

交通运输

2024 年 10 月 31 日

中国国航 (601111)

——量升价跌市场下盈利小幅下滑，业绩超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2024 年 10 月 31 日

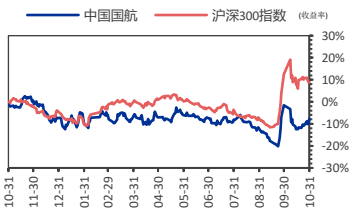
收盘价 (元)	7.33
一年内最高/最低 (元)	8.60/6.17
市净率	3.0
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市场 (百万元)	85,307
上证指数/深证成指	3,279.82/10,591.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	2.44
资产负债率%	88.98
总股本/流通 A 股 (百万)	16,594/11,638
流通 B 股/H 股 (百万)	-/4,563

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
罗石 A0230524080012
luoshi@swsresearch.com

研究支持

刘衣云 A0230524100007
liuyy@swsresearch.com

联系人

刘衣云
(8621)23297818×
liuyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**中国国航公告三季度业绩，Q3 实现收入 486.3 亿元，同比增长 6.0%；Q3 归母净利润 41.44 亿元，同比下降 2.3%，业绩超预期；Q3 扣非归母净利润 38.73 亿元，同比下降 4.7%；前三季度实现营业收入 1281.5 亿元，同比增长 21.5%；前三季度完成归母净利润 13.62 亿元，同比增长 72.1%；前三季度扣非归母净利润 4.33 亿元，同比增长 149.6%。
- **运营数据：**2024Q3 为航空市场旺季，出行需求旺盛，中国国际航空经营数据持续提升。根据公司公告，公司 Q3 整体 ASK 同比 19 年+30.17%，整体 RPK 同比 19 年+28.35%，客座率同比 19 年-1.17 pct。**国内：**公司运量增长高于运力，国内客座率进一步恢复。2024Q3 国内 ASK 恢复至 2019 年同期的 157%，同比 23 年-0.24%；国内 RPK 恢复至 19 年同期的 154.4%，同比 23 年+8.12%；国内客座率与 19 年相比-1.3 pct，同比 23 年+6.4 pct；国内客运量恢复至 19 年同期的 150.84%，同比 23 年+8.63%。**国际：**2024Q3 海外航线供需恢复大幅提升。公司国际 ASK 恢复至 19 年同期的 92.02%，同比 23 年+166%；国际 RPK 恢复至 19 年同期的 89.29%，同比 23 年+177.08%；国际客座率达到 77.9%，与 19 年相比-2.4pct，同比 23 年+4.8pct；国际客运量恢复至 19 年同期的 104.24%，同比 23 年+90.25%。
- **机队规模：**根据公司公告，截止 2024 年三季度，中国国航总机队规模达到 924 架，同比 19 年同期增加 36%（受合并山东航空影响），同比 23 年同期增加 2.8%。
- **财务数据：收入——**根据公司公告，中国国航 24Q3 营业收入 486.3 亿元，同比 23 年+6.03%，前三季度共实现收入 1281.5 亿元，同比 23 年+21%；以营业收入/RPK 估算公司 Q3 客公里收益为 0.62 元，同比 19 年+0.33%，同比 23 年-12.18%，票价下降幅度较大。**成本——**根据公司公告，中国国航 24Q3 营业成本 422.77 亿元，单位成本为 0.44 元，同比 19 年+14.15%，同比 23 年-1.47%。前三季度单位成本为 0.45 元，同比 19 年+15%，同比 23 年-2%。**利润——**根据公司公告，中国国航 24Q3 实现归母净利润 41.44 亿元，同比下降 2.3%，前三季度归属于上市公司股东的净利润 13.62 亿元，同比增长 72.1%。汇兑损益——2024 年三季度人民币兑美元升值 1.7%，公司获得一定汇兑收益，Q3 财务费用同比 23 年同期-33.15%。
- **投资分析意见：**受到国际恢复节奏仍慢于预期、今年航空票价表现较为低迷等因素影响，我们调整 24 年国内票价同比增速为-13%（原假设为-5%），下调 24 年国际恢复率为 100%（原假设为 110%，因合并山航较 19 年复苏较快），航空公司业绩随票价及油汇变化波动较大且考虑四季度淡季以来市场票价水平仍较为低迷，故下调 24-26E 盈利预测至 -6.05/61.31/93.04 亿元（原预测为 77.35/134.89/165.52 亿元），对应公司 24-26E PE -201/20/13x。国航短期盈利能力受国际航线复苏慢、宽体机利用率不足影响，但随着国际航线进一步复苏，国内运力释放后 25-26 年国内市场供需结构将逐步改善，航司收益水平及飞机利用率均有望提升，以 26 年完全常态化运行为假设，目前市值对应 26 年盈利预测 PE 为 13X，仍低于三大航历史估值中枢，维持“增持”评级。

- **风险提示：**油汇大幅波动，宏观经济增速不及预期，国际复苏不及预期，空难等突发事件

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	141,100	128,150	158,706	177,254	197,517
同比增长率 (%)	166.7	21.5	12.5	11.7	11.4
归母净利润 (百万元)	-1,046	1,362	-605	6,131	9,304
同比增长率 (%)	-	72.1	-	-	51.7
每股收益 (元/股)	-0.07	0.09	-0.04	0.37	0.56
毛利率 (%)	5.0	6.6	2.9	6.9	11.7
ROE (%)	-2.8	3.4	-1.5	13.5	17.0
市盈率	-116		-201	20	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	52,898	141,100	158,706	177,254	197,517
其中: 营业收入	52,898	141,100	158,706	177,254	197,517
减: 营业成本	82,812	134,015	154,117	164,950	174,465
减: 税金及附加	156	367	413	461	514
主营业务利润	-30,070	6,718	4,176	11,843	22,538
减: 销售费用	3,530	5,333	0	0	7,901
减: 管理费用	4,799	5,083	5,717	6,385	7,115
减: 研发费用	244	373	420	469	523
减: 财务费用	10,335	7,453	6,668	6,073	5,772
经营性利润	-48,978	-11,524	-8,629	-1,084	1,227
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	21	-25	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-66	-222	0	0	0
加: 投资收益及其他	2,873	7,498	6,968	7,431	8,926
营业利润	-46,085	-3,324	-712	7,297	11,103
加: 营业外净收入	205	1,664	0	0	0
利润总额	-45,880	-1,660	-712	7,297	11,103
减: 所得税	-704	-91	0	83	157
净利润	-45,176	-1,569	-712	7,213	10,946
少数股东损益	-6,556	-523	-107	1,082	1,642
归属于母公司所有者的净利润	-38,619	-1,046	-605	6,131	9,304
全面摊薄总股本	14,525	16,201	16,594	16,594	16,594
每股收益 (元)	-2.33	-0.06	-0.04	0.37	0.56

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。