

证券研究报告—深度报告

交通运输

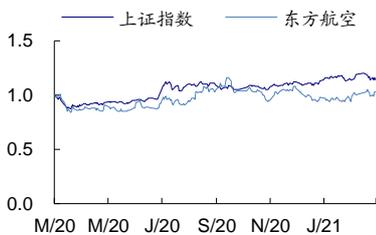
航空机场

东方航空 (600115)
买入

合理估值: 7.05 元 昨收盘: 4.88 元 (首次覆盖)

2021年03月08日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	16,380/14,985
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,503/14,416
12个月最高/最低(元)	5.70/4.01

相关研究报告:

《东方航空-600115-2012年三季报点评: 营收增不一定是利好》——2012-10-31
 《东方航空-600115-2011年报点评: 票价提振乏力, 业绩小幅下滑》——2012-03-26
 《东方航空-600115-业绩超预期, 源于税率假设偏差》——2011-08-30
 《东方航空-600115-盈利同比略有改善, 横向对比仍处劣势》——2011-04-29
 《东方航空-600115-主业增盈80亿, 但世博需求无法持续》——2011-03-31

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

周期复苏, 东方燕来

● 供给紧张需求复苏, 民航有望迎来景气区间

目前国内疫情管控已经接近尾声, 春节大考全面胜利, 居民生产生活逐步回归正轨。疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情, 沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航供给投放相当谨慎, 客机数量增速几乎为零, 且2021年也无力快速扩张机队规模, 即便年内B737MAX复飞, 带来的冲击也相对有限。反观需求, 疫情影响毕竟是暂时的, 民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升, 历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线, 一旦国门全面开放, 宽体运力全面被消化, 民航中期景气可期。

● 立足上海拓展航线, 均衡发展不断扩张

东方航空是我国国有三大航空公司之一, 立足上海浦东、虹桥两大枢纽机场, 国内市场主要集中在北京及我国中南部市场, 国际及地区航线方面日韩泰及港澳台航线相对发达。近年来由于民航竞争加剧, 市场下沉等影响, 公司运价水平有所下滑, 叠加油价于2014-15年探底后显著反弹, 公司盈利能力受到拖累。相对而言, 公司利润率介于国航和南航之间, 略高于南航, 但低于国航。

● 改革排头兵, 引领行业潮流

公司是我国民航改革破局的排头兵, 15-16年先后引进达美和携程作为战略投资者全面铺开合作, 17年剥离东航物流专注客运主业, 20年创新推出“随心飞”产品刺激需求恢复, 引领业内潮流。未来东航明确要扭住供给侧结构性改革, 在需求端加快产品创新, 围绕飞机提供更丰富的产品, 围绕出行做强产业链周边, 围绕生活做大航空生态圈, 进一步提升公司业务丰度及长期经营质量。

● 投资建议

伴随着周期反转复苏, 民航运价改革的突破将锦上添花, 且前公司股价对应的PB估值处于历史底部区域, 回顾从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期, 每当存在强烈的景气预期时, 航空股表现往往相对强势。预计公司2020-2022年归母净利润分别为-110.6亿、3.6亿、77.7亿, EPS分别-0.67元、0.02元、0.47元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右, 给予“买入”评级及目标价7.05元, 目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	114,930	120,860	56,411	90,832	129,824
(+/-%)	13.0%	5.2%	-53.3%	61.0%	42.9%
净利润(百万元)	2709	3195	-11056	355	7771
(+/-%)	-57.4%	17.9%	-446%	103%	2091%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.20	-0.67	0.02	0.47
EBIT Margin	2.5%	2.7%	-34.1%	-2.2%	7.8%
净资产收益率(ROE)	4.9%	4.8%	-19.8%	0.6%	12.6%
市盈率(PE)	26.1	25.0	-7.2	225.3	10.3
EV/EBITDA	14.0	23.4	-32.2	36.6	14.9
市净率(PB)	1.27	1.20	1.43	1.43	1.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

核心观点	5
民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气.....	6
2020 年新冠疫情重击民航经营，大航股价整体明显跑输	6
供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气.....	7
当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气.....	12
依托上海市场区位优势，多点布局扩张版图	12
历史沿革及股权结构	12
依托上海核心市场，多点布局扩张版图	13
业务规模持续扩张，业绩呈现波动态势	17
革新快人一步，众多利好刺激业绩及股价回暖	21
革新快人一步，提升经营活力	21
转向高质量运行，运价改革有望促进收益显著改善.....	22
估值底部，景气周期促使贝塔回归	23
盈利预测及投资建议	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值.....	27
国信证券投资评级	28
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明.....	28

图表目录

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量.....	6
图 2: 2020 年各航司业绩预告情况.....	6
图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所反复.....	7
图 4: 民航月度客运量及同比增速.....	7
图 5: 航空运输指数明显跑输大盘.....	7
图 6: 三大航估价表现低迷.....	7
图 7: 民航运输飞机数量.....	8
图 8: 民航年度利润情况.....	8
图 9: 各航司机队数量(架)走势.....	9
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万).....	9
图 11: 各航司经营性现金流(亿).....	9
图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量(架).....	9
图 13: 全球各国疫苗接种比率(%).....	10
图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降.....	10
图 15: 民航 RPK 及同比增速.....	11
图 16: 美国民航业客运量.....	11
图 17: 我国人均乘机次数.....	11
图 18: 民航有望迎来中期景气.....	12
图 19: 东方航空股权结构.....	13
图 20: 三大航机队规模.....	14
图 21: 东航机队结构.....	14
图 22: 2019 冬春航季东航于大中型机场航班时刻量.....	14
图 23: 2019 冬春航季东航于各大中型机场的时刻份额.....	15
图 24: 东航国内航线网络.....	15
图 25: 东航国内线客公里收益.....	15
图 26: 东航国际线运力投放及同比增速.....	16
图 27: 东航国际线运投占比显著提升.....	16
图 28: 2019 冬春航季东航亚洲航线周班次量.....	16
图 29: 2019 冬春航季东航洲际航线周班次量.....	16
图 30: 东航国际航线客公里收益.....	17
图 31: 东航地区航线客公里收益.....	17
图 32: 东航 ASK 及同比增速.....	17
图 33: 东航 RPK 及同比增速.....	17
图 34: 东航旅客运输量及同比增速.....	18
图 35: 东航客座率及同比变动.....	18
图 36: 东航客公里收入走势.....	18
图 37: 东航营业收入及同比增速.....	18
图 38: 东航营业成本及同比增速.....	19
图 39: 东航营业成本构成.....	19
图 40: 东航单位 ASK 营业成本.....	19

图 41: 东航单位 ASK 非油成本.....	19
图 42: 东航历年费用率水平.....	20
图 43: 东航历年汇兑收益.....	20
图 44: 三大航其他收益 (亿元).....	20
图 45: 三大航归母净利润 (亿元).....	20
图 46: 三大航净利润率 (%).....	21
图 47: 三大航扣汇利润总额/营业收入比率.....	21
图 48: 东航与达美战略合作.....	22
图 49: 东航与携程战略合作.....	22
图 50: 东航剥离物流公司.....	22
图 51: 东航随心飞产品.....	22
图 52: 2017 年票价改革主要内容.....	23
图 53: 三大航 2016 年起股价表现.....	24
图 54: 三大航历史 PB 估值水平.....	24
图 55: 东航 PE 估值水平.....	25
表 1: 各航司 2021 年机队规划.....	10
表 2: 东方航空历史沿革.....	13

核心观点

目前国内重点人群已经全面接种疫苗，国内疫情全面控制已成定局，春节大考全面胜利，居民生产生活逐步回归正轨。疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且2021年也无力快速扩张机队规模，即便年内B737MAX复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

东方航空是我国国有三大航空公司之一，立足上海浦东、虹桥两大枢纽机场，国内市场主要集中于我国北京及中南部市场，国际及地区航线方面日韩泰及港澳台航线相对发达。近年来由于民航竞争加剧，市场下沉等影响，公司运价水平有所下滑，叠加油价于2014-15年探底后显著反弹，公司盈利能力受到拖累，2019年归母净利润31.95亿，同比提高17.9%，扣汇利润总额52.92亿，同比下降10.4%。相对而言，公司利润率介于国航和南航之间，略高于南航，但低于国航。

