

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国国航(601111)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

相关研究

中国国航(601111)公司深度报告: 载旗航司优势不减, 未来业绩弹性可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

利润大幅减亏, 看好未来盈利修复弹性

2024年04月01日

事件: 中国国航发布 2023 年度业绩报告。2023 年全年, 公司实现营业收入 1411 亿元, 同比+166.7%, 较 2019 年同期+3.6%; 对应录得归母净利润-10.46 亿元, 较 2022 年大幅减亏 375.73 亿元。

- **与 2019 年相比, 总营收略有提升, 单位客收益水平增长 14.1%。** 收入端看, 23Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 251/345/459/356 亿元, 较 2019 年同期分别-23.0%/+5.5%/+21.4%/+7.6%。分地区看, 国内/国际/地区实现营收分别 1052/214/40 亿元, 同比+221%/+346%/+419%, 较 2019 年同期+28.9%/-42.6%/-30.6%, 国内线营收水平超过 2019 年同期, 国际及地区线营收仍相差较多; 2023 年单位客公里收益达到 0.6094 元, 较 2019 年同期的 0.5340 元增长 14.1%。
- **受航油价格影响, 公司单位燃油成本增长较多。** 成本端看, 2023 年公司实现营业成本 1340 亿元, 同比+61.8%, 较 2019 年同期+18.3%; 其中 23Q1~Q4 公司营业成本分别为 263/329/381/367 亿元, 较 2019 年同期分别-2.3%/+18.1%/+34.1%/+22.1%。2023 年单位 ASK 营业成本为 0.4581 元, 较 2019 年同期的 0.3935 元增长 16.4%, 其中单位 ASK 燃油成本较 2019 年同期+27.8%, 对应单位 ASK 非油成本+12.1%。
- **毛利率显著回升, 仍有较大向上空间。** 利润端看, 2023 年公司毛利率为 5.02%, 同比 2022 年毛利率-56.6%明显修复, 与 2019 年毛利率相差 11.8pct, 毛利率仍有较大回升空间; 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别-4.99%/4.79%/16.82%/-2.90%, 较 2019 年分别-22.3/-10.2/-7.8/-12.2pct; 对应归母净利润分别-29.26/-5.24/42.42/-18.38 亿元, 较 2019 年同期分别-207.5%/-225.8%/+17.1%/-419.9%。受国际航线恢复较慢、国内外供需不平衡、油价维持高位等多方面因素影响, 公司全年业绩仍有亏损, 但已有显著修复。
- **客座率较 2019 年存在较大差距, 国际线恢复较慢。** 经营情况看, 2023 年公司可用座公里 ASK、旅客周转量 RPK 分别达到 2019 年同期的 87.9%、79.1%, 客座率达到 73.2%, 较 2019 年相差 8.2pct; 分地区看, 公司国内线 ASK、RPK 较 2019 年同期+13.8%、+2.3%, 客座率较 2019 年-8.4pct; 国际线 ASK、RPK 恢复至 2019 年同期 42.4%、36.3%, 客座率较 2019 年-11.5pct; 地区线 ASK、RPK 恢复至 2019 年同期 65.2%、57.5%, 客座率较 2019 年-9.0pct。2024 年 1-2 月, 公司 ASK、RPK 分别达到 2019 年同期的 114.1%、111.4%, 客座率还存在 1.9pct 差距。
- **利用率仍待提升, 未来机队引进规模可观。** 机队引进及利用率方面, 截至 2023 年 12 月底, 公司机队规模达到 905 架, 平均机龄 9.36 年。公司 2023 年飞机日利用率达到 8.14 小时, 较 2019 年的 9.72 小时还差 1.58 小时。至 2024 年 2 月底, 公司机队规模达到 908 架。公司在 2024-2026 年计划净增加 33、24、55 架飞机, 运力规模保持行业前列。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 79.59、101.97、122.34 亿元，同比分别+860.6%、+28.1%、+20.0%，对应每股收益分别为 0.48、0.61、0.74 元，现价对应 PE 分别为 15.22、11.88、9.90 倍。当前公司国内外航线恢复，供需关系加速改善，看好公司未来盈利持续改善，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**出行需求不及预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	52,898	141,100	169,084	184,999	194,381
增长率 YoY %	-29.0%	166.7%	19.8%	9.4%	5.1%
归属母公司净利润 (百万元)	-38,619	-1,046	7,959	10,197	12,234
增长率 YoY%	-132.1%	97.3%	860.6%	28.1%	20.0%
毛利率%	-56.6%	5.0%	12.7%	15.4%	16.3%
净资产收益率ROE%	-163.6%	-2.8%	17.6%	18.4%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.33	-0.06	0.48	0.61	0.74
市盈率 P/E(倍)	—	—	15.22	11.88	9.90
市净率 P/B(倍)	5.13	3.25	2.67	2.18	1.79

