

中国国航(601111)

报告日期: 2023年04月26日

## 23Q1 亏损收窄, 旺季盈利可期

### ——中国国航 2023 一季报点评

#### 投资要点

- ❑ **中国国航公布 2023 年一季度业绩: 250.68 亿元/+94%, 归母净利润-29.26 亿元 (22Q1 为-89 亿元)。**
- ❑ **经营数据**  
 根据公司月度运营数据披露: (1) 截至 23Q1 末, 山航机队的 34 架 B737 已并入统计, 公司机队规模 896 架, 报告期内引进 2 架, 退出 0 架, 净增 2 架。2023-25 年, 公司机队引进计划为净增 8、33、28 架。  
 (2) 23Q1: ASK、RPK、客座率同比分别+67%、+148%、+23.4pct; 较 19Q1 分别-16%、-26%、-10.4pct。
- ❑ **收入端**  
 (1) 23Q1 营收 250.68 亿元/+94%, 较 19Q1-23%。  
 (2) 23Q1 单位 RPK 营业收入 0.70 元/-8%, 较 19Q1+23%。(还原山航影响)
- ❑ **成本费用端**  
 (1) 23Q1 单位 ASK 成本 0.52 元/-7%, 较 19Q1+35%。其中, 航油成本, 23Q1 航空煤油进口到岸完税价平均为 6946 元/吨, 同比+27%, 较 19Q1+46%。假设公司单位 ASK 油耗与 2022 一致, 公司单位 ASK 燃油成本为 0.22 元, 非油成本随着利用率恢复大幅下降, 23Q1 单位扣油 ASK 成本 0.30 元。  
 (2) 费用端: 23Q1 单位 ASK 销售费用 0.02 元/-25%, 较 19Q1-7%。单位 ASK 管理费用 0.02 元/-27%, 较 19Q1+45%。财务费用方面, 23Q1 末人民币较 22 年末升值 1.33%, 假设美元负债敞口与 2022 年维持不变, 公司 23Q1 汇兑收益 3.64 亿元。
- ❑ **航空大周期序幕已拉开, 涨价预期下利润弹性可观**  
 十四五期间行业运力供给增速确定性放缓, 未来需求恢复过程中有望出现明显供需错配, 公司作为唯一载旗航司, 坐拥最优质航线和商旅客群, 提价能力最强, 业绩弹性有望充分释放。维持 2023-2025 年归母净利润 63.68、210.21、214.31 亿元预测, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**  
 出行需求恢复不及预期; 油、汇风险; 突发事件等。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 李丹  
 执业证书号: S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 卢晓尧  
 luxiaoyao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 10.36
总市值(百万元)	167,840.21
总股本(百万股)	16,200.79

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《2022 年亏损 386 亿元, 载旗航司静待涅槃》 2023.03.31
- 2 《载旗航司, 凤凰涅槃》 2023.03.23
- 3 《2022 预亏 370 至 395 亿元, 疫后复苏业绩弹性可期》 2023.01.31

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	52898	143405	178108	186443
(+/-) (%)	-29.03%	171.10%	24.20%	4.68%
归母净利润	-38619	6368	21021	21431
(+/-) (%)	/	/	230.10%	1.95%
每股收益(元)	-2.38	0.39	1.30	1.32
P/E	-4.35	26.36	7.98	7.83

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22245	35678	70158	104858
现金	11436	18757	51578	85732
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款	1657	5708	7086	7558
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	369	603	641	666
存货	2558	3155	3559	3911
其他	6223	7452	7291	6988
<b>非流动资产</b>	272766	259489	253698	246428
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12574	12345	12333	12418
固定资产	86370	86381	84534	81864
无形资产	4300	4277	4360	4557
在建工程	32909	25696	18951	13894
其他	136613	130790	133519	133695
<b>资产总计</b>	295011	295166	323857	351286
<b>流动负债</b>	92483	95667	100178	101567
短期借款	19946	23758	21902	21869
应付款项	11629	18587	19875	20729
预收账款	59	53	88	123
其他	60849	53269	58313	58846
<b>非流动负债</b>	180969	168814	168403	169375
长期借款	66869	65369	63384	61854
其他	114100	103445	105020	107521
<b>负债合计</b>	273451	264481	268582	270942
少数股东权益	(2049)	(968)	2601	6239
归属母公司股东权益	23609	31653	52674	74105
<b>负债和股东权益</b>	295011	295166	323857	351286

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(16762)	16332	39092	41354
净利润	(45176)	7449	24590	25069
折旧摊销	8966	5899	6173	6386
财务费用	10335	7017	7792	7844
投资损失	27	(300)	(318)	(334)
营运资金变动	482	1180	2738	1070
其它	8604	(4913)	(1883)	1319
<b>投资活动现金流</b>	(6871)	1838	2668	1396
资本支出	594	1629	2736	1653
长期投资	(471)	211	16	(81)
其他	(6994)	(3)	(84)	(175)
<b>筹资活动现金流</b>	18097	(10849)	(8939)	(8597)
短期借款	(2056)	3812	(1856)	(33)
长期借款	23248	(1500)	(1985)	(1530)
其他	(3095)	(13161)	(5098)	(7034)
<b>现金净增加额</b>	(5536)	7321	32821	34153

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	52898	143405	178108	186443
营业成本	82812	119392	131492	139043
营业税金及附加	156	462	580	586
营业费用	3530	6883	8549	8949
管理费用	4799	5019	6234	6525
研发费用	244	660	820	859
财务费用	10335	7017	7792	7844
资产减值损失	45	(261)	(324)	(397)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(27)	300	318	334
其他经营收益	2966	3671	3514	3384
<b>营业利润</b>	(46085)	8204	26797	26752
营业外收支	205	88	95	133
<b>利润总额</b>	(45880)	8292	26893	26885
所得税	(704)	843	2303	1816
<b>净利润</b>	(45176)	7449	24590	25069
少数股东损益	(6556)	1081	3569	3638
<b>归属母公司净利润</b>	(38619)	6368	21021	21431
EBITDA	(32075)	21800	40297	39855
EPS (最新摊薄)	(2.38)	0.39	1.30	1.32

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-29.03%	171.10%	24.20%	4.68%
营业利润	-114.32%	117.80%	226.62%	-0.17%
归属母公司净利润	-	-	230.10%	1.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	-56.55%	16.75%	26.17%	25.42%
净利率	-85.40%	5.19%	13.81%	13.45%
ROE	-88.35%	24.38%	48.91%	31.60%
ROIC	-16.38%	5.95%	11.92%	10.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	92.69%	89.60%	82.93%	77.13%
净负债比率	45.38%	43.58%	41.99%	42.08%
流动比率	0.24	0.37	0.70	1.03
速动比率	0.21	0.34	0.66	0.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.49	0.58	0.55
应收账款周转率	22.80	40.50	29.89	28.60
应付账款周转率	6.64	7.94	6.89	6.89
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-2.38	0.39	1.30	1.32
每股经营现金	-1.03	1.01	2.41	2.55
每股净资产	1.63	1.95	3.25	4.57
<b>估值比率</b>				
P/E	-4.35	26.36	7.98	7.83
P/B	6.37	5.30	3.19	2.26
EV/EBITDA	-10.71	16.36	8.14	7.49

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>