

增持 (维持)

中国国航 (601111)

亏损幅度收窄，顺利收购山航

2023年4月27日

## 市场数据

日期	2023-4-26
收盘价(元)	10.36
总股本(百万股)	16201
流通股本(百万股)	9962
净资产(百万元)	29341.97
总资产(百万元)	345152.64
每股净资产(元)	1.81

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《三大航年报综述: 22年亏损扩大, 未来运力引进明显放缓, 展望量价齐升景气周期》  
2023-04-04

《中国国航 2022 年年报点评: 22 年亏损扩大, 优质航网支撑下复苏确定性强》  
2023-3-31

《中国国航 2022 年三季报点评: 汇兑拖累较大, 国际航线有望逐渐恢复》  
2022-10-30

《中国国航 2022 年中报点评: 二季度疫情影响加剧, 关注国际航线加班进度》  
2022-08-31

分析师:

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

肖祎

xiaoyiyi@xyzq.com.cn

S0190521080006

研究助理:

袁浩然

yuanhaoran@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **中国国航发布 2023 年一季报:** 2023Q1 公司实现营业收入 250.68 亿元, 同比增加 94.06%; 实现归母净利润 29.26 亿元, 去年同期实现归母净利润 89.00 亿元, 亏损幅度收窄。
- **运营恢复顺利。** 1) 一季度整体: 国内 ASK、RPK 已超 19 年同期, 地区恢复快于国际。共投放运力 593.13 亿座公里, 恢复到 19 年的 84.35%; 其中国内、国际、地区运力分别恢复到 19 年的 132.3%、12.79%、45.15%。一季度实现旅客周转量 421.40 亿座公里, 恢复到 19 年的 73.58%; 其中国内、国际、地区分别恢复到 19 年的 115.26%、9.80%、35.08%。综合客座率 71%, 低于 19 年 10.4pct。2) 分月份来看: 国内需求 1 月份即展现弹性, 国际逐月有序恢复。1、2、3 月, 国内运力恢复率分别为 105.77%、110.6%、141.2%, 客座率均与 19 年相差约 10pct; 国际运力恢复率分别为 8.0%、12.1%、17.9%, 同时与 19 年的客座率差距不断收窄。
- **顺利完成对山航的收购, 二者有望充分协同、提升盈利能力。** 3 月 21 日国航、山航发布公告, 国航已取得山航集团的控制权, 直接持有山航股份 22.8% 的股份, 并通过山航集团间接持有山航股份 42% 的股份, 山航集团、山航股份及其并表范围内子公司成为国航合并报表范围内公司。本次合并后, 1) **国航规模再扩大:** 山航 132 架波音 737 飞机 (其中 7 架为 MAX) 并入国航后, 截至 3 月末国航机队达到 896 架, 宽体机占比 15.15% (不考虑 5 架公务机)。2) **二者航线互补, 国航加强山东地区航线。** 二者有望通过加强业务协同, 提升整体市占率和盈利能力。
- **盈利预测:** 上调盈利预期, 预计 2023-2025 年公司归母净利润为 19.63、202.13、253.11 亿元, 对应当前股价, PE 估值分别为 85.5、8.3、6.6 倍, 维持“增持”评级。
- **投资策略:** 1) **短期看, ①需求仍在持续恢复。** 一季度需求恢复顺利, 尤其是公商务航线表现亮眼; 民航换季后国际航线恢复加速, 4 月开始见证因私客源的强劲复苏, 五一预订火爆、出行数据值得期待, 对暑运量价的展望可以随之更加乐观。②**国航主基地公商务及国际客源充足且品质优秀, 将持续受益于需求的恢复。** 聚焦一线市场+卡位优质时刻, 航线强盈利能力将随着需求回升有效拉动业绩。2) **长期看, ①供给收紧+国际航线修复摊薄国内运力+票价共识形成, 行业竞争烈度显著下降, 供需格局正在不断优化。** ②**北京实现“一市两场”后多数航司转移到大兴机场, 国航+深航在首都机场份额进一步扩大。** 集中度的提升将强化国航对首都机场的时刻调配能力和导入中转联程旅客的能力, 打造超级承运人指日可待。3) **预期业绩修复节奏:** 一季度已经实现减亏, 预计 Q2、Q3 达到盈亏平衡, Q4 及 2024 年将随着国际航线恢复比例的大幅提升, 展现超强盈利弹性。
- **风险提示:** 疫情影响和政策执行的不确定, 汇率油价大幅波动, 行业供需失衡, 宏观经济增长失速, 国际贸易摩擦升级, 空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	52898	130821	164318	174645
同比增长	-29.0%	147.3%	25.6%	6.3%
归母净利润(百万元)	-38619	1963	20213	25311
同比增长	-132.1%	105.1%	929.6%	25.2%
毛利率	-56.6%	10.0%	23.2%	24.4%
ROE	-163.6%	4.9%	33.4%	29.5%
每股收益(元)	-2.38	0.12	1.25	1.56
市盈率	-4.3	85.5	8.3	6.6

