

中国国航(601111)

交通运输

发布时间：2023-05-29

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

2023Q1 亏损大幅收窄，优势依旧喜迎甘霖

2023Q1 亏损大幅收窄，盈利拐点逐步展现。公司 2022 年实现营业收入 528.98 亿元，同比-29.03%。实现归母净利润-386.19 亿元，同比增亏 219.77 亿元。公司 2023 年第一季度实现营业收入 250.68 亿元，同比+94.06%。实现归母净利润-29.26 亿元，同比减亏 59.74 亿元。

市场竞争压力将有所缓解。需求方面，随着国民经济持续稳中向好，国内外经济文化交流逐步恢复，预计市场需求将持续复苏向好。供给方面，由于供应商供应不畅、飞行员短缺和疫情期间市场需求不足等原因，导致机队规模增长缓慢，2022 年全行业机队规模同比增长 2.74%。供需矛盾和稳价政策指引进一步巩固机票价格稳定。政策上，民航航班时刻管理体制机制改革，支持核心资源向枢纽机场主运营公司倾斜，引导市场中各类型航司差异化经营，减少同质化竞争。

公司护城河宽且深。(1) 强大的品牌优势。公司是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，位列“世界品牌 500 强”；(2) 北京枢纽的市场领导者。公司主基地北京首都国际机场年旅客吞吐量位于世界前列，地处欧亚交汇点并拥有庞大的公商务旅客群体，北京的区位优势 and 客源结构优势利于公司保持较高收益水平；2019 年大兴国际机场投入运营，2021 年 1 月公司正式开启“一场两区”运营模式，作为目前在两场运营且业务量最大的主基地航司；(3) 均衡互补的航线网络。公司航线网络以北京为枢纽，以长江三角洲、珠江三角洲、成渝经济带为依托，连接国内干线、支线，对国际航线形成全面支撑，在欧美等主流国际航线具有绝对领先优势；(4) 匹配发展的机队建设。持续推进机队优化，促进机型、市场与航线的匹配。收购山航迅速扩充机队规模，截至 4 月，机队规模同比增长 19.15%。(5) 高质量的客户基础。公司定位于中高端公商务主流旅客市场，目前拥有中国最具价值的旅客群体。截至 2022 年末，凤凰知音会员已超过 7,511.26 万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的 51.9%。中国国航 APP 新增注册用户 156.53 万人，总用户数已达 1,598.7 万人。新开发客户 435 家，有效大客户数量达到 2,839 家。

盈利预测：首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 1,369.74/1,806.15/1,919.53 亿元，归母净利润分别为 22.15/171.84/193.79 亿元，对应 PE 分别为 64.43x/8.31x/7.37x。

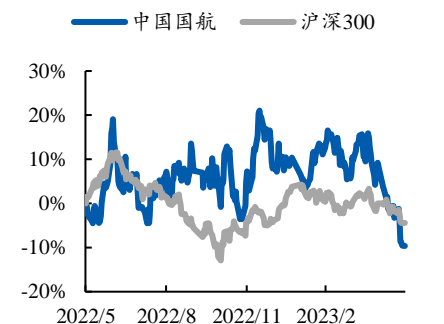
风险提示：宏观经济风险、行业政策风险、其他运输方式竞争风险、油价波动风险、汇率波动风险、盈利预测和估值不及预期风险

股票数据

2023/05/29

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	8.81
12 个月股价区间 (元)	8.81~11.80
总市值 (百万元)	142,728.98
总股本 (百万股)	16,201
A 股 (百万股)	11,638
B 股/H 股 (百万股)	0/4,563
日均成交量 (百万股)	36

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-17%	-21%	-8%
相对收益	-13%	-15%	-4%

相关报告

《快递行业 2022 年年度策略：政策筑底行业寒冬已过，竞争格局改善静待春天》

--20211221

《东北交运周报：通达系龙头单票毛利企稳，旅游消费刺激政策利好航空》

--20210906

《东北交运周报：通达系上调派费，关注十月出行反弹航空板块修复》

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	74,532	52,898	136,974	180,615	191,953
(+/-)%	7.23%	-29.03%	158.94%	31.86%	6.28%
归属母公司净利润	-16,642	-38,619	2,215	17,184	19,379
(+/-)%	-15.50%	-132.06%	—	675.72%	12.77%
每股收益 (元)	-1.21	-2.81	0.14	1.06	1.20
市盈率	(7.55)	(3.77)	64.43	8.31	7.37
市净率	2.16	6.52	3.54	2.52	1.90
净资产收益率 (%)	-23.95%	-23.95%	5.50%	30.32%	25.77%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	14,525	14,525	16,201	16,201	16,201

