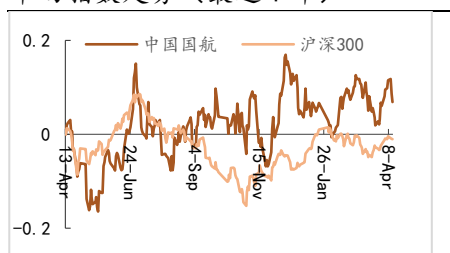


评级： 买入

张功
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)	10.78
一年内最高/最低价 (元)	12.08/8.08
市盈率 (当前)	-4.52
市净率 (当前)	6.63
总股本 (亿股)	162.01
总市值 (亿元)	1,746.45

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 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 2022 年年报，2022 年全年实现收入 528.98 亿元，同比减少 29.03%；实现归母净利润-386.19 亿元，同比增亏 219.77 亿元；实现扣非归母净利润-391.84 亿元，同比增亏 221.27 亿元。
- **2022 年，营业收入 528.98 亿元，同比减少 29.03%，收入受冲击严重。** 其中，主营业务收入为 509.08 亿元，同比减少 29.76%，其他业务收入为 19.90 亿元，同比减少 2.94%。国航 2022 年实现客运收入 382.96 亿元，同比减少 200.21 亿元。其中，因运力投入减少而减少收入 215.11 亿元，因客座率下降而减少收入 31.65 亿元，因收益水平上升而增加收入 46.55 亿元。2022 年实现货邮运输收入 100.85 亿元，同比减少 10.29 亿元。其中，因运力投入减少而减少收入 25.14 亿元，因载运率上升而增加收入 1.86 亿元，因收益水平上升而增加收入 12.99 亿元。
- **营业成本为 828.12 亿元，同比减少 30.31 亿元，降幅 3.53%，成本有所降低。** 航空油料成本同比增加 20.59 亿元，主要是航油价格上涨及用量下降的综合影响。起降及停机费用同比减少 31.68 亿元，主要由于起降架次同比减少。
- **2023 年的航班执行量修复显现，23 夏秋换季国内布局增长，运力引进支撑业绩恢复。** 2023 年 2 月国航收入客公里为 11642 百万客公里，同比+71.2%，对比 2019 年-37.8%；可用座公里为 16029 百万客公里，同比+51.7%，对比 2019 年-28%；客座率为 72.6%，同比+8.2pct。3 月国内航空公司 23 夏秋航班换季计划表公布，国航国内时刻量同比-3%，对比 2019 年增长 14%，体现了国航布局更多的国内时刻量。公司运力稳步提升，供给侧的修复有助于出行需求恢复之后业绩的向好；截止 2023 年国航运营飞机数量为 764 架，计划 2023 年引进 28 架，2024 年引进 41 架，2025 年引进 34 架。
- **投资建议:** 短期受挫，中长期发展可期，23 夏秋国航将更多的时刻布局国内航线，将获得更多票价提升带来的业绩修复；而国际航线的恢复会带来更大的业绩恢复弹性；我们预计 2023-2025 年归母净利润为 35.3/160.0/195.0 亿元，以最新收盘价计算 PE 为 49.5/10.9/9.0。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	1285.2	1619.9	1784.0
营收增速 (%)	-29.0	143.0	26.0	10.1
净利润 (亿元)	-386.2	35.3	160.0	195.0
净利润增速 (%)	-132.1	109.1	353.2	21.9
EPS(元/股)	-2.38	0.22	0.99	1.20
PE	-4.5	49.5	10.9	9.0

资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22245	29638	37037	40785	经营活动现金流	-29115	23240	46371	48044
现金	11436	6426	8099	8920	净利润	-45176	3998	18119	22085
应收账款	1657	4881	6152	6775	折旧摊销	8961	14294	14638	14857
其它应收款	2808	6260	7890	8689	财务费用	10335	7906	6461	4525
预付账款	369	811	1023	1126	投资损失	27	-74	-74	-74
存货	2558	2873	3304	3635	营运资金变动	-2544	-3173	6900	6323
其他	3418	8386	10569	11639	其它	-718	288	327	327
非流动资产	272766	258511	243873	229016	投资活动现金流	-6871	-254	-254	-254
长期投资	12574	12574	12574	12574	资本支出	-6704	0	0	0
固定资产	208962	201008	192710	184069	长期投资	-424	0	0	0
无形资产	4300	3584	2867	2150	其他	257	-254	-254	-254
其他	46930	41346	35722	30223	筹资活动现金流	18097	-27996	-44444	-46970
资产总计	295011	288149	280911	269801	短期借款	-12382	18245	-940	-6793
流动负债	92483	119958	131644	134101	长期借款	25492	-38335	-37043	-35652
短期借款	21952	40198	39257	32465	其他	4987	-7906	-6461	-4525
应付账款	11629	16925	19463	21410	现金净增加额	-17680	-5010	1673	820
其他	58902	62835	72923	80226	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	180969	142633	105590	69938	成长能力				
长期借款	154959	116624	79581	43929	营业收入	-29.03%	142.96%	26.04%	10.13%
其他	26009	26009	26009	26009	营业利润	-110.90%	109.45%	359.92%	21.98%
负债合计	273451	262591	237233	204039	归属母公司净利润	-132.06%	109.14%	353.24%	21.89%
少数股东权益	-2049	-1582	536	3116	获利能力				
归属母公司股东权益	23609	27140	43141	62646	毛利率	-56.55%	15.41%	22.82%	22.91%
负债和股东权益	295011	288149	280911	269801	净利率	-73.01%	2.75%	9.88%	10.93%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	-163.58%	13.01%	37.09%	31.13%
营业收入	52898	128520	161987	178396	ROIC	-16.39%	5.85%	13.18%	16.19%
营业成本	82812	108715	125021	137525	偿债能力				
营业税金及附加	156	414	522	574	资产负债率	92.69%	91.13%	84.45%	75.63%
营业费用	3530	6426	8099	8920	净负债比率	767.51%	588.45%	253.54%	102.60%
研发费用	244	257	324	357	流动比率	0.24	0.25	0.28	0.30
管理费用	4799	4190	5281	5816	速动比率	0.17	0.15	0.17	0.18
财务费用	10335	7906	6461	4525	营运能力				
资产减值损失	-66	-154	-194	-214	总资产周转率	0.18	0.45	0.58	0.66
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	4354	20025	24426	每股指标(元)				
营业外收入	344	211	211	211	每股收益	-2.38	0.22	0.99	1.20
营业外支出	139	129	129	129	每股经营现金	-1.80	1.43	2.86	2.97
利润总额	-45880	4436	20107	24508	每股净资产	1.46	1.68	2.66	3.87
所得税	-704	439	1988	2423	估值比率				
净利润	-45176	3998	18119	22085	P/E	-4.52	49.47	10.91	8.95
少数股东损益	-6556	467	2117	2581	P/B	7.40	6.44	4.05	2.79
归属母公司净利润	-38619	3531	16002	19505					
EBITDA	-26583	26637	41205	43890					
EPS (元)	-2.38	0.22	0.99	1.20					

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，首創證券及其相關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
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級		
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滬深 300 指數的漲跌幅為基準	股票投資評級	買入 相對滬深 300 指數漲幅 15% 以上
	增持	相對滬深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對滬深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對滬深 300 指數跌幅 5% 以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	
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滬深 300 指數的漲跌幅為基準	看好	行業超越整體市場表現
	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