

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

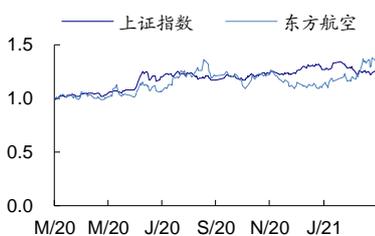
东方航空(600115)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 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)	90,251/54,045
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12个月最高/最低(元)	5.81/4.03

相关研究报告:

《东方航空-600115-深度报告: 周期复苏, 东方燕来》——2021-03-08
 《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

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

证券分析师: 曾凡喆

E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

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。

财报点评
疫情冲击业绩, 看好复苏趋势
● 2020 年营收下降录得亏损

2020 年因疫情影响民航客运, 公司全年营收 586.4 亿, 同比下降 51.5%, 实现归母净利润-118.4 亿, 其中四季度营业收入 163.4 亿, 归母净利润-27.3 亿。

● 疫情之下业务量显著下挫, 量价双降

疫情之下公司业务量显著下挫, 全年 ASK 同比下降 43.7%, RPK 同比下降 51.7%, 客座率 70.43%, 同比下降 11.64pct。运价方面, 公司国内线运价大幅下降 23.5%, 国际线价格虽有抬升, 但亦是国门关闭航班量骤减下的特殊现象。此外, 公司已经剥离全货机业务, 因此货邮价格虽有上行, 但业务量限制增收不明显。

● 刚性成本压制业绩表现

民航成本分为航油、起降费等变动成本及相对恒定的如折旧、员工薪酬等固定成本。2020 年公司业务量显著下降, 航油、起降费、餐食费成本显著下降, 但薪酬、折旧、维修成本波动不大, 压制业绩表现。

● 销售费用显著下降, 汇兑收益缓解业绩下滑

销售费用随业务量下挫而显著走低, 管理费用相对稳定, 财务费用方面, 得益于较低的融资利率, 公司利息支出变动不大, 且得益于人民币升值, 公司录得近 25 亿汇兑收益, 缓解业绩下滑。

● 投资建议: 看好民航复苏趋势, 维持“买入”评级。

随着疫苗普及, 疫情终将成为过去式, 看好 2021 年民航市场持续复苏, 一旦后续国门开放消化积压的宽体机运力, 民航有望迎来景气区间。考虑到一季度就地过年政策影响及近期油价有所上涨, 同时考虑到疫苗加速接种有望使民航景气区间提前, 自 3.6 亿下调 2021 年盈利预测至-13.1 亿, 上调 2022 年盈利预测 3%至 80.1 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利为 112.4 亿。维持“买入”评级及目标价 7.05 元, 暂不考虑增发目标价对应 2022-2023 年 EPS 的 PE 估值为 14.4X、10.3X。

● 风险提示: 经济下滑, 疫情反复, 油价汇率剧烈波动, 安全事故
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	120,860	58,639	87,293	129,660	152,660
(+/-%)	5.2%	-51.5%	48.9%	48.5%	17.7%
净利润(百万元)	3195	-11835	-1306	8008	11238
(+/-%)	17.9%	-470.4%	--	-713.4%	40.3%
摊薄每股收益(元)	0.20	-0.72	-0.08	0.49	0.69
EBIT Margin	2.7%	-32.5%	-5.0%	6.1%	9.0%
净资产收益率(ROE)	4.8%	-21.9%	-2.5%	13.4%	16.6%
市盈率(PE)	24.6	-6.6	-60.2	9.8	7.0
EV/EBITDA	23.3	-31.3	53.5	16.9	12.8
市净率(PB)	1.18	1.46	1.49	1.31	1.16

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

2020 年营收下降录得亏损

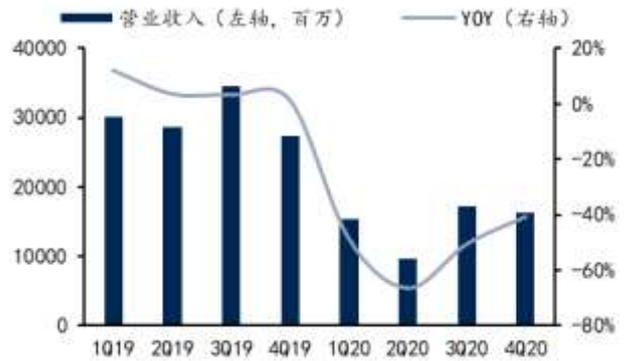
2020 年因疫情影响民航客运，公司全年营收 586.4 亿，同比下降 51.5%，实现归母净利润-118.4 亿，其中四季度营业收入 163.4 亿，归母净利润-27.3 亿。

图 1：东方航空营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：东方航空单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：东方航空归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：东方航空单季度归母净利润