证券分析师：廖浩祥

执业证书编号：S0550522070001

18390955638 liaohx@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,436	42,832	67,183	77,251
交易性金融资产	3	5	5	4
应收款项	1,657	4,577	6,036	6,409
存货	2,558	2,981	3,702	3,500
其他流动资产	3,413	3,793	4,293	3,861
流动资产合计	22,245	61,827	91,464	101,515
可供出售金融资产				
长期投资净额	12,574	13,163	13,363	13,552
固定资产	86,370	83,539	78,274	72,279
无形资产	4,300	4,189	4,138	4,093
商誉	1,102	1,212	1,346	1,374
非流动资产合计	272,766	271,755	262,665	254,088
资产总计	295,011	333,582	354,129	355,603
短期借款	19,946	16,056	10,063	3,170
应付款项	11,629	18,888	23,346	25,345
预收款项	59	0	0	0
一年内到期的非流动负债	37,265	38,637	38,637	38,637
流动负债合计	92,483	110,902	116,407	102,079
长期借款	66,869	61,979	59,135	54,345
其他长期负债	114,100	122,289	122,071	121,971
长期负债合计	180,969	184,267	181,205	176,316
负债合计	273,451	295,169	297,613	278,395
归属于母公司股东权益合计	23,609	40,269	56,673	75,212
少数股东权益	-2,049	-1,856	-157	1,996
负债和股东权益总计	295,011	333,582	354,129	355,603

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	52,898	136,974	180,615	191,953
营业成本	82,812	122,208	143,448	151,266
营业税金及附加	156	356	488	518
资产减值损失	-66	148	605	340
销售费用	3,530	7,588	9,844	10,231
管理费用	4,799	8,068	10,440	11,076
财务费用	10,335	6,476	5,177	4,029
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-27	2,739	1,806	1,920
营业利润	-46,085	2,986	23,584	26,883
营业外收支净额	205	24	21	32
利润总额	-45,880	3,010	23,605	26,915
所得税	-704	602	4,721	5,383
净利润	-45,176	2,408	18,884	21,532
归属于母公司净利润	-38,619	2,215	17,184	19,379
少数股东损益	-6,556	193	1,700	2,153

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-45,176	2,408	18,884	21,532
资产减值准备	45	-148	-605	-340
折旧及摊销	21,314	23,849	25,862	27,063
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10,333	6,819	6,461	6,045
投资损失	27	-2,739	-1,806	-1,920
运营资本变动	-2,544	12,752	6,213	-7,419
其他	-759	-3,100	-111	-70
经营活动净现金流量	-16,762	39,841	54,898	44,890
投资活动净现金流量	-6,871	-16,586	-14,250	-16,155
融资活动净现金流量	18,097	8,166	-16,296	-18,667
企业自由现金流	-14,829	26,629	39,147	26,588

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益（元）	-2.81	0.14	1.06	1.20
每股净资产（元）	1.63	2.49	3.50	4.64
每股经营性现金流量（元）	-1.15	2.46	3.39	2.77
成长性指标				
营业收入增长率	-29.0%	158.9%	31.9%	6.3%
净利润增长率	-132.1%	—	675.7%	12.8%
盈利能力指标				
毛利率	-56.6%	10.8%	20.6%	21.2%
净利率	-73.0%	1.6%	9.5%	10.1%
运营效率指标				
应收账款周转天数	15.79	8.17	10.55	11.65
存货周转天数	10.02	8.16	8.38	8.57
偿债能力指标				
资产负债率	92.7%	88.5%	84.0%	78.3%
流动比率	0.24	0.56	0.79	0.99
速动比率	0.17	0.49	0.71	0.92
费用率指标				
销售费用率	6.7%	5.5%	5.5%	5.3%
管理费用率	9.1%	5.9%	5.8%	5.8%
财务费用率	19.5%	4.7%	2.9%	2.1%
分红指标				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E（倍）	-3.77	64.43	8.31	7.37
P/B（倍）	6.52	3.54	2.52	1.90
P/S（倍）	2.91	1.04	0.79	0.74
净资产收益率	-24.0%	5.5%	30.3%	25.8%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

廖浩祥：上海交通大学硕士环境工程专业，湖南大学学士环境工程专业，拥有3年证券期货从业经验，曾就职中信证券，衍生品业务方向，熟悉商品期货期权交易，现任东北证券低碳环保组组长。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

