

2023年Q1-Q3公司实现扭亏为盈，符合预期，盈利水平仍有进一步提升空间

--中国国航2023年三季报点评

核心观点：

- 事件：**经营数据方面，客运量来看，2023年1-9月，公司国内、国际、地区的旅客运输量分别为8624.9万人次、411.3万人次、223.5万人次，分别为2019年同期的125.27%、31.91%、52.6%；运力供需对比来看，2023年1-9月，公司国内、国际、地区的ask/rpk，分别为2019年同期的144.51%/128.3%、36.06%/30.5%、62.94%/53.93%；客座率来看，2023年1-9月，公司国内、国际、地区的客座率分别为75.2%、71.2%、66.0%，为2019年同期的91.93%、89.34%、97.08%。

财务数据方面，2023年Q1-Q3，公司累计实现营业收入1054.77亿元，同比+150.6%，为2019年同期（1030.77亿元）的102.33%；实现归母净利润7.91亿元，同比扭亏为盈，为2019年同期（67.62亿元）的11.7%；扣非后归母净利润为-8.73亿元。
- 2023年Q1-Q3，行业需求加速释放，叠加山航并表，公司营收增长显著，已超过2019年同期水平。**2023年初以来，伴随国内疫情局面得到稳定，及“乙类乙管”等优化防控新政策落地，疫情基本不再对民航出行产生实质影响，2023年前三季度前半程，行业需求已呈现显著的反弹释放趋势；特别经过Q3暑运旺季催化，公司业务量进一步增加，营收加速改善。

收入端来看，2023年Q1-Q3公司的营业收入1054.77亿元中，Q1/Q2/Q3单季度营业收入分别为250.68亿元/345.46亿元/458.63亿元，年内营收提升显著。值得注意的是，2023年3月，公司正式取得山航集团控制权，完成对山航的收购，山航成为纳入合并报表范围的子公司，也进一步加速公司业务量恢复，拉动公司收入端增长。
- 2023年Q1-Q3，公司业务量显著增长带来变动成本升高，国泰航空扭亏为盈贡献正投资收益。**成本端来看，2023年Q1-Q3，公司实现营业成本973.59亿元，同比+58.54%，为2019年同期（832.28亿元）的116.98%；毛利率为7.7%，同比+53.61pct，较2019年同期（19.97%）仍有进一步上修潜力；其中，2023年Q1/Q2/Q3单季度，公司营业成本分别为263.19亿元/328.92亿元/381.48亿元。公司营业成本提升，主要系业务量修复带来的变动成本增长，及山航并表带来的整体成本升高。此外，截至2023年9月30日，布伦特原油结算价格为92.2美元/桶。我们认为，年底前油价或继续呈现小幅波动向下趋势，公司燃油成本有望进一步得到控制。

费用端来看，2023年Q1-Q3，公司销售费用（39.96亿元）、管理费用（37.30亿元）、研发费用（2.14亿元）、财务费用（63.63亿元）费用率分别为3.79%、3.54%、0.2%、6.03%，同比分别-2.66pct、-4.14pct、-0.1pct、-16.21pct；由此可见，公司营收增长叠加降本增效效果显现，期间费用率较前进一步降低。2023年Q1-Q3，公司的其他收益、投资收益分别为32.09亿元、22.40亿元，同比均有显著提升，因前三季度联营公司国泰航空业绩大幅改善，实现扭亏为盈，公司录得正投资收益。

中国国航（601111.SH）

推荐 （维持评级）

分析师

宁修齐

电：010-80927668

邮：ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522090001

市场数据

2023-10-27

股票代码	601111.SH
A股收盘价(元)	7.73
上证指数	3,017.78
总股本/实际流通A股(百万股)	16,200.79/11,023.58
流通A股市值(亿元)	852.12

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

- **2023年Q1-Q3，集团引进飞机14架，退出9架，持续优化机队结构，布局疫后市场。** 2023年1-9月，集团共计运营899架飞机，其中引进14架，退出9架。(根据2022年计划：2023全年计划引进28架，退出20架)。其中，引进飞机机型以A320、A321、A350、ARJ-21为主，退出以A319、A330、B737为主，机型进一步以新换旧，机队结构较前持续优化。公司继续释放了积极引进运力，布局疫后市场的信号。
- **投资建议：**基于公司实际运营数据表现与此前预期的差距，我们调整此前盈利预测，预计公司2023-2025年EPS分别为0.15元/0.81元/1.11元，对应2023-2025年PE分别为68.86X/12.36X/9.05X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际航线恢复不及预期的风险，原油价格大幅上涨的风险，人民币汇率波动的风险。