民航业是典型的周期性行业，在行业底部时期更加考验公司治理能力，作为国有航空公司，唯有苦修内功，不断改革破局，提升公司运营管理效率，方可实现长期更高质量的发展。公司是我国民航改革破局的排头兵，2015-2016年先后引进达美和携程作为战略投资者全面铺开合作，2017年剥离东航物流专注客运主业，2020年再度通过产品创新，推出“随心飞”产品刺激需求恢复，引领业内潮流。未来东航明确要扭住供给侧结构性改革，在需求端加快产品创新，围绕飞机提供更丰富的产品，围绕出行做强产业链周边，围绕生活做大航空生态圈，进一步提升公司业务丰度及长期经营质量。

伴随着周期反转复苏，民航运价改革的突破将锦上添花，且前公司股价对应的PB估值处于历史底部区域，回顾从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，届时大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能持续活跃。

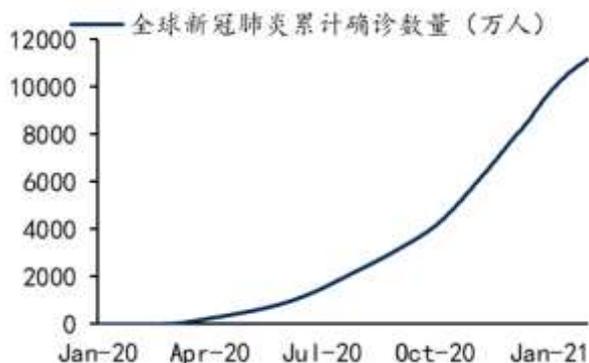
公司公布2020年业绩快报，全年归母净利润亏损98-125亿元。我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美金/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，暂不考虑增发，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-110.6亿、3.6亿、77.7亿，EPS分别-0.67元、0.02元、0.47元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右，给予“买入”评级及目标价7.05元，目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气

2020年新冠疫情重击民航经营，大航股价整体明显跑输

2020年新冠肺炎席卷全球，至2021年2月20日，全球累计确诊人数已经突破一亿一千万人次。疫情扰动下出行板块大幅受损，民航业首当其冲，全球范围内航空公司受到显著冲击，业绩整体亏损，股价表现低迷。2020年我国民航业同样损失惨重，业绩预告显示，六大上市干线航司合计亏损约一千亿。

图 1：全球新冠肺炎累计确诊数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

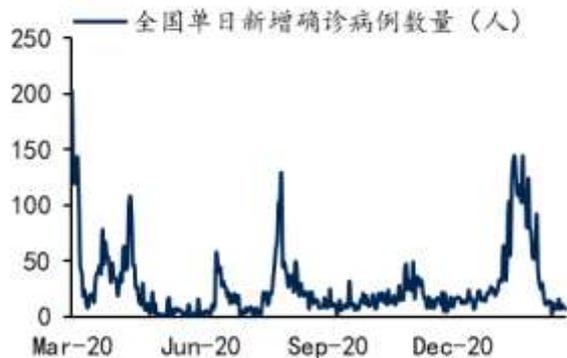
图 2：2020年各航司业绩预告情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

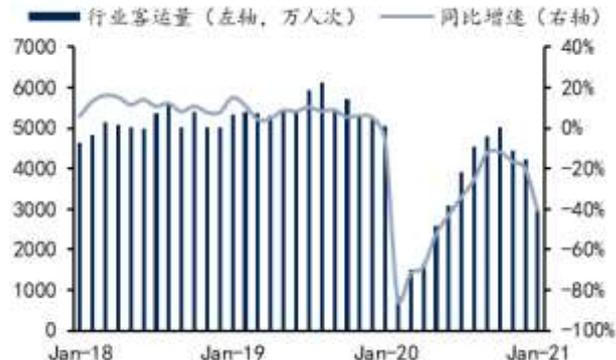
步入冬季后，境外输入压力加大，全国各地散发疫情，2020年11-12月民航客流再度承压，11月民航客流同比降幅16.3%，降幅环比10月扩大4.6pct，12月降幅进一步扩大至19.8%。在局地疫情反复，疫苗并未全面接种的现实下，春运防疫压力较大，全国范围倡导就地过年，民航春运蒙上阴霾，1月客流量相比2020年下降四成，春节7天旅客发送量357.4万人次，比2019年同期下降71.7%。

图 3: 冬季以来全国新增确诊数量有所反复



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

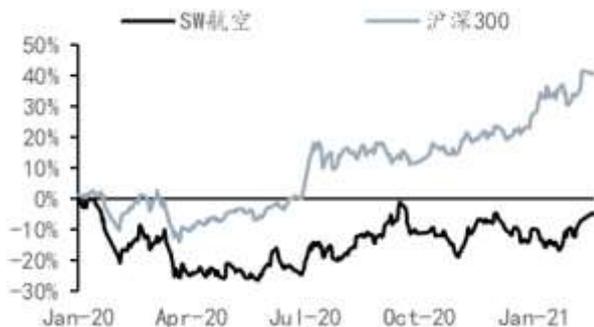
图 4: 民航月度客运量及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

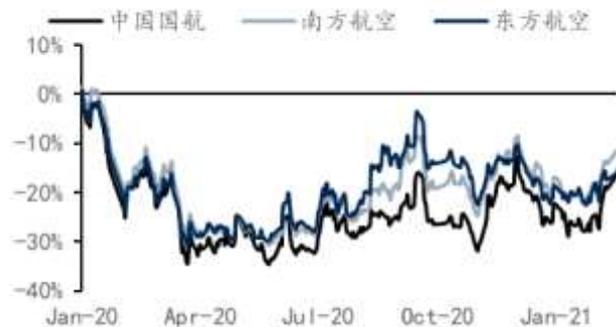
受疫情拖累, 2020 年初至 2021 年 2 月 19 日申万航空指数累计下跌 5.0%, 沪深 300 指数则累计上涨 41.1%, 航空指数显著跑输大盘, 为人称道的贝塔属性被显著压制, 尤其是宽体机运力回流难度较大的三大航, 股价低迷, 国航、南航、东航跌幅分别为 14.9%、11.6%、15.2%。

图 5: 航空运输指数明显跑输大盘



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 三大航估价表现低迷



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新冠疫情对民航的影响仍在持续, 但当前是民航景气度的底部区间, 综合对供给及分析的研判, 伴随着国内外疫苗的有序接种, 我们认为民航有望在疫情逐步消退后迎来中期景气, 航空股尤其是大航的贝塔属性有望回归, 重新获得市场关注。

供给紧张需求有望复苏, 民航将迎来中期景气

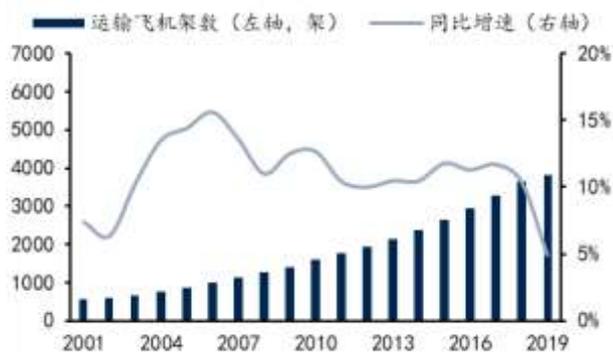
对于民航市场而言, 2021 年静态看依然是压力较大的一年, 但复苏方向已定, 疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情, 沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创, 整体亏损, 航空公司经营压力巨大的背景下, 供给投放相当谨慎, 客机数量增速几乎为零, 且 2021 年也无快速扩张机队规模, 即便年内 B737MAX 复飞, 带来的冲击也相对有限。反观需求,

疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力

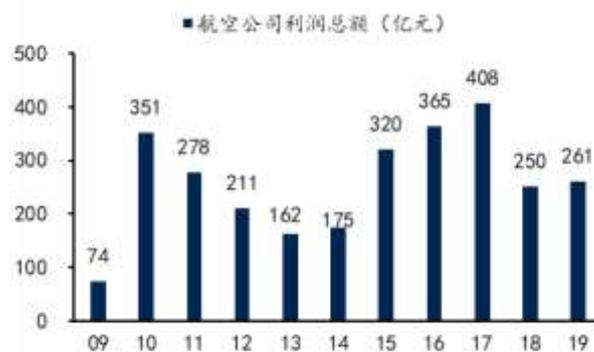
2008 年金融危机过后，我国航空公司迎来大面积重组，集中度得到全面提升，2009 年-2019 年民航业迎来了连续十一年盈利的黄金发展期，各航空公司通过内生增长，外部融资等手段扩张机队规模，全民航运输飞机数量从 2010 年的 1597 架增长至 2019 年的 3818 架，年化增速 10.2%。