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	22,245	32,335	58,023	83,887	129,804	
货币资金	11,436	15,628	36,990	60,495	104,594	
应收票据	7	4	23	41	27	
应收账款	1,649	3,183	4,922	5,653	6,224	
预付账款	369	414	517	595	651	
存货	2,558	3,683	4,840	5,002	5,106	
其他	6,226	9,423	10,731	12,101	13,202	
非流动资产	272,766	302,968	315,829	322,269	321,760	
长期股权投资	12,574	15,137	17,437	17,887	18,337	
固定资产(合计)	86,370	104,971	109,590	111,073	110,193	
无形资产	4,300	5,817	7,117	7,817	8,417	
其他	169,522	177,043	181,685	185,493	184,813	
资产总计	295,011	335,303	373,852	406,156	451,564	
流动负债	92,483	110,317	118,868	128,067	140,197	
短期借款	19,946	21,363	23,363	26,363	29,363	
应付票据	0	500	328	304	316	
应付账款	11,629	18,595	20,509	21,746	24,853	
其他	60,908	69,859	74,668	79,653	85,665	
非流动负债	180,969	189,697	210,757	222,562	242,267	
长期借款	66,869	80,778	99,778	119,778	138,778	
其他	114,100	108,920	110,979	102,784	103,489	
负债合计	273,451	300,015	329,626	350,629	382,464	
少数股东权益	-2,049	-1,942	-1,058	75	1,435	
归属母公司股东权益	23,609	37,230	45,284	55,451	67,665	
负债和股东权益	295,011	335,303	373,852	406,156	451,564	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	52,898	141,100	169,084	184,999	194,381
同比(%)	-29.0%	166.7%	19.8%	9.4%	5.1%
归属母公司净利润	-38,619	-1,046	7,959	10,197	12,234
同比	-132.1%	97.3%	860.6%	28.1%	20.0%
毛利率(%)	-56.6%	5.0%	12.7%	15.4%	16.3%
ROE%	-163.6%	-2.8%	17.6%	18.4%	18.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.33	-0.06	0.48	0.61	0.74
P/E	—	—	15.22	11.88	9.90
P/B	5.13	3.25	2.67	2.18	1.79
EV/EBITDA	-24.62	11.57	9.06	8.14	6.98

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	52,898	141,100	169,084	184,999	194,381	
营业成本	82,812	134,015	147,662	156,571	162,674	
营业税金及附加	156	367	490	551	583	
销售费用	3,530	5,333	6,730	7,400	7,775	
管理费用	4,799	5,083	6,087	7,030	7,581	
研发费用	244	373	372	444	467	
财务费用	10,335	7,453	7,457	8,173	8,883	
减值损失合计	-66	-222	-30	-31	-50	
投资净收益	-27	3,047	3,382	925	972	
其他	2,987	5,374	5,065	5,930	7,110	
营业利润	-46,085	-3,324	8,703	11,653	14,451	
营业外收	205	1,664	1,580	1,370	1,173	
利润总额	-45,880	-1,660	10,283	13,023	15,624	
所得税	-704	-91	1,440	1,693	2,031	
净利润	-45,176	-1,569	8,843	11,330	13,593	
少数股东损益	-6,556	-523	884	1,133	1,359	
归属母公司净利润	-38,619	-1,046	7,959	10,197	12,234	
EBITDA	-14,409	27,556	35,259	39,403	43,374	
EPS(当年)(元)	-2.81	-0.07	0.48	0.61	0.74	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-16,762	35,418	33,122	38,213	43,754
净利润	-45,176	-1,569	8,843	11,330	13,593
折旧摊销	21,314	27,200	17,519	18,206	18,867
财务费用	10,333	7,373	7,582	8,469	9,367
投资损失	27	-3,047	-3,382	-925	-972
营运资金变动	-2,571	5,534	4,440	2,851	4,329
其它	-688	-72	-1,881	-1,720	-1,430
投资活动现金流	-6,871	-15,246	-25,110	-22,013	-15,973
资本支出	-6,965	-21,446	-25,582	-22,160	-16,335
长期投资	-424	5,384	-1,060	-832	-592
其他	518	816	1,532	979	954
筹资活动现金流	18,097	-15,847	13,265	7,306	16,318
吸收投资	0	18,393	0	0	0
借款	109,55	51,226	21,000	23,000	22,000
支付利息或股息	-6,580	-7,531	-7,582	-8,469	-9,367
现金流净增加额	-5,327	4,409	21,361	23,505	44,099

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。