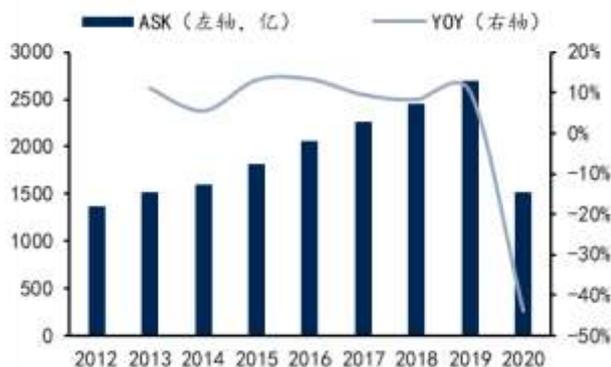


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情之下业务量显著下挫，量价双降

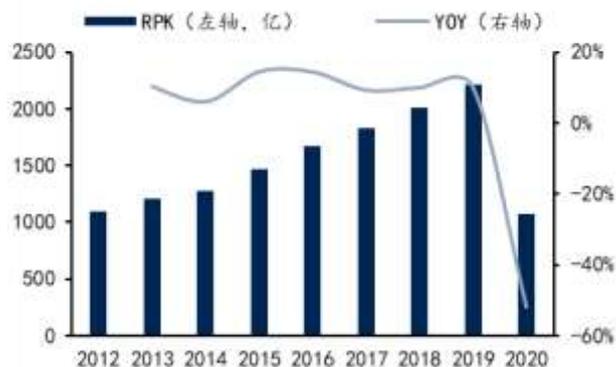
疫情之下公司业务量显著下挫，全年 ASK 同比下降 43.7%，RPK 同比下降 51.7%，客座率 70.43%，同比下降 11.64pct。运价方面，公司国内线运价大幅下降 23.5%，国际线价格虽有抬升，但亦是国门关闭航班量骤减下的特殊现象。此外，公司已经剥离全货机业务，因此货邮价格虽有上行，但业务量限制增收不明显。

图 5: 东方航空 ASK 及同比增速



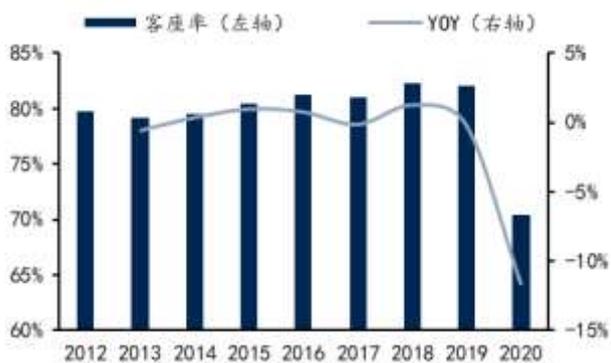
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 东方航空 RPK 及同比增速



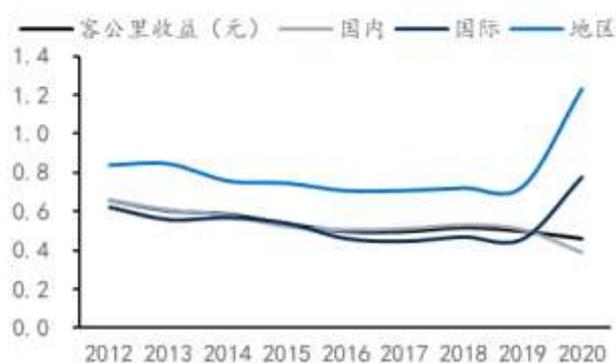
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 东方航空客座率及同比变动



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

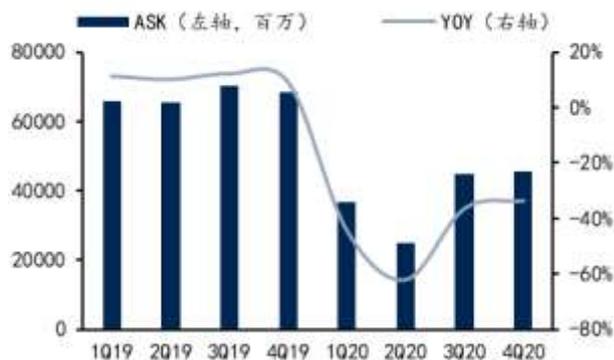
图 8: 东方航空客公里收益走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

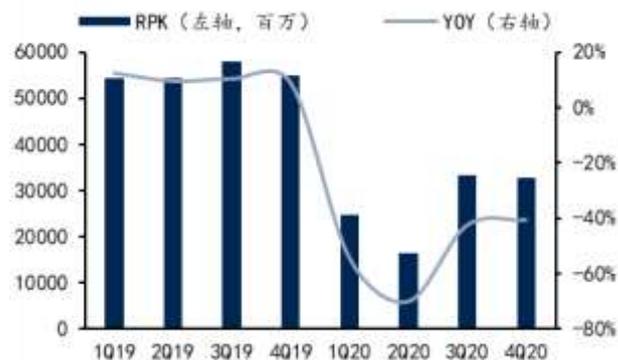
单四季度来看, 由于 11 月上海疫情有所反复, 公司 ASK 降幅 33.5%, RPK 降幅 40.5%, 降幅环比仅略有收窄, 客座率 71.9%, 同比仍下降 8.45pct。四季度运价仍呈现下降态势, 公司营业收入 163.4 亿, 同比下降 40.5%, 归母净利润 -27.3 亿。

