

中国国航 (601111.SH): 量升价降导致淡季业绩承压, 静待需求改善

2024年9月5日

推荐/维持

中国国航

公司报告

事件: 24年上半年公司实现营收 795.20 亿元, 同比增长 33.39%, 归母净亏损 27.82 亿元, 较去年同期的亏损 34.51 亿元减亏; 扣非后归母净亏损 34.4 亿元, 较去年同期的亏损 49.38 亿元减亏。分季度看, 公司一季度与二季度的扣非后归母净亏损分别为 17.13 亿元和 17.27 亿元。

量升价降及油价攀升导致上半年依旧亏损: 上半年公司客运收入共计 731.37 亿元, 同比增长 31.85%, 客运运力投放同比增长 33.38%, 客座率同比提升 8.77pct 至 79.29%, 但客公里收益下降 12.08% 至 0.537 元。

国内航线方面, 公司运力投放同比提升 10.04%, 客座率同比提升 8.74pct, 客公里收益同比下降 6.78% 至 0.548 元; 国际航线方面, 运力投放同比提升 210.41%, 客座率同比提升 15.35pct, 客公里收益同比下降 36.61% 至 0.493 元。可以看到, 不管是国内还是国际航线都呈现量升价降的状态, 其中国际航线由于运力投放大幅提升, 客公里收益下降也较多。

成本方面, 公司上半年营业成本 774.70 亿元, 同比增长 30.84%。上半年单位 ASK 扣油成本 0.293 元, 同比下降 5.3%, 但单位 ASK 燃油成本 0.158 元, 同比提升 5.2%, 主要系燃油价格上升。公司平均飞机日利用率提升 1.04 小时至 8.79 小时, 因此公司单位 ASK 折旧成本下降 18.0%; 公司单位 ASK 起降成本提升 12.6%, 我们认为主要系国际航线运力投放占比提升, 而国际航线起降相关费率高于国内航线。

由于航油成本的增长以及客公里收益的下降, 公司盈利水平略低于预期。客运业务毛利率虽较去年同期提升 2.03pct 至 1.65%, 但依旧处于较低水平, 因此公司上半年虽减亏, 但依旧未能盈利。

飞机引进计划集中在下半年, 供给端压力仍需继续消化: 上半年公司飞机共引进飞机 16 架, 退出 6 架, 净增仅 10 架。按照公司 24 年飞机引进退出计划, 全年计划引进 48 架, 退出 14 架, 净增 34 架, 故公司今年飞机净增量主要集中在下半年。由于经济增速下行导致航空需求偏弱, 叠加机队规模的增长, 公司在供给端短期依旧存在过剩压力, 需要配合国际航线的恢复继续消化。

盈利预测与投资建议: 综合考虑今年行业的量价水平以及燃油价格, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 -13.9, 32.8 和 79.2 亿元, 对应 EPS 分别为 -0.09、0.20 和 0.49 元。鉴于行业及公司基本面的持续改善, 且国航在三大航中国际航线占比最高, 在行业复苏的过程中具备较大的盈利弹性, 我们维持“推荐”评级。

风险提示: 民航业需求不及预期; 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。

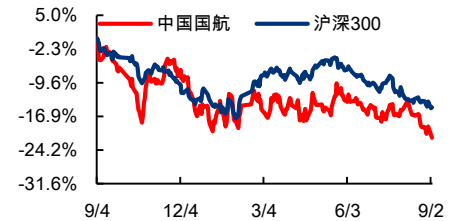
资料来源: 公司官网, 同花顺

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.63-6.77
总市值 (亿元)	1,123.39
流通市值 (亿元)	787.9
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	1.46

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	161,614.8	174,198.8	185,015.3
增长率 (%)	-29.03%	166.74%	14.54%	7.79%	6.21%
归母净利润 (百万元)	-38,619.5	-1,046.4	-1,391.7	3,284.4	7,918.1
增长率 (%)	132.06%	-97.29%	33.00%	-336.00%	141.08%
净资产收益率 (%)	-163.58%	-2.81%	-3.88%	8.40%	16.83%
每股收益 (元)	-2.81	-0.07	-0.09	0.20	0.49
PE	-2.42	-97.29	-79.27	33.59	13.93
PB	4.19	2.96	3.08	2.82	2.35

