

# 中国国航 (601111.SH)

## 一季度大幅减亏，继续看好未来业绩弹性

买入

### 核心观点

**中国国航披露 2023 年一季报。**一季度公司营收 250.7 亿元 (+94.1%)，归母净利润-29.3 亿元，同比及环比均大幅减亏。

**民航需求快速复苏，公司业务量迅速增长拉动营收接近倍增。**2022 年底防疫政策大幅优化，2023 年一季度民航客流尤其是国内线强势复苏，公司客运业务量显著恢复。考虑到公司于 3 月 21 日并表山航，非同一实控人下合并报表导致相关数据并不完全可比，只可大致估算。公司在 3 月运营数据公告中披露，一季度公司实现 ASK593.1 亿，同比增 73.8%，RPK421.4 亿，同比增 95.8%，客座率恢复至 71.0%，同比增 8.0pct。我们测算公司客公里收益同比显著提升，拉动营收接近倍增。

**航油价格仍在高位，国际线尚未完全恢复难以摊薄成本，暂未实现盈利。**一季度国际油价仍然保持在 80 美金/桶以上，同比仍有明显涨幅，且一季度国际线尤其是洲际航线恢复比例依然较低，宽体运力整体难以完全消化摊薄成本，公司一季度营业成本 263.2 亿，同比增 33.7%，单位非油成本相比 2019 年同期仍有明显升幅。考虑到行业仍处于复苏初期，一季度大航暂未实现盈利在预期之内。

### 继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划更为保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。预计五一假期需求火热，也进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，公司业绩有望迅速回升。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“买入”评级。

我们继续看好公司业绩随着需求复苏逐步上行，看好 2024-2025 年业绩弹性，暂不调整盈利预测，预计 2023-2025 年盈利分别为 25.3 亿、159.1 亿、235.8 亿，维持“买入”平均。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	74,532	52,898	141,646	177,843	202,464
(+/-%)	7.2%	-29.0%	167.8%	25.6%	13.8%
净利润(百万元)	-16642	-38619	2533	15914	23581
(+/-%)	15.5%	132.1%	-106.6%	528.3%	48.2%
每股收益(元)	-1.15	-2.66	0.16	1.03	1.53
EBIT Margin	-27.8%	-73.1%	3.1%	10.1%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	-27.1%	-163.6%	6.2%	28.8%	30.9%
市盈率 (PE)	-9.0	-3.9	63.0	10.0	6.8
EV/EBITDA	-33.8	-14.3	30.9	15.4	11.8
市净率 (PB)	2.45	6.37	4.10	3.04	2.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 交通运输 · 航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.36 元
总市值/流通市值	167840/167840 百万元
52 周最高价/最低价	12.08/8.08 元
近 3 个月日均成交额	551.11 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中国国航 (601111.SH) - 2022 年亏损扩大，看好载旗航空业绩反转》——2023-03-31

《中国国航 (601111.SH) - 业绩延续亏损，看好周期反转后的业绩高弹性》——2022-10-29

《中国国航 (601111.SH) - 拟筹划取得山航集团控制权，行业重组有望突破》——2022-05-30

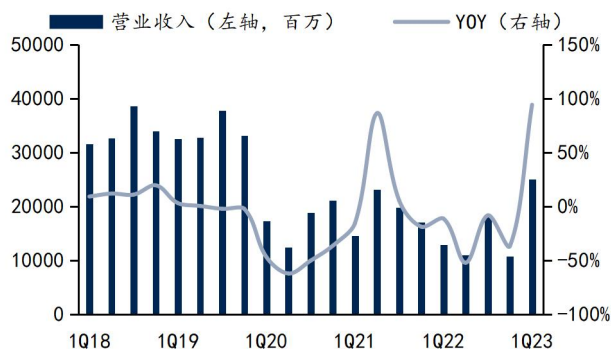
《中国国航 (601111.SH) - 亏损延续，持续看好疫情消退后的业绩弹性》——2022-03-31

