

2024 年 04 月 08 日

三大航均大幅减亏，2024 年国内市场供需格局有望改善

买入（维持）

分析师
欧阳诗睿

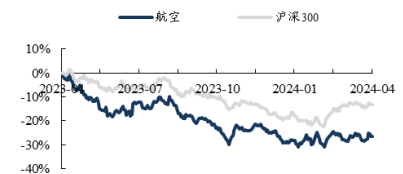
(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

投资要点

- **三大航同比均实现大幅减亏：**2023 年国航/南航/东航归母净亏损分别为 10.5/42.1/81.7 亿元，分别同比减亏 375/285/292 亿元，均符合业绩预告指引。我们认为国航减亏幅度较大主要系其持股 30% 的国泰航空 2023 年贡献收益 24 亿元；而南航及东航减亏幅度偏弱主要系：1) 2023 年，南航对四川航空的战略投资按权益法确认净亏损约 23 亿元；2) 东航航距偏短，短航线受到高铁的冲击更大，成本管控难度更高；且 2023 年东航市占率较高的日韩航线恢复偏弱。
- **三大航毛利率均低于 2019 年水平。**2023 年国航/南航/东航毛利率分别为 5.0%/7.7%/1.1%，分别较 2019 年低 11.8pct/4.4pct/10.2pct，主要系：1) 国际航线因海外机场保障能力有限、签证排期长等原因，恢复速度慢于预期；国内票价偏弱，客座率偏低（2023 年客座率 75%，对比 2019 年 82%），成本刚性高，经营杠杆存压；2) 航油成本（占总成本 35-37%）仍然高企，2023 年单吨航油价格仍然处在 6500 元/吨的高位（较 2019 年有 32-36% 增长）。展望 2024 年，我们预计油价将在高位震荡，但随着航空需求进一步恢复，规模效应将进一步显现，带动毛利率同比上升。
- **2024 年国内市场供过于求有望边际缓解，但票价压力仍存。**2023 年国航/南航/东航国内航线含油客公里收益分别为 0.59/0.54/0.56 元，分别为 2019 年的 100%/104%/110%。展望 2024 年，我们认为随着宽体机逐步回流至国际航线，国内市场供需格局将较 2023 年有所改善，带动裸票价同比实现温和上涨。但考虑到 2024 年国际航线尚未完全恢复（三大航指引年底恢复至 2019 年的 80-90%），国内供过于求的格局难以根本性缓解，我们预计相较 2019 年，裸票价或仍存在一定压力。
- **投资建议：**1) 我们预计国航 2024-2026 年归母净利润为 69/98/116 亿元，当前股价对应 EV/EBITDA 分别为 11/8/7 倍，目标价为 9.5 元，维持“买入”评级；2) 我们预计南航 2024-2026 年归母净利润为 67/90/105 亿元，当前市值对应 EV/EBITDA 分别为 9/8/7 倍，目标价为 7.0 元，维持“买入”评级；3) 我们预计东航 2024-2026 年归母净利润为 52/74/90 亿元，当前股价对应 EV/EBITDA 分别为 11/8/7 倍，目标价为 4.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济复苏弱于预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨导致航油成本上升，人民币贬值导致汇兑亏损。

行业走势



数据来源：Wind

相关研究

- 1、《三大航 2023 年业绩预告点评：三大航均大幅减亏，全年运力供给&航空需求基本符合我们的预期》

2024-02-05

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			EV/EBITDA			投资评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601111.SH	中国国航	1,027	7.38	68.6	97.9	116.3	11.3	8.5	7.3	买入
600029.SH	南方航空	873	5.64	66.8	90.5	104.7	9.1	7.6	6.7	买入
600115.SH	中国东航	704	3.60	51.7	74.5	90.1	11.2	7.8	7.1	买入