图 7: 民航运输飞机数量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

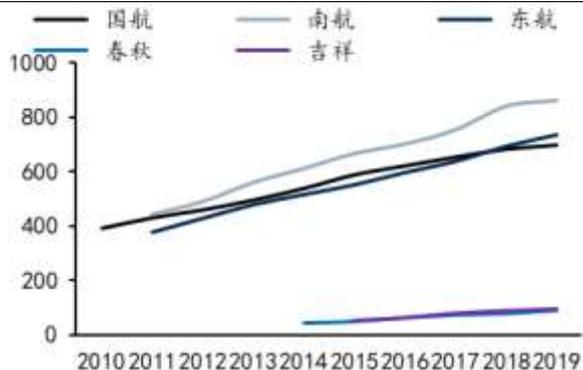
图 8: 民航年度利润情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

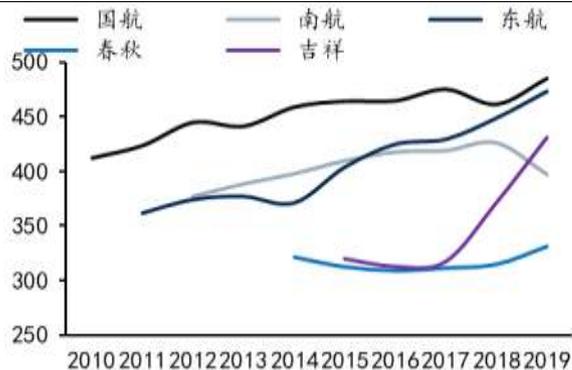
航空公司引进飞机需要消耗大量资金，其或使用自身经营产生的资金，或使用融资募集的资金。考虑到 2019 年三大航经营租赁并表，融资租赁飞机资产从固定资产中被重新划分至使用权资产，因此我们以 2010-2018 年相关数据进行分析。2010 年-2018 年国航飞机总量由 393 架提高至 684 架，其中自购+融资租赁飞机数量从 268 架提高至 480 架，单架入表飞机对应固定资产的原值长期维持在 4.5 亿元附近，东航及南航相关数据与国航类似，春秋及 2018 年以前的吉祥机队规模相对单一，均为窄体机，单机固定资产金额约为 3.1 元。由此可见，航空公司引进飞机消耗的资金体量庞大。

图 9: 各航司机队数量 (架) 走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

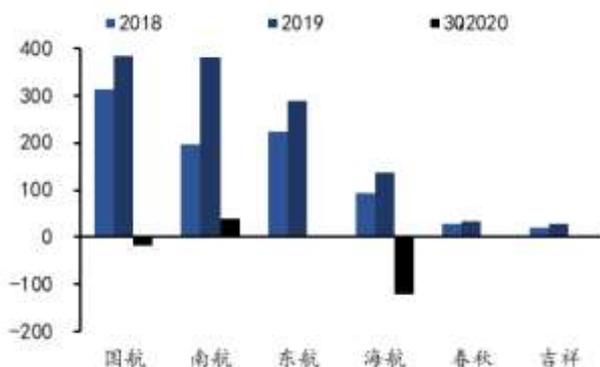
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值 (百万)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

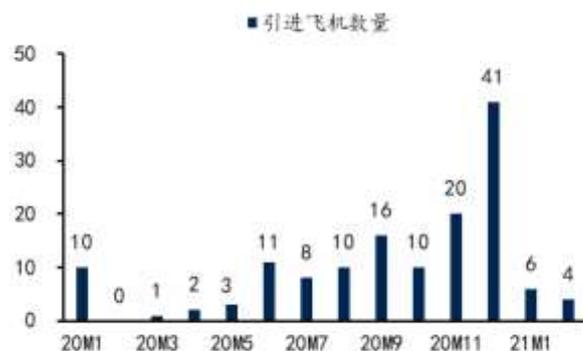
引进飞机对应的庞大资金消耗依靠的是航空公司内生造血及外部融资。2020 年疫情下民航损失惨重, 各航司均录得显著亏损, 各航司经营性现金流整体压力较大。经营压力下航空公司显著收紧运力投放, 民航运力引进几乎停滞, 全年引进飞机数量仅 132 架, 2021 年, 截至 2 月 20 日, 引进客机数量仅为 9 架。考虑到 2020 年全年上市航司退出 63 架客机, 相比于 2019 年底, 当前的运力的绝对增量十分有限。

图 11: 各航司经营性现金流 (亿)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量 (架)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 2021 年 1 月数据截至 2021 年 2 月 20 日

目前全球疫情仍未平息, 国门仍未开放, 国内需求则因疫情散发重回低谷, 一季度民航大概率再度全面亏损。即便后续二三季度市场逐步复苏, 但年内国门全面开放仍存在高度不确定性, 海外运力回流及 B737MAX 潜在的复飞可能性带来的供给压力犹存, 因此我们认为静态看 2021 年民航经营压力依然较大。

阶段性的行业低谷有望冷却经营压力较大的航空公司的扩张冲动, 如南航在 2021 年度工作会议已经明确表示从重速度向重质量转变, 长期提升盈利能力, 国航、东航也在年度工作会议上强调高质量发展的愿景, 海航系公司更是因破产重整而扩张全面停滞。同样, 短期各航司运力引进计划也显著压低, 三大航 2021 年飞机扩张速度平均不足 5%, 春秋吉祥也仅为 10% 左右, 整体增速仅为 5.1%, 叠加海航系熄火, 2021 年民航机队扩张仍将维持较低速度, 即便

B737MAX 复飞，也难以回到 2015-2019 年 9.6% 的年化机队增速水平。

表 1: 各航司 2021 年机队规划

	2020 年末机队	2021 引进	2021 退出	净增	增速
国航	708	57	2	55	7.8%
南航	867	30	8	22	2.5%
东航	725	39	9	30	4.1%
春秋	102	10	0	10	9.8%
吉祥	92	14	3	11	12.0%
合计	2494 (占比约 65%)	150	22	128	5.1%

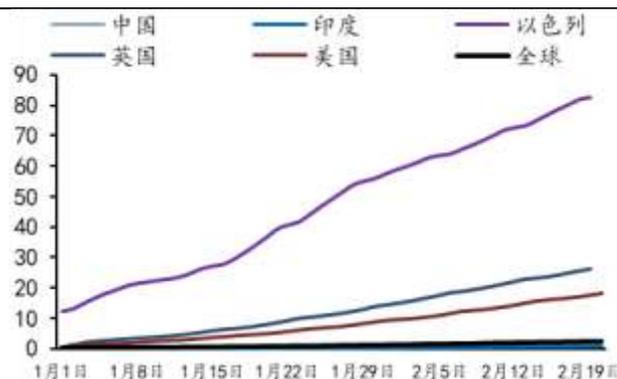
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

民航需求增长具备高度韧性，看好疫情消退后的强复苏

新冠疫苗研制成功后已经在全球范围内展开接种。截至 2021 年 2 月 20 日，部分中小国家疫苗接种率已经达到相当高的水平，如以色列疫苗接种比率已经达到 82.4%，发达国家如英国、美国疫苗接种率也已经在 20% 左右。伴随着疫苗接种，新增确诊病例数逐步下降。虽然当前全球疫苗接种率仍不足 3%，我国也仅为 2.82%，但目前部分城市普通民众已经可以预约接种疫苗，我们认为疫苗量产全面接种只是时间问题。

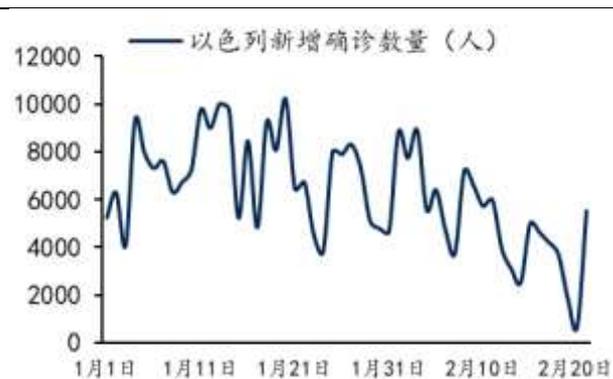
2020 年二三季度国内疫情管控良好，需求迅速复苏，9 月民航国内线客流量已经恢复至和 2019 年同期接近持平的水平，即便冬季疫情再度反弹客流下降，但随着全球范围内接种率逐步提高，我们认为人类终将基本控制乃至彻底战胜疫情。2021 年 2 月 22 日全国中高风险地区再度清零，伴随着春运接近尾声，全国经济回归常态，复产复工启动促使民航客流逐步回升，两会后公商务客流全面恢复，民航国内市场有望持续向好。

