

中国国航 (601111)

证券研究报告
2024年05月23日

经济复苏，盈利能力有望回升

经济有望复苏，带动航空复苏

航空周期与库存周期高度相关。2024年库存周期有望回升：一是去库存近2年，有望结束；二是前瞻指标PPI，2023年7月份以来趋于回升，在相对低位震荡；三是库存增速降到零附近，历史低点，2024年1月份以来小幅回升。一旦库存周期回升，有望持续2年左右，航空收入增速和毛利率有望随之回升，即迎来周期复苏。在库存周期上行阶段，航空股股价往往上涨。

中国国航的盈利能力有望回升，估值或将修复

经济有望复苏，带动航空需求增长，中国国航的盈利能力有望周期性回升。2019年以来航空运力持续低增长，而潜在需求随GDP较快增长，一旦需求充分释放，积累的供需差有望带动航空利润持续数年趋势性上升。疫情导致中国国航毛利率和扣非净利率大幅下降，并低于多数同行；随着疫情影响消退，中国国航相对同行的盈利能力有望上升。我们选择利用“市值/飞机数量”来估值，截至2024年5月中旬，中国国航的单机市值处于2010年以来18%低分位数，远低于多数同行。但是2010-2019年中国国航的平均毛利率和平均扣非净利率在三大航中领先。随着经济复苏，中国国航的单机市值相对同行有望修复。

中国国航的量价稳步回升，有望持续

中国国航量价均小幅回升，有望持续。2023年中国国航的客公里收益达0.61元/客公里，同比2019年增加14%。2024年Q1，中国国航的客座率达80%，环比提高7%。2024年Q1中国国航的毛利率达3%，2022年6月以来趋势回升。未来随着经济复苏，航空需求有望充分释放，中国国航的盈利能力有望回升。

调整盈利预测

考虑疫后客运量仍在恢复过程中、国际线恢复偏慢，下调2024年预测归母净利润至72.4亿元（原预测160.1亿元），下调2025年预测归母净利润至102.9亿元（原预测294.5亿元），引入2026年预测归母净利润127.7亿元。考虑历史上库存周期上行阶段航空股的股价表现较好，维持“买入”评级。

风险提示：疫情出现反复，经济持续低迷，燃料油成本超预期上行，飞机引进速度加快。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,897.58	141,100.23	176,448.43	192,073.55	208,601.30
增长率(%)	(29.03)	166.74	25.05	8.86	8.60
EBITDA(百万元)	(29,462.61)	11,331.38	27,040.98	32,925.02	40,851.64
归属母公司净利润(百万元)	(38,619.50)	(1,046.38)	7,237.59	10,294.58	12,769.38
增长率(%)	132.06	(97.29)	(791.68)	42.24	24.04
EPS(元/股)	(2.33)	(0.06)	0.44	0.62	0.77
市盈率(P/E)	(3.24)	(119.73)	17.31	12.17	9.81
市净率(P/B)	5.31	3.37	2.76	2.23	1.81
市销率(P/S)	2.37	0.89	0.69	0.64	0.59
EV/EBITDA	(4.76)	10.45	6.19	5.29	5.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.79元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	11,638.11
流通A股股本(百万股)	11,023.58
A股总市值(百万元)	90,660.87
流通A股市值(百万元)	85,873.72
每股净资产(元)	2.25
资产负债率(%)	89.73
一年内最高/最低(元)	9.64/6.81

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



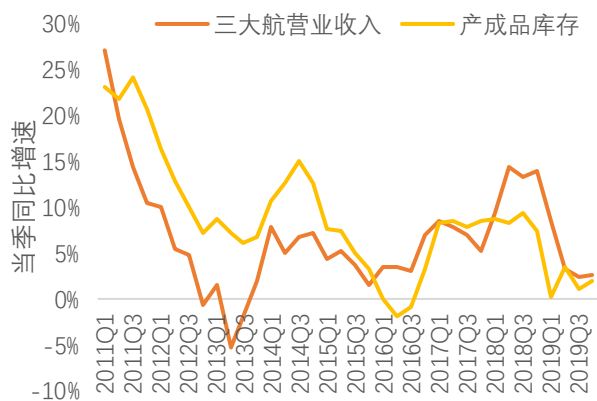
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国国航-公司点评:周期有望复苏，估值在相对低位》2023-10-02
- 《中国国航-半年报点评:客运量触底反弹，投资亏损收窄》2022-09-01
- 《中国国航-年报点评报告:国内市场恢复，投资收益改善，成本压力较大》2022-03-31

