

中国国航 (601111.SH)

一季度大幅减亏，旺季可期

中国国航公告 2023Q1 业绩：实现营业收入 250.68 亿元，同比增长 94.06%；归母亏损 29.26 亿元，较上年同期大幅收窄。

- 受益于行业显著修复，公司一季度亏损大幅收窄。2023Q1，公司实现营业收入 250.68 亿元，同比增长 94.06%；归母亏损 29.26 亿元，较上年同期大幅收窄。从经营数据看，Q1 公司 ASK/RPK 分别同比增长 73.8%/95.8%；客座率为 71.0%，同比增长 8.0 个百分点。截至 2023 年 3 月底，山东航空股份有限公司机队并入集团机队统计，集团合计运营 896 架飞机，其中自有飞机 341 架，融资租赁 248 架，经营租赁 307 架。
- 业绩底部已过，关注国内需求旺盛和国际航班恢复节奏。今年春运后半程开始，国内商旅客需求恢复强劲。同时，伴随着政策端的进一步放开，国际航班开始明显增班。4 月 26 日全民航执行客运航班量 14147 架次，恢复至 2019 年的 101.8%，其中国内航班量 13199 架次，恢复至 2019 年的 117.5%，国际+地区航班恢复至 2019 年的 35%。临近五一假期，订座数据表现亮眼，部分热门航线机票提前售罄，不少航班机票价格升到全价。展望今年春夏季，我们预计国内航空市场将在商旅客强支撑、五一、端午、暑期等一系列假期刺激下持续修复，国内票价弹性显现推动航司盈利快速修复。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为 2023-24 年，公司将显著受益于：1) 疫情前公司国际运力占比高于同业，有望充分受益于国际线恢复。2) 公司以首都机场为主的四角菱形机场枢纽覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域。首都机场国航市占率提升至 70%，优势巩固，公司卡位优质核心枢纽，掌握北京两舱市场主要客源。3) 收益品质高，后疫情时代有望充分受益于国内票价提升。预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 36/168/203 亿元，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：疫情扩散超预期；宏观经济下行风险；油价大幅上涨；人民币贬值。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	74532	52898	118455	156340	156340
同比增长	7%	-29%	124%	32%	0%
营业利润(百万元)	(21851)	(46085)	5125	24949	30197
同比增长	18%	111%	-111%	387%	21%
归母净利润(百万元)	(16642)	(38619)	3592	16810	20310
同比增长	15%	132%	-109%	368%	21%
每股收益(元)	-1.03	-2.38	0.22	1.04	1.25
PE	-10.1	-4.3	46.7	10.0	8.3
PB	2.7	7.1	6.2	3.9	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

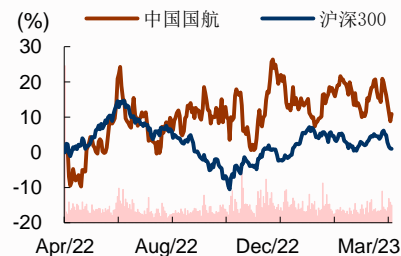
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：10.36 元

基础数据

总股本(万股)	1620079
已上市流通股(万股)	996213
总市值(亿元)	1678
流通市值(亿元)	1032
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	-92.4
资产负债率	91.5%
主要股东	中国航空集团有限公司
主要股东持股比例	40.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-2	11
相对表现	1	-10	6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国国航 (601111) — 2022 年亏损 386 亿元；今年业绩大幅改善可期》2023-03-31
- 《中国国航 (601111) — 卡位优质核心枢纽，资源优势有望充分显现》2023-02-02
- 《中国国航 (601111) — Q3 业绩承压，静待行业周期拐点》2022-10-30

苏宝亮 S1090519010004
✉ subaoliang@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
✉ weiyun@cmschina.com.cn

