

中国国航 (601111.SH)

国泰航空投资收益带动业绩大幅修复，24 年业绩表现可期

买入

核心观点

中国国航 2023 年亏损大幅收窄。2023 年年公司营业收入 1411.0 亿元，同比增长 166.7%，实现归母净利润-10.5 亿元，其中四季度公司营业收入 356.2 亿元，同比增长 229.6%，实现归母净利润-18.4 亿元。

国内供需快速恢复，国际供需修复速度较缓。因需求复苏叠加公司并表山东航空，2023 年公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别达到 2019 年的 109%、92% 以及 102%，客座率恢复至 73.22%，相较 2019 年减少了 7.81 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别达到 2019 年的 128% 和 142%，国内客座率恢复至 74.5%，相较 2019 年减少了 7.93pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别达到 2019 年的 37% 和 44%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较 2023 年和 2019 年均提升明显，公司 2023 年客运收入实现 1305.2 亿元，同比大幅提高 241%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 41.7 亿元，同比下降 58.7%。

公司单位成本下降，带动盈利能力修复。因供需快速修复以及并表山东航空，2023 年公司营业成本实现 1340.2 亿元，同比增长 61.8%，其中航油成本 467.3 亿元，同比增长 105.3%，非油成本 872.9 亿元，同比增长 45.4%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升，公司各项单位成本同比均明显下降，其中单位 ASK 航油成本 0.160 元，同比下降 32.5%，单位 ASK 非油成本 0.298 元，同比下降 52.2%，从而带动公司毛利率由负转正。

国泰航空贡献投资收益，汇率波动导致汇兑损失。2023 年公司的联营企业国泰航空实现了 81.6 亿元的归母净利润，因此中国国航相应确认 24.3 亿元的投资收益，从而带动公司 2023 年总共实现了 30.5 亿元的投资收益。2023 年，汇率贬值导致公司汇兑损失 10.35 亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2023 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致公司净亏损减少（或增加）人民币 2.29 亿元。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了可用座公里以及收入客公里的预测，因此导致盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 91.2 亿、133.6 亿、159.4 亿（24-25 年调整幅度分别为 -42.7%/-43.3%），中长期看好民航复苏趋势，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	170,200	183,684	193,458
(+/-%)	-29.0%	166.7%	20.6%	7.9%	5.3%
净利润(百万元)	-38619	-1046	9121	13361	15941
(+/-%)	132.1%	-97.3%	-971.7%	46.5%	19.3%
每股收益(元)	-2.66	-0.06	0.54	0.79	0.94
EBIT Margin	-73.1%	-2.9%	6.8%	8.2%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	-163.6%	-2.8%	15.1%	18.4%	18.4%
市盈率 (PE)	-2.7	-113.0	13.6	9.3	7.8
EV/EBITDA	-12.8	54.4	17.7	14.1	11.5
市净率 (PB)	4.49	3.18	2.16	1.80	1.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.30 元
总市值/流通市值	121134/121134 百万元
52 周最高价/最低价	11.33/6.81 元
近 3 个月日均成交额	432.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国国航 (601111.SH) - 上半年大幅减亏，民航复苏助力二季度扣汇盈利》——2023-08-31
- 《中国国航 (601111.SH) - 一季度大幅减亏，继续看好未来业绩弹性》——2023-04-27
- 《中国国航 (601111.SH) - 2022 年亏损扩大，看好载旗航空业绩反转》——2023-03-31
- 《中国国航 (601111.SH) - 业绩延续亏损，看好周期反转后的业绩高弹性》——2022-10-29
- 《中国国航 (601111.SH) - 拟筹划取得山航集团控制权，行业重组有望突破》——2022-05-30

