

中国国航（601111.SH）：国际航线继续恢复，关注公司业绩弹性

2024年4月2日

推荐/维持

中国国航

公司报告

事件：公司发布年报，23年实现营收1411.0亿元，同比增长166.7%，扣非后亏损31.8亿元，较去年同期的扣非后亏损391.8亿大幅减亏。其中四季度公司营收356.2亿元，扣非后亏损23.0亿元。

得益于民航运营正常化，公司显著减亏：相比于2022年，2023年公司减亏300余亿元，主要还是得益于行业运营恢复正常。

运力投放方面，考虑收购山航的影响后，国内航线运力投放同比提升127.3%，国际线提升916.6%。客座率方面，国内航线客座率提升10.2个pct至74.5%，国际航线客座率提升23.5个pct至67.7%。

得益于需求的回升，公司国内客公里收益水平同比提升4.57%；国际航线方面由于供给大幅提升，摆脱了疫情期间一票难求的状态，客公里收入同比下降71.7%至0.66元/客公里，但依旧明显高于19年同期的0.43元/客公里，这可能与国际长航线的恢复进度偏慢有关。

成本方面，由于航空属于重资产行业，固定成本占比较高，因此随着运力投放的恢复，公司单位成本显著改善。23年公司单位ASK扣油成本为0.298元，较22年同期的0.624元显著改善，目前还略高于19年同期的0.269元，主要系国际航线还未完全恢复。公司飞机日利用率从去年的3.9小时提升至8.14小时，但较19年同期的9.72小时还有一定差距。随着国际航线的恢复，单位成本还有继续下降的空间。

投资收益及其他收益提升助力减亏：公司23年投资收益30.5亿元，较去年同期的-0.3亿大幅提升，主要系国泰航空投资收益由22年的2.52亿元提升至24.32亿元。此外，公司其他收入由去年的29.0亿元提升至44.5亿元，主要系航线补贴增长。

国际航线继续恢复，公司盈利弹性较大：作为疫情前三大航中国际航线占比最高的航司，国际航线运力投放受限是国航业绩承压的主要原因。经过去年一年的恢复，目前全行业国际航线运力投放已经恢复至19年同期的7成左右。随着国际航线持续恢复，公司飞机日利用率有望进一步提升，国内航线的运力堆积问题也将显著缓解。在这一背景下，我们认为国航具备较强的盈利弹性。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为71.7、119.4和141.6亿元，对应EPS分别为0.44、0.74和0.87元。鉴于行业及公司基本面的持续改善，我们维持“推荐”评级。

风险提示：民航政策变化；油价汇率大幅波动等

公司简介：

公司是我国载旗航空公司，主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务；国内、国际公务飞行业务；飞机执管业务；航空器维修；航空公司间业务代理；与主营业务有关的地面服务和航空快递；机上免税品；机上商品零售业务；航空意外保险销售代理；进出口业务。

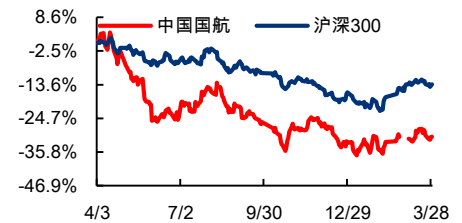
资料来源：公司官网，同花顺

交易数据

52周股价区间（元）	11.3-6.89
总市值（亿元）	1,211.34
流通市值（亿元）	804.72
总股本/流通A股（万股）	1,659,372/1,163,811
流通B股/H股（万股）	-/495,561
52周日均换手率	1.77

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	52,897.6	141,100.2	171,195.4	183,873.6	192,930.3
增长率 (%)	-29.03%	166.74%	21.33%	7.41%	4.93%
归母净利润 (百万元)	-38,619.5	-1,046.4	7,166.0	11,941.4	14,160.2
增长率 (%)	132.06%	-97.29%	-784.83%	66.64%	18.58%
净资产收益率 (%)	-163.58%	-2.81%	16.14%	21.20%	20.09%
每股收益 (元)	-2.81	-0.07	0.44	0.74	0.87
PE	-2.60	-104.29	16.50	9.90	8.35
PB	4.49	3.18	2.66	2.10	1.68

