

研究所
 证券分析师: 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 李跃森 S0350521080010
 liys05@ghzq.com.cn
 联系人: 王航 S0350121100020
 wangh09@ghzq.com.cn

1Q 大幅减亏，旺季弹性可期

——中国国航（601111）2023年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国国航	-1.2%	-5.6%	8.4%
沪深300	-1.6%	-5.2%	3.9%

市场数据

当前价格(元)	10.54
52周价格区间(元)	8.08-12.08
总市值(百万)	164,600.06
流通市值(百万)	101,215.26
总股本(万股)	1,620,079.28
流通股本(万股)	996,213.18
日均成交额(百万)	710.85
近一月换手(%)	0.53

相关报告

《——中国国航（601111）年报点评：苦尽甘来，静待花开（买入）*航空机场*许可，李跃森》——2023-04-01

《——中国国航（601111）三季报点评：三重冲击影响持续，期待行业供需反转（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-11-01

《——中国国航（601111）中报点评：三重冲击叠加，1H亏损194亿，期待供需反转（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-09-02

事件：

中国国航发布2023年一季报

业务方面，1Q2023公司运输旅客2639.9万人次/yoy+88.1%，其中国内运输旅客2553.2万人次/yoy+85.0%，国际及地区运输旅客86.7万人次/yoy+271.5%。ASK、RPK同比分别增长73.8%、95.8%，其中国内同比分别增长68.1%、87.6%，国际及地区同比分别增长191.8%、396.8%；客座率为71.0%/yoy+8.0pcts，其中国内线客座率71.8%/yoy+7.5pcts，国际线客座率61.1%/yoy+35.3pcts，地区线客座率63.6%/yoy+12.8pcts。

财务方面，1Q2023公司实现营业收入250.7亿元/yoy+94.1%，归母净利润-29.3亿元，扣非归母净利润-30.2亿元，同比分别减亏59.7亿元、59.4亿元，较2019年分别下降56.5亿元、56.7亿元。

投资要点：

■ 国内需求快速修复，1Q营收同比大幅增长121.5亿元

自2023年1月“乙类乙管”落地以来，国内出行需求快速恢复。据民航局，一季度民航旅客运输量达1.29亿人次，同比增长68.9%，恢复至2019年同期80.0%，其中国内线为1.26亿人次，同比增长66.6%，相当于2019年同期88.6%。

合并山航后，2023年一季度国航累计运输旅客2639.9万人次，同比增长88.1%，其中国内、国际及地区客运量分别为2553.2万人次、86.7万人次，同比分别增长85.0%、271.5%。受益于业务快速恢复，公司一季度营业收入同比增长121.5亿元至250.7亿元/yoy+94.1%。

■ 油价下行叠加运力投放增加，一季度CASK降至0.44元

成本端，一季度营业成本上升66.3亿元至263.2亿元/yoy+33.7%，但1Q2023布伦特原油期货结算价均价同比下降16.1%，叠加飞机利用率水平提高进一步摊薄固定成本，在合并山航后，报告期内公司CASK降至0.44元。

费用端，受益于2023年一季度人民币升值1.35%，财务费用同比下降1.9亿元至10.6亿元/yoy-15.3%。此外，本期公司投资收益同比

《——中国国航（601111）一季报点评：需求筑底业绩承压，今年或将迎来中长期起点（增持）

*航空运输*许可，李跃森》——2022-04-29

《——中国国航（601111）年报点评：疫情持续亏损扩大，今年有望迎来中长期起点（增持）*航空运输*许可，李跃森》——2022-04-02

增长 15.8 亿元至 7.4 亿元，所得税费用同比增加 5.6 亿元至 -0.1 亿元/yoy-98.5%。

■ 五一量价超预期，把握布局窗口期

2023 年夏秋航季开启后，国内航班量恢复上限打开。据航班管家数据，4 月 1 日-25 日国内日均航班量已恢复至 2019 年同期 108%。同时受益于国际线恢复工作有序推进，截至 4 月 22 日当周国际及地区航班日均 904 班次，环比+3.36%，恢复至 2019 年同期的 34.81%。2023 年五一假期机票预定表现超预期，量价均已超过 2019 年水平，积压了三年的出行需求正在持续释放。在接下来的二、三季度旺季，伴随供需差边际改善以及票价弹性显现，大周期行情有望提前演绎。