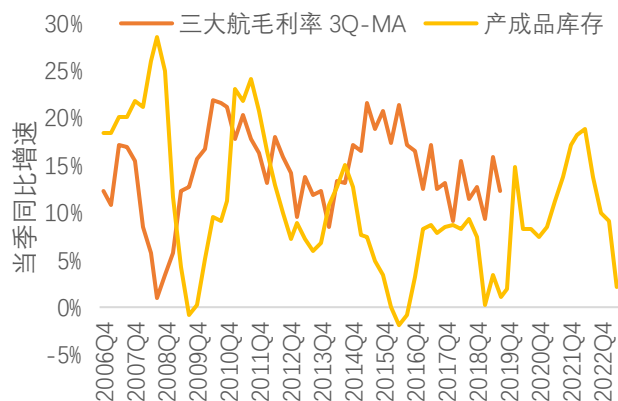
附录

图 1：2011-2019 年航空周期和库存周期高度相关



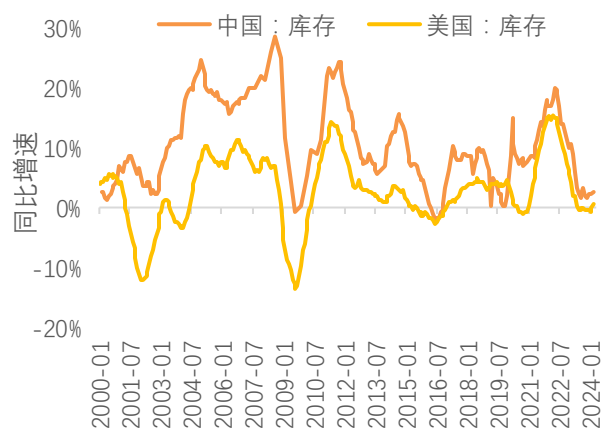
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：三大航毛利率与库存周期相关



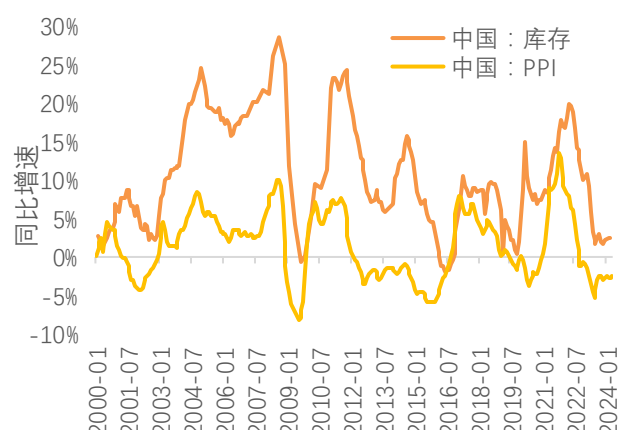
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：中国和美国的库存周期都在历史相对低位震荡，有望回升



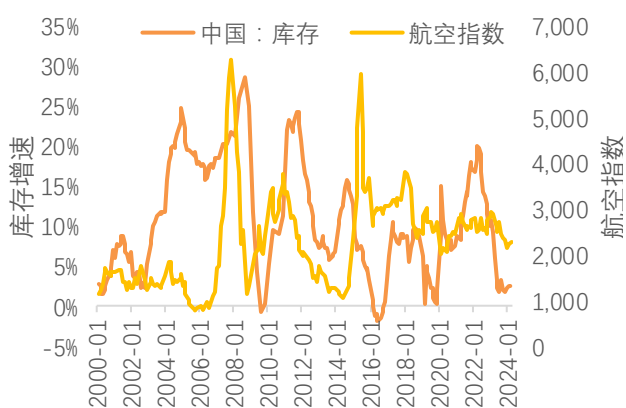
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中国库存的领先指标 PPI 处于历史相对底部，开始回升