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	22245	32335	34891	36992	43843	营业收入	52898	141100	171195	183874	192930
货币资金	11436	15628	17120	18387	24643	营业成本	82812	134015	154189	162167	168900
应收账款	1649	3183	2345	2267	2114	营业税金及附加	156	367	514	552	579
其他应收款	2800	5436	6596	7084	7433	营业费用	3530	5333	5649	5792	5884
预付款项	369	414	414	414	414	管理费用	4799	5083	5307	5516	5595
存货	2558	3683	4224	4443	4627	财务费用	10335	7453	6090	5624	5079
其他流动资产	3413	3874	4067	4271	4484	研发费用	244	373	342	368	386
非流动资产合计	272766	302968	298792	293302	286329	资产减值损失	66	222	13	14	15
长期股权投资	137067	135186	135337	135490	135644	公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
固定资产	86370	104971	110540	110767	107365	投资净收益	-27	3047	3002	3281	3586
无形资产	4300	5817	5524	5246	4981	加: 其他收益	2900	4451	4006	4206	4416
其他非流动资产	2	89	0	0	0	营业利润	-46085	-3324	6098	11327	14495
资产总计	295011	335303	333683	330294	330171	营业外收入	344	1794	1974	2171	2388
流动负债合计	92483	110317	105320	93087	81460	营业外支出	139	131	144	158	174
短期借款	19946	21363	15085	7423	0	利润总额	-45880	-1660	7928	13340	16709
应付账款	11629	18595	16897	17772	18510	所得税	-704	-91	396	667	1671
预收款项	59	0	0	0	0	净利润	-45176	-1569	7532	12673	15039
一年内到期的非流动负债	37265	40224	44246	39822	35840	少数股东损益	-6556	-523	366	732	878
非流动负债合计	180969	189697	185543	181714	178179	归属母公司净利润	-38619	-1046	7166	11941	14160
长期借款	66869	80778	79778	78778	77778	主要财务比率					
应付债券	11193	9197	8737	8300	7885		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	273451	300015	290863	274800	259639	成长能力					
少数股东权益	-2049	-1942	-1576	-844	34	营业收入增长	-29.03%	166.74	21.33%	7.41%	4.93%
实收资本(或股本)	14525	16201	16201	16201	16201	营业利润增长	110.90%	-92.79%	-283.46	85.75%	27.97%
资本公积	26271	39588	39588	39588	39588	归属于母公司净利润增长	132.06	-97.29%	-784.83	66.64%	18.58%
未分配利润	-29309	-30495	-23329	-11388	2772	获利能力					
归属母公司股东权益合计	23609	37230	44393	56334	70495	毛利率(%)	-56.55%	5.02%	9.93%	11.81%	12.46%
负债和所有者权益	295011	335303	333683	330294	330171	净利率(%)	-85.40%	-1.11%	4.40%	6.89%	7.79%
现金流量表						总资产净利润率(%)	-13.09%	-0.31%	2.15%	3.62%	4.29%
	单位: 百万元					ROE(%)	-163.58	-2.81%	16.14%	21.20%	20.09%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
经营活动现金流	-16762	35418	36036	44674	47839	资产负债率(%)	93%	89%	87%	83%	79%
净利润	-45176	-1569	7532	12673	15039	流动比率	0.24	0.29	0.33	0.40	0.54
折旧摊销	21314	27200	26507	28460	30384	速动比率	0.21	0.26	0.29	0.35	0.48
财务费用	10335	7453	6090	5624	5079	营运能力					
应收帐款减少	1342	-1533	838	78	153	总资产周转率	0.18	0.45	0.51	0.55	0.58
预收帐款增加	59	-59	0	0	0	应收账款周转率	22.80	58.40	61.94	79.74	88.07
投资活动现金流	-6871	-15246	-22080	-21896	-21594	应付账款周转率	4.24	9.34	9.65	10.61	10.64
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	-160	-163	-165	每股收益(最新摊薄)	-2.81	-0.07	0.44	0.74	0.87
投资收益	-27	3047	3002	3281	3586	每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	0.27	0.09	0.08	0.39
筹资活动现金流	18097	-15847	-12465	-21510	-19990	每股净资产(最新摊薄)	1.63	2.30	2.74	3.48	4.35
应付债券增加	1694	-1997	-460	-437	-415	估值比率					
长期借款增加	23248	13909	-1000	-1000	-1000	P/E	-2.60	-104.29	16.50	9.90	8.35
普通股增加	0	1676	0	0	0	P/B	4.49	3.18	2.66	2.10	1.68
资本公积增加	0	13317	0	0	0	EV/EBITDA	-15.85	8.13	5.51	5.16	4.31
现金净增加额	-5536	4325	1491	1268	6255						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	航空机场 2 月数据点评: 春运数据强劲验证旺季弹性, 淡季表现还需重点关注	2024-03-18
行业普通报告	航空机场 1 月数据点评: 需求端触底反弹, 春运数据强劲	2024-02-22
行业普通报告	航空机场 12 月数据点评: 国内航线低位运行, 国际航线旺季带动需求恢复	2024-01-18
行业普通报告	航空机场 11 月数据点评: 淡季承压, 中型航司表现略强于大航	2023-12-19
公司普通报告	【东兴交运】中国国航 (601111): Q2 减亏超预期, 全年有望扭亏为盈	2023-09-06
公司普通报告	【东兴交运】中国国航 (601111): 逐步恢复常态化运营, 业绩将迎来显著修复	2023-04-03

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 8年投资研究经验, 2015-2018年就职于广发证券发展研究中心, 2019年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526