

东方航空(600115)

点评报告

行业公司研究—航空运输II行业

证券研究报告

# 全年亏损 118 亿元，北京大兴转场已完成

## ——东方航空 2020 年报点评

✍ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003  
☎ : 021-80108129  
✉ : lidan02@stocke.com.cn

### 报告导读

东方航空发布 2020 年年报，公司 2020 年实现营业收入 586 亿元/-51%，归母净利润-118 亿元，扣非归母净利润为-127 亿元。其中 Q4，实现收入 163 亿元/-40%，归母净利润-27 亿元，扣非归母净利润-31 亿元。

### 投资要点

□ **运力供给：21-23 年飞机引入节奏加快，子公司开始运营国产飞机 ARJ21**  
2020 年飞机引进速度慢于原规划，21-23 年引入节奏明显加快。新冠疫情导致航空业需求大幅萎缩，全球航司纷纷大幅削减运力，2020 年东航引入 13 架飞机、净增 2 架飞机（2019 年报披露 2020 年规划引入 46 架）；根据 2020 年年报，公司计划 2021-23 年分别引入 43、52、57 架飞机，分别净增 34、43、41 架飞机，而 2019 年报披露 21-22 年分别计划引入 13、10 架飞机，新规划引入节奏明显加快。截至 2020 年末，公司运营着 725 架客运飞机（不含托管公务机），主力机型平均机龄约 7.1 年（国航、南航机队平均机龄分别为 7.7、7.2 年）。2020 年，公司成功组建一二三航空，当年引进 3 架国产 ARJ21 飞机。

21 夏秋航季，除京沪快线保留在北京首都机场运营外，公司在京其他航班全部转场至大兴机场运营，北京机场即将进入时刻扩张期，公司有望进一步拓展在京市场份额。

□ **经营数据：9 月国内线 ASK、RPK 同比增速回正，国际线低位徘徊**

2020 年 9 月起国内线 ASK、RPK 同比增速回正，国际线恢复拐点暂未出现。2020 年，公司 ASK、RPK、客座率、旅客运输量同比分别下降 44%、52%、43%、11.5pct。1) **国内航线方面**，由于国内疫情防控措施得力有效，中国民航自 20Q2 以来行业生产运输规模稳健回升，公司 2020 年旅客运输量占总量的比重达到 96%，全年 ASK、RPK、客座率、旅客运输量同比分别下降 22%、33%、11.8pct、34%，其中 ASK、RPK 同比增速均于 9 月回正；受疫情小范围反复影响，20 年 12 月-21 年 2 月 ASK、RPK 较 19 年的增速为负。2) **国际及地区航线方面**，在民航局政策管控下暂未现恢复拐点，12 月 ASK、RPK 同比分别下降 95%、97%。截至 3 月 29 日，我国累计接种新冠疫苗 1.1 亿剂次（接种率 7.86%），全球累计接种 5.6 亿剂次（接种率约 7.24%）。随着国内外加快推进疫苗接种，我们认为国际航班管控有望松动。

□ **收益端：取得补贴收入 54 亿元，全年亏损 118 亿元**

20Q3 环比大幅减亏，Q4 受冬季疫情影响亏损环比扩大。新冠疫情对全国航空出行市场需求的持续增长形成了暂时的抑制，20Q2 起国内疫情基本得以稳定，20Q3 现明显恢复态势。2020 年，公司实现营收收入 586 亿元/-51%，整体客公里收益 0.213 元/-39%，国内线客公里收益 0.419 元/-18%；归母净利润-118 亿元，扣非归母净利润为-127 亿元。其中，由于冬季疫情出现小范围反复，导致 Q4 表现不及 Q3，Q4 实现收入 163 亿元/-40%，归母净利润-27 亿元，扣非归母净利润-31 亿元。

其他收益方面，2020 年公司共取得补贴收入 54.5 亿元/-15%，其中从地方政府取得的合作航线收入 36.5 亿元/-33%，从相关主管部门取得的航线补贴 3.7 亿元

### 评级

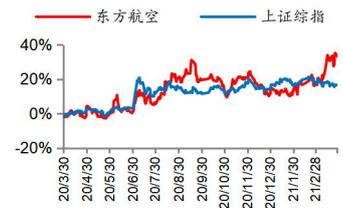
### 增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥ 5.51

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2020	-0.16
3Q/2020	-0.03
2Q/2020	-0.28
1Q/2020	-0.24



### 公司简介

公司是中国国有控股三大航空公司之一，总部和运营主基地位于上海。

### 相关报告

- 1 《民航出行需求升温，行业迎来确定性复苏》 2021.03.15
- 2 《2021 年交运社服行业投资策略：疫情修复预期贯穿全年，柳暗花明又逢布局时》 2020.11.26
- 3 《航空运输业深度报告：至暗时刻已过，航空曙光乍现》 2020.09.12