资料来源：Wind，东吴证券（香港）

中国国航三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32,335	38,017	63,951	68,816	营业总收入	141,100	167,232	185,533	196,444
货币资金及交易性金融资产	15,631	19,410	37,125	46,696	营业成本(含金融类)	134,015	147,602	162,189	169,566
经营性应收款项	3,601	4,826	6,680	5,522	税金及附加	367	502	557	589
存货	3,683	4,517	6,746	5,501	销售费用	5,333	7,107	6,958	7,367
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,083	5,017	5,195	5,304
其他流动资产	9,420	9,264	13,400	11,098	研发费用	373	334	371	393
非流动资产	302,968	324,170	330,281	337,870	财务费用	7,453	7,298	7,813	7,808
长期股权投资	15,137	15,137	15,137	15,137	加:其他收益	4,451	5,017	5,195	4,911
固定资产及使用权资产	221,314	240,965	254,007	267,167	投资净收益	3,047	3,345	3,711	3,929
在建工程	38,408	39,204	31,251	24,571	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	5,817	6,572	7,593	8,703	减值损失	-247	0	0	0
商誉	4,098	4,098	4,098	4,098	资产处置收益	949	84	93	98
长期待摊费用	286	286	286	286	营业利润	-3,324	7,816	11,450	14,355
其他非流动资产	17,908	17,908	17,908	17,908	营业外净收支	1,664	0	0	0
资产总计	335,303	362,187	394,232	406,686	利润总额	-1,660	7,816	11,450	14,355
流动负债	110,317	111,581	122,748	112,284	减:所得税	-91	195	572	1,435
短期借款及一年内到期的非流动负债	61,587	56,587	51,587	46,587	净利润	-1,569	7,620	10,877	12,919
经营性应付款项	19,095	20,762	34,182	27,050	减:少数股东损益	-523	762	1,088	1,292
合同负债	1,522	1,919	2,108	2,374	归属母公司净利润	-1,046	6,858	9,790	11,627
其他流动负债	28,112	32,313	34,870	36,273	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.06	0.41	0.59	0.70
非流动负债	189,697	207,697	217,697	227,697	EBIT	355	11,686	15,459	18,136
长期借款	80,778	98,778	108,778	118,778	EBITDA	27,556	36,687	42,559	47,443
应付债券	9,197	9,197	9,197	9,197	毛利率(%)	5.02	11.74	12.58	13.68
租赁负债	64,054	64,054	64,054	64,054	归母净利率(%)	-0.74	4.10	5.28	5.92
其他非流动负债	35,669	35,669	35,669	35,669	收入增长率(%)	166.74	18.52	10.94	5.88
负债合计	300,015	319,278	340,446	339,981	归母净利润增长率(%)	97.29	755.43	42.74	18.77
归属母公司股东权益	37,230	44,088	53,878	65,505					
少数股东权益	-1,942	-1,180	-92	1,200					
所有者权益合计	35,288	42,908	53,786	66,705					
负债和股东权益	335,303	362,187	394,232	406,686					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	35,418	41,164	50,324	45,991	每股净资产(元)	2.30	2.66	3.25	3.95
投资活动现金流	-15,246	-42,773	-29,406	-32,869	最新发行在外股份(百万股)	16,594	16,594	16,594	16,594
筹资活动现金流	-15,847	5,389	-3,201	-3,551	ROIC(%)	0.14	4.36	5.26	5.51
现金净增加额	4,409	3,780	17,716	9,571	ROE-摊薄(%)	-2.81	15.56	18.17	17.75
折旧和摊销	27,200	25,001	27,100	29,307	资产负债率(%)	89.48	88.15	86.36	83.60
资本开支	-21,446	-46,119	-33,118	-36,798	P/E(现价&最新股本摊薄)	-117.03	17.86	12.51	10.53
营运资本变动	5,534	4,360	7,949	-759	P/B(现价)	3.21	2.78	2.27	1.87

