

2023 年 12 月 25 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

8.6

公司基本信息

产业别	交通运输
A 股价(2023/12/22)	7.17
上证指数(2023/12/22)	2914.78
股价 12 个月高/低	11.8/6.98
总发行股数(百万)	16200.79
A 股数(百万)	11023.58
A 市值(亿元)	790.39
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	2.97
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-12.2 -10.7 -37.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-27	7.73	买进

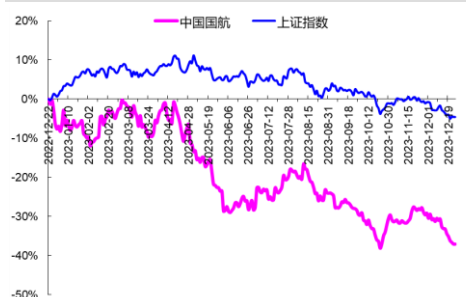
产品组合

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：近日公司公布定增预案，向大股东中航集团增发A股融资不超过60亿元，发行价格为7.02元/股，较2023年12月22日收盘价折价2.09%；向中航有限增发H股融资不超过较20亿港元，发行价格为5.09港元/股，较2023年12月22日收盘价溢价8.30%。

点评：

- **定增资金将用于购买国产大飞机，公司运力有望继续上行。**本次 A 股共募集资金 60 亿元，其中 42 亿元（总购置金额 75.71 亿元）将用于引进 17 架飞机，包含 6 架 C919、11 架 ARJ21，剩余 18 亿元补充流动资金。截至 2023 年 11 月底，公司共运营飞机 900 架，本次定增将进一步提升公司机队规模，且与国内干线、支线时刻放量相匹配，有助于公司盈利中枢上行。
- **国际航线的恢复仍为主线，而公司国际航线比重较高，业绩有望于 2024 年释放。**目前我国国内航线已基本恢复至疫情前水平，而国际航线仅恢复至 5 成左右，主要受签证周期长、国际政治事件频发等因素影响。随着我国免签政策的落地及中美等国际航班的恢复，预计 2024 年国际航线将进一步复苏。公司作为唯一的载旗航司，航班及时刻资源丰富，2019 年国际及地区航线客运收入占客运总收入的 35%。从恢复情况看，2023 年 H1 公司国内客运收入较 2019 年同期增长 20%，但国际收入仅恢复至 2019 年同期 38%，仍有较大提升空间。随着国际航线进一步恢复，公司宽体机的利用率也将进一步提高，单位成本有望改善，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，公司募资以增加机队规模，将帮助公司盈利中枢上行。考虑到旅游旺季结束后，国内航线呈现淡季更淡的局面，我们下调今年及明年的盈利预测，预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润-6.24 亿元、135.68 亿元、163.55 亿元（原来预计 1.02 亿元、154.96 亿元、165.62 亿元），2023、2024、2025 年 EPS 分别为-0.04 元、0.84 元、1.01 元，2024、2025 年 A 股价对应 PE 分别为 8.56 倍、7.10 倍，H 股对应 PE 分别为 5.15 倍、4.27 倍，长期看，我们认为航空周期将继续上行，公司盈利将逐步增长，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	-624	13568	16355
同比增减	%	15.50	132.06	-98.38	—	20.55
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-1.21	-2.81	-0.04	0.84	1.01
同比增减	%	15.24	132.23	-98.63	—	20.55
A 股市盈率(P/E)	X	-5.93	-2.55	-186.07	8.56	7.10
H 股市盈率(P/E)	X	-3.56	-1.53	-111.90	5.15	4.27
股利 (DPS)	RMB 元	-3.92	-1.69	0.06	0.06	0.06
股息率 (Yield)	%	0.052	0.052	0.84	0.84	0.84

【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	138703	167551	185130
经营成本	85844	82812	128756	134002	149154
营业税金及附加	268	156	326	335	370
销售费用	4452	3530	5325	5864	5739
管理费用	4499	4799	5059	6085	6723
财务费用	4127	10335	7525	7977	6559
资产减值损失	(337)	(66)	(22)	(76)	(132)
投资收益	(746)	(27)	2340	523	945
营业利润	(21851)	(46085)	(2720)	16675	20036
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)	(1281)	17229	20769
所得税	(3006)	(704)	(246)	1723	2077
少数股东损益	(2187)	(6556)	193	1938	2336
归属于母公司所有者的净利润	(16642)	(38619)	(624)	13568	16355

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	16710	11436	16076	22771	28996
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	111935	113055
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)	35133	38224	39556
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)	4640	6695	6225

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j @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口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。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。