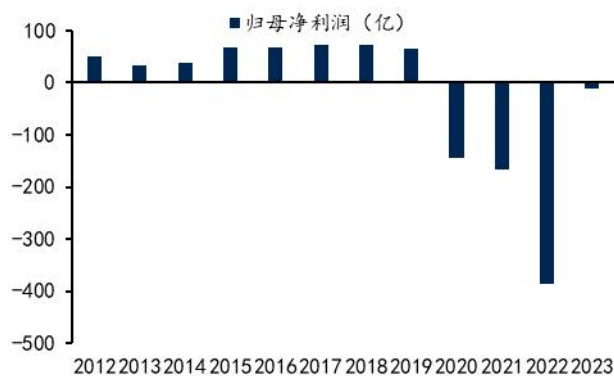
中国国航 2023 年亏损大幅收窄。2023 年年公司营业收入 1411.0 亿元，同比增长 166.7%，实现归母净利润-10.5 亿元，其中四季度公司营业收入 356.2 亿元，同比增长 229.6%，实现归母净利润-18.4 亿元。

图1：中国国航营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

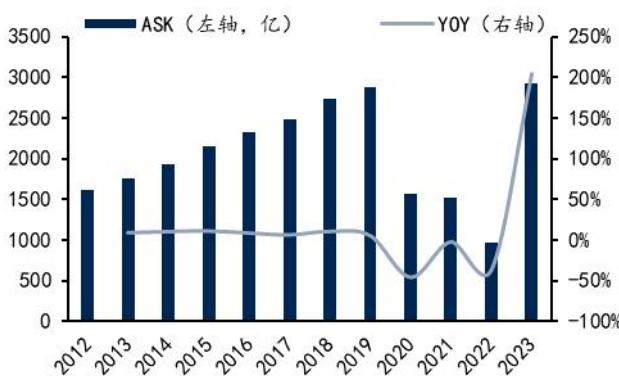
图2：中国国航归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

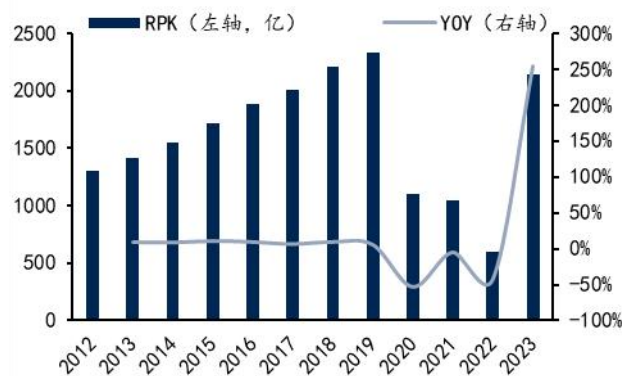
国内供需快速恢复，国际供需修复速度较缓。因需求复苏叠加公司并表山东航空，2023 年公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别达到 2019 年的 109%、92%以及 102%，客座率恢复至 73.22%，相较 2019 年减少了 7.81 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别达到 2019 年的 128%和 142%，国内客座率恢复至 74.5%，相较 2019 年减少了 7.93pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别达到 2019 年的 37%和 44%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较 2019 年提升明显、同比 2022 年小幅下滑，公司 2023 年客运收入实现 1305.2 亿元，同比大幅提高 241%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 41.7 亿元，同比下降 58.7%。

图3：中国国航客运运投情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国国航客运周转量情况



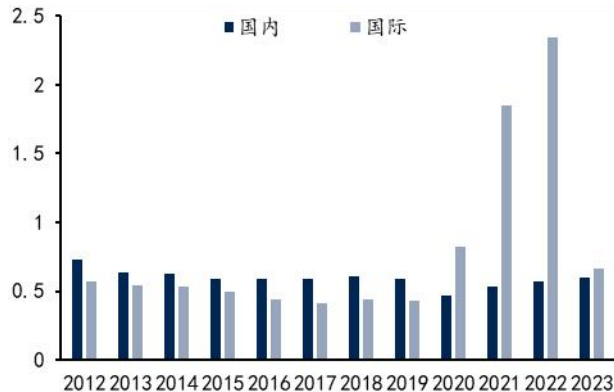
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国国航客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国国航国内和国际客公里收益 (元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司单位成本下降, 带动盈利能力修复。因供需快速修复以及并表山东航空, 2023 年公司营业成本实现 1340.2 亿元, 同比增长 61.8%, 其中航油成本 467.3 亿元, 同比增长 105.3%, 非油成本 872.9 亿元, 同比增长 45.4%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升, 公司各项单位成本同比均明显下降, 其中单位 ASK 航油成本 0.160 元, 同比下降 32.5%, 单位 ASK 非油成本 0.298 元, 同比下降 52.2%, 从而带动公司毛利率由负转正。

