

中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营业绩大幅改善 景气恢复可期

业绩

2024年3月28日，中国国航发布2023年度报告。2023年全年公司实现营业收入1411.00亿元，同比增长166.74%；实现归母净利润-10.46亿元，同比增长97.29%；其中Q4实现营业收入356.23亿元，同比增长229.57%；实现归母净利润-18.38亿元，同比增长82.52%。

经营分析

2023年紧抓市场复苏机遇，经营业绩大幅改善。2023年公司ASK同比增长164.2%，恢复至2019年的102%，其中国内航线恢复至2019年137.2%；RPK同比增长206.1%，恢复至2019年的91.9%，其中国内航线恢复至2019年的124.09%。2023年公司加大投入，客座率同比增长10.0pct至73.2%，较2019年的差距缩小至7.8pct。飞机利用率8.14小时，同比增加4.24小时，恢复至2019年的83.7%。在客运需求迅速恢复、2023年3月山航并表的影响下，公司营收同比大幅增长166.7%，较2019年增长3.6%。

单位营业成本同比下降，实现大幅减亏。公司周转恢复较快，2023单位座公里营业成本为0.46元，同比下降47%，较2019年增长16%。2023公司毛利率为5.0%，自2020年以来实现由负转正。费用率方面，2023公司销售、管理、研发、财务费用率分别为3.8%、3.6%、0.3%、5.3%，其中财务费用率同比下降14.3pct，主要系汇兑净损失同比减少。综上2023公司归母净利润为-10.46亿元，同比大幅减亏375.7亿元，净利率为-1.11%，同比提升84.2pct。

国内出行需求已超2019年水平，未来景气恢复可期。2023年航空市场出行需求迅速恢复，日均旅客运输量较2019年增长11.7%，其中国内较2019年增长24.3%，国际恢复至2019年的39.5%，未来景气恢复可期。公司抓住市场复苏机遇，国内市场把握主要机场时刻放量机会，持续升级快线品质，提高优势机型利用效率；国际市场推动国际航线复航增班，目前公司国际及地区周航班量已恢复至2019年同期的74%。收入增长可期，成本将恢复常态，公司2024年盈利大增值得期待。

盈利预测与评级

考虑当前整体恢复节奏，调整2024-2025年归母净利预测98亿元、140亿元。新增2026年归母净利润预测182亿元。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.30元

相关报告：

- 《中国国航公司点评：Q3旺季扭亏为盈 景气恢复可期》，2023.10.27
- 《中国国航公司点评：Q2大幅减亏 投资收益明显》，2023.8.31
- 《中国国航公司点评：Q1大幅减亏 旺季值得期待》，2023.4.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	174,700	184,976	205,830
营业收入增长率	-29.0%	166.7%	23.8%	5.9%	11.3%
归母净利润(百万元)	-38,619	-1,046	9,750	13,984	18,226
归母净利润增长率	132.1%	-97.3%	N/A	43.4%	30.3%
摊薄每股收益(元)	-2.66	-0.06	0.59	0.84	1.10
每股经营性现金流净额	-1.15	0.00	1.70	2.54	2.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	-163.6%	-2.8%	16.2%	19.4%	20.8%
P/E	N/A	N/A	12.4	8.7	6.6
P/B	6.5	3.2	2.0	1.7	1.4

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	74,532	52,898	141,100	174,700	184,976	205,830
增长率	-29.0%	166.7%	23.8%	5.9%	11.3%	
主营业务成本	-85,844	-82,812	-134,015	-144,682	-150,773	-163,413
%销售收入	115.2%	156.6%	95.0%	82.8%	81.5%	79.4%
毛利	-11,312	-29,915	7,086	30,018	34,203	42,417
%销售收入	n.a	n.a	5.0%	17.2%	18.5%	20.6%
营业税金及附加	-268	-156	-367	-454	-481	-535
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,452	-3,530	-5,333	-7,337	-7,769	-8,645
%销售收入	6.0%	6.7%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-4,499	-4,799	-5,083	-6,464	-6,289	-6,998
%销售收入	6.0%	9.1%	3.6%	3.7%	3.4%	3.4%
研发费用	-153	-244	-373	-349	-370	-412
%销售收入	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	-20,683	-38,643	-4,070	15,413	19,294	25,827
%销售收入	n.a	n.a	n.a	8.8%	10.4%	12.5%
财务费用	-4,127	-10,335	-7,453	-8,501	-6,773	-6,623
%销售收入	5.5%	19.5%	5.3%	4.9%	3.7%	3.2%
资产减值损失	-174	-45	-247	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	-746	-27	3,047	2,800	2,940	3,087
%税前利润	n.a	n.a	-183.5%	20.4%	14.5%	11.4%
营业利润	-21,851	-46,085	-3,324	13,711	20,245	27,102
营业利润率	n.a	n.a	n.a	7.8%	10.9%	13.2%
营业外收支	16	205	1,664	0	0	0
税前利润	-21,835	-45,880	-1,660	13,711	20,245	27,102
利润率	n.a	n.a	n.a	7.8%	10.9%	13.2%
所得税	3,006	704	91	-3,428	-5,061	-6,775
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-18,829	-45,176	-1,569	10,284	15,184	20,326
少数股东损益	-2,187	-6,556	-523	533	1,200	2,100
归属于母公司的净利润	-16,642	-38,619	-1,046	9,750	13,984	18,226
净利率	n.a	n.a	n.a	5.6%	7.6%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-18,829	-45,176	0	10,284	15,184	20,326
少数股东损益	-2,187	-6,556	-523	533	1,200	2,100
非现金支出	21,248	21,359	0	16,443	16,696	17,360
非经营收益	1,894	9,599	0	17,487	3,833	3,536
营运资金变动	8,599	-2,544	0	-13,749	9,639	3,410
经营活动现金净流	12,911	-16,762	0	30,465	45,352	44,632
资本开支	-5,861	-6,965	0	-2,618	-8,437	-10,658
投资	1,150	-424	0	0	0	0
其他	228	505	0	2,800	2,940	3,087
投资活动现金净流	-4,484	-6,884	0	182	-5,497	-7,571
股权募资	490	0	0	14,993	0	0
债权募资	22,087	42,239	0	-21,819	-26,309	-21,841
其他	-5,784	-6,580	0	-8,551	-8,870	-9,357
筹资活动现金净流	16,793	35,659	0	-15,377	-35,179	-31,198
现金净流量	25,171	12,222	0	15,271	4,676	5,863