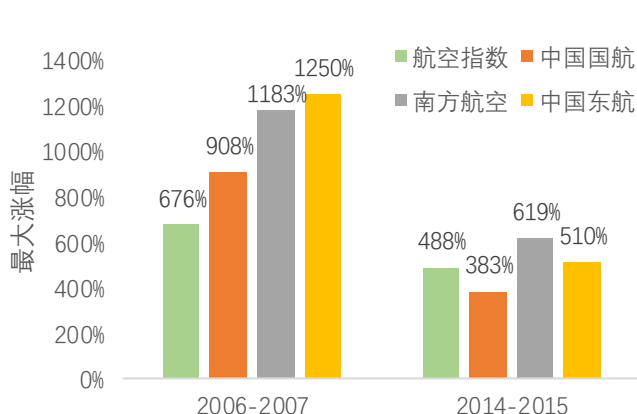
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：航空指数与库存周期相关，略有领先



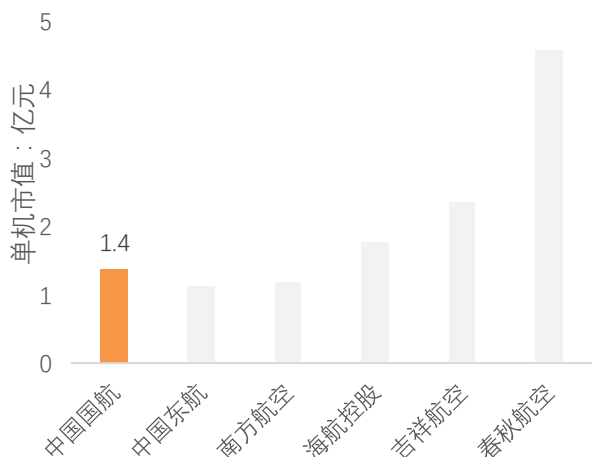
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：在两轮股票牛市中，航空股股价最大涨幅高达数倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

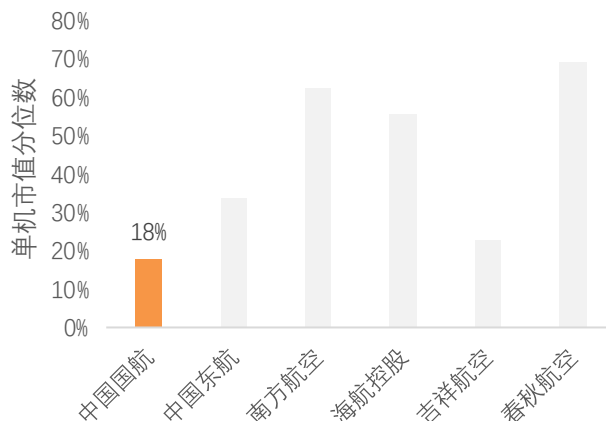
图 7：2024 年 5 月中旬，中国国航的单机市值偏低



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：当前市值截至 2024 年 5 月 20 日，飞机数量截止 2024 年 4 月 30 日

