

## 公司拟定增募资购置国产飞机，供需格局持续改善下业绩或迎来加速增长

中国国航（601111.SH）

推荐（维持评级）

### 核心观点：

- **事件：**近日，中国国航发布公告，拟定增发行 A 股股票募资 60 亿元。其中，42 亿元用于购置 17 架国产飞机（6 架 C919、11 架 ARJ21），18 亿元用于补充部分流动资金。

根据中国商飞提供的目录单价（C919 为 1.08 亿美元，ARJ21 为 0.38 亿美元），国航本次募资购置的 17 架飞机，投资总额共计 10.66 亿美元，折合人民币为 75.71 亿元，计划于 2024-2025 年交付。

- **国航完成收购山航后，机队规模扩张至国内第一，截至 2023 年 Q3，共计运营飞机 899 架。同时，公司积极响应国家发展战略，逐步推进国产飞机引进计划。**2023 年 1-9 月，国航运营机队规模达 899 架（A320 系列 348 架、A330 系列 58 架、A350 系列 29 架、B737 系列 388 架、B747 系列 10 架、B777 系列 28 架、B787 系列 14 架、ARJ21 系列 20 架）。公司的机队结构持续更新优化。

2010 年，国航、南航、东航与中国商飞签署 C919 用户启动协议，分别签订了 20 架 C919 启动订单。近年来，在国家战略指引下，三大航积极支持国产大飞机产业发展，已均将 C919 纳入飞机引进计划中。三大航中，东航率先开始引进，2023 年 9 月，东航在此前基础上再签订 100 架 C919 飞机（2021 年 3 月，东航已签订首批 5 架 C919 飞机，截至 2023 年已交付 3 架）。未来几年中，国航、南航也将陆续开始并完成 C919 引进。

- **波音、空客产能仍处于恢复过程，叠加国家“高质量发展”要求指引，“十四五”期间我国民航业运力供给增速显著放缓。**因疫情期间飞机制造供应链受到冲击，空客、波音面临劳动力短缺、零部件供应短缺等问题，产能持续受到限制；同时，叠加国家对民航业高质量发展的要求，当前我国航司飞机引进速度较前显著放缓。“十四五”期间，国航、南航、东航飞机净引进 CAGR 分别仅为 +2.81%、+3.16%、+2.72%。

- **伴随前期外部限制因素进一步解除，预计 2024 年国际航班将大幅增班。需求端持续修复下，民航业将继续呈现景气向上趋势，公司业绩有望加速改善。**2023 年初以来，因航权谈判受阻、签证流程恢复缓慢等外部因素扰动，国际航班增班进展落后于国内航班。但进入年底，外部环境持续呈现出加速改善趋势：2023 年 11 月 15 日，在 2023 冬春航季中美航班单边每周执行 35 班的基础上，中美会晤进一步提出“两国增加直航航班”；2023 年 11 月 24 日以来，我国相继与欧洲 5 国（法国、德国、意大利、荷兰、西班牙）及东南亚 2 国（马来西亚、新加坡）实行免签政策。我们预计，进入 2024 年，国际航班有望进一步大幅增班，年中国际航班量或将回归疫情前同期水平。

- **投资建议：**基于公司运营表现，我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.15 元/0.81 元/1.11 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 68.86X/12.36X/9.05X，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**国际航线恢复不及预期的风险，原油价格大幅上涨的风险，人民币汇率波动的风险。

### 分析师

宁修齐

☎：010-80927668

✉：ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

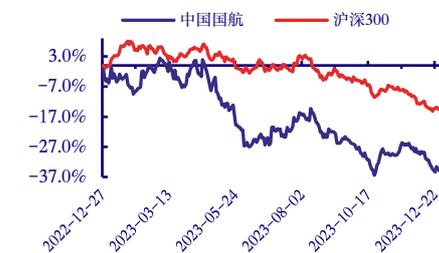
分析师登记编码：S0130522090001

### 市场数据

2023-12-27

股票代码	601111.SH
A 股收盘价(元)	7.21
上证指数	2,914.61
总股本/实际流通 A 股(百万股)	16,200.79/11,023.58
流通 A 股市值(亿元)	794.80

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	528.98	1492.58	2075.09	2376.59
收入增长率 (%)	-29.03	182.16	39.03	14.53
归母净利润 (亿元)	-386.20	23.53	131.11	179.07
利润增速 (%)	-132.06	106.09	457.29	36.58
毛利率 (%)	-56.55	10.00	15.00	16.00
摊薄 EPS (元)	-2.66	0.15	0.81	1.11
PE	-3.76	68.86	12.36	9.05
PB	6.74	4.14	3.01	2.28
PS	2.75	1.09	0.78	0.68