图7: 中国国航航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国国航非油成本情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国泰航空贡献投资收益，汇率波动导致汇兑损失。2023年公司的联营企业国泰航空实现了81.6亿元的归母净利润，因此中国国航相应确认24.3亿元的投资收益，从而带动公司2023年总共实现了30.5亿元的投资收益。2023年，汇率贬值导致公司汇兑损失10.35亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于2023年12月31日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致公司净亏损减少（或增加）人民币2.29亿元。

投资建议：维持“买入”评级

中国国航盈利预测的核心变量假设调整如下：

- 1) 可用座公里（ASK）：考虑到国际航线恢复缓慢，我们预测2024-2025年中国国航ASK的同比增速分别为14.9%、6.4%（上次预测为22.9%、13.6%）；
- 2) 收入客公里（RPK）：考虑到2024年宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们预测2024-2025年中国国航RPK的同比增速分别为20.6%、7.2%（上次预测为28.6%、16.1%）；
- 3) 客公里收益：考虑到2024年宏观经济承压、消费较疲软，而2024年民航竞争会比2023年激烈，我们预测2024-2025年中国国航客公里收益的同比变化分别为+0.5%、+0.4%（上次预测为-0.9%、-1.9%）。

表1：中国国航收入预测结果

收入(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	124525	55727	58317	38296	130517	158180	170275	178835
航空货运及邮运	5732	8553	11113	10085	4165	4830	5357	5605
其他主营业务	2734	3023	5102	4517	6419	7189	8052	9018
其他业务收入	3190	2200						
合计	136181	69504	74532	52898	141100	170200	183684	193458
收入增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	3.4%	-55.2%	4.6%	-34.3%	240.8%	21.2%	7.6%	5.0%
航空货运及邮运	-49.7%	49.2%	29.9%	-9.3%	-58.7%	16.0%	10.9%	4.6%
其他主营业务	76.3%	10.6%	-2.3%	-11.5%	42.1%	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务收入	-5.9%	-31.0%						
合计	-0.4%	-49.0%	7.2%	-29.0%	166.7%	20.6%	7.9%	5.3%

资料来源：

表2：中国国航成本预测结果

营业成本(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空油料成本	35965	14817	20704	22763	46725	50402	53289	54072
起降及停机费用	16440	9240	9668	6500	15555	16801	17882	18646
折旧	21204	18656	19403	19280	24531	26881	28612	29833
飞机保养、维修、大修成本	6120	6423	6911	5640	9922	10080	10729	11187
员工薪酬	19737	17053	18967	19614	23414	26881	28612	29833
航空餐饮费用	4026	1605	1650	872	3003	3360	3576	3729
民航发展基金	1818	0	814		0	0	0	0
其他主营业务成本	6318	6423	6365	6801	9791	10080	10729	11187
其他业务成本	1619	1413	1362	1342	1074	1344	1431	1492
合计	113246	75631	85844	82812	134015	145831	154860	159979