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,710	11,436	15,628	27,376	28,723	31,440
应收款项	6,186	4,465	8,624	9,980	12,556	13,971
存货	2,050	2,558	3,683	3,025	2,794	3,028
其他流动资产	5,451	3,787	4,399	520	640	694
流动资产	30,397	22,245	32,335	40,901	44,713	49,134
%总资产	10.2%	7.5%	9.6%	12.9%	14.3%	15.9%
长期投资	14,337	14,825	19,252	19,252	19,252	19,252
固定资产	119,872	119,278	143,379	135,330	132,457	130,854
%总资产	40.2%	40.4%	42.8%	42.8%	42.5%	42.3%
无形资产	4,896	5,652	10,201	10,331	10,471	10,622
非流动资产	268,018	272,766	302,968	275,439	267,180	260,478
%总资产	89.8%	92.5%	90.4%	87.1%	85.7%	84.1%
资产总计	298,415	295,011	335,303	316,340	311,893	309,612
短期借款	41,072	57,211	61,587	70,589	44,280	22,439
应付款项	30,746	24,760	35,181	33,107	34,997	37,961
其他流动负债	19,597	10,512	13,549	-1,248	9,068	10,753
流动负债	91,416	92,483	110,317	102,448	88,344	71,153
长期贷款	43,620	66,869	80,778	80,778	80,778	80,778
其他长期负债	97,514	114,100	108,920	74,170	70,739	68,057
负债	232,550	273,451	300,015	257,395	239,861	219,987
普通股股东权益	61,403	23,609	37,230	60,354	72,240	87,733
其中：股本	14,525	14,525	16,201	17,877	17,877	17,877
未分配利润	9,316	-29,309	-30,495	-22,207	-10,321	5,171
少数股东权益	4,463	-2,049	-1,942	-1,409	-209	1,891
负债股东权益合计	298,415	295,011	335,303	316,340	311,893	309,612

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-1.15	-2.66	-0.06	0.59	0.84	1.10
每股净资产	4.23	1.63	2.30	3.64	4.35	5.29
每股经营现金净流	0.89	-1.15	0.00	1.70	2.54	2.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.12	0.15
回报率						
净资产收益率	-27.1%	-163.6%	-2.8%	16.2%	19.4%	20.8%
总资产收益率	-5.6%	-13.1%	-0.3%	3.1%	4.5%	5.9%
投入资本收益率	-11.1%	-24.2%	-2.1%	5.3%	7.0%	9.6%
增长率						
主营业务收入增长率	7.2%	-29.0%	166.7%	23.8%	5.9%	11.3%
EBIT增长率	37.8%	86.8%	-89.5%	-478.6%	25.2%	33.9%
净利润增长率	15.5%	132.1%	-97.3%	N/A	43.4%	30.3%
总资产增长率	7.2%	-1.1%	13.7%	-5.7%	-1.4%	-0.7%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.5	16.0	6.2	11.2	16.1	16.1
存货周转天数	8.3	10.2	8.5	7.6	6.8	6.8
应付账款周转天数	55.4	55.0	41.2	48.5	55.8	55.8
固定资产周转天数	416.3	596.0	271.5	202.5	185.6	163.9
偿债能力						
净负债/股东权益	117.6%	574.4%	385.2%	225.9%	146.5%	90.3%
EBIT利息保障倍数	-5.0	-3.7	-0.5	1.8	2.8	3.9
资产负债率	77.9%	92.7%	89.5%	81.4%	76.9%	71.1%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	12	29	86
增持	2	5	9	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.63	1.43	1.34	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	9.32	10.75~10.75
2	2022-08-31	买入	10.45	N/A
3	2022-10-30	买入	10.22	N/A
4	2023-03-31	买入	10.77	N/A
5	2023-04-27	买入	10.36	N/A
6	2023-08-31	买入	8.67	N/A
7	2023-10-27	买入	7.52	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

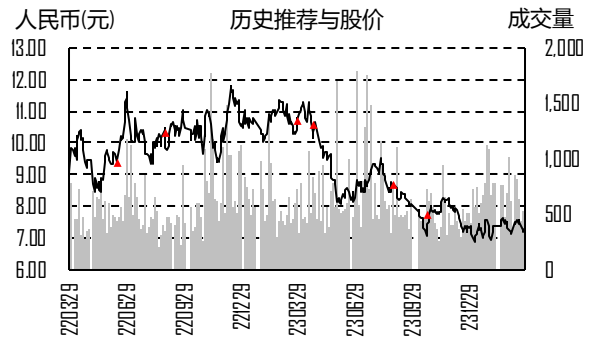
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806