

## 航空出行需求恢复确定，集团混改利好股份公司

——东方航空 (600115.SH) 2020 年业绩预告点评

### 要点

◆**事件：公司发布2020年业绩预亏公告。**预计2020年归母净利润亏损98亿-125亿，预计2020年扣非归母净利润亏损107亿-134亿，同比19年由盈转亏。

◆**新冠疫情对公司收入带来严重负面冲击。**受新冠疫情影响，居民航空出行需求大幅下降。2020年东方航空可用座公里同比下降约44%，收入客公里同比下降约52%。2020年7月起，随着国内疫情逐渐得到控制，国内航线业务量逐渐好转，但受限于全球疫情状况，国际航线业务量仍受较大影响。2020年公司国内航线收入客公里同比下降约33%，国际航线、地区航线收入客公里分别同比下降约86%、91%。受此影响，我们预计公司2020年营业收入整体降幅超过50%。

◆**油汇利好等因素无法完全对冲刚性成本。**公司的折旧及维修成本存在刚性（2020年上半年仅分别同比下降8.1%、18.72%），同时疫情期间的机组隔离、防疫措施等为公司带来一定成本增量，所以在油价大幅下跌、人民币汇率升值以及起降费、民航发展基金减免的背景下，公司2020年仍面临巨额亏损。

◆**新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定。**虽然国内部分地区出现疫情反复，对春运需求带来负面冲击，但随着疫苗接种的稳步推进，‘旅客信心’将逐步恢复，进而推动国内航空需求的恢复。展望海外市场，疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在2021年同步发生，公司基本面将发生反转。在此过程中，公司海外航线收入将快速增长，盈利能力也将随之恢复。

◆**东航集团启动股权多元化改革，股份公司直接受益。**2020年10月，东航集团实施股权多元化改革，在集团层面引入来自四家战略投资者（中国人寿集团、上海久事集团、中国旅游集团、中国国新），总计注资310亿元。参考南航集团混改经验，东航集团未来有望将资金注入股份公司，在帮助东航股份降低资产负债率的同时，继续支持公司做强做优做大航空主业。

◆**盈利预测和投资建议：**随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司基本面将在2021年发生反转；东航集团启动股权多元化改革，股份公司直接受益。考虑新冠疫情持续时间超出预期，我们下调公司20-22年eps分别为-0.65、-0.05、0.15元，考虑到海外航空需求将逐渐恢复，维持公司A股、H股‘增持’评级。

◆**风险提示：**新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	114,930	120,860	55,843	86,487	119,334
营业收入增长率	12.99%	5.16%	-53.80%	54.88%	37.98%
净利润 (百万元)	2,709	3,195	-10,589	-792	2,427
净利润增长率	-57.35%	17.94%	-	-	-
EPS (元)	0.19	0.20	-0.65	-0.05	0.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.86%	4.79%	-19.13%	-1.45%	4.26%
P/E (A股)	25	24	-	-	31
P/B (A股)	1.2	1.1	1.4	1.4	1.3
P/E (H股)	20	19	-	-	25
P/B (H股)	1.0	0.9	1.1	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-29（汇率1HKD=0.83RMB）

### A股：增持（维持）

当前价：4.59元

### H股：增持（维持）

当前价：3.12港元

### 作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	163.80
总市值(亿元)	751.82
一年最低/最高(元)	4.01/5.76
近3月换手率	14.95%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.51	-11.08	-43.99
绝对	-1.85	2.91	1.11

资料来源：Wind

### 相关研报

修订免税经营协议增加短期收入，核心资产仍具备配置价值——上海机场 (600009.SH) 2020年业绩预告及免税协议修订点评 (2021-01-30)  
国内疫情反复，航空需求恢复短期承压——航空运输业2020年12月经营数据点评 (2021-01-18)

东海扬尘，春回大地——交通运输行业2021年投资策略 (2021-01-14)

大巧若拙，重剑无锋——飞机租赁行业深度报告 (2020-12-18)

‘随心飞’刺激出行需求，旅客信心不断恢复——东方航空 (600115.SH) 2020年中报点评 (2020-08-30)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	114,930	120,860	55,843	86,487	119,334
营业成本	102,407	107,200	67,762	79,906	105,494
折旧和摊销	14,808	10,796	14,540	15,554	16,355
税金及附加	347	307	140	216	298
销售费用	6,058	6,348	3,351	4,541	6,265
管理费用	3,220	3,784	3,239	2,595	3,580
研发费用	135	160	279	432	597
财务费用	5,908	6,332	1,460	4,997	6,818
投资收益	238	368	-90	50	300
营业利润	2,958	3,464	-14,658	-1,826	2,548
利润总额	3,867	4,302	-14,388	-1,076	3,298
所得税	926	819	-2,878	-215	660
净利润	2,941	3,483	-11,510	-860	2,639
少数股东损益	232	288	-921	-69	211
归属母公司净利润	2,709	3,195	-10,589	-792	2,427
EPS(按最新股本计)	0.19	0.20	-0.65	-0.05	0.15

