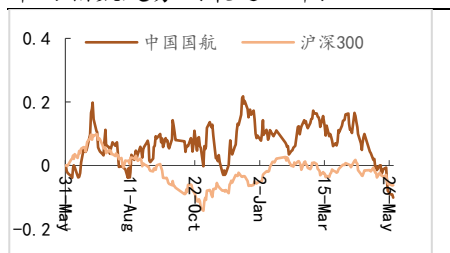


评级： 买入

张功  
 交运行业首席分析师  
 SAC 执证编号：S0110522030003  
 zhanggong1@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	8.71
一年内最高/最低价(元)	12.08/8.54
市盈率(当前)	-4.32
市净率(当前)	3.99
总股本(亿股)	162.01
总市值(亿元)	1,411.09

资料来源：聚源数据

相关研究

- 傲雪凌风霜，国内外航线修复开启新篇章
- 环比复苏，长期潜力仍在
- 重压之下，静待复苏

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 250.68 亿元，同比增加 121.5 亿元（同比+94.1%）；实现归母净利润-29.26 亿元，同比减亏 59.7 亿元；实现扣非归母净利润-30.18 亿元，同比减亏 59.4 亿元。
- **2023 年一季度民航运输情况好转，中国国航经营情况复苏，国际和地区航线修复表现亮眼。**一季度，民航业旅客运输量 1.29 亿人次，同比增长 68.9%，旅客运输规模恢复至 2019 年同期的 80.0%。分航线结构看，国内航线完成 1.26 亿人次，同比增长 66.6%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；国际航线完成 224.2 万人次，同比增长 717.0%，恢复至 2019 年同期的 12.4%。随着国际客运航班的持续恢复，3 月份，国际航线旅客运输量已恢复至疫情前同期的 18.1%。2023 年第一季度，中国国航收入客公里 42,139.9 百万人公里，同比+95.8%；其中，国内收入客公里 39,304.4 百万人公里，同比+87.6%；国际收入客公里为 2,050.6 百万人公里，同比+734.5%；地区收入客公里为 784.9 百万人公里，同比+146.1%。截止 2023 年第一季度，中国国航客座率为 71.0%，国内客座率为 71.8%，国际航线客座率为 61.1%，地区航线客座率为 63.6%。
- **供给侧运力提升，可用客公里恢复至 2019 年同期的 76%，国内供给较 2019 年增长 19%，国际和地区恢复至 2019 年的 16%。**2023 年第一季度中国国航可用座公里为 59,312.9 百万客公里，同比+73.8%；其中，国内可用座公里为 54,724.4 百万客公里，同比+68.1%；国际航线可用座公里为 3,355.2 百万客公里，同比+253.1%；地区可用座公里为 1,233.3 百万客公里，同比+96.7%。
- **投资建议：**23 年一季度航空出行情况修复，国航并购山航后机队规模为国内第一，且国际航线修复情况领先；我们将 2022-2024 年归母净利润预期由 21.1/120.8/150.5 亿元调整至 35.2/180.6/206.4 亿元，以最新收盘价计算 PE 为 40.1/7.8/6.8。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险；市场竞争导致的风险；汇率波动风险；油价波动风险；其他交通工具的替代风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	529.0	1325.1	1653.7	1804.4
营收增速(%)	-29.0	150.5	24.8	9.1
净利润(亿元)	-386.2	35.2	180.6	206.4
净利润增速(%)	-132.1	109.1	413.1	14.3
EPS(元/股)	-2.38	0.22	1.11	1.27
PE	-3.7	40.1	7.8	6.8

