

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 增持

上次评级 买入

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: s1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

相关研究

利润大幅减亏, 看好未来盈利修复弹性

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 中国国航(601111.SH) 2024 年中报点评: 淡季盈利承压, 运营情况持续改善

2024 年 08 月 31 日

**事件:** 中国国航发布 2024 年中期报告。2024 年上半年, 公司实现营业收入 795 亿元, 同比+33.4%, 较 2019 年同期+21.8%; 对应录得归母净利润-27.8 亿元, 较去年同期减亏 6.68 亿元, 扣非归母净利-34.4 亿元, 较去年同期减亏 14.98 亿元。

**点评:**

- **二季度公司营收增长, 亏损增加。** 24Q2 公司实现营业收入 395 亿元, 同比+14.2%, 较 2019 年同期+20.4%; 对应归母净利为-11.08 亿元, 较去年同期-5.24 亿元亏损增加。受二季度淡季需求回落较快影响, 票价下跌幅度较大, 公司盈利水平下滑。
- **毛利率仍有较大回升空间, 财务费用率降幅明显。** 24H1 公司毛利率为 2.58%, 同比+1.90pct, 其中 24Q1/Q2 毛利率分别 3.34%/1.81%, 同比+8.33/-2.98pct, 与 2019 年同期 17.26%/15.01% 毛利率还有较大差距。24Q2 期间费用率 11.99%, 同比-6.88pct, 其中财务费用率降低 6.56pct, 主要是汇兑净损失同比大幅减少 12.05 亿元。
- **客座率大幅回升, 国际地区线运力已恢复到 2019 年同期八成。** 经营情况看, 24Q2 公司 ASK、RPK 同比分别+13.1%、+26.9%, 客座率达到 79.0%, 同比+8.55pct, 较 2019 年相差 1.97pct, 客座率差距已有明显收窄。分地区看, 24Q2 公司国内线、国际+地区线 ASK 同比分别-5.1%、+103.2%, 较 2019 年同期+19.6%、-20.0%; 对应客座率分别为 80.8%、75.0%, 同比分别+8.5、+13.6pct, 较 2019 年同期分别-1.75、-3.64pct; 国内外运力分配更加均衡, 客座率同比去年均有大幅增加, 较 2019 年同期还有一定差距, 但差距收窄显著。
- **淡季票价降幅较大, 单位收益缩减, 单位成本略增。** 单位 RPK 收入看, 24Q1/Q2 单位 RPK 收入分别 0.584/0.583 元, 同比分别-1.7%/-10.0%, 较 2019 年同期涨幅均超 18%。二季度单位收益同比下降较多, 主要系淡季需求回落较快影响。单位 ASK 成本看, 24Q1/Q2 单位 ASK 成本分别为 0.449/0.453 元, 同比分别+1.3%/+4.1%, 较 2019 年同期涨幅均超 33%, 主要系油价仍在高位, 24Q2 航空煤油均价同比增长 8.0%, 公司燃油成本承压。
- **利用率持续回升, 已超过 2019 年同期水平。** 机队引进及利用率方面, 截至 2024 年上半年末, 公司机队规模达到 915 架, 平均机龄 9.64 年, 其中包含 746 架窄体机、138 架宽体机、27 架支线机和 4 架公务机。此次中报披露, 公司预计在 2024-2026 年计划净增加 34、34、64 架飞机, 1~7 月公司已净增加 12 架飞机。24H1 公司飞机日利用率达到 8.79 小时, 同比增加 1.04 小时, 较 2019 年同期利用率 9.71 小时还有 0.92 小时差距, 利用率持续回升。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利 2.45、52.50、65.34 亿元，同比分别+123.4%、+2043.3%、+24.5%，对应每股收益分别为 0.01、0.32、0.39 元，8 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 472.87、22.06、17.73 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，调整公司评级至“增持”。
- **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	160,496	178,117	186,562
增长率 YoY %	-29.0%	166.7%	13.7%	11.0%	4.7%
归属母公司净利润(百万元)	-38,619	-1,046	245	5,250	6,534
增长率 YoY%	-132.1%	97.3%	123.4%	2043.3%	24.5%
毛利率%	-56.6%	5.0%	7.0%	12.3%	13.0%
净资产收益率ROE%	-163.6%	-2.8%	0.6%	11.8%	12.8%
EPS(摊薄)(元)	-2.33	-0.06	0.01	0.32	0.39
市盈率 P/E(倍)	—	—	472.87	22.06	17.73
市净率 P/B(倍)	4.91	3.11	2.95	2.60	2.27

