

2023 年三季报业绩点评：暑运旺季带动盈利弹性释放，单季度利润超 19 年同期

买入（维持）

2023 年 10 月 27 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	52,898	145,135	171,987	181,946
同比	-29%	174%	19%	6%
归母净利润（百万元）	-38,619	2,828	17,944	20,083
同比	-132%	107%	534%	12%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-2.38	0.17	1.11	1.24
EV/EBITDA	-	10.43	6.51	6.02

投资要点

■ 2023 年 10 月 26 日，中国国航公布 2023 年三季度业绩。

■ **3Q23 国航实现归母净利润 42.4 亿元，暑运旺季带动盈利弹性充分释放。** 3Q23 公司实现营业收入 458.6 亿元，同比增长 152.9%；归母净利润 42.4 亿元，暑运旺季背景下盈利弹性充分释放。若考虑单位净利润，国航 3Q23 实现单机归母净利润 471.3 万元，较 19 年同期的单机净利润 535.5 万元仍有一定差距，我们判断主要原因系：1）国际航线恢复速度慢于预期；2）油价处于较高水平。

■ **量：航空出行需求加速恢复，带动国航 3Q23 客座率明显上升。** 1) 从供给角度看，3Q23 公司 ASK 恢复至 19 年同期的 115.7%，恢复程度环比提升 9.7pct。其中，国内航线 ASK 恢复至 3Q19 的 157.2%，恢复程度与 2Q23 基本持平；而地区及国际航线 ASK 分别恢复至 3Q19 的 79.1%/55.4%，环比分别提升 14.2pct/17.0pct。2) 从需求角度看，3Q23 公司 RPK 恢复至 19 年同期的 106.3%，环比提升 13.6pct，环比恢复速度快于 ASK，带动客座率由 2Q23 的 70.5%提升 5.0pct 至 3Q23 的 75.4%。3) **展望 4Q23 及 2024 年**，我们认为国航国内运力投放已趋于饱和。同时，我们预计国际航线有望于 24 年一季度末恢复至 19 年同期的 70-80%，并于 24 年暑运恢复至 19 年同期 100%的水平。届时，国航或将部分运力重新投放至国际航线，国内航线供需有望趋紧，票价维持高位。

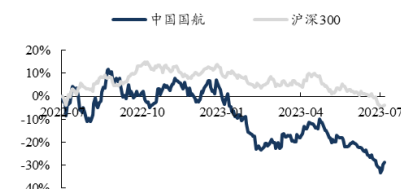
■ **价：高基数&运力大幅增投背景下，国航 3Q23 客公里收益维持较高水平。** 3Q23 公司实现客公里收益 0.54 元，与 19 年同期基本持平，在高基数及运力大幅增投的情况下客公里收益仍然维持较高水平。展望 2024 年，我们认为国内航线客公里收益将维持 19 年同期 100-110%的水平，而国际航线客公里收益将随着国际航线供给增加而进一步下降，预计将保持在 19 年同期 110-120%的水平。

■ **油价高企拖累公司销售毛利率。** 3Q23 公司单位座公里成本 0.45 元，较 19 年同期的 0.38 元增长 18.4%，主要是 3Q19 我国航空煤油出厂价保持在 4,800-5,000 元/吨的正常水平，而 3Q23 以来航空煤油由 6,300 元/吨持续上涨到约 7,500 元/吨，涨幅约 20%。参考公司 2023 年半年报，燃油成本占总营业成本的 33%，因此我们认为本轮油价上涨将给航司带来约 7pct 的成本上涨，拖累公司销售毛利率由 3Q19 的 24.7%下降至 3Q23 的 16.8%。

■ **盈利预测与投资评级：**国航立足于公商务旅客，枢纽干线市占率高，在 7 个一类机场的航班量占比由 19 年冬春航季的 19%提升至 23 年冬春航季的 22%，有望充分受益于核心航线票价维持高位的红利。同时，国航深耕长航距航线，国际航线运力投放占比领先行业，有望充分受益于欧美航线恢复。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 28.3/179.4/200.8 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 EV/EBITDA 分别为 10.43/6.51/6.02 倍。我们的目标价为 12.4 元，维持“买入”评价。

■ **风险提示：**宏观经济复苏弱于预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨导致航油成本上升，人民币贬值导致汇兑亏损。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.52
一年最低/最高价	6.98/12.08
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	87,519