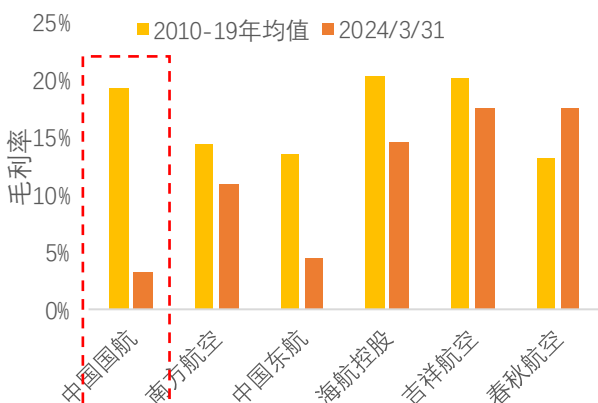
图 8：2024 年 5 月中旬，中国国航的单机市值分位数较低



资料来源：Wind，天风证券研究所

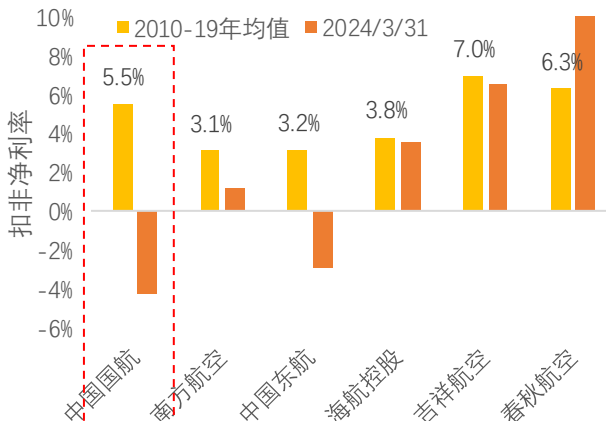
注：当前市值截至 2024 年 5 月 20 日，飞机数量截止 2024 年 4 月 30 日

图 9：疫情影响消退，中国国航的毛利率回升空间较大



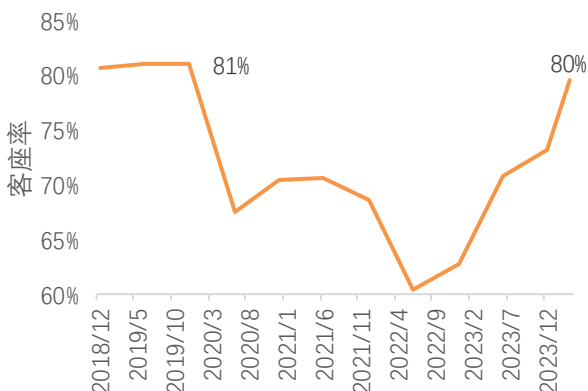
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：疫情影响消退，中国国航的扣非净利率回升空间较大



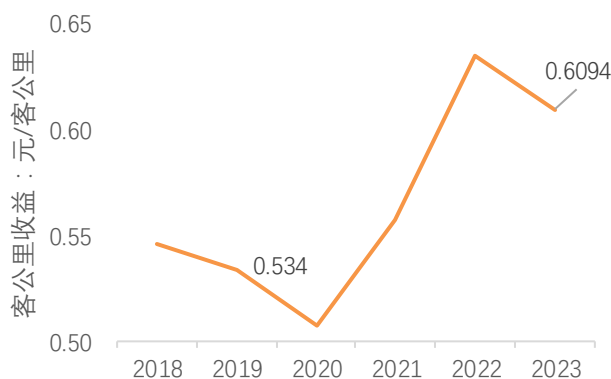
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：中国国航的客座率稳固回升，接近 2019 年水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：中国国航的客公里收益趋于回升，小幅震荡



资料来源：公司公告，天风证券研究所

假设航空需求随着名义 GDP 增长。经济发展带动居民收入增长，带动消费支出增长，带动航空消费支出增长，带动航空公司收入增长。2010-2019 年，民航客运量/GDP，航空业收入/GDP 都比较稳定。随着疫情影响消退，我们估计 2019 年以来航空业收入增幅，趋向名义 GDP 增幅。

假设 2024-2026 年国内航线客运需求释放 94%、95%、96%，国际航线释放 65%、70%、75%。2024 年以来疫情影响减弱，国内航线和国际航线客运量比 2019 年同期的增幅逐渐回升。假设 2024-2026 年国内航线客运收入比 2019 年的增幅，达到 GDP 同期增幅的 94%、95%和 96%。国际航线客运恢复略有滞后，假设 2024-2026 年客运收入比 2019 年增幅，达到 GDP 同期增幅的 65%、70%和 75%。

假设 2019-2026 年飞机数量累计增长 24%，相关成本随之增长。根据中国国航 2024 年年度报告中的飞机引进和退出计划，预计疫后飞机数量温和增长，折旧费、维修费、起降费、餐食费等随之温和增长。