《中国国航-601111-2021 年三季报点评：疫情扰动延续亏损，业绩释放需待防疫政策松动》——2021-11-02

### 中国国航披露 2023 年一季报

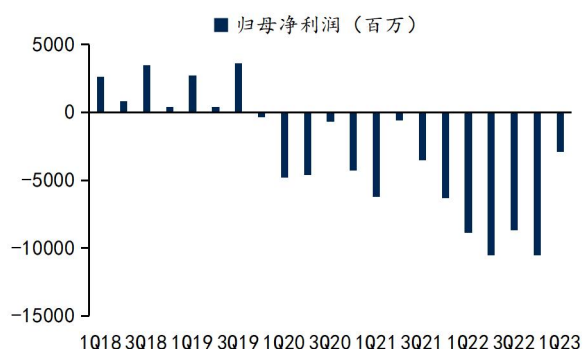
一季度公司营收 250.7 亿元 (+94.1%)，归母净利润-29.3 亿元，同比及环比均大幅减亏。

图1：中国国航单季营业收入及增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国国航单季归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 民航需求快速复苏，公司业务量迅速增长拉动营收接近倍增

2022 年底防疫政策大幅优化，2023 年一季度民航客流尤其是国内线强势复苏，公司客运业务量显著恢复。考虑到公司于 3 月 21 日并表山航，非同一实控人下合并报表导致相关数据并不完全可比，只可大致估算。公司在 3 月运营数据公告中披露，一季度公司实现 ASK593.1 亿，同比增 73.8%，RPK421.4 亿，同比增 95.8%，客座率恢复至 71.0%，同比增 8.0pct。我们测算公司客公里收益同比显著提升，拉动营收接近倍增。

#### 航油价格仍在高位，国际线尚未完全恢复难以摊薄成本，暂未实现盈利

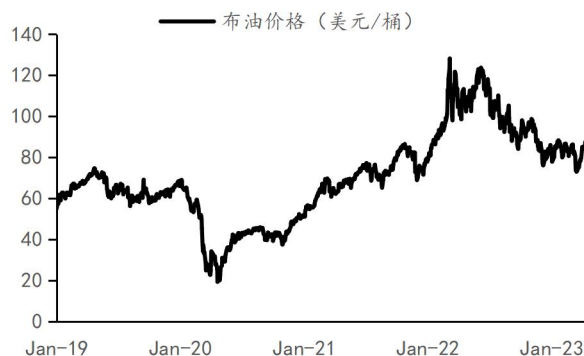
一季度国际油价仍然保持在 80 美金/桶以上，同比仍有明显涨幅，且一季度国际线尤其是洲际航线恢复比例依然较低，宽体运力整体难以完全消化摊薄成本，公司一季度营业成本 263.2 亿，同比增 33.7%，单位非油成本相比 2019 年同期仍有明显升幅。考虑到行业仍处于复苏初期，一季度大航暂未实现盈利在预期之内。

图3：中国国航单季营业成本增速（单位：百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国际油价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023年三大航预计飞机增速仅为3.6%，海航未来几年机队扩张计划更为保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。

2023年夏秋换季后国内客运航班量已超2019年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。预计五一假期需求火热，也进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，公司业绩有望迅速回升。

### 投资建议：维持“买入”评级。

我们继续看好公司业绩随着需求复苏逐步上行，看好2024-2025年业绩弹性，暂不调整盈利预测，预计2023-2025年盈利分别为25.3亿、159.1亿、235.8亿，维持“买入”平均。