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

南方航空三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	27,741	35,513	60,501	73,732	营业总收入	159,929	180,733	193,668	203,217
货币资金及交易性金融资产	13,081	18,611	44,424	55,347	营业成本(含金融类)	147,582	162,693	172,176	179,695
经营性应收款项	4,019	3,564	4,135	3,969	税金及附加	531	361	368	366
存货	1,565	2,502	2,472	2,720	销售费用	6,629	6,868	6,972	6,909
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,779	5,061	5,423	5,284
其他流动资产	9,076	10,836	9,470	11,696	研发费用	511	181	194	203
非流动资产	281,485	277,975	272,284	265,736	财务费用	6,393	5,280	5,171	4,656
长期股权投资	6,718	7,066	7,429	7,838	加:其他收益	3,779	5,422	5,423	5,284
固定资产及使用权资产	215,207	211,774	209,561	206,204	投资净收益	-1,688	1,807	1,937	2,032
在建工程	34,199	33,257	29,302	25,799	公允价值变动	874	0	0	0
无形资产	6,629	7,145	7,259	7,163	减值损失	-20	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	409	90	97	102
长期待摊费用	517	517	517	517	营业利润	-2,142	7,610	10,821	13,522
其他非流动资产	18,215	18,215	18,215	18,215	营业外净收支	497	0	0	0
资产总计	309,226	313,489	332,785	339,467	利润总额	-1,645	7,610	10,821	13,522
流动负债	129,436	126,249	135,226	129,718	减:所得税	1,437	190	541	1,352
短期借款及一年内到期的非流动负债	85,144	85,144	85,144	85,144	净利润	-3,082	7,419	10,280	12,170
经营性应付款项	19,958	14,840	23,421	17,709	减:少数股东损益	1,127	742	1,234	1,704
合同负债	1,509	1,952	1,980	1,977	归属母公司净利润	-4,209	6,678	9,046	10,466
其他流动负债	22,825	24,313	24,680	24,889	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.23	0.37	0.50	0.58
非流动负债	127,793	127,823	127,863	127,883	EBIT	4,659	10,992	13,958	16,044
长期借款	38,130	38,160	38,200	38,220	EBITDA	31,842	38,293	42,987	46,804
应付债券	12,392	12,392	12,392	12,392	毛利率(%)	7.72	9.98	11.10	11.57
租赁负债	69,232	69,232	69,232	69,232	归母净利率(%)	-2.63	3.69	4.67	5.15
其他非流动负债	8,039	8,039	8,039	8,039	收入增长率(%)	83.70	13.01	7.16	4.93
负债合计	257,229	254,072	263,089	257,601	归母净利润增长率(%)	87.12	258.65	35.47	15.69
归属母公司股东权益	36,784	43,462	52,508	62,974					
少数股东权益	15,213	15,955	17,189	18,892					
所有者权益合计	51,997	59,416	69,696	81,866					
负债和股东权益	309,226	313,489	332,785	339,467					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	40,134	32,872	52,557	38,462	每股净资产(元)	2.03	2.40	2.90	3.48
投资活动现金流	-17,511	-21,894	-21,304	-22,078	最新发行在外股份(百万股)	18,121	18,121	18,121	18,121
筹资活动现金流	-33,006	-5,449	-5,440	-5,461	ROIC(%)	3.39	4.11	4.92	5.14
现金净增加额	-10,358	5,530	25,813	10,924	ROE-摊薄(%)	-11.44	15.36	17.23	16.62
折旧和摊销	27,183	27,301	29,028	30,760	资产负债率(%)	83.18	81.05	79.06	75.88
资本开支	-9,633	-23,353	-22,877	-23,702	P/E (现价&最新股本摊薄)	-24.28	15.31	11.30	9.77
营运资本变动	9,246	-5,430	9,802	-7,814	P/B (现价)	2.78	2.35	1.95	1.62