假设 2024-2026 年航空煤油价格分别为 7000 元/吨、7200 元/吨和 7500 元/吨。2024 年 5 月中旬航空煤油价格的均值约为 6700 元/吨。假设 2025 年油价可能上涨，维持 7200 元/吨左右，2026 年为 7500 元/吨，即 2022 年全年的平均水平附近。

表 1：中国国航的收入和利润预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	695	745	529	1,411	1,764	1,921	2,086
yoy	-49%	7%	-29%	167%	25%	9%	9%
飞机数量：架	707	746	762	905	938	962	1,017
国内客运收入：亿元	453	540	327	1,052	1,243	1,319	1,400
国际客运收入：亿元	96	35	48	214	339	383	431
毛利率	-8.8%	-15.2%	-56.6%	5.0%	12.1%	13.9%	15.1%
归母净利润：亿元	-144.09	-166.42	-386.19	-10.46	72.38	102.95	127.69
yoy						42.2%	24.0%
ROE	-18.6%	-27.1%	-163.6%	-2.8%	16.3%	18.8%	18.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,435.88	15,628.50	19,409.33	21,128.09	22,946.14
应收票据及应收账款	1,656.84	3,186.40	5,145.89	3,390.71	5,880.46
预付账款	368.69	414.43	447.06	471.16	512.63
存货	2,557.82	3,682.82	4,587.48	4,227.43	5,217.01
其他	6,225.90	9,422.58	8,350.29	10,291.22	9,268.12
流动资产合计	22,245.13	32,334.72	37,940.05	39,508.62	43,824.37
长期股权投资	12,574.37	15,136.90	16,136.90	17,136.90	18,136.90
固定资产	86,369.75	104,970.80	145,589.33	168,207.86	236,326.39
在建工程	32,908.55	38,407.99	38,407.99	38,407.99	38,407.99
无形资产	4,300.22	5,817.14	5,955.11	5,973.07	5,971.04
其他	136,613.31	138,635.12	137,119.39	136,096.58	135,062.10
非流动资产合计	272,766.20	302,967.96	343,208.73	365,822.41	433,904.42
资产总计	295,011.34	335,302.68	381,148.77	405,331.02	477,728.79
短期借款	19,946.15	21,363.18	42,667.56	48,962.46	80,192.04
应付票据及应付账款	11,628.61	19,095.24	19,671.82	21,648.11	22,622.73
其他	59,812.67	68,336.37	73,539.08	76,947.22	76,208.42
流动负债合计	91,387.42	108,794.78	135,878.47	147,557.79	179,023.19
长期借款	66,868.77	80,777.80	101,146.11	100,646.29	125,711.99
应付债券	11,193.34	9,196.83	9,963.25	9,963.25	9,963.25
其他	102,906.43	99,722.78	90,000.00	90,000.00	90,000.00
非流动负债合计	180,968.54	189,697.41	201,109.36	200,609.54	225,675.24
负债合计	273,451.15	300,014.69	336,987.83	348,167.33	404,698.43
少数股东权益	(2,048.95)	(1,941.97)	(153.38)	2,390.65	5,546.27
股本	14,524.82	16,200.79	16,200.79	16,200.79	16,200.79
资本公积	26,270.84	39,587.77	39,587.77	39,587.77	39,587.77
留存收益	(17,744.74)	(18,930.85)	(11,693.26)	(1,398.68)	11,370.70
其他	558.21	372.25	219.02	383.16	324.81
股东权益合计	21,560.19	35,288.00	44,160.94	57,163.70	73,030.35
负债和股东权益总计	295,011.34	335,302.68	381,148.77	405,331.02	477,728.79