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

+5%，其他补贴收入 13.3 亿元/+148%。**投资收益方面**，2020 年取得投资收益 -0.8 亿元，同比减少 4.5 亿元，主要是由于受疫情影响，公司联营和合营投资企业收益减少所致。

#### □ 成本端：RPK 下降 52%导致成本大幅减少，取得汇兑收益 25 亿元

**2020 年受疫情影响，旅客出行需求大幅下降，公司 RPK 下降 52%，各项成本均大幅减少。**2020 年，公司营业成本为 708 亿元/-34%；其中**燃油成本** 138 亿元/-60%，主要是由于公司加油量同比下降 38%减少航油成本 132 亿元，平均油价同比下降 34%减少航油成本 72 亿元；**起降费、餐食及供应品费用**分别为 93 亿元/-43%、16 亿元/-57%，主要是由于 RPK 大幅下降以及公司改变配餐方式等原因所致；**职工薪酬** 170 亿元/-14%，主要是由于航班量减少，空勤人员薪酬下降所致；**飞发及高周件折旧** 190 亿元/-4%，主要是由于 RPK 下降，组件折旧减少所致。当年单位 ASK 扣油成本 0.423 元，同比下降 0.6%。

**期间费用方面**，2020 年，公司**销售费用**为 32.2 亿元/-49%，主要是由于受疫情影响，公司航空运输业务量减少，相应的代理业务手续费及订座费下降；**管理费用**为 34.7 亿元/-8%，主要是由于疫情下公司业绩受到重大影响，员工薪酬支出同比减少 11%所致；**财务费用**为 26.2 亿元/-59%，主要是由于当年实现汇兑收益 25.0 亿元，而 19 年同期为汇兑损失 9.9 亿元。

#### □ 积极拓宽融资渠道，维持现金流稳定

**由于业绩受到重大影响，公司积极筹措资金以维持现金流稳定。**2020 年累计发行人民币 772 亿元超短期融资券和人民币 20 亿元公司债，确保现金流满足公司生产经营需要，当年筹资活动产生的现金流量净额为 114 亿元，去年同期为 -234 亿元。截至 2020 年末，公司短期借款为 220 亿元，较上年年末增长 898%；其他流动负债中的超短期融资券余额为 265 亿元，较上年末增长 43%；长期借款为 132 亿元，较上年末增长 244%；资产负债率为 79.85%，较上年上升 4.73pct。

**拟向控股股东东航集团定增 108 亿元。**2020 年 10 月，东航集团签订 310 亿元增资协议，深化股权多元化改革。2021 年 2 月，公司与控股股东东航集团签署定增协议，拟募集资金总额不超过人民币 108.28 亿元，发行数量不超过本次非公开发行前公司总股本的 30%；募集资金将用于补充流动资金及偿还债务，可改善公司资本结构，降低资产负债率，缓解公司因资金需求而实施债务融资的压力，提升公司财务稳健性。

#### □ 盈利预测及估值

基于国内疫情的有效防控，我们认为 21 年国内市场需求迎来确定性复苏、国际航线管控有望松动，国际客流恢复拐点出现后，公司显现较大盈利弹性，结合油价走势，我们认为公司有望于 22 年扭亏为盈，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 -93.2、10.7、61.6 亿元，EPS 分别为 -0.57、0.07、0.38 元/股，对应的 PE 分别为 -10、84、15 倍，考虑公司 23 年受疫情影响有限，我们给予公司 23 年 15 倍估值，对应目标价 5.64 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

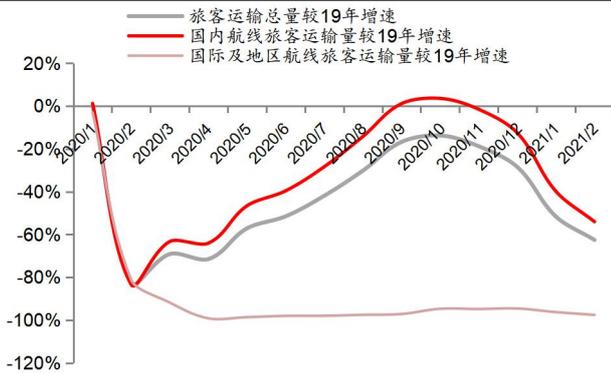
#### □ 风险提示

新冠疫情恢复不及预期，行业需求不及预期，油价、汇率大幅波动等。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	58639	79508	110474	138870
(+/-)	-51.48%	35.59%	38.95%	25.70%
净利润	-11835	-9324	1069	6161
(+/-)	-	-	-	476.29%
每股收益(元)	-0.72	-0.57	0.07	0.38
P/E	-7.63	-9.68	84.41	14.65