图 13: 全球各国疫苗接种比率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

回顾我国历史上民航客运量遭受事件性冲击的两个年份，2003 年及 2008 年外部冲击消退后的民航需求恢复情况。2003 年非典疫情历时半年便基本消退，当年民航 RPK 同比下降 0.4%，但 2004 年同比提高 41.1%，2004 年相比 2002 年增长 40.5%，两年年化增速 18.5%，甚至略高于 2001-2005 年的五年年均 16.1% 的需求增速。

2008 年全球金融危机肆虐,我国民航也受到大幅冲击,全年 RPK 仅增长 3.3%,而随着经济逐步恢复,至 2010 年 RPK 相比 2008 年增长 40.1%,2007-2010 年三年年化增速 13.1%,仅略低于 2006-2010 年 14.6%的年化增速,高于 2011-2015 年 12.5%的年化增速。由此可见,当外部变量冲击逐步消退后,民航需求终将恢复至自然增长曲线。

图 15: 民航 RPK 及同比增速



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

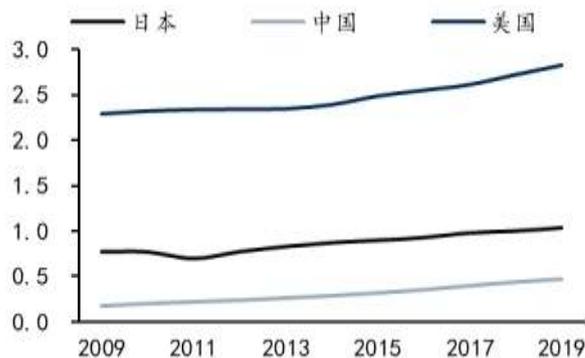
美国民航业的经验也表明,需求受到外部环境冲击后,能够较快的恢复至外部冲击前的水平。2001 年美国 911 事件后,民航需求明显下降,但拉长时间轴,其也不过是需求漫漫上行之路上的一段插曲。民航需求增长本质上还是依托国家宏观经济增长下居民收入的不断提升,我国目前人均乘机次数相比于发达国家仍有较大差距,疫情冲击的扰动不会磨灭民航需求的增长趋势,预计后续需求将持续向好。

图 16: 美国民航业客运量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 我国人均乘机次数

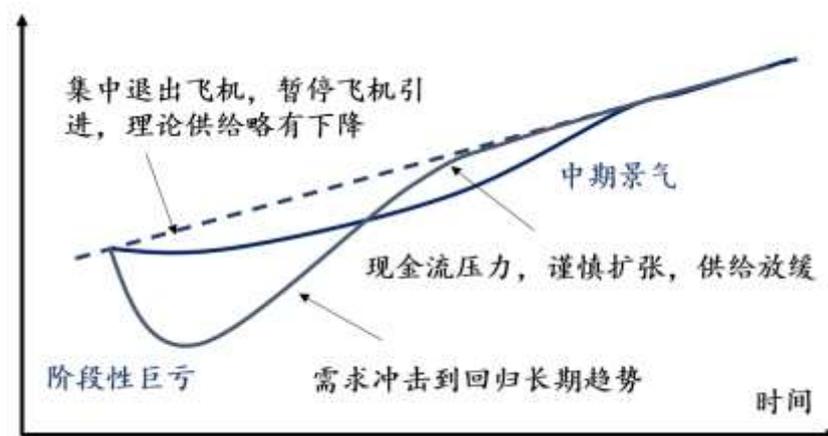


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气

事实上，在 2008 年金融危机后民航全面重组后迎来全新周期，成就民航黄金十年，但我们必须看到自从 2011 年运价触及高点后，由于竞争激烈，市场下沉，高铁分流等因素影响，运价整体呈单边下跌趋势。2013 年民航便已出现扣汇盈利不佳的局面，但后续因油价下跌，盈利能力在 2015-2016 年迎来小阳春，此后民航时刻收紧、票价改革，亦只是放缓了运价下行的趋势。本轮疫情提前促成周期探底，而综合供需分析，我们认为随着疫情的逐步消退，需求终将企稳复苏，而由于机队引进的显著降速，供给阶段性不足，一旦国门全面开放，宽体机运力得以消化，民航有望迎来周期反转，中期景气可期。

图 18: 民航有望迎来中期景气



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

依托上海市场区位优势，多点布局扩张版图

历史沿革及股权结构

1988 年民航“政企分离”，民航上海管理局分设组建东方航空公司。1994 年东航集团公司分立，改组股份公司。1997 年东方航空股份公司实现上交所、纽交所、香港联交所三地上市，此后重组西北航空、云南航空、南京航空，参股成立东航武汉，合并上海航空，加入天合联盟。近年通过非公开发行积极引入携程、达美等战略投资者，完成与吉祥航空交叉持股，并剥离货运业务专注客运发展。2020 年东航开展集团层面混改，同时设立一二三航空，支持国产飞机运营。

股权结构方面，东航集团为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。此外，公司多次引入战略投资者，吉祥航空及其关联方合计持有公司 10.23% 的股权，达美航空、携程等企业对公司的持股比例也超过 2.5%。参股及控股公司

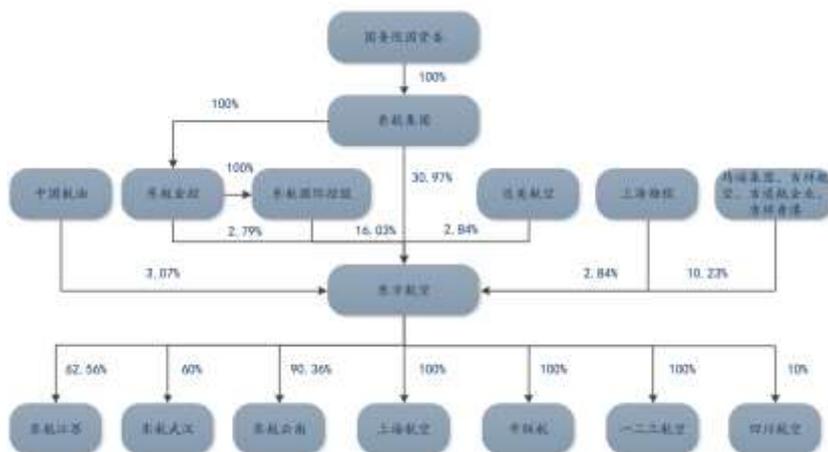
方面，公司全资持有上海航空、中联航、一二三航空，控股股东航云南、东航武汉及东航江苏公司，参股四川航空。

表 2: 东方航空历史沿革

时间	事件
1988 年	民航“政企分离”管理体制改革方案制定，民航上海管理局分设，东方航空公司组建成立。
1993 年	东方航空集团公司成立。
1994 年	国有资产管理局同意东方航空（集团）公司实行分立，将从事航空运输的东航上海总部、安徽分公司、江西分公司、山东分公司的全部资产及中国东方航空江苏有限公司 55% 的产权纳入股份制改组范围，改组设立股份公司。
1995 年	东方航空股份公司正式设立。
1997 年	东方航空实现上交所，纽交所，香港联交所三地上市。
2002 年	东方航空与中国西北航空公司、云南航空公司联合重组。东航集团与武汉航空合资设立东航武汉。
2004 年	东航江苏与南京航空联合重组成为新东航江苏有限公司、上海航空收购中联航。
2010 年	东航换股合并上海航空，间接获得中联航。
2011 年	加入天合联盟。
2015 年	非公开发行 H 股，引入战略投资者达美航空。
2016 年	非公开发行 A 股，引入战略投资者携程。
2016 年	剥离东航物流。
2019 年	非公开发行，完成与吉祥航空交叉持股。
2020 年	设立一二三航空，运营国产飞机
2020 年	集团层面混改，拟引入中国人寿、中国旅游集团等战略投资者。