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22245	27320	26637	27448
货币资金	11436	10000	6000	6000
交易性金融资产	3	0	0	0
应收票据及应收账款	1657	4469	5450	5851
预付款项	369	551	581	611
存货	2558	3235	3624	3753
其他	6223	9066	10982	11233
<b>非流动资产</b>	272766	268368	267232	267407
长期股权投资	12574	12410	12465	12446
固定资产	86370	99916	106151	110445
在建工程	32909	16454	8227	4114
无形资产	4300	4568	4924	5251
商誉	1102	1102	1102	1102
长期待摊费用	249	135	31	-71
其他	135262	133783	134332	134120
<b>资产总计</b>	295011	295689	293869	294855
<b>流动负债</b>	92483	101725	94671	87078
短期借款	19946	40614	41662	32332
应付票据及应付账款	11629	17101	18139	19039
其他	60908	44010	34870	35706
<b>非流动负债</b>	180969	155449	137289	116673
长期借款	66869	46869	26869	6869
其他	114100	108580	110421	109804
<b>负债合计</b>	273451	257174	231960	203751
股本	14525	16201	16201	16201
资本公积	26271	39588	39588	39588
未分配利润	-29309	-27346	-7133	18178
少数股东权益	-2049	-1765	1320	5234
<b>股东权益合计</b>	21560	38514	61909	91104
<b>负债及权益合计</b>	295011	295689	293869	294855

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-38619	1963	20213	25311
折旧和摊销	8961	10221	12308	14129
资产减值准备	66	227	-27	22
资产处置损失	-27	-57	-60	-59
公允价值变动损失	-0	-1	0	0
财务费用	10333	6496	6433	5112
投资损失	27	80	-500	-500
少数股东损益	-6556	284	3084	3915
营运资金的变动	-2544	-9318	-3442	57
<b>经营活动产生现金流量</b>	-16762	10558	37730	48108
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6871	-6487	-10483	-13955
<b>融资活动产生现金流量</b>	18097	-5508	-31247	-34153
现金净变动	-5327	-1436	-4000	0
现金的期初余额	15935	11436	10000	6000
现金的期末余额	10608	10000	6000	6000

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	52898	130821	164318	174645
营业成本	82812	117708	126255	132030
税金及附加	156	470	493	419
销售费用	3530	5102	6573	6636
管理费用	4799	4186	5751	5676
研发费用	244	230	229	219
财务费用	10335	6496	6433	5112
其他收益	2900	5545	5545	5922
投资收益	-27	-80	500	500
公允价值变动收益	0	1	0	0
信用减值损失	21	10	10	10
资产减值损失	-66	1	0	0
资产处置收益	66	57	60	59
<b>营业利润</b>	-46085	2163	24698	31043
营业外收入	344	392	493	524
营业外支出	139	139	140	141
<b>利润总额</b>	-45880	2416	25051	31426
所得税	-704	169	1754	2200
<b>净利润</b>	-45176	2247	23297	29226
少数股东损益	-6556	284	3084	3915
<b>归属母公司净利润</b>	-38619	1963	20213	25311
<b>BPS(元)</b>	-2.38	0.12	1.25	1.56

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-29.0%	147.3%	25.6%	6.3%
营业利润增长率	-110.9%	104.7%	1041.8%	25.7%
归母净利润增长率	-132.1%	105.1%	929.6%	25.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-56.6%	10.0%	23.2%	24.4%
归母净利率	-73.0%	1.5%	12.3%	14.5%
ROE	-163.6%	4.9%	33.4%	29.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	92.7%	87.0%	78.9%	69.1%
流动比率	0.24	0.27	0.28	0.32
速动比率	0.21	0.24	0.24	0.27
<b>营运能力</b>				
资产周转率	17.8%	44.3%	55.7%	59.3%
应收帐款周转率	2280%	4276%	3313%	3091%
存货周转率	3274%	3651%	3275%	3211%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-2.38	0.12	1.25	1.56
每股经营现金	-1.03	0.65	2.33	2.97
每股净资产	1.46	2.49	3.74	5.30
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-4.3	85.5	8.3	6.6
PB	7.1	4.2	2.8	2.0

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn