

# 中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 需求增长叠加山航并表 H1 收入大幅增长业绩

2024年8月29日,中国国航发布2024年半年报。2024H1公司营业收入为795.2亿元,同比增长33.4%;归母净利润为-27.8亿元,同比减亏6.7亿元。其中Q2公司实现营业收入394.5亿元,同比增长14.2%;实现归母净利润-11.1亿元,同比增亏5.8亿元。

### 经营分析

**业务量增长明显,收入实现同比增长。**2024H1公司营业收入同比增长33.4%,分业务看:(1)客运:收入731亿元,同比增加177亿元,其中因运力投入上升而增加收入185亿元,因客座率上升而增加收入92亿元,因收益水平下降而减少收入100亿元。分量价看,2024H1公司RPK同比增长50%,主要系山航并表及需求增长,客公里收益为0.54元,同比下降12.1%,国内航线同比下降6.8%,主要系去年同期国内线高基数及国际地区航线票价逐步回归合理水平。(2)货运:货邮运输收入33亿元,同比增加19亿元。其中,因运力投入上升而增加收入7亿元,因载运率上升而增加收入7.9亿元,因收益水平上升而增加收入4.3亿元。

**单位成本同比下降,财务费用率大幅降低。**2024H1受周转提升影响,公司单位座公里成本为0.45元,同比下降1.89%。2024H1公司毛利率为2.6%,同比增加1.9pct。费用率方面,2023H1公司销售、管理、研发、财务费用率分别为4.2%、3.2%、0.3%、4.3%,合计同比下降4.6%,其中财务费用率下降3.8pct,主要系汇兑净损失同比减少12.05亿元。综上,2024H1公司归母净利润-27.8亿元,同比减亏6.7亿元。其中Q2受客收下降及单位成本增加影响,毛利减少9亿元,叠加财务费用减少20亿元、营业外收入减少11亿元、所得税增加5亿元等,Q2同比增亏5.8亿元。

**政策鼓励国际旅游,公司宽体机较多将受益。**今年以来国际出行政策持续优化,5月外交部宣布对法国、德国、意大利等12国的免签政策延长至2025年底,中欧航线为公司的优势航线;8月国务院《关于促进服务消费高质量发展的意见》明确提出优化入境政策,加快恢复航班班次,研究扩大免签国家范围等,预计上述政策将吸引旅客来华,促进国际航线恢复。公司宽体机占比较高,届时周转提升单位成本改善,未来盈利恢复可期。

### 盈利预测与评级

下调公司2024-2026年净利润预测至-17亿元、74亿元、121亿元(原98亿元、140亿元、182亿元)。维持“买入”评级。

### 风险提示

需求恢复不及预期风险,汇率波动风险,油价上涨风险,增发摊薄风险,安全事故风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

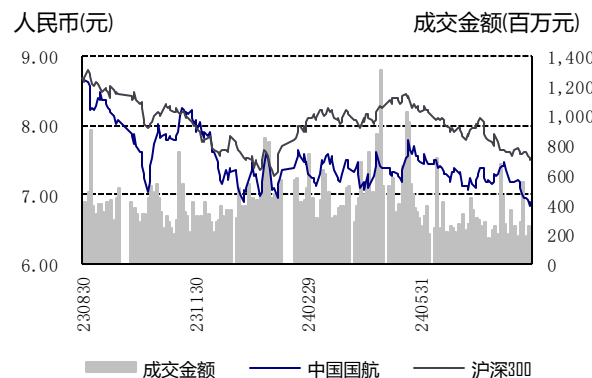
分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):6.91元

相关报告:

- 《中国国航公司点评:经营业绩大幅改善 景气恢复可期》,2024.3.29
- 《中国国航公司点评:Q3旺季扭亏为盈 景气恢复可期》,2023.10.27
- 《中国国航公司点评:Q2大幅减亏 投资收益明显》,2023.8.31



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	170,176	195,981	218,150
营业收入增长率	-29.0%	166.7%	20.6%	15.2%	11.3%
归母净利润(百万元)	-38,619	-1,046	-1,678	7,403	12,126
归母净利润增长率	132.1%	-97.3%	N/A	N/A	63.8%
摊薄每股收益(元)	-2.66	-0.06	-0.10	0.45	0.73
每股经营性现金流净额	-1.15	2.19	1.30	2.14	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	-163.6%	-2.8%	-4.7%	17.7%	23.2%
P/E	-4.0	-113.6	-68.3	15.5	9.5
P/B	6.5	3.2	3.2	2.7	2.2