资料来源：发改委网站、公司公告

图 19: 东方航空股权结构

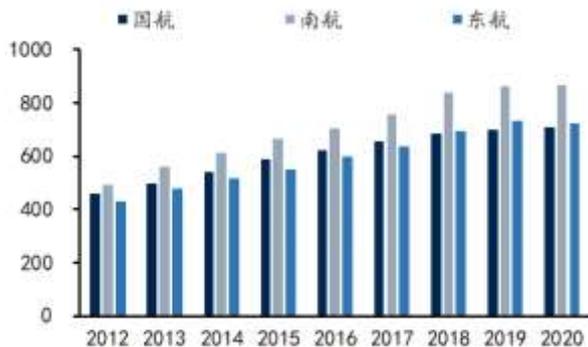


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

依托上海核心市场，多点布局扩张版图

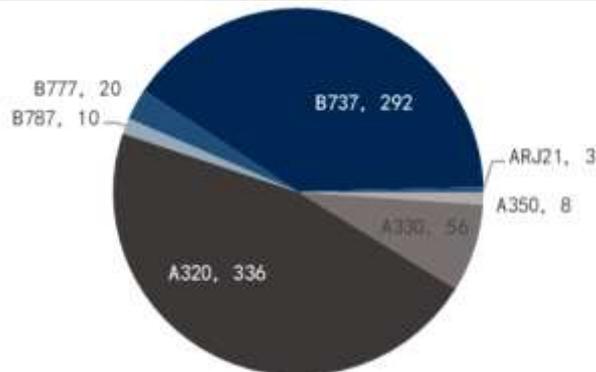
2008 年金融危机后东方航空合并上航，浴火重生，此后保持着相对稳健的扩张速度。截至 2020 年底，东航机队规模达到 725 架，在国有三大航中位列第二位。东航的机队结构目前已经相对精简，2020 年底宽体机数量为 94 架，其中 B777 系列机型 20 架、B787 系列机型 10 架、A350 系列机型 8 架、A330 系列机型 57 架；窄体机为 628 架，均为 B737、A320 系列机型，此外，公司新增支线飞机 3 架，为国产 ARJ 系列机型。

图 20: 三大航机队规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

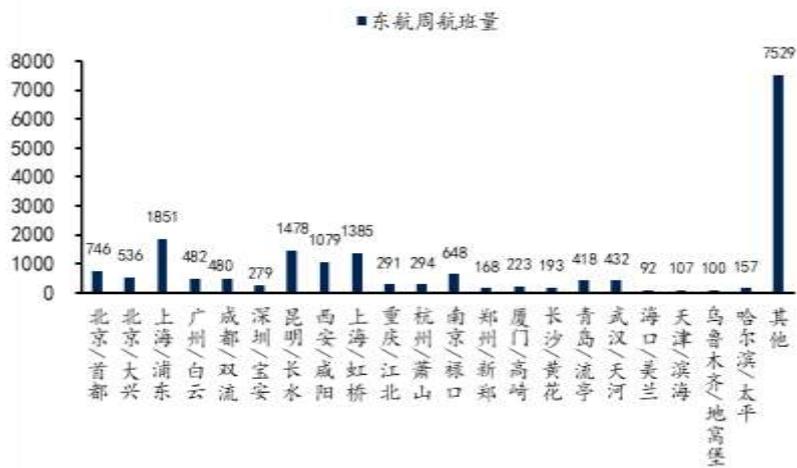
图 21: 东航机队结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司以上海浦东、虹桥机场为核心基地，扩张云南、重庆、陕西等市场，在我国中南地区形成了较为密集的航线网络。公司于上海虹浦两场具备市场份额的显著优势，2019 年冬春航季公司于虹浦两场航班量合计达到 3236 班，于上海市场的份额为 40.7%，此外，头部机场中公司在昆明、西安具备资源优势，在北京、青岛、武汉、太原、兰州等地亦有较多的运力布局。

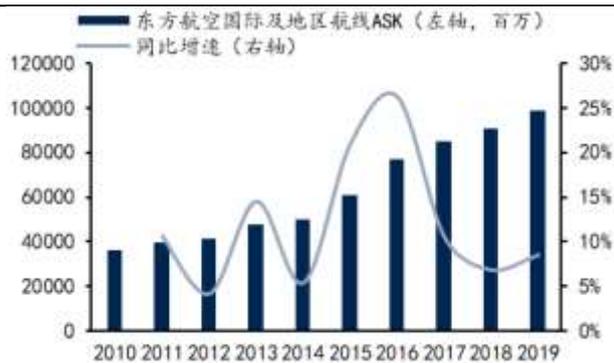
图 22: 2019 冬春航季东航于大中型机场航班时刻量



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

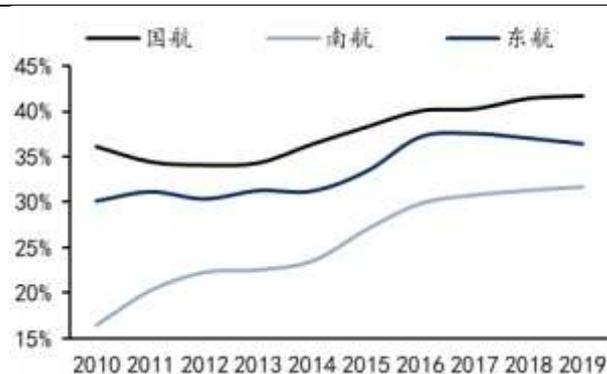
每周 110 班，其次为澳大利亚航线的每周 100 班，其余运力主要投放于北美及欧洲航线。

图 26: 东航国际线运力投放及同比增速



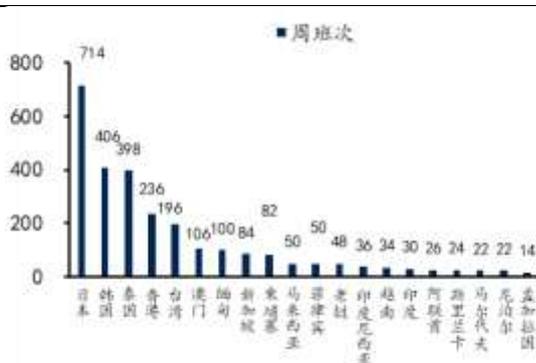
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 东航国际线运投占比显著提升



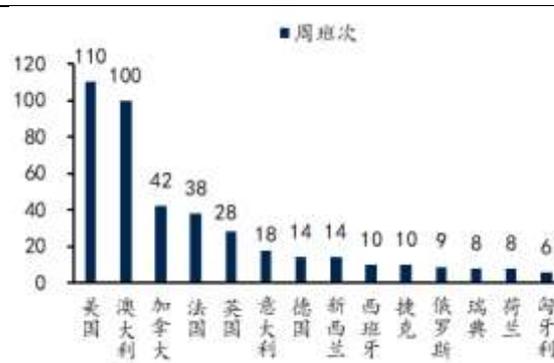
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 2019 冬春航季东航亚洲航线周班次量



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

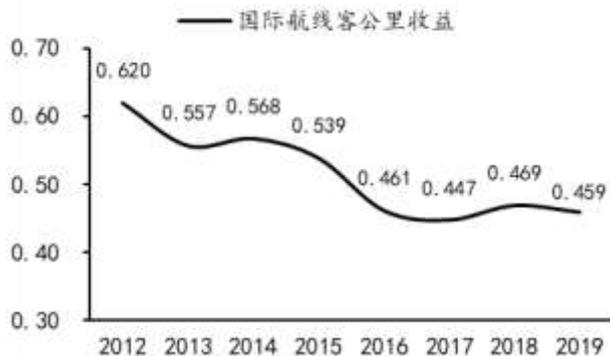
图 29: 2019 冬春航季东航洲际航线周班次量



资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

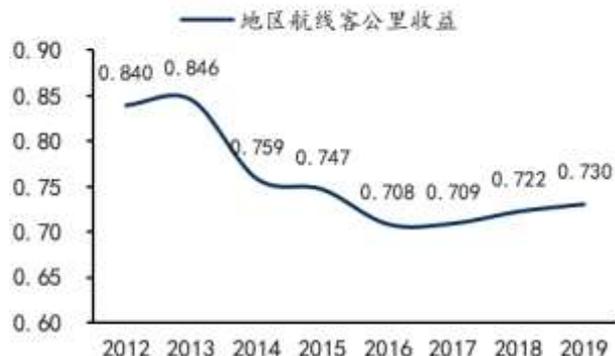
公司国际及地区航线主要投放于日韩泰及港澳台市场，由于日韩泰市场需求波动、各公司增投运力导致市场竞争加剧等因素影响，公司国际航线运价整体呈现下降态势，2019 年客公里收益为 0.459 元，同比下降 2.1%，地区航线运价相对平稳，2019 年客公里收益为 0.730 元，同比小幅提升 1.1%。