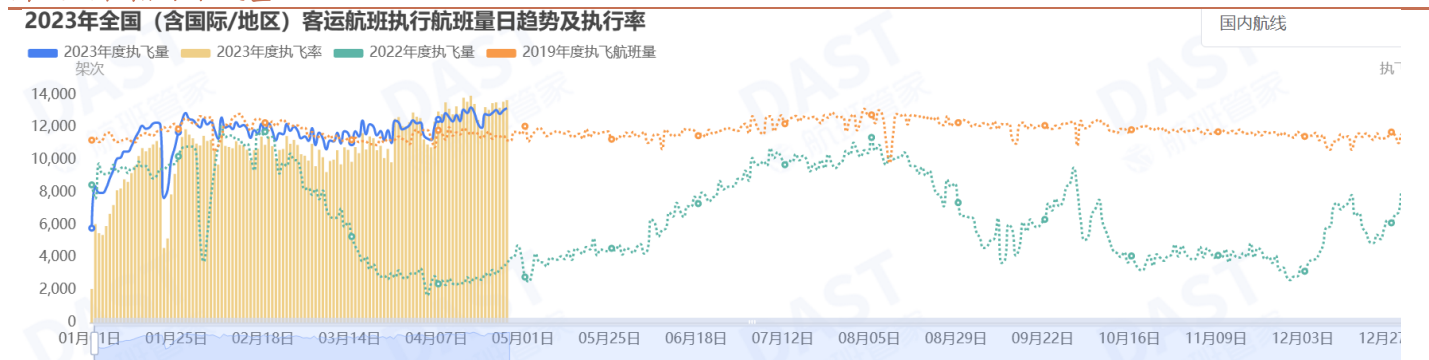
1. 受益于行业显著修复，公司一季度亏损大幅收窄

2023Q1，公司实现营业收入 250.68 亿元，同比增长 94.06%；归母亏损 29.26 亿元，较上年同期大幅收窄。从经营数据看，Q1 公司 ASK/RPK 分别同比增长 73.8%/95.8%；客座率为 71.0%，同比增长 8.0 个百分点。截至 2023 年 3 月底，山东航空股份有限公司机队并入集团机队统计，集团合计运营 896 架飞机，其中自有飞机 341 架，融资租赁 248 架，经营租赁 307 架。

2. 业绩底部已过，关注国内需求旺盛和国际航班恢复节奏

今年春运后半程开始，国内商旅客需求恢复强劲。同时，伴随着政策端的进一步放开，国际航班开始明显增班。4 月 26 日全民航执行客运航班量 14147 架次，恢复至 2019 年的 101.8%，其中国内航班量 13199 架次，恢复至 2019 年的 117.5%，国际+地区航班恢复至 2019 年的 35%。临近五一假期，订座数据表现亮眼，部分热门航线机票提前售罄，不少航班机票价格升到全价。展望今年春夏季，我们预计国内航空市场将在商旅客强支撑、五一、端午、暑期等一系列假期刺激下持续修复，国内票价弹性显现推动航司盈利快速修复。

图 1：国内航班执飞量



资料来源：航班管家、招商证券

图 2：国际航班执飞量



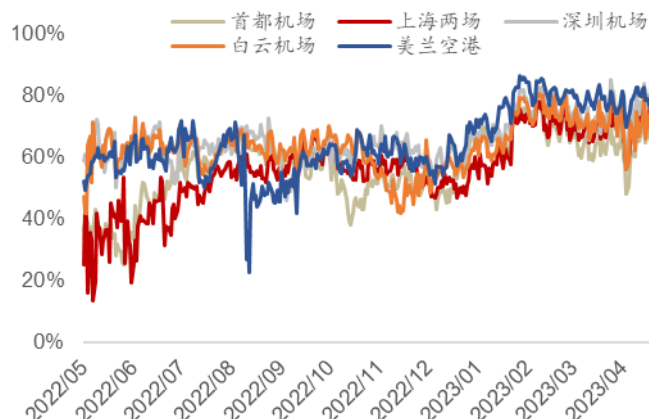
资料来源：航班管家、招商证券

图 3: 国内主要机场出入港客流



资料来源: 飞常准、招商证券

图 4: 国内主要机场出入港客座率

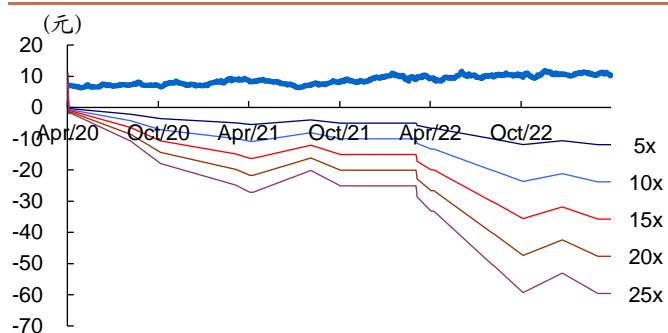


资料来源: 飞常准、招商证券

3. 卡位优质核心枢纽，资源优势有望充分显现

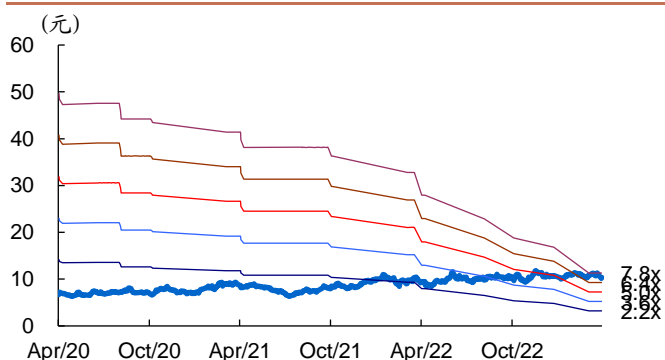
我们认为 2023-24 年，公司将显著受益于：1) 疫情前公司国际运力占比高于同业，有望充分受益于国际线恢复。2) 公司以首都机场为主的四角菱形机场枢纽覆盖了中国最发达、人口密度最高的区域。首都机场国航市占率提升至 70%，优势巩固，公司卡位优质核心枢纽，掌握北京两轮市场主要客源。3) 收益品质高，后疫情时代有望充分受益于国内票价提升。预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 36/168/203 亿元，维持公司“强烈推荐”评级。