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	74,532	52,898	141,100	170,176	195,981	218,150	货币资金	16,710	11,436	15,628	24,280	31,647	34,488	
增长率	-29.0%	166.7%	20.6%	15.2%	11.3%		应收款项	6,186	4,465	8,624	7,893	9,090	10,118	
主营业务成本	-85,844	-82,812	-134,015	-160,273	-171,183	-186,423	存货	2,050	2,558	3,683	3,732	3,986	4,341	
%销售收入	115.2%	156.6%	95.0%	94.2%	87.3%	85.5%	其他流动资产	5,451	3,787	4,399	5,399	5,431	5,475	
毛利	-11,312	-29,915	7,086	9,903	24,798	31,727	流动资产	30,397	22,245	32,335	41,304	50,154	54,422	
%销售收入	n.a	n.a	5.0%	5.8%	12.7%	14.5%	%总资产	10.2%	7.5%	9.6%	12.0%	14.4%	14.8%	
营业税金及附加	-268	-156	-367	-338	-389	-433	长期投资	14,337	14,825	19,252	19,252	19,252	19,252	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	119,872	119,278	143,379	148,820	149,984	171,380	
销售费用	-4,452	-3,530	-5,333	-7,179	-8,267	-9,203	%总资产	40.2%	40.4%	42.8%	43.3%	43.1%	46.5%	
%销售收入	6.0%	6.7%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	4,896	5,652	10,201	10,127	10,066	10,019	
管理费用	-4,499	-4,799	-5,083	-5,463	-6,096	-6,567	非流动资产	268,018	272,766	302,968	302,451	297,986	314,084	
%销售收入	6.0%	9.1%	3.6%	3.2%	3.1%	3.0%	%总资产	89.8%	92.5%	90.4%	88.0%	85.6%	85.2%	
研发费用	-153	-244	-373	-429	-494	-550	<b>资产总计</b>	<b>298,415</b>	<b>295,011</b>	<b>335,303</b>	<b>343,754</b>	<b>348,140</b>	<b>368,506</b>	
%销售收入	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	41,072	57,211	61,587	103,307	100,676	109,072	
息税前利润 (EBIT)	-20,683	-38,643	-4,070	-3,506	9,552	14,975	应付款项	30,746	24,760	35,181	35,860	38,391	41,823	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	4.9%	6.9%	其他流动负债	19,597	10,512	13,549	14,280	15,124	15,919	
财务费用	-4,127	-10,335	-7,453	-7,375	-7,341	-7,057	流动负债	91,416	92,483	110,317	153,447	154,191	166,814	
%销售收入	5.5%	19.5%	5.3%	4.3%	3.7%	3.2%	长期贷款	43,620	66,869	80,778	80,778	80,778	80,778	
资产减值损失	-174	-45	-247	0	0	0	其他长期负债	97,514	114,100	108,920	76,625	73,973	71,409	
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0	负债	232,550	273,451	300,015	310,850	308,942	319,001	
投资收益	-746	-27	3,047	2,406	2,527	2,653	<b>普通股股东权益</b>	<b>61,403</b>	<b>23,609</b>	<b>37,230</b>	<b>35,647</b>	<b>41,940</b>	<b>52,247</b>	
%税前利润	n.a	n.a	-183.5%	-87.4%	25.6%	16.4%	其中：股本	14,525	14,525	16,201	16,201	16,201	16,201	
营业利润	-21,851	-46,085	-3,324	-2,940	9,871	16,169	未分配利润	9,316	-29,309	-30,495	-31,922	-25,629	-15,321	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.0%	7.4%	少数股东权益	4,463	-2,049	-1,942	-2,742	-2,742	-2,742	
营业外收支	16	205	1,664	187	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>298,415</b>	<b>295,011</b>	<b>335,303</b>	<b>343,754</b>	<b>348,140</b>	<b>368,506</b>	
税前利润	-21,835	-45,880	-1,660	-2,754	9,871	16,169	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.0%	7.4%	<b>每股指标</b>							
所得税	3,006	704	91	275	-2,468	-4,042	每股收益	-1.15	-2.66	-0.06	-0.10	0.45	0.73	
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股净资产	4.23	1.63	2.30	2.15	2.53	3.15	
净利润	-18,829	-45,176	-1,569	-2,478	7,403	12,126	每股经营现金净流	0.89	-1.15	2.19	1.30	2.14	2.61	
少数股东损益	-2,187	-6,556	-523	-800	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	-0.02	0.07	0.11	
归属于母公司的净利润	-16,642	-38,619	-1,046	-1,678	7,403	12,126	<b>回报率</b>							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.8%	5.6%	净资产收益率	-27.1%	-163.6%	-2.8%	-4.7%	17.7%	23.2%	
							总资产收益率	-5.6%	-13.1%	-0.3%	-0.5%	2.1%	3.3%	
							投入资本收益率	-11.1%	-24.2%	-2.1%	-1.4%	3.1%	4.5%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	7.2%	-29.0%	166.7%	20.6%	15.2%	11.3%	
							EBIT增长率	37.8%	86.8%	-89.5%	-13.9%	-372.5%	56.8%	
							净利润增长率	15.5%	132.1%	-97.3%	N/A	N/A	63.8%	
							总资产增长率	7.2%	-1.1%	13.7%	2.5%	1.3%	5.8%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	14.5	16.0	6.2	6.2	6.2	6.2	
							存货周转天数	8.3	10.2	8.5	8.5	8.5	8.5	
							应付账款周转天数	55.4	55.0	41.2	41.2	41.2	41.2	
							固定资产周转天数	416.3	596.0	271.5	236.8	207.8	222.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	117.6%	574.4%	385.2%	513.6%	405.6%	332.4%	
							EBIT利息保障倍数	-5.0	-3.7	-0.5	-0.5	1.3	2.1	
							资产负债率	77.9%	92.7%	89.5%	90.4%	88.7%	86.6%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	6	26
增持	0	1	7	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.58	1.63	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-31	买入	10.45	N/A
2	2022-10-30	买入	10.22	N/A
3	2023-03-31	买入	10.77	N/A
4	2023-04-27	买入	10.36	N/A
5	2023-08-31	买入	8.67	N/A
6	2023-10-27	买入	7.52	N/A
7	2024-03-29	买入	7.30	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

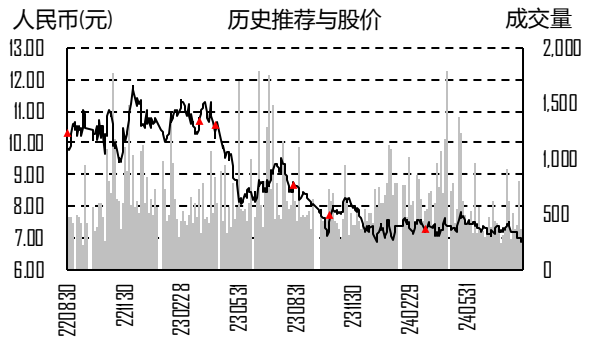
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806