图 30: 东航国际航线客公里收益



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 东航地区航线客公里收益



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业务规模持续扩张, 业绩呈现波动态势

业务量持续攀升, 收入规模持续增长

公司自完成重组后保持着相对平稳的扩张速度, 2010-2019 年运力增速保持在 10%左右, 业务量增速略高于运力投放增速, 客座率整体有所提升。2019 年公司 ASK2703 亿, 同比增长 10.4%, RPK2218 亿, 同比增长 10.1%, 客座率 82.06%, 同比微降 0.23pct。2020 年因新冠肺炎冲击民航需求, 公司业务量显著下滑, ASK1521 亿, 同比下降 43.7%, RPK1073 亿, 同比下降 51.6%, 客座率 70.56%, 同比下降 11.5pct。

图 32: 东航 ASK 及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 东航 RPK 及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 东航旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

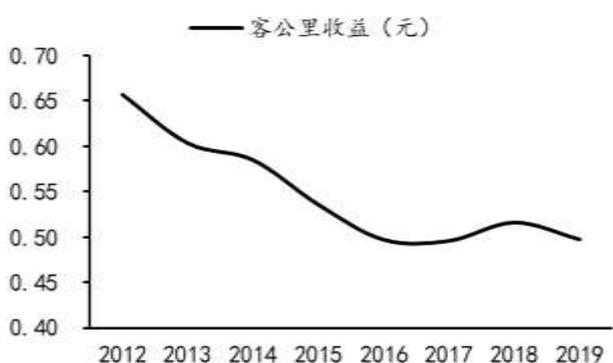
图 35: 东航客座率及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

由于民航市场逐步下沉，且面临着高铁分流等竞争压力，公司近年运价整体有所下降，2019年为0.4973元，同比下降3.6%，但由于业务量持续增长，公司营业收入达到1209亿，同比提高5.2%

图 36: 东航客公里收入走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 37: 东航营业收入及同比增速

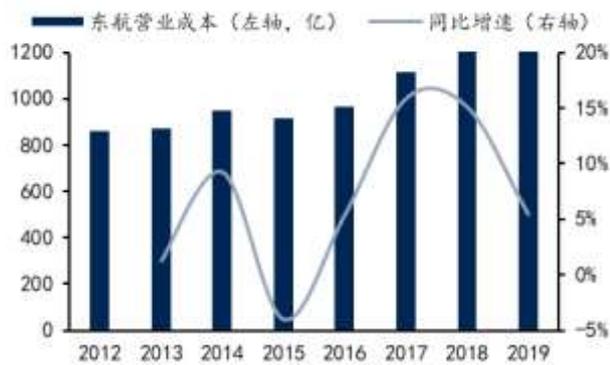


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

成本随业务量逐步上升，单位成本节约成效明显

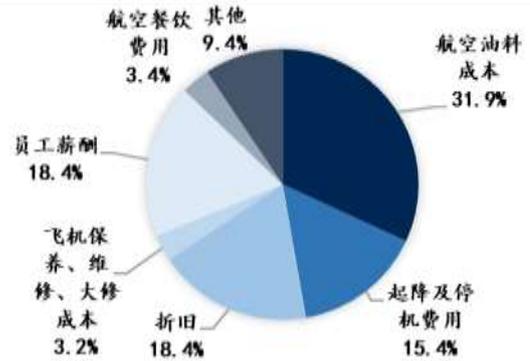
成本方面，民航业固定成本占比较高，随着机队规模扩张，运力投放量提升，业务规模增长拉动收入不断上升的同时，成本同样水涨船高，且航空公司成本端构成相对接近，最大成本项一般为航油成本，其次为折旧成本及员工薪酬成本、起降费成本。2019年公司营业成本为1357亿，同比上升5.5%，其中航油成本341.9亿，折旧、职工薪酬、起降费分别为197.04亿、197.42亿、164.57亿，分别占营业成本的31.9%、18.4%、18.4%、15.4%。在行业及公司运价水平整体承压的背景下，公司努力节约成本修复盈利能力，并凸显成效，2019年公司单位ASK营业成本为0.3967元，同比下降5.2%，单位ASK非油营业成本为0.2701元，同比下降3.8%。

图 38: 东航营业成本及同比增速



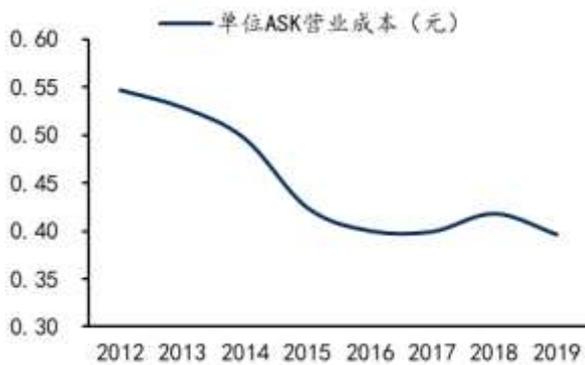
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 39: 东航营业成本构成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 东航单位 ASK 营业成本



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 41: 东航单位 ASK 非油成本

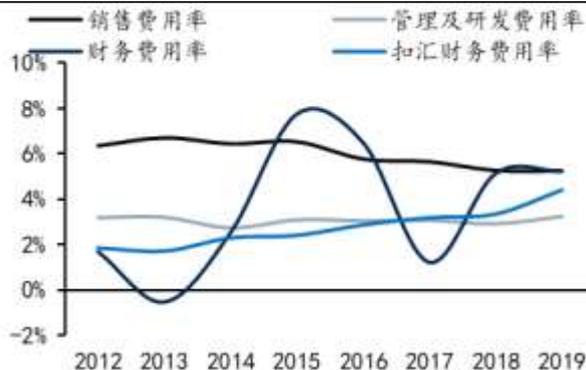


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

费用整体逐步优化，补贴收入提升，业绩有所波动

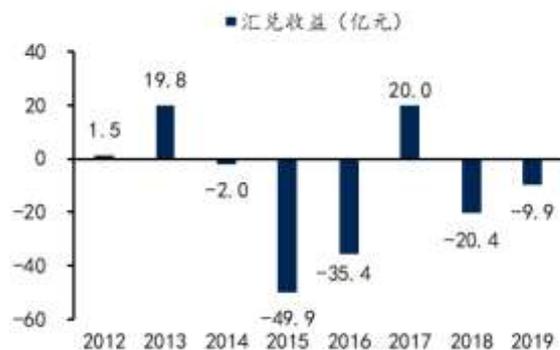
费用方面，公司持续推进提直降代，销售费用率逐年下降，2019年公司销售费用率5.25%，同比微降0.02pct；管理及研发费用方面，公司管理及研发费用率相对平稳，长期维持在3%左右，2019年为3.26%，同比提高0.34pct；财务费用方面，由于经营性租赁资产并表导致财务费用中利息支出显著提升，2019年公司财务费用率5.24%，其中扣汇兑损益后的财务费用率为4.42%，同比提高1.05pct。

图 42: 东航历年费用率水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

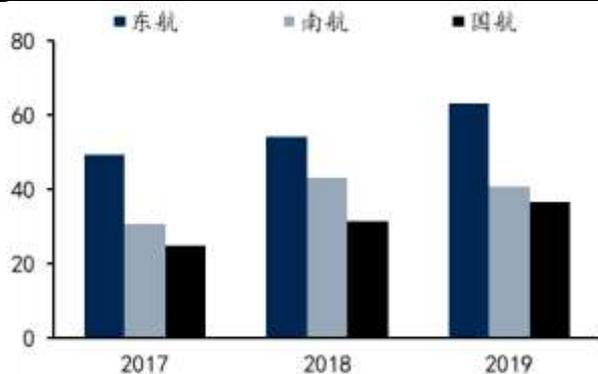
图 43: 东航历年汇兑收益



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

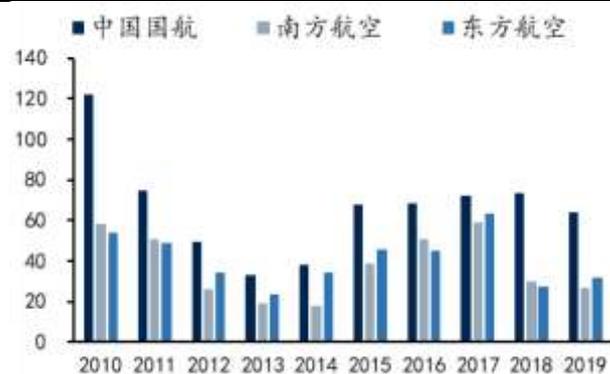
补贴方面, 由于民航市场持续下沉, 公司补贴收入持续增加, 2019 年公司其他收益 63.24 亿, 同比提高 8.94 亿。综合来看, 由于民航市场下沉, 竞争加剧等因素影响下, 公司收益品质有所下降, 即便成本虽有节约, 但业绩表现仍相对一般, 2019 年归母净利润 31.95 亿, 同比提高 17.9%, 扣汇利润总额 52.92 亿, 同比下降 10.4%。相对而言, 公司利润率介于国航和南航之间, 略高于南航, 但低于国航。