图 5: 中国国航历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 中国国航历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

4. 风险提示

疫情扩散超预期；宏观经济下行风险；油价大幅上涨；人民币贬值。

参考报告:

- 1、《中国国航（601111）—2022 年亏损 386 亿元；今明年业绩大幅改善可期》2023-03-31
- 2、《中国国航（601111）—卡位优质核心枢纽，资源优势有望充分显现》2023-02-02
- 3、《中国国航（601111）—Q3 业绩承压，静待行业周期拐点》2022-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	30397	22245	32736	38058	47769
现金	16710	11436	11643	10770	20640
交易性投资	4	3	3	3	3
应收票据	4	7	17	22	22
应收款项	2991	1649	3649	4817	4817
其它应收款	3191	0	0	0	0
存货	2050	2558	3049	3543	3404
其他	5447	6591	14375	18903	18883
非流动资产	268018	272766	273467	274102	274676
长期股权投资	12081	12574	12574	12574	12574
固定资产	85009	86370	87661	88822	89865
无形资产商誉	4646	5402	4862	4376	3938
其他	166282	168420	168370	168330	168298
资产总计	298415	295011	306204	312160	322445
流动负债	91416	92483	99474	86843	78413
短期借款	22002	19946	23504	7475	0
应付账款	13507	11629	13904	16156	15523
预收账款	1480	1154	1380	1604	1541
其他	54427	59754	60686	61609	61349
长期负债	141134	180969	180969	180969	180969
长期借款	43620	66869	66869	66869	66869
其他	97514	114100	114100	114100	114100
负债合计	232550	273451	280442	267812	259382
股本	14525	14525	14525	14525	14525
资本公积金	26271	26271	26271	26271	26271
留存收益	20607	(17187)	(13595)	2138	17405
少数股东权益	4463	(2049)	(1439)	1415	4863
归属于母公司所有者权益	61403	23609	27201	42933	58200
负债及权益合计	298415	295011	306204	312160	322445

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12888	(16762)	10032	28128	33540
净利润	(18829)	(45176)	4201	19664	23758
折旧摊销	9487	8961	9328	9395	9456
财务费用	4148	10333	6453	4964	4223
投资收益	746	27	(3100)	(3100)	(3100)
营运资金变动	20337	9826	(6877)	(2811)	(796)
其它	(3000)	(733)	26	16	(0)
投资活动现金流	(4453)	(6871)	(6930)	(6930)	(6930)
资本支出	(6075)	(7638)	(10030)	(10030)	(10030)
其他投资	1622	767	3100	3100	3100
筹资活动现金流	1711	18097	(2895)	(22071)	(16741)
借款变动	7040	11842	3558	(16030)	(7475)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(1077)	(5043)
其他	(5328)	6255	(6453)	(4964)	(4223)
现金净增加额	10146	(5536)	207	(873)	9870

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	74532	52898	118455	156340	156340
营业成本	85844	82812	99013	115057	110549
营业税金及附加	268	156	350	462	462
营业费用	4452	3530	5923	7817	7817
管理费用	4499	4799	4146	5472	5472
研发费用	153	244	545	720	720
财务费用	4127	10335	6453	4964	4223
资产减值损失	(136)	21	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	3841	2900	2900	2900	2900
投资收益	(746)	(27)	200	200	200
营业利润	(21851)	(46085)	5125	24949	30197
营业外收入	125	344	344	344	344
营业外支出	108	139	139	139	139
利润总额	(21835)	(45880)	5330	25154	30402
所得税	(3006)	(704)	1129	5490	6645
少数股东损益	(2187)	(6556)	610	2854	3448
归属于母公司净利润	(16642)	(38619)	3592	16810	20310

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	7%	-29%	124%	32%	0%
营业利润	18%	111%	-111%	387%	21%
归母净利润	15%	132%	-109%	368%	21%
获利能力					
毛利率	-15.2%	-56.6%	16.4%	26.4%	29.3%
净利率	-22.3%	-73.0%	3.0%	10.8%	13.0%
ROE	-23.9%	-90.9%	14.1%	47.9%	40.2%
ROIC	-9.9%	-23.8%	6.0%	15.1%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	92.7%	91.6%	85.8%	80.4%
净负债比率	28.4%	42.1%	41.7%	35.8%	32.3%
流动比率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
存货周转率	44.0	35.9	35.3	34.9	31.8
应收账款周转率	25.1	22.7	44.5	36.8	32.3
应付账款周转率	6.5	6.6	7.8	7.7	7.0
每股资料(元)					
EPS	-1.03	-2.38	0.22	1.04	1.25
每股经营净现金	0.80	-1.03	0.62	1.74	2.07
每股净资产	3.79	1.46	1.68	2.65	3.59
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.31	0.38
估值比率					
PE	-10.1	-4.3	46.7	10.0	8.3
PB	2.7	7.1	6.2	3.9	2.9
EV/EBITDA	-48.6	-15.4	19.9	10.6	9.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

肖欣晨：澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

魏芸：伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。