表1：主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	528.98	1492.58	2075.09	2376.59
收入增长率（%）	-29.03	182.16	39.03	14.53
归母净利润（亿元）	-386.20	23.53	131.11	179.07
利润增速（%）	-132.06	106.09	457.29	36.58
毛利率（%）	-56.55	10.00	15.00	16.00
摊薄 EPS（元）	-2.66	0.15	0.81	1.11
PE	-3.76	68.86	12.36	9.05
PB	6.74	4.14	3.01	2.28
PS	2.75	1.09	0.78	0.68

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	222.45	436.10	730.00	952.51	营业收入	528.98	1492.58	2075.09	2376.59
现金	114.36	178.59	374.61	546.09	营业成本	828.12	1343.32	1763.82	1996.34
应收账款	16.57	59.70	83.00	95.06	营业税金及附加	1.56	2.99	4.15	4.75
其它应收款	28.08	74.63	103.75	118.83	营业费用	35.30	67.17	93.38	106.95
预付账款	3.69	7.46	10.38	11.88	管理费用	47.99	52.24	72.63	83.18
存货	25.58	33.58	44.10	49.91	财务费用	103.35	72.92	65.70	57.83
其他	34.14	82.09	114.13	130.71	资产减值损失	0.21	0	0	0
非流动资产	2727.66	2725.10	2710.43	2673.50	公允价值变动收益	0.00	1.49	2.08	2.38
长期投资	141.79	141.79	141.79	141.79	投资净收益	-0.27	7.09	7.09	7.09
固定资产	863.70	864.86	867.12	869.85	营业利润	-460.85	32.68	182.10	248.71
无形资产	43.00	42.78	42.64	42.53	营业外收入	3.44	0	0	0
其他	124.16	124.16	124.16	124.16	营业外支出	1.39	0	0	0
资产总计	2950.11	3161.19	3440.43	3626.01	利润总额	-458.8	32.68	182.10	248.71
流动负债	924.83	1113.77	1421.88	1575.09	所得税	-7.04	6.54	36.42	49.74
短期借款	199.46	165.55	137.41	114.05	净利润	-451.76	26.14	145.68	198.97
应付账款	116.29	201.50	264.57	299.45	少数股东损益	-65.56	2.61	14.57	19.90
其他	549.9	671.66	933.79	1069.47	归属母公司净利润	-386.20	23.53	131.11	179.07
非流动负债	1809.69	1655.76	1481.20	1341.48	EBITDA	-114.12	249.28	393.90	455.65
长期借款	668.69	528.27	364.50	233.28	EPS(元)	(2.66)	0.15	0.81	1.11
其他	260.10	260.10	260.10	260.10					
负债合计	2734.52	2769.53	2903.08	2916.56					
少数股东权益	-20.49	-17.88	-3.31	16.59					
归属母公司股东权益	236.09	409.55	540.66	692.87					
负债和股东权益	2950.11	3161.19	3440.43	3626.01					
<hr/>									
现金流量表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-167.62	315.63	595.28	530.85	营业收入	-29.03%	182.16%	39.03%	14.53%
净利润	-451.76	26.14	145.68	198.97	归属母公司净利润	-132.06%	106.09%	457.29%	36.58%
折旧摊销	156.69	152.26	155.27	158.57	毛利率	-56.55%	10.00%	15.00%	16.00%
财务费用	103.35	72.92	65.70	57.83	净利率	-85.40%	1.75%	7.02%	8.37%
投资损失	0.27	-7.09	-7.09	-7.09	ROE	-163.58%	6.67%	27.11%	28.04%
营运资金变动	156.85	72.89	237.80	124.94	资产负债率	92.69%	87.61%	84.38%	80.43%
其它	-2.25	-1.49	-2.08	-2.38	流动比率	0.24	0.39	0.51	0.60
投资活动现金流	-68.71	-141.11	-131.43	-112.18	速动比率	0.21	0.36	0.48	0.57
资本支出	-192.10	-149.70	-140.60	-121.64	总资产周转率	0.18	0.47	0.60	0.66
长期投资	4.71	0	0	0	应收帐款周转率	31.92	25.00	25.00	25.00
其他	118.68	8.58	9.16	9.47	应付帐款周转率	7.12	6.67	6.67	6.67
筹资活动现金流	180.97	-110.28	-267.83	-247.19	每股收益	-2.66	0.15	0.81	1.11
短期借款	-20.56	-33.91	-28.14	-23.36	每股经营现金	-2.31	1.95	3.67	3.28
长期借款	232.49	-140.42	-163.76	-131.22	每股净资产	1.48	2.42	3.32	4.38
其他	-30.96	64.05	-75.93	-92.61	P/E	-3.76	68.86	12.36	9.05
现金净增加额	-53.27	64.23	196.01	171.48	P/B	6.74	4.14	3.01	2.28
					P/S	2.75	1.09	0.78	0.68

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019 年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区： 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区： 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区： 田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。