基础数据

每股净资产(元)	2.2
资产负债率(%)	90.4
总股本(百万股)	16,200.8
流通 A 股(百万股)	9,962.1

相关研究

《三大航 2023 年半年报点评：三大航上半年均大幅减亏，看好暑运旺季&国际市场加速恢复释放盈利弹性》

2023-09-05

张景之对本文有较大贡献，特此致谢。

中国国航三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22,245	51,269	56,691	69,662	营业总收入	52,898	145,135	171,987	181,946
货币资金及交易性金融资产	11,439	31,249	35,757	46,414	营业成本(含金融类)	82,812	131,260	141,038	147,819
经营性应收款项	2,026	5,309	5,300	5,931	税金及附加	156	435	516	546
存货	2,558	4,734	5,060	5,616	销售费用	3,530	6,168	6,450	6,823
合同资产	0	0	0	0	管理费用	4,799	4,354	4,816	4,913
其他流动资产	6,223	9,976	10,574	11,701	研发费用	244	290	344	364
非流动资产	272,766	291,171	287,786	285,089	财务费用	10,335	6,734	6,177	4,967
长期股权投资	12,574	12,574	12,574	12,574	加:其他收益	2,900	4,354	4,816	4,549
固定资产及使用权资产	208,962	222,497	226,022	228,966	投资净收益	-27	2,903	3,440	3,639
在建工程	32,909	34,584	27,371	21,311	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	4,300	4,498	4,801	5,220	减值损失	-45	0	0	0
商誉	1,102	4,098	4,098	4,098	资产处置收益	66	73	86	91
长期待摊费用	249	249	249	249	营业利润	-46,085	3,223	20,988	24,794
其他非流动资产	12,670	12,670	12,670	12,670	营业外净收支	205	0	0	0
资产总计	295,011	342,440	344,477	354,751	利润总额	-45,880	3,223	20,988	24,794
流动负债	92,483	103,775	100,874	102,834	减:所得税	-704	81	1,049	2,479
短期借款及一年内到期的非流动负债	57,211	52,211	47,211	42,211	净利润	-45,176	3,143	19,938	22,314
经营性应付款项	11,688	23,810	23,969	29,410	减:少数股东损益	-6,556	314	1,994	2,231
合同负债	1,095	1,706	1,833	2,069	归属母公司净利润	-38,619	2,828	17,944	20,083
其他流动负债	22,489	26,048	27,861	29,144	每股收益-最新股本摊薄(元)	-2.38	0.17	1.11	1.24
非流动负债	180,969	198,969	183,969	169,969	EBIT	-35,726	6,982	23,639	26,031
长期借款	66,869	84,869	69,869	55,869	EBITDA	-14,412	30,198	48,387	52,353
应付债券	11,193	11,193	11,193	11,193	毛利率(%)	-56.55	9.56	17.99	18.76
租赁负债	76,897	76,897	76,897	76,897	归母净利率(%)	-73.01	1.95	10.43	11.04
其他非流动负债	26,009	26,009	26,009	26,009	收入增长率(%)	-29.03	174.37	18.50	5.79
负债合计	273,451	302,744	284,843	272,803	归母净利润增长率(%)	-132.06	107.32	534.43	11.92
归属母公司股东权益	23,609	41,431	59,375	79,458					
少数股东权益	-2,049	-1,735	259	2,491					
所有者权益合计	21,560	39,696	59,634	81,948					
负债和股东权益	295,011	342,440	344,477	354,751					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-16,762	37,425	49,146	55,235	每股净资产(元)	1.63	2.56	3.66	4.90
投资活动现金流	-6,871	-38,645	-17,835	-19,895	最新发行在外股份(百万股)	16,201	16,201	16,201	16,201
筹资活动现金流	18,097	21,031	-26,802	-24,682	ROIC(%)	-14.97	2.73	8.48	8.79
现金净增加额	-5,327	19,811	4,508	10,658	ROE-摊薄(%)	-163.58	6.83	30.22	25.27
折旧和摊销	21,314	23,216	24,747	26,322	资产负债率(%)	92.69	88.41	82.69	76.90
资本开支	-6,965	-41,548	-21,276	-23,535	P/E(现价&最新股本摊薄)	-3.15	43.07	6.79	6.07
营运资本变动	-2,544	7,079	1,184	4,647	P/B(现价)	4.63	2.94	2.05	1.53

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