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22245	30559	37726	41171	经营活动现金流	-29115	22473	45475	49580
现金	11436	6626	8268	9022	净利润	-45176	3984	20445	23371
应收账款	1657	5033	6280	6853	折旧摊销	8961	11512	12858	13617
其它应收款	2808	6454	8055	8789	财务费用	10335	8165	7542	6474
预付账款	369	836	1044	1139	投资损失	27	-74	-74	-74
存货	2558	2963	3289	3595	营运资金变动	-2544	-1403	4377	5865
其他	3418	8647	10790	11773	其它	-718	288	327	327
非流动资产	272766	271202	281183	280695	投资活动现金流	-6871	-10163	-23091	-13383
长期投资	12574	12574	12574	12574	资本支出	-6704	9910	22838	13130
固定资产	208962	213699	230019	235748	长期投资	-424	0	0	0
无形资产	4300	3584	2867	2150	其他	257	-20073	-45929	-26513
其他	46930	41346	35722	30223	筹资活动现金流	18097	-17120	-20741	-35443
资产总计	295011	301761	318909	321866	短期借款	-12382	22853	13518	3130
流动负债	92483	127057	150477	162163	长期借款	25492	-31809	-26717	-32100
短期借款	21952	44805	58324	61454	其他	4987	-8165	-7542	-6474
应付账款	11629	17454	19374	21175	现金净增加额	-17680	-4810	1643	754
其他	58902	64798	72780	79534	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	180969	149160	122443	90343	成长能力				
长期借款	154959	123151	96434	64334	营业收入	-29.03%	150.50%	24.80%	9.12%
其他	26009	26009	26009	26009	营业利润	-110.90%	109.42%	420.96%	14.36%
负债合计	273451	276216	272920	252506	归属母公司净利润	-132.06%	109.11%	413.13%	14.31%
少数股东权益	-2049	-1583	806	3537	获利能力				
归属母公司股东权益	23609	27128	45184	65823	毛利率	-56.55%	15.39%	24.75%	24.62%
负债和股东权益	295011	301761	318909	321866	净利率	-73.01%	2.66%	10.92%	11.44%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	-163.58%	12.97%	39.96%	31.36%
营业收入	52898	132511	165369	180443	ROIC	-16.39%	5.97%	14.13%	14.61%
营业成本	82812	112113	124445	136018	偿债能力				
营业税金及附加	156	427	533	581	资产负债率	92.69%	91.53%	85.58%	78.45%
营业费用	3530	6626	8268	9022	净负债比率	767.51%	631.56%	318.53%	168.35%
研发费用	244	265	331	361	流动比率	0.24	0.24	0.25	0.25
管理费用	4799	4320	5391	5882	速动比率	0.17	0.14	0.15	0.15
财务费用	10335	8165	7542	6474	营运能力				
资产减值损失	-66	-159	-198	-217	总资产周转率	0.18	0.44	0.52	0.56
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	32.07	26.40	26.40	26.40
投资净收益	-27	74	74	74	应付账款周转率	7.12	6.47	6.47	6.47
营业利润	-46085	4339	22605	25852	每股指标(元)				
营业外收入	344	211	211	211	每股收益	-2.38	0.22	1.11	1.27
营业外支出	139	129	129	129	每股经营现金	-1.80	1.39	2.81	3.06
利润总额	-45880	4421	22687	25934	每股净资产	1.46	1.67	2.79	4.06
所得税	-704	437	2243	2564	估值比率				
净利润	-45176	3984	20445	23371	P/E	-3.65	40.10	7.82	6.84
少数股东损益	-6556	466	2389	2731	P/B	5.98	5.20	3.12	2.14
归属母公司净利润	-38619	3519	18056	20640					
EBITDA	-26583	24098	43087	46025					
EPS (元)	-2.38	0.22	1.11	1.27					

## 分析師簡介

張功，畢業於南京航空航天大學，曾就職於華東空管局、春秋航空、平安證券，5 年以上實業工作經歷。2022 年 3 月加入首創證券，負責交通運輸、房地產等板塊研究。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	<b>股票投資評級</b>	買入 相對沪深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對沪深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對沪深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對沪深 300 指數跌幅 5% 以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	<b>行業投資評級</b>	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現