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(45,175.91)	(1,569.22)	7,237.59	10,294.58	12,769.38
折旧摊销	8,966.19	11,838.86	15,743.51	17,763.51	22,283.51
财务费用	10,332.56	7,373.28	6,325.17	6,459.04	6,105.54
投资损失	26.53	(3,047.36)	(3,000.00)	(3,000.00)	(3,000.00)
营运资金变动	11,391.23	8,603.01	(11,449.80)	5,607.16	(2,177.50)
其它	(2,302.64)	12,219.90	1,789.43	2,543.77	3,155.52
经营活动现金流	(16,762.06)	35,418.47	16,645.90	39,668.05	39,136.44
资本支出	(5,338.70)	46,119.18	66,222.78	40,400.00	90,400.00
长期投资	493.28	2,562.53	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(2,025.29)	(63,927.41)	(120,824.48)	(78,849.46)	(178,849.79)
投资活动现金流	(6,870.71)	(15,245.70)	(53,601.70)	(37,449.46)	(87,449.79)
债权融资	32,751.02	6,830.03	40,889.86	(663.96)	50,189.75
股权融资	831.61	14,806.94	(153.23)	164.14	(58.35)
其他	(15,485.46)	(37,484.28)	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	18,097.16	(15,847.30)	40,736.63	(499.82)	50,131.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,535.60)	4,325.46	3,780.83	1,718.76	1,818.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	52,897.58	141,100.23	176,448.43	192,073.55	208,601.30
营业成本	82,812.27	134,014.68	155,068.24	165,279.74	177,083.37
营业税金及附加	156.28	366.84	458.75	499.37	542.34
销售费用	3,530.20	5,333.11	7,057.94	7,682.94	8,344.05
管理费用	4,798.72	5,082.61	5,646.35	6,146.35	6,675.24
研发费用	243.58	373.48	370.54	403.35	438.06
财务费用	10,335.49	7,452.92	6,325.17	6,459.04	6,105.54
资产/信用减值损失	(44.97)	(246.72)	(465.00)	(70.00)	(20.00)
公允价值变动收益	0.17	(0.89)	0.85	(0.27)	(0.10)
投资净收益	(26.53)	3,047.36	3,000.00	3,000.00	3,000.00
其他	(2,823.04)	(10,999.06)	(3,779.00)	(4,000.00)	(4,000.00)
营业利润	(46,084.57)	(3,324.10)	7,836.30	12,532.48	16,392.60
营业外收入	344.12	1,794.23	1,500.00	700.00	500.00
营业外支出	139.11	130.53	125.92	131.85	129.43
利润总额	(45,879.56)	(1,660.41)	9,210.38	13,100.63	16,763.16
所得税	(703.65)	(91.19)	184.21	262.01	838.16
净利润	(45,175.91)	(1,569.22)	9,026.18	12,838.61	15,925.00
少数股东损益	(6,556.42)	(522.84)	1,788.58	2,544.04	3,155.62
归属于母公司净利润	(38,619.50)	(1,046.38)	7,237.59	10,294.58	12,769.38
每股收益(元)	(2.33)	(0.06)	0.44	0.62	0.77

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-29.03%	166.74%	25.05%	8.86%	8.60%
营业利润	110.90%	-92.79%	-335.74%	59.93%	30.80%
归属于母公司净利润	132.06%	-97.29%	-791.68%	42.24%	24.04%
获利能力					
毛利率	-56.55%	5.02%	12.12%	13.95%	15.11%
净利率	-73.01%	-0.74%	4.10%	5.36%	6.12%
ROE	-163.58%	-2.81%	16.33%	18.79%	18.92%
ROIC	-295.19%	32.82%	37.83%	20.79%	20.05%
偿债能力					
资产负债率	92.69%	89.48%	88.41%	85.90%	84.71%
净负债率	583.68%	385.21%	406.17%	320.91%	325.78%
流动比率	0.24	0.29	0.28	0.27	0.24
速动比率	0.21	0.26	0.25	0.24	0.22
营运能力					
应收账款周转率	22.74	58.27	42.35	45.00	45.00
存货周转率	22.96	45.22	42.67	43.58	44.17
总资产周转率	0.18	0.45	0.49	0.49	0.47
每股指标(元)					
每股收益	-2.33	-0.06	0.44	0.62	0.77
每股经营现金流	-1.01	2.13	1.00	2.39	2.36
每股净资产	1.42	2.24	2.74	3.38	4.17
估值比率					
市盈率	-3.24	-119.73	17.31	12.17	9.81
市净率	5.31	3.37	2.76	2.23	1.81
EV/EBITDA	-4.76	10.45	6.19	5.29	5.67
EV/EBIT	-3.66	-276.27	14.83	11.49	12.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com