显复苏，后续公司盈利仍有较大成长空间。**今年各节假日民航出行均赶超疫情前水平，10 月双节期间需求进一步释放，日均运输旅客量较 2019 年国庆增长 12.6%；而非节假日期间数据也基本恢复至疫情前水平，民航业整体明显复苏，公司业绩也明显得到验证。短期看，4Q 为传统淡季，预计航司季度数据将有所回落。长期看，考虑到当前国际航线恢复至 2019 年同期的 50%-60%之间，后续冬春航季国际地区航线将进一步增加班次，公司宽体机的利用率也将进一步提高，单位成本有望得到改善，我们预计盈利弹性或将于明年释放。
- **盈利预测及投资建议：**民航底部区间已过，居民出行恢复至疫情前水平，公司 3Q 实现扭亏为盈。考虑到国际线恢复节奏，我们下调今年的盈利预测，预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 1.02 亿元、154.96 亿元、165.62 亿元（原来预计 8.50 亿元、152.26 亿元、170.12 亿元），2023 年扭亏为盈，2023、2024、2025 年 EPS 分别为 0.01 元、0.96 元、1.02 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 1193.17 倍、7.86 倍、7.36 倍，H 股对应 PE 分别为 751.81 倍、4.95 倍、4.63 倍，长期看，我们认为公司盈利将逐步恢复，股价有望走出底部区域，对此给予公司“买进”的建议。
- **风险提示：**需求恢复不及预期、地缘政治冲突、安全事故、油价波动

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-16642	-38619	102	15496	16562
同比增减	%	15.50	132.06	-100.26	15075.92	6.88
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-1.21	-2.81	0.01	0.96	1.02
同比增减	%	15.24	132.23	-100.22	15075.92	6.88
A 股市盈率(P、E)	X	-6.21	-2.68	1193.17	7.86	7.36
股利 (DPS)	RMB 元	-3.92	-1.69	751.81	4.95	4.63
股息率 (Yield)	%	0.052	0.052	0.06	0.06	0.06

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	74532	52898	135829	162223	189974
经营成本	85844	82812	112525	122990	149218
营业税金及附加	268	156	334	324	380
销售费用	4452	3530	5497	5678	5889
管理费用	4499	4799	5230	5891	6899
财务费用	4127	10335	7863	7723	6730
资产减值损失	(337)	(66)	(22)	(76)	(132)
投资收益	(746)	(27)	1978	402	784
营业利润	(21851)	(46085)	9974	23059	24505
营业外收入	125	344	1581	683	869
营业外支出	108	139	142	130	137
利润总额	(21835)	(45880)	11413	23612	25238
所得税	(3006)	(704)	(508)	5903	6309
少数股东损益	(2187)	(6556)	297	2214	2366
归属于母公司所有者的净利润	(16642)	(38619)	102	15496	16562

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	16710	11436	16882	25406	31878
应收帐款	2991	1649	4948	5443	5987
存货	2050	2558	3325	3990	5187
流动资产合计	30397	22245	28919	37594	48121
长期投资净额	12081	12574	15089	15693	16321
固定资产合计	85009	86370	103644	108826	109914
在建工程	34863	32909	33567	34238	33553
无形资产	268018	272766	294588	291642	282892
资产总计	298415	295011	323506	329236	331013
流动负债合计	91416	92483	106355	95719	89019
长期负债合计	141134	180969	186398	182670	173536
负债合计	232550	273451	292753	278389	262555
少数股东权益	4463	(2049)	(2151)	(2259)	(2372)
股东权益合计	61403	23609	32905	53106	70830
负债和股东权益总计	298415	295011	323506	329236	331013

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	12888	(16762)	35939	40053	39803
投资活动产生的现金流量净额	(4453)	(6871)	(16015)	(15604)	(12628)
筹资活动产生的现金流量净额	1711	18097	(14478)	(15926)	(20703)
现金及现金等价物净增加额	10097	(5327)	5446	8524	6472

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户②，或代他人之户②买卖此份报告内描述之证②。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。