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>22,245</b>	<b>32,335</b>	<b>52,288</b>	<b>71,956</b>	<b>111,514</b>	
货币资金	11,436	15,628	31,806	49,093	86,930	
应收票据	7	4	22	40	26	
应收账款	1,649	3,183	4,671	5,442	5,975	
预付账款	369	414	523	594	650	
存货	2,558	3,683	4,894	4,992	5,097	
其他	6,226	9,423	10,372	11,795	12,837	
<b>非流动资产</b>	<b>272,766</b>	<b>302,968</b>	<b>315,694</b>	<b>322,217</b>	<b>321,708</b>	
长期股权投资	12,574	15,137	17,437	17,887	18,337	
固定资产	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	181,550	185,441	184,762	
<b>资产总计</b>	<b>295,011</b>	<b>335,303</b>	<b>367,982</b>	<b>394,174</b>	<b>433,222</b>	
<b>流动负债</b>	<b>92,483</b>	<b>110,317</b>	<b>119,248</b>	<b>127,831</b>	<b>139,935</b>	
短期借款	19,946	21,363	23,363	26,363	29,363	
应付票据	0	500	332	304	316	
应付账款	11,629	18,595	20,737	21,706	24,808	
其他	60,908	69,859	74,816	79,458	85,448	
<b>非流动负债</b>	<b>180,969</b>	<b>189,697</b>	<b>211,322</b>	<b>223,127</b>	<b>242,832</b>	
长期借款	66,869	80,778	99,778	119,778	138,778	
其他	114,100	108,920	111,545	103,350	104,055	
<b>负债合计</b>	<b>273,451</b>	<b>300,015</b>	<b>330,570</b>	<b>350,958</b>	<b>382,767</b>	
少数股东权益	-2,049	-1,942	-1,915	-1,331	-605	
归属母公司	23,609	37,230	39,327	44,547	51,061	
<b>负债和股东权益</b>	<b>295,011</b>	<b>335,303</b>	<b>367,982</b>	<b>394,174</b>	<b>433,222</b>	

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	160,496	178,117	186,562	
同比	-29.0%	166.7%	13.7%	11.0%	4.7%	
归属母公司净利润	-	-1,046	245	5,250	6,534	
同比	-	97.3%	123.4%	2043.3	24.5%	
毛利率(%)	-56.6%	5.0%	7.0%	12.3%	13.0%	
ROE%	-	-2.8%	0.6%	11.8%	12.8%	
EPS(摊薄)(元)	-2.33	-0.06	0.01	0.32	0.39	
P/E	—	—	472.87	22.06	17.73	
P/B	4.91	3.11	2.95	2.60	2.27	
EV/EBITDA	-24.62	11.57	12.63	9.87	8.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>52,898</b>	<b>141,100</b>	<b>160,496</b>	<b>178,117</b>	<b>186,562</b>	
营业成本	82,812	134,015	149,306	156,286	162,378	
营业税金及附加	156	367	465	531	560	
销售费用	3,530	5,333	6,388	7,125	7,462	
管理费用	4,799	5,083	5,778	6,768	7,276	
研发费用	244	373	353	427	448	
财务费用	10,335	7,453	7,457	8,215	8,974	
减值损失	-66	-222	-30	-31	-50	
投资净收益	-27	3,047	3,210	891	933	
其他	2,987	5,374	4,807	5,710	6,825	
<b>营业利润</b>	<b>-46,085</b>	<b>-3,324</b>	<b>-1,264</b>	<b>5,334</b>	<b>7,171</b>	
营业外收支	205	1,664	1,580	1,370	1,173	
<b>利润总额</b>	<b>-45,880</b>	<b>-1,660</b>	<b>316</b>	<b>6,705</b>	<b>8,345</b>	
所得税	-704	-91	44	872	1,085	
<b>净利润</b>	<b>-45,176</b>	<b>-1,569</b>	<b>272</b>	<b>5,833</b>	<b>7,260</b>	
少数股东损益	-6,556	-523	27	583	726	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-38,619</b>	<b>-1,046</b>	<b>245</b>	<b>5,250</b>	<b>6,534</b>	
EBITDA	-14,409	27,556	25,293	33,126	36,186	
EPS(当年)(元)	-2.81	-0.07	0.01	0.32	0.39	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动</b>	<b>-16,762</b>	<b>35,418</b>	<b>25,701</b>	<b>32,125</b>	<b>37,543</b>	
净现金流	-45,176	-1,569	272	5,833	7,260	
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	-3,210	-891	-933	
营运资金	-2,571	5,534	5,370	2,213	4,400	
其它	-688	-72	-1,832	-1,706	-1,418	
<b>投资活动</b>	<b>-6,871</b>	<b>-15,246</b>	<b>-25,215</b>	<b>-22,145</b>	<b>-16,024</b>	
资本支出	-6,965	-21,446	-25,599	-22,174	-16,347	
长期投资	-424	5,384	-1,060	-832	-592	
其他	518	816	1,443	861	915	
<b>筹资活动</b>	<b>18,097</b>	<b>-15,847</b>	<b>15,667</b>	<b>7,306</b>	<b>16,318</b>	
吸收投资	0	18,393	1,816	0	0	
借款	21,193	15,326	21,000	23,000	22,000	
支付利息	-6,580	-7,531	-7,582	-8,469	-9,367	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-5,327</b>	<b>4,409</b>	<b>16,178</b>	<b>17,286</b>	<b>37,837</b>	

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。