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	32670	34255	35597	营业收入	52898	141100	161615	174199	185015
货币资金	11436	15628	16161	17420	18502	营业成本	82812	134015	155241	162101	168180
应收账款	1649	3183	2214	2148	2028	营业税金及附加	156	367	485	523	555
其他应收款	2800	0	0	0	0	营业费用	3530	5333	5333	5487	5643
预付款项	369	414	414	414	414	管理费用	4799	5083	5010	5226	5365
存货	2558	3683	4253	4441	4608	财务费用	10335	7453	6119	5755	5227
其他流动资产	3413	3874	4067	4271	4484	研发费用	244	373	323	348	370
非流动资产合计	272766	302968	292325	281266	269615	资产减值损失	66	222	12	13	14
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	107495	103789	96446	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	-3900	2231	7663
资产总计	295011	335303	324995	315521	305212	营业外收入	344	1794	1974	2171	2388
流动负债合计	92483	110317	106131	96454	89790	营业外支出	139	131	144	158	174
短期借款	19946	21363	15777	10798	8411	利润总额	-45880	-1660	-2070	4244	9878
应付账款	11629	18595	17013	17765	18431	所得税	-704	-91	-104	212	988
预收款项	59	0	0	0	0	净利润	-45176	-1569	-1967	4032	8890
一年内到期的非流动负债	37265	40224	44246	39822	35840	少数股东损益	-6556	-523	-575	748	972
非流动负债合计	180969	189697	185543	181714	169179	归属母公司净利润	-38619	-1046	-1392	3284	7918
长期借款	66869	80778	79778	78778	68778	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	291674	278168	258969	成长能力					
少数股东权益	-2049	-1942	-2517	-1769	-797	营业收入增长	-29.03%	166.74	14.54%	7.79%	6.21%
实收资本(或股本)	14525	16201	16201	16201	16201	营业利润增长	110.90%	-92.79%	17.34%	-157.21	243.46
资本公积	26271	39588	39588	39588	39588	归属于母公司净利润增长	132.06	-97.29%	33.00%	-336.00	141.08
未分配利润	-29309	-30495	-31887	-28602	-20684	获利能力					
归属母公司股东权益合计	23609	37230	35835	39120	47038	毛利率(%)	-56.55%	5.02%	3.94%	6.94%	9.10%
负债和所有者权益	295011	335303	324995	315521	305212	净利率(%)	-85.40%	-1.11%	-1.22%	2.31%	4.81%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	-13.09%	-0.31%	-0.43%	1.04%	2.59%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	-163.58	-2.81%	-3.88%	8.40%	16.83%
经营活动现金流	-16762	35418	27569	35420	40245	偿债能力					
净利润	-45176	-1569	-1967	4032	8890	资产负债率(%)	93%	89%	90%	88%	85%
折旧摊销	21314	27200	26129	27337	28531	流动比率	0.24	0.29	0.31	0.36	0.40
财务费用	10335	7453	6119	5755	5227	速动比率	0.21	0.26	0.27	0.31	0.35
应收帐款减少	1342	-1533	969	66	120	营运能力					
预收帐款增加	59	-59	0	0	0	总资产周转率	0.18	0.45	0.49	0.54	0.60
投资活动现金流	-6871	-15246	-15234	-15203	-15062	应收账款周转率	22.80	58.40	59.89	79.88	88.63
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	应付账款周转率	4.24	9.34	9.08	10.02	10.22
长期投资减少	0	0	-160	-163	-165	每股指标(元)					
投资收益	-27	3047	3002	3281	3586	每股收益(最新摊薄)	-2.81	-0.07	-0.09	0.20	0.49
筹资活动现金流	18097	-15847	-11802	-18958	-24102	每股净现金流(最新摊薄)	-0.38	0.27	0.03	0.08	0.07
应付债券增加	1694	-1997	-460	-437	-415	每股净资产(最新摊薄)	1.63	2.30	2.21	2.41	2.90
长期借款增加	23248	13909	-1000	-1000	-10000	估值比率					
普通股增加	0	1676	0	0	0	P/E	-2.42	-97.29	-79.27	33.59	13.93
资本公积增加	0	13317	0	0	0	P/B	4.19	2.96	3.08	2.82	2.35
现金净增加额	-5536	4325	533	1258	1082	EV/EBITDA	-20.76	9.98	9.72	8.40	6.73

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 7 月数据点评: 旺季运力投放明显增长, 客座率持平 19 年	2024-08-16
行业深度报告	交通运输行业 2024 半年度展望: 重视快递板块边际改善, 高股息个股有望持续强势	2024-07-30
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评: 运力投放较为克制, 客座率环比回升	2024-07-18
行业普通报告	航空机场 5 月数据点评: 国内需求企稳回升, 国际航线淡季承压	2024-06-19
公司普通报告	中国国航 (601111.SH): 国际航线继续恢复, 关注公司业绩弹性	2024-04-02
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。

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 23 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