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	22,338	28,972	-13,642	20,510	26,947
净利润	2,709	3,195	-10,589	-792	2,427
折旧摊销	14,808	10,796	14,540	15,554	16,355
净营运资金增加	-3,573	-2,093	4,516	6,787	6,774
其他	8,394	17,073	-22,108	-1,038	1,391
投资活动产生现金流	-12,780	-4,899	-19,979	-19,975	-19,700
净资本支出	-20,542	-7,430	0	0	0
长期投资变化	2,273	2,604	0	0	0
其他资产变化	5,489	-73	-19,979	-19,975	-19,700
融资活动现金流	-13,558	-23,375	46,225	7,126	964
股本变化	0	1,912	0	0	0
债务净变化	-14,523	-633	48,504	12,122	7,783
无息负债变化	20,990	35,759	-25,047	3,023	4,368
净现金流	-3,970	704	12,605	7,661	8,212

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	10.9%	11.3%	-21.3%	7.6%	11.6%
EBITDA 率	20.1%	15.9%	-0.7%	21.6%	21.3%
EBIT 率	6.9%	7.8%	-26.7%	3.6%	7.6%
税前净利润率	3.4%	3.6%	-25.8%	-1.2%	2.8%
归母净利润率	2.4%	2.6%	-19.0%	-0.9%	2.0%
ROA	1.2%	1.2%	-3.9%	-0.3%	0.8%
ROE (摊薄)	4.9%	4.8%	-19.1%	-1.5%	4.3%
经营性 ROIC	4.5%	5.3%	-7.9%	1.5%	4.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	75%	75%	80%	81%	81%
流动比率	0.22	0.25	0.27	0.32	0.38
速动比率	0.19	0.22	0.26	0.30	0.36
归母权益/有息债务	1.10	1.34	0.56	0.49	0.48
有形资产/有息债务	4.43	5.39	2.88	2.69	2.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	236,765	282,936	294,064	308,349	323,138
货币资金	662	1,356	13,961	21,622	29,833
交易性金融资产	96	121	10	10	10
应收帐款	1,432	1,717	944	1,298	1,859
应收票据	4	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5,203	5,883	2,731	4,229	5,901
存货	1,950	2,407	1,868	2,136	2,805
其他流动资产	5,791	8,049	8,049	8,049	8,049
流动资产合计	15,932	19,743	27,974	37,783	48,925
其他权益工具	1,247	1,274	1,274	1,274	1,274
长期股权投资	2,273	2,604	2,604	2,604	2,604
固定+使用权资产	175,675	222,934	238,927	248,462	254,679
在建工程	26,554	20,130	10,065	5,033	2,516
无形资产	1,726	1,771	1,712	1,655	1,600
商誉	9,028	9,028	9,028	9,028	9,028
其他非流动资产	1,567	1,766	1,766	1,766	1,766
非流动资产合计	220,833	263,193	266,091	270,566	274,213
总负债	177,413	212,539	235,996	251,141	263,292
短期借款	8,120	2,200	71,705	83,828	91,610
应付账款	12,162	12,879	8,157	9,570	12,669
应付票据	4	0	0	0	0
预收账款	6	18	18	0	0
其他流动负债	12,146	12,268	12,268	12,268	12,268
流动负债合计	73,061	78,363	101,840	116,985	129,136
长期借款	8,490	3,823	3,823	3,823	3,823
应付债券	17,377	22,781	22,781	22,781	22,781
其他非流动负债	78,401	107,550	107,550	107,550	107,550
非流动负债合计	104,352	134,176	134,156	134,156	134,156
股东权益	59,352	70,397	58,068	57,207	59,846
股本	14,467	16,379	16,379	16,379	16,379
公积金	27,330	35,080	35,080	35,080	35,323
未分配利润	16,181	17,570	6,162	5,370	7,555
归属母公司权益	55,765	66,765	55,357	54,565	56,993
少数股东权益	3,587	3,632	2,711	2,642	2,853

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.27%	5.25%	6.00%	5.25%	5.25%
管理费用率	2.80%	3.13%	5.80%	3.00%	3.00%
财务费用率	5.14%	5.24%	2.61%	5.78%	5.71%
研发费用率	0.12%	0.13%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.05	0.00	0.00	0.02
每股经营现金流	1.54	1.77	-0.83	1.25	1.65
每股净资产	3.85	4.08	3.38	3.33	3.48
每股销售收入	7.94	7.38	3.41	5.28	7.29

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (A 股)	25	24	-	-	31
PB (A 股)	1.2	1.1	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.6	7.8	-	10.1	7.7
股息率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