资料来源：

综上，2024-2026 年公司分别盈利 78.5 亿、126.6 亿、163.9 亿（24-25 年调整幅度分别为-49.3%/-40.6%），中长期看好民航复苏趋势，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11436	15628	26545	28130	26868	营业收入	52898	141100	170200	183684	193458
应收款项	1657	3186	3730	4026	4240	营业成本	82812	134015	145831	154860	159979
存货净额	2558	3683	4044	4250	4369	营业税金及附加	156	367	443	478	503
其他流动资产	6591	9835	11914	12858	13542	销售费用	3530	5333	6433	7051	7344
流动资产合计	22245	32335	46236	49266	49022	管理费用	4799	5083	5679	6111	6423
固定资产	119278	143379	147603	149389	151162	研发费用	244	373	451	367	387
无形资产及其他	4300	5817	5585	5354	5122	财务费用	10335	7453	7680	5756	5532
投资性房地产	136613	138635	138635	138635	138635	投资收益	(27)	3047	2935	2715	1600
长期股权投资	12574	15137	15337	15537	15737	资产减值及公允价值变动	(66)	(223)	(100)	(100)	(100)
资产总计	295011	335303	353396	358181	359678	其他收入	2743	5001	4060	4143	4124
短期借款及交易性金融负债	57211	61587	52573	42351	29482	营业利润	(46085)	(3324)	11030	16187	19301
应付款项	11629	19095	20585	21638	22240	营业外净收支	205	1664	231	126	163
其他流动负债	23643	29635	32131	33871	34869	利润总额	(45880)	(1660)	11261	16313	19464
流动负债合计	92483	110317	105290	97860	86591	所得税费用	(704)	(91)	1126	1631	1946
长期借款及应付债券	78062	89975	89975	89975	89975	少数股东损益	(6556)	(523)	1013	1321	1577
其他长期负债	102906	99723	98723	97723	94723	归属于母公司净利润	(38619)	(1046)	9121	13361	15941
长期负债合计	180969	189697	188697	187697	184697	现金流量表 (百万元)					
负债合计	273451	300015	293987	285558	271289	净利润	(38619)	(1046)	9121	13361	15941
少数股东权益	(2049)	(1942)	(1030)	159	1578	资产减值准备	(272)	156	74	9	5
股东权益	23609	37230	60439	72464	86811	折旧摊销	8898	11760	12334	14538	15755
负债和股东权益总计	295011	335303	353396	358181	359678	公允价值变动损失	66	223	100	100	100
关键财务与估值指标						财务费用	10335	7453	7680	5756	5532
每股收益	(2.66)	(0.06)	0.54	0.79	0.94	营运资本变动	(1666)	2511	77	356	(2412)
每股红利	0.45	0.46	0.05	0.07	0.09	其它	(7402)	(4442)	838	1180	1414
每股净资产	1.63	2.30	3.38	4.05	4.86	经营活动现金流	(38996)	9162	22544	29543	30802
ROIC	-32.86%	-6.72%	2%	5%	7%	资本开支	0	(35501)	(16501)	(16201)	(17401)
ROE	-163.58%	-2.81%	15%	18%	18%	其它投资现金流	1	1	0	0	0
毛利率	-57%	5%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(493)	(38062)	(16701)	(16401)	(17601)
EBIT Margin	-73%	-3%	7%	8%	10%	权益性融资	209	18393	15000	0	0
EBITDA Margin	-56%	5%	14%	16%	18%	负债净变化	23248	13909	0	0	0
收入增长	-29%	167%	21%	8%	5%	支付股利、利息	(6580)	(7531)	(912)	(1336)	(1594)
净利润增长率	132%	-97%	-972%	46%	19%	其它融资现金流	669	1943	(9014)	(10222)	(12869)
资产负债率	92%	89%	83%	80%	76%	融资活动现金流	34214	33093	5074	(11558)	(14463)
股息率	5.6%	6.4%	0.8%	1.1%	1.3%	现金净变动	(5274)	4193	10917	1584	(1262)
P/E	(2.7)	(113.0)	13.6	9.3	7.8	货币资金的期初余额	16710	11436	15628	26545	28130
P/B	4.5	3.2	2.2	1.8	1.5	货币资金的期末余额	11436	15628	26545	28130	26868
EV/EBITDA	(12.8)	54.4	17.7	14.1	11.5	企业自由现金流	0	(25077)	6347	12238	13091
						权益自由现金流	0	(9224)	(8648)	(3434)	(4757)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032