图 44: 三大航其他收益 (亿元)



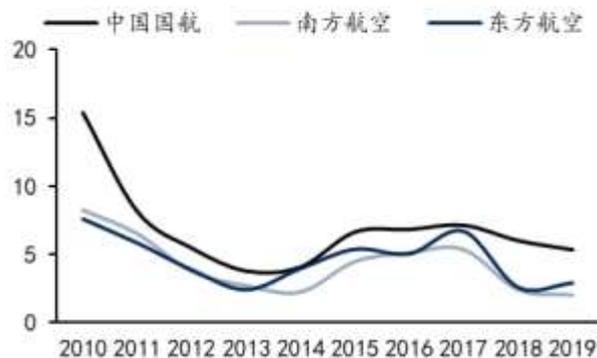
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 45: 三大航归母净利润 (亿元)



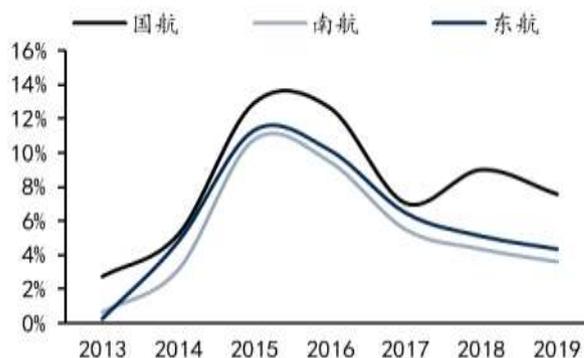
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 46: 三大航净利润率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 47: 三大航扣汇利润总额/营业收入比率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

革新快人一步，众多利好刺激业绩及股价回暖

革新快人一步，提升经营活力

民航业是典型的周期性行业，在行业底部时期更加考验公司治理能力，作为国有航空公司，唯有苦修内功，不断改革破局，提升公司运营管理效率，方可实现长期更高质量的发展。2015年9月14日《国务院关于深化国有企业改革的指导意见》提出了国企改革的“顶层设计”，明确在2020年国企改革重要领域和关键环节取得决定性成果，混合所有制经济取得积极进展的目标。2016年底中央经济工作会议明确指出在民航领域开展混合所有制改革试点工作。东航是我国国有三大航之一，在民航深化改革过程中持续担当了排头兵的角色。

股权混改方面，2015年7月，达美航空以34.89亿港元认购东方航空非公开发行的4.66亿股H股，目前持股占比达到2.84%。达美航空是美国三大航空公司之一，与东航同处于世界三大航空联盟之一的天合联盟。在参与增发的同时，达美与东航签署了有效期为15年的协议，双方将在代码共享、舱位管理、时刻协调、销售合作、机场设施共享、常旅客计划、贵宾室及系统投资、人员交流等领域开展深入合作。2016年东航增发A股，携程通过上海励程认购4.66亿股，目前持股占比达到2.84%。在参与增发的同时，携程与东航在业务合作、股权合作、资本市场合作三方面达成战略合作框架协议，拟促成长期发展。此外，东航集团层面在2020年也提出混改方案，拟引入中国人寿、中国旅游集团等战略投资者，进一步深化改革。

图 48: 东航与达美战略合作



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 49: 东航与携程战略合作



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业务层面, 2017 年东航剥离东航物流, 专注客运, 东航物流剥离至东航集团东航产投后完成进一步混改, 目前拟独立上市。疫情之下, 公司于 2020 年 6 月率先推出随心飞产品, 购买东航周末随心飞产品的旅客可在 2020 年任意周末畅飞国内任意航线, 不但在一定程度上修复了受疫情冲击严重的现金流, 也一度引领了市场潮流, 各航空公司纷纷效仿, 推出众多类似产品, 为疫情之下民航市场破冰开辟了一条新的道路, 持续提升经营活力及抗风险冲击能力。

2021 年东航年度工作会议上, 东航明确要扭住供给侧结构性改革, 在需求端加快产品创新, 围绕飞机提供更丰富的产品, 围绕出行做强产业链周边, 围绕生活做大航空生态圈, 进一步提升公司业务丰度及长期经营质量。

图 50: 东航剥离物流公司



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 51: 东航随心飞产品



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

转向高质量运行, 运价改革有望促进收益显著改善

前面提到, 综合供需判断我们认为当前航空行业处于周期谷底, 未来随着需求复苏有望迎来中期景气。本轮景气区间具备一个较大不同, 即民航已逐步放开运价管制。2017 年底民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》, 有 5 家以上 (含 5 家) 航空运输企业参与运营的国内航线,

国内旅客运价实行市场调节价，新增放开 306 条市场化航线，每个航季各航空公司可调整的航线数量为本企业上航季运营实行市场调节航线总数的 15%，每条航线每航季无折扣票价上浮累计不超 10%，此后，2020 年底进一步放宽运价市场化条件，提高市场化航线数量，未来完全放开市场化是大势所趋。目前大部分公商务航线已经具备理论提价空间，一旦景气周期重现，运价弹性相比过去将有明显提升。

行业竞争加剧导致公司收益品质下滑，疫情冲击下公司也在积极转变经营策略。进入“十四五”，东航将进一步优化产业布局，实现高质量发展，量化来看，东航 2019 年国内线客运收入为 727.2 亿，如运价水平提高 1%，则税前利润提高 7.3 亿，对应当期税前利润的弹性为 20.9%。

图 52：2017 年票价改革主要内容

放开航线范围扩大	放开航线数量增加
<ul style="list-style-type: none"> 原：主要为相邻省份间航线，800 公里以下航线，与高铁直接竞争的航线。 现：有五个以上（含五个）承运人共同运营的航线，包括公商务干线。 	<ul style="list-style-type: none"> 原：724 条 现：新增 306 条至 1030 条，核心公商务线均包含在内。
航空公司可选航线数量增多	单航季放开幅度不变
<ul style="list-style-type: none"> 原：每个航空公司每个航季在市场航线目录中最多可选择 10 条航线上调无折扣票价。 现：每个航空公司每个航季可上调经济舱无折扣票价的航线数量不超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条最多可调整 10 条）。 	<ul style="list-style-type: none"> 每条航线每个航季无折扣公布运价上调幅度累计不超过 10%。

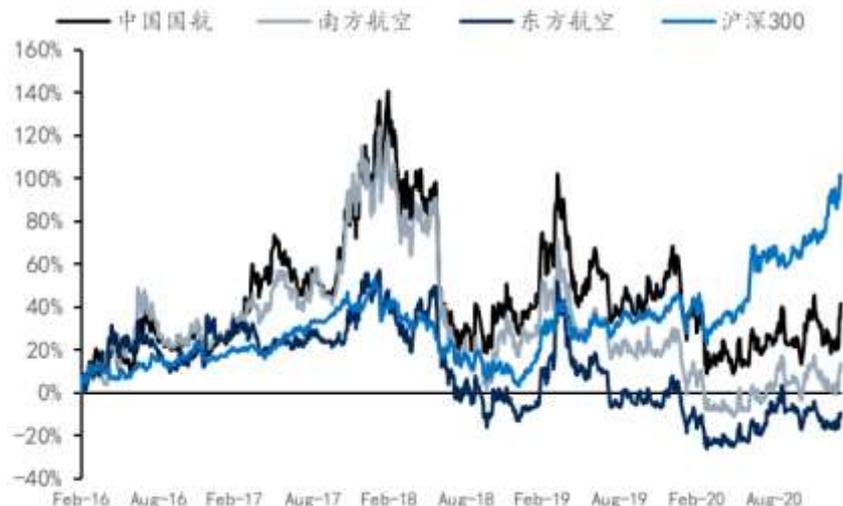
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

估值底部，景气周期促使贝塔回归

2020 年疫情影响下，公司股价表现低迷，但当前公司 PB 估值水平仍处于历史底部区域，我们认为其进一步向下的空间不大。回顾 2016 年初至今的航空股尤其是三大航的走势，其已经经历了两轮大幅上涨下跌的周期。第一轮周期为 2016 年 2 月 29 日至 2018 年 2 月 5 日，国航、南航、东航区间涨幅分别达到 135.8%、123.5%、56.8%，其中上涨斜率最大的时段位于 2017 年底至 2018 年初，此部分时期为民航控总量调结构及运价改革预期及落地阶段，而此后航空股运价预期并未兑现，叠加 2018 年油、汇、市场环境三条，股价基本回归起点。