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>222.45</b>	<b>436.10</b>	<b>730.00</b>	<b>952.51</b>	营业收入	528.98	1492.58	2075.09	2376.59
现金	114.36	178.59	374.61	546.09	营业成本	828.12	1343.32	1763.82	1996.34
应收账款	16.57	59.70	83.00	95.06	营业税金及附加	1.56	2.99	4.15	4.75
其它应收款	28.08	74.63	103.75	118.83	营业费用	35.30	67.17	93.38	106.95
预付账款	3.69	7.46	10.38	11.88	管理费用	47.99	52.24	72.63	83.18
存货	25.58	33.58	44.10	49.91	财务费用	103.35	72.92	65.70	57.83
其他	34.14	82.09	114.13	130.71	资产减值损失	0.21	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>2727.66</b>	<b>2725.10</b>	<b>2710.43</b>	<b>2673.50</b>	公允价值变动收益	0.00	1.49	2.08	2.38
长期投资	141.79	141.79	141.79	141.79	投资净收益	-0.27	7.09	7.09	7.09
固定资产	863.70	864.86	867.12	869.85	营业利润	-460.85	32.68	182.10	248.71
无形资产	43.00	42.78	42.64	42.53	营业外收入	3.44	0	0	0
其他	124.16	124.16	124.16	124.16	营业外支出	1.39	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2950.11</b>	<b>3161.19</b>	<b>3440.43</b>	<b>3626.01</b>	利润总额	-458.8	32.68	182.10	248.71
<b>流动负债</b>	<b>924.83</b>	<b>1113.77</b>	<b>1421.88</b>	<b>1575.09</b>	所得税	-7.04	6.54	36.42	49.74
短期借款	199.46	165.55	137.41	114.05	净利润	-451.76	26.14	145.68	198.97
应付账款	116.29	201.50	264.57	299.45	少数股东损益	-65.56	2.61	14.57	19.90
其他	549.9	671.66	933.79	1069.47	归属母公司净利润	-386.20	23.53	131.11	179.07
<b>非流动负债</b>	<b>1809.69</b>	<b>1655.76</b>	<b>1481.20</b>	<b>1341.48</b>	EBITDA	-114.12	249.28	393.90	455.65
长期借款	668.69	528.27	364.50	233.28	EPS (元)	(2.66)	0.15	0.81	1.11
其他	260.10	260.10	260.10	260.10					
<b>负债合计</b>	<b>2734.52</b>	<b>2769.53</b>	<b>2903.08</b>	<b>2916.56</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	-20.49	-17.88	-3.31	16.59	营业收入	-29.03%	182.16%	39.03%	14.53%
归属母公司股东权益	236.09	409.55	540.66	692.87	归属母公司净利润	-132.06%	106.09%	457.29%	36.58%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2950.11</b>	<b>3161.19</b>	<b>3440.43</b>	<b>3626.01</b>	毛利率	-56.55%	10.00%	15.00%	16.00%
					净利率	-85.40%	1.75%	7.02%	8.37%
					ROE	-163.58%	6.67%	27.11%	28.04%
					资产负债率	92.69%	87.61%	84.38%	80.43%
					流动比率	0.24	0.39	0.51	0.60
					速动比率	0.21	0.36	0.48	0.57
					总资产周转率	0.18	0.47	0.60	0.66
					应收帐款周转率	31.92	25.00	25.00	25.00
					应付帐款周转率	7.12	6.67	6.67	6.67
					每股收益	-2.66	0.15	0.81	1.11
					每股经营现金	-2.31	1.95	3.67	3.28
					每股净资产	1.48	2.42	3.32	4.38
					P/E	-3.76	68.86	12.36	9.05
					P/B	6.74	4.14	3.01	2.28
					P/S	2.75	1.09	0.78	0.68

现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-167.62</b>	<b>315.63</b>	<b>595.28</b>	<b>530.85</b>
净利润	-451.76	26.14	145.68	198.97
折旧摊销	156.69	152.26	155.27	158.57
财务费用	103.35	72.92	65.70	57.83
投资损失	0.27	-7.09	-7.09	-7.09
营运资金变动	156.85	72.89	237.80	124.94
其它	-2.25	-1.49	-2.08	-2.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>-68.71</b>	<b>-141.11</b>	<b>-131.43</b>	<b>-112.18</b>
资本支出	-192.10	-149.70	-140.60	-121.64
长期投资	4.71	0	0	0
其他	118.68	8.58	9.16	9.47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>180.97</b>	<b>-110.28</b>	<b>-267.83</b>	<b>-247.19</b>
短期借款	-20.56	-33.91	-28.14	-23.36
长期借款	232.49	-140.42	-163.76	-131.22
其他	-30.96	64.05	-75.93	-92.61
<b>现金净增加额</b>	<b>-53.27</b>	<b>64.23</b>	<b>196.01</b>	<b>171.48</b>

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学金融政策硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。