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

中国东航三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25,663	29,705	43,846	55,292	营业总收入	113,741	142,693	151,124	157,201
货币资金及交易性金融资产	12,122	14,312	27,984	38,056	营业成本(含金融类)	112,461	127,670	133,976	137,832
经营性应收款项	2,476	850	3,397	1,455	税金及附加	345	285	287	283
存货	1,634	3,331	2,624	4,268	销售费用	4,307	2,997	2,871	2,987
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,511	4,566	4,231	4,244
其他流动资产	9,431	11,213	9,841	11,513	研发费用	277	428	423	409
非流动资产	256,828	249,154	242,371	233,964	财务费用	6,535	5,812	5,589	5,117
长期股权投资	2,602	2,674	2,811	2,916	加:其他收益	5,002	4,281	4,231	4,087
固定资产及使用权资产	209,391	202,871	198,323	192,447	投资净收益	142	285	302	314
在建工程	17,658	15,775	13,198	10,218	公允价值变动	-7	0	0	0
无形资产	2,848	3,192	3,371	3,651	减值损失	-72	0	0	0
商誉	9,028	9,028	9,028	9,028	资产处置收益	86	143	151	157
长期待摊费用	2,479	2,493	2,498	2,546	营业利润	-8,544	5,643	8,431	10,887
其他非流动资产	12,822	13,122	13,142	13,157	营业外净收支	266	0	0	0
资产总计	282,491	278,859	286,217	289,256	利润总额	-8,278	5,643	8,431	10,887
流动负债	106,264	101,100	103,324	98,327	减:所得税	336	141	337	871
短期借款及一年内到期的非流动负债	74,209	73,209	71,209	68,209	净利润	-8,614	5,502	8,094	10,016
经营性应付款项	16,117	13,695	17,194	14,737	减:少数股东损益	-446	330	648	1,002
合同负债	7,423	3,830	4,019	4,135	归属母公司净利润	-8,168	5,172	7,446	9,015
其他流动负债	8,515	10,366	10,902	11,246	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.37	0.23	0.33	0.40
非流动负债	135,006	131,036	128,076	126,096	EBIT	-2,186	11,027	13,567	15,533
长期借款	47,340	47,370	47,410	47,430	EBITDA	22,837	32,755	35,971	38,681
应付债券	10,682	8,682	7,182	6,182	毛利率(%)	1.13	10.53	11.35	12.32
租赁负债	64,747	62,747	61,247	60,247	归母净利率(%)	-7.18	3.62	4.93	5.73
其他非流动负债	12,237	12,237	12,237	12,237	收入增长率(%)	145.63	25.45	5.91	4.02
负债合计	241,270	232,136	231,400	224,423	归母净利润增长率(%)	78.13	163.32	43.97	21.06
归属母公司股东权益	40,610	45,782	53,228	62,243					
少数股东权益	611	941	1,589	2,590					
所有者权益合计	41,221	46,723	54,817	64,833					
负债和股东权益	282,491	278,859	286,217	289,256					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	26,573	26,838	39,675	34,995	每股净资产(元)	0.92	1.15	1.49	1.89
投资活动现金流	-16,072	-13,625	-15,168	-14,269	最新发行在外股份(百万股)	22,291	22,291	22,291	22,291
筹资活动现金流	-16,789	-11,023	-10,834	-10,656	ROIC(%)	-0.93	4.51	5.42	5.85
现金净增加额	-6,274	2,190	13,673	10,071	ROE-摊薄(%)	-20.11	11.30	13.99	14.48
折旧和摊销	25,023	21,728	22,404	23,148	资产负债率(%)	85.41	83.24	80.85	77.59
资本开支	-18,206	-13,526	-15,307	-14,415	P/E(现价&最新股本摊薄)	-9.82	15.52	10.78	8.90
营运资本变动	3,539	-6,017	3,757	-3,373	P/B(现价)	3.90	3.12	2.42	1.90

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告,报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点;本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外,分析员确认,无论是本人或关联人士(按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义)没有担任本报告所述上市公司之高级职员;未持有相关证券的任何权益;没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券;不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写,仅供东吴证券国际的客户使用,本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告,收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发,并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况、投资目标及特别需求,亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源,但东吴证

券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示),于法律及/或法规准许情况下,东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断,并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外,本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现,过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期,东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设,任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