图 1：东航旅客运输量较 19 年的增速



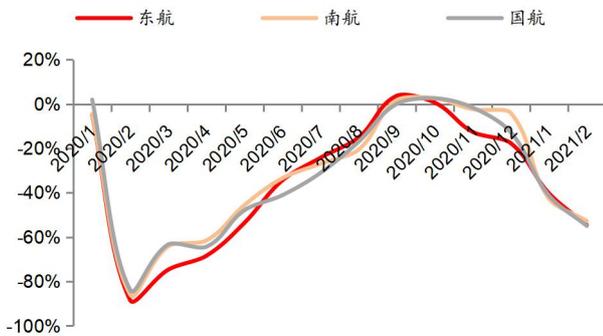
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 2：三大航国内线 ASK 较 19 年的增速



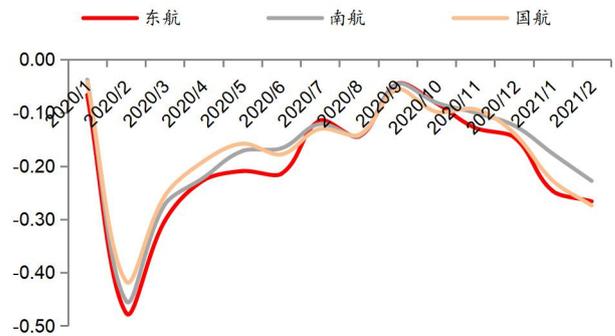
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：三大航国内线 RPK 较 19 年的增速



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：三大航国内线客座率较 19 年的增速 (%)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	22498	18278	21958	25418	<b>营业收入</b>	58639	79508	110474	138870
现金	7663	3392	4082	4991	营业成本	70803	86600	101984	121954
交易性金融资产	95	104	107	102	营业税金及附加	221	247	276	347
应收账款	1124	1190	1740	2438	营业费用	3215	4242	5745	7082
其它应收款	2476	3581	4997	6133	管理费用	3466	3975	3093	2777
预付账款	123	313	237	312	研发费用	176	159	166	181
存货	2054	2035	2548	3150	财务费用	2617	3743	3957	4039
其他	8963	7663	8246	8291	资产减值损失	(216)	0	0	(171)
<b>非流动资产</b>	259910	215487	238922	231710	公允价值变动损益	(26)	(26)	(26)	(26)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(77)	176	146	50
长期投资	2387	2421	2471	2426	其他经营收益	5377	5730	5820	5642
固定资产	97681	91137	84581	77915	<b>营业利润</b>	(16801)	(13578)	1193	8326
无形资产	1816	1621	1425	1213	营业外收支	320	320	320	320
在建工程	20685	21685	23685	28685	<b>利润总额</b>	(16481)	(13258)	1513	8646
其他	137341	98622	126761	121470	所得税	(3927)	(3200)	363	2056
<b>资产总计</b>	282408	233765	260880	257127	<b>净利润</b>	(12554)	(10057)	1150	6590
<b>流动负债</b>	99808	60833	81115	74691	少数股东损益	(719)	(734)	80	429
短期借款	21966	10762	25972	16002	<b>归属母公司净利润</b>	(11835)	(9324)	1069	6161
应付款项	12891	12153	15044	19103	EBITDA	(4931)	(2027)	12996	20239
预收账款	20	14	25	35	EPS (最新摊薄)	-0.72	-0.57	0.07	0.38
其他	64931	37903	40074	39551	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	125688	126077	131761	127842		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	13164	13164	13164	13164	<b>成长能力</b>				
其他	112524	112913	118597	114678	营业收入	-51.48%	35.59%	38.95%	25.70%
<b>负债合计</b>	225496	186910	212876	202533	营业利润	-585.02%	19.18%	108.78%	598.18%
少数股东权益	2905	2171	2252	2681	归属母公司净利润	-	-	-	476.29%
归属母公司股东权益	54007	44683	45752	51914	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	282408	233765	260880	257127	毛利率	-20.74%	-8.92%	7.69%	12.18%
					净利率	-21.41%	-12.65%	1.04%	4.75%
					ROE	-18.59%	-17.97%	2.25%	12.01%
					ROIC	-5.65%	-4.09%	2.09%	5.04%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	79.85%	79.96%	81.60%	78.77%
					净负债比率	25.86%	23.65%	28.49%	25.10%
					流动比率	0.23	0.30	0.27	0.34
					速动比率	0.20	0.27	0.24	0.30
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.21	0.31	0.45	0.54
					应收帐款周转率	41.28	67.99	73.49	67.14
					应付帐款周转率	5.63	7.16	7.68	7.36
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	-0.72	-0.57	0.07	0.38
					每股经营现金	0.07	0.80	-0.59	1.31
					每股净资产	3.30	2.73	2.79	3.17
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-7.63	-9.68	84.41	14.65
					P/B	1.67	2.02	1.97	1.74
					EV/EBITDA	-44.20	-108.94	18.55	11.26

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>