### 风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16710	11436	21861	38156	48908	营业收入	74532	52898	141646	177843	202464
应收款项	2995	1657	3605	4526	5152	营业成本	85844	82812	125617	146460	162427
存货净额	2050	2558	3812	4442	4928	营业税金及附加	268	156	200	300	300
其他流动资产	8638	6591	16997	21341	24296	销售费用	4452	3530	5806	6978	7388
<b>流动资产合计</b>	<b>30397</b>	<b>22245</b>	<b>46278</b>	<b>68468</b>	<b>83287</b>	管理费用	4499	4799	5451	5978	6480
固定资产	119872	119278	119277	122513	129575	研发费用	153	244	283	356	405
无形资产及其他	3544	4300	4129	3958	3787	财务费用	4127	10335	6034	5211	4760
投资性房地产	132521	136613	136613	136613	136613	投资收益	(746)	(27)	200	1400	1600
长期股权投资	12081	12574	12774	12974	13174	资产减值及公允价值变动	(338)	(66)	(100)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>298415</b>	<b>295011</b>	<b>319071</b>	<b>344527</b>	<b>366437</b>	其他收入	3889	2743	4389	5116	5767
短期借款及交易性金融负债	41072	57211	45000	45000	40000	营业利润	(21851)	(46085)	3027	19331	28376
应付款项	13507	11629	8553	9966	11058	营业外净收支	16	205	100	100	100
其他流动负债	36837	23643	44457	51760	57256	<b>利润总额</b>	<b>(21835)</b>	<b>(45880)</b>	<b>3127</b>	<b>19431</b>	<b>28476</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>91416</b>	<b>92483</b>	<b>98010</b>	<b>106726</b>	<b>108314</b>	所得税费用	(3006)	(704)	313	1943	2563
长期借款及应付债券	53120	78062	78062	78062	78062	少数股东损益	(2187)	(6556)	281	1574	2332
其他长期负债	88014	102906	103906	104906	101906	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(16642)</b>	<b>(38619)</b>	<b>2533</b>	<b>15914</b>	<b>23581</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>141134</b>	<b>180969</b>	<b>181969</b>	<b>182969</b>	<b>179969</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>232550</b>	<b>273451</b>	<b>279978</b>	<b>289695</b>	<b>288282</b>	净利润	(16642)	(38619)	2533	15914	23581
少数股东权益	4463	(2049)	(1796)	(379)	1720	资产减值准备	(138)	(272)	21	3	5
股东权益	61403	23609	40889	55212	76435	折旧摊销	9365	8898	10053	11832	13005
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>298415</b>	<b>295011</b>	<b>319071</b>	<b>344527</b>	<b>366437</b>	公允价值变动损失	338	66	100	100	100
						财务费用	4127	10335	6034	5211	4760
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	10442	(1666)	5151	3825	(475)
每股收益	(1.15)	(2.66)	0.16	1.03	1.53	其它	(2809)	(7402)	233	1413	2094
每股红利	0.40	0.45	0.02	0.10	0.15	<b>经营活动现金流</b>	<b>555</b>	<b>(38996)</b>	<b>18090</b>	<b>33088</b>	<b>38311</b>
每股净资产	4.23	1.63	2.52	3.41	4.72	资本开支	0	(7744)	(10001)	(15001)	(20001)
ROIC	-14.03%	-32.86%	-1%	8%	13%	其它投资现金流	(4)	1	0	0	0
ROE	-27.10%	-163.58%	6%	29%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>294</b>	<b>(8236)</b>	<b>(10201)</b>	<b>(15201)</b>	<b>(20201)</b>
毛利率	-15%	-57%	11%	18%	20%	权益性融资	(50)	0	15000	0	0
EBIT Margin	-28%	-73%	3%	10%	13%	负债净变化	22480	23248	0	0	0
EBITDA Margin	-15%	-56%	10%	17%	19%	支付股利、利息	(5784)	(6580)	(253)	(1591)	(2358)
收入增长	7%	-29%	168%	26%	14%	其它融资现金流	(24058)	8621	(12211)	0	(5000)
净利润增长率	15%	132%	-107%	528%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>9285</b>	<b>41958</b>	<b>2536</b>	<b>(1591)</b>	<b>(7358)</b>
资产负债率	79%	92%	87%	84%	79%	<b>现金净变动</b>	<b>10134</b>	<b>(5274)</b>	<b>10425</b>	<b>16296</b>	<b>10751</b>
股息率	3.8%	4.4%	0.2%	1.1%	1.6%	货币资金的期初余额	6575	16710	11436	21861	38156
P/E	(9.0)	(3.9)	63.0	10.0	6.8	货币资金的期末余额	16710	11436	21861	38156	48908
P/B	2.5	6.4	4.1	3.0	2.2	企业自由现金流	0	(38563)	9218	16804	15858
EV/EBITDA	(33.8)	(14.3)	30.9	15.4	11.8	权益自由现金流	0	(6693)	(8230)	12114	6527

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032