2019 年初 B737MAX 停飞带来供给削减运价提升的预期，三大航股价自 2018 年底市场见底后迅速回升，上涨斜率最大的阶段依然为 2019 年 3 月 11 日 B737MAX 被民航局停飞后的近一个月时间，3 月 11 日至 4 月 4 日三大航平均涨幅约为 30%，相比于沪深 300 指数超额收益接近 20%。此后，即便民航供给投放逐步降速，但运价提升迟迟未能兑现，2020 年初新冠肺炎冲击民航基本面，股价再度回归原点。

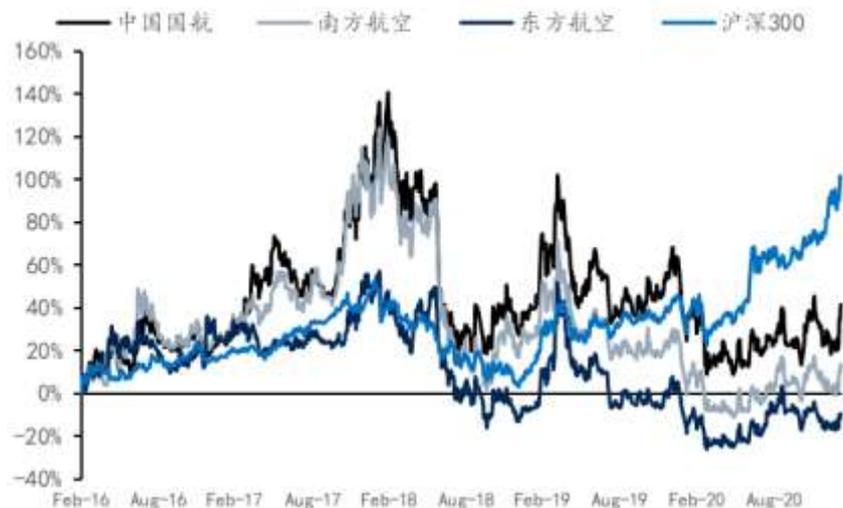
图 53: 三大航 2016 年起股价表现



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

从 2016 年后三大航两轮显著的涨跌周期中我们可以看到，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021 年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，届时大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能将持续活跃。

图 54: 三大航历史 PB 估值水平

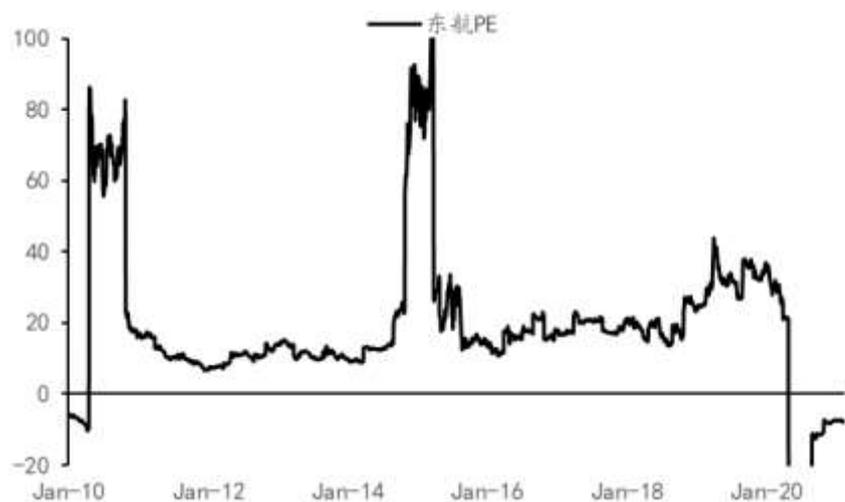


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

2021年1月底公司公布2020年业绩快报,全年归母净利润亏损98-125亿元。我们认为疫情冲击终将消退,民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复,2022年起国内运价明显回升,基于油价55-60美金/桶,美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础,暂不考虑增发,预计公司2020-2022年归母净利润分别为-110.6亿、3.6亿、77.7亿,EPS分别-0.67元、0.02元、0.47元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右,给予“买入”评级及目标价7.05元,目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

图 55: 东航 PE 估值水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济下滑超预期: 民航需求与宏观经济景气度高度挂钩,如宏观经济下滑速度超预期,这民航需求将受到显著影响,影响公司业绩表现。

疫情持续时间超预期: 疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度,如疫情持续超预期,这国际线恢复速度将明显慢于预期,不利于航空公司消化业绩,影响业绩表现。

油价大幅上涨: 航空公司航油成本支出较大,如果油价因种种因素出现上涨,将对航空公司成本端带来压力,拖累业绩。

汇率贬值：2019 年实际汇兑敏感性为 6.01 亿，即人民币兑美元每贬值 1%，公司录得汇兑损失 6.01 亿元，因此美元兑人民币汇率波动同样会导致业绩波动。

安全事故：航空公司安全至上，一旦发生安全事故，将对公司的客源产生重大影响，导致出现经营危机。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1356	3500	4800	5200	营业收入	120860	56411	90832	129824
应收款项	7571	5409	7466	8892	营业成本	107200	68201	83376	108140
存货净额	2407	1924	2006	2402	营业税金及附加	307	141	227	325
其他流动资产	8259	5077	7267	9088	销售费用	6348	3804	5120	6656
流动资产合计	19743	16150	21790	25985	管理费用	3784	3518	4146	4601
固定资产	115703	115906	117555	128526	财务费用	6332	2887	4333	6092
无形资产及其他	1771	1700	1629	1558	投资收益	368	31	115	230
投资性房地产	143115	143115	143115	143115	资产减值及公允价值变动	29	30	35	31
长期股权投资	2604	2704	2784	2884	其他收入	6178	0	0	0
资产总计	282936	279575	286873	302068	营业利润	3464	(22079)	(6220)	4272
短期借款及交易性金融负债	23301	38511	36647	34493	营业外净收支	838	6364	6730	7458
应付款项	12879	10420	12036	13877	利润总额	4302	(15715)	510	11730
其他流动负债	42183	32883	37085	43436	所得税费用	819	(3902)	128	2932
流动负债合计	78363	81815	85769	91805	少数股东损益	288	(757)	28	1026
长期借款及应付债券	26604	26604	26604	26604	归属于母公司净利润	3195	(11056)	355	7771
其他长期负债	107572	112572	115572	118572					
长期负债合计	134176	139176	142176	145176					
负债合计	212539	220991	227945	236981					
少数股东权益	3632	2875	2900	3619					
股东权益	66765	55709	56029	61468					
负债和股东权益总计	282936	279575	286873	302068					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3195	(11056)	355	7771
资产减值准备	(314)	(0)	0	0
折旧摊销	9281	9898	10457	11131
公允价值变动损失	(29)	(30)	(35)	(31)
财务费用	6332	2887	4333	6092
营运资本变动	(96146)	(932)	4490	7549
其它	99	(757)	25	718
经营活动现金流	(83914)	(2876)	15291	27137
资本开支	77711	(10000)	(12000)	(22000)
其它投资现金流	(36)	(90)	(12)	(151)
投资活动现金流	77344	(10190)	(12092)	(22251)
权益性融资	9442	0	0	0
负债净变化	(4667)	0	0	0
支付股利、利息	(5577)	0	(35)	(2331)
其它融资现金流	18310	15210	(1864)	(2155)
融资活动现金流	7264	15210	(1899)	(4486)
现金净变动	694	2144	1300	400
货币资金的期初余额	662	1356	3500	4800
货币资金的期末余额	1356	3500	4800	5200
企业自由现金流	(6546)	(15506)	1419	4256
权益自由现金流	7097	(5869)	(4700)	(2468)

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.20	-0.67	0.02	0.47
每股红利	0.34	0.00	0.00	0.14
每股净资产	4.08	3.40	3.42	3.75
ROIC	2%	-12%	-1%	6%
ROE	5%	-20%	1%	13%
毛利率	11%	-21%	8%	17%
EBIT Margin	3%	-34%	-2%	8%
EBITDA Margin	10%	-17%	9%	16%
收入增长	5%	-53%	61%	43%
净利润增长率	18%	-446%	103%	2091%
资产负债率	76%	80%	80%	80%
息率	7.0%	0.0%	0.0%	2.9%
P/E	25.0	-7.2	225.3	10.3
P/B	1.2	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	23.4	-32.2	36.6	14.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032