国航坐拥第一国门首都机场，拥有丰富的优质时刻资源和中国最具价值的旅客群体。在取得山航控制权后，国航的机队规模达到 896 架比肩南航，同时其在山东市场和日韩东南亚等国际市场上的资源得到有效补强。此外，新航季开启以来，受益于积压的一线公商务客流恢复领先以及北京和成都等自身核心枢纽的时刻放量，国航业务量恢复水处于行业领先水平。待票价弹性显现，公司有望充分受益。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑到 2022 年底防疫政策调整以来，行业基本面已经迎来拐点，我们看好本轮周期上行阶段的航空业价格弹性。在山航并表后，综合考虑公司业务恢复进度，预计公司 2023-2025 年营收分别为 1378.85 亿元、2029.39 亿元、2159.61 亿元，归母净利润分别为 11.19 亿元、193.47 亿元、182.35 亿元，2024-2025 年对应 PE 分别为 8.83 倍、9.36 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**（1）永久性亏损风险：现金流断裂导致破产、大规模增发导致股份被动大幅稀释；（2）阶段性冲击风险：宏观层面，经济大幅波动，疫情反复，重大自然灾害、疫苗接种及相关药物研发受阻；行业方面，重大政策变动，航空事故，行业竞争加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52898	137885	202939	215961
增长率（%）	-29	161	47	6
归母净利润（百万元）	-38619	1119	19347	18235
增长率（%）	-132	103	1629	-6
摊薄每股收益（元）	-2.38	0.07	1.19	1.13
ROE（%）	-164	3	33	24
P/E			8.83	9.36
P/B	6.52	4.29	2.89	2.21
P/S	2.91	1.24	0.84	0.79
EV/EBITDA	-24.61	11.21	6.11	5.83

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国国航盈利预测表

证券代码:	601111				股价:	10.54		投资评级:	买入		日期:	2023/04/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-164%	3%	33%	24%	EPS	-2.81	0.07	1.19	1.13				
毛利率	-57%	11%	20%	17%	BVPS	1.63	2.46	3.64	4.76				
期间费率	35%	12%	10%	9%	估值								
销售净利率	-73%	1%	10%	8%	P/E			8.83	9.36				
成长能力					P/B	6.52	4.29	2.89	2.21				
收入增长率	-29%	161%	47%	6%	P/S	2.91	1.24	0.84	0.79				
利润增长率	-132%	103%	1,629%	-6%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.18	0.41	0.60	0.62	营业收入	52898	137885	202939	215961				
应收账款周转率	32.07	25.26	29.33	25.93	营业成本	82812	123231	162748	179114				
存货周转率	20.68	40.42	51.61	49.79	营业税金及附加	156	370	536	581				
偿债能力					销售费用	3530	5054	7715	7465				
资产负债率	93%	89%	82%	76%	管理费用	4799	4904	5210	5221				
流动比	0.24	0.56	0.61	0.61	财务费用	10335	6910	6461	6319				
速动比	0.17	0.49	0.52	0.52	其他费用/(-收入)	244	412	356	391				
					营业利润	-46085	1265	24593	22960				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	205	66	63	49				
现金及现金等价物	11439	44390	44284	51528	利润总额	-45880	1331	24656	23009				
应收款项	1657	5483	6942	8355	所得税费用	-704	22	792	757				
存货净额	2558	3412	3932	4337	净利润	-45176	1309	23864	22252				
其他流动资产	6591	13377	17758	17657	少数股东损益	-6556	190	4517	4017				
流动资产合计	22245	66662	72916	81878	归属于母公司净利润	-38619	1119	19347	18235				
固定资产	86370	82531	77595	71832									
在建工程	32909	42434	57960	73486	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	140914	129889	119705	112125	经营活动现金流	-16762	48659	46999	60540				
长期股权投资	12574	11415	11094	10765	净利润	-38619	1119	19347	18235				
资产总计	295011	332931	339270	350086	少数股东权益	-6556	190	4517	4017				
短期借款	19946	15946	14446	12946	折旧摊销	21314	23287	20469	19375				
应付款项	11629	29782	21540	35473	公允价值变动	0	30	30	30				
预收帐款	59	51	101	143	营运资金变动	-2544	18204	-3890	14230				
其他流动负债	60849	72703	83952	86476	投资活动现金流	-6871	-14263	-19279	-19252				
流动负债合计	92483	118483	120038	135038	资本支出	-6965	-17957	-20710	-21515				
长期借款及应付债券	78062	84383	75383	56383	长期投资	-424	1217	355	375				
其他长期负债	102906	92143	82173	74821	其他	518	2477	1076	1888				
长期负债合计	180969	176527	157556	131204	筹资活动现金流	18097	-1445	-27826	-34044				
负债合计	273451	295010	277594	266242	债务融资	42239	-8442	-20471	-27851				
股本	14525	16201	16201	16201	权益融资	0	14993	0	0				
股东权益	21560	37922	61676	83844	其它	-24142	-7996	-7356	-6192				
负债和股东权益总计	295011	332931	339270	350086	现金净增加额	-5327	32952	-107	7244				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保

证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。