图 9：东方航空单季度 ASK 及同比增速



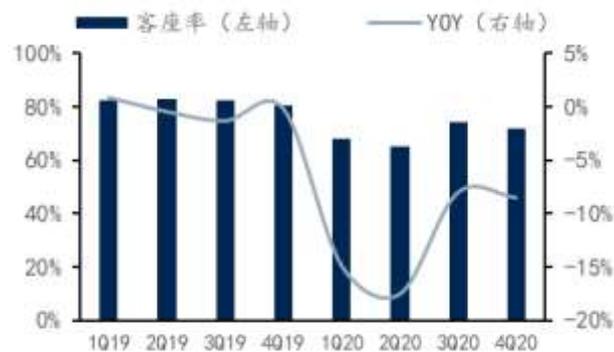
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：东方航空单季度 RPK 及同比增速



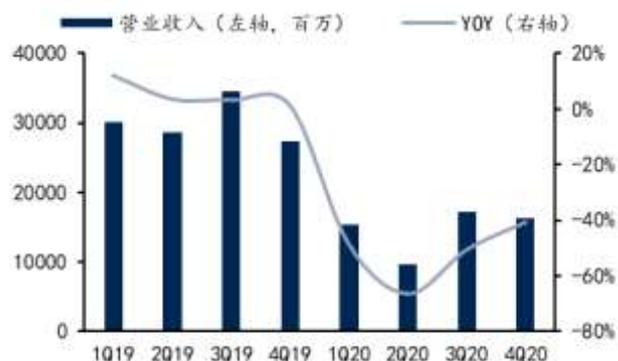
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：东方航空单季度客座率及同比变动



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：东方航空单季度单位 RPK 营业收入

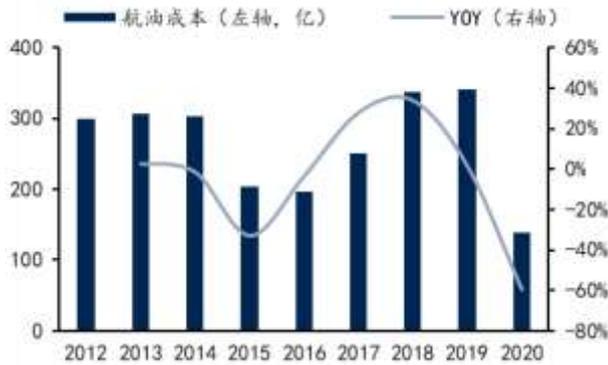


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

刚性成本压制业绩表现

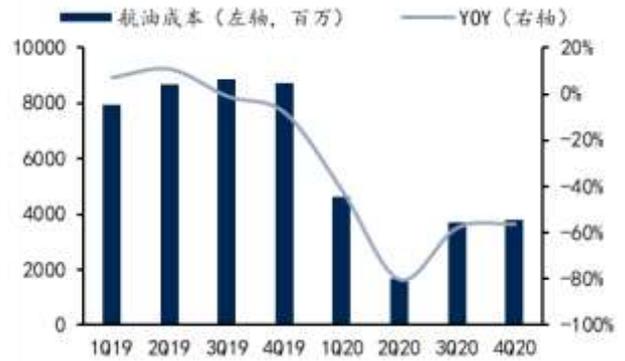
民航成本分为航油、起降费等变动成本及相对恒定的如折旧、员工薪酬等固定成本。2020 年公司业务量显著下降，航油、起降费、餐食费成本显著下降，其中航油成本 138.4 亿，同比下降 59.5%，起降费 93.3 亿，同比下降 43.3%，餐食费 15.9 亿，同比下降 56.7%。薪酬、折旧、维修成本波动不大，其中薪酬成本 170 亿，同比下降 13.9%，折旧 190 亿，同比下降 3.6%，维修费用 34.5 亿，同比提高 2.1%，压制业绩表现。

图 13: 东方航空航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 东方航空单季度航油成本



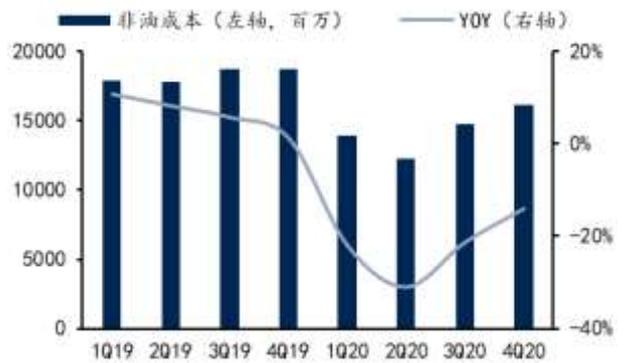
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 东方航空非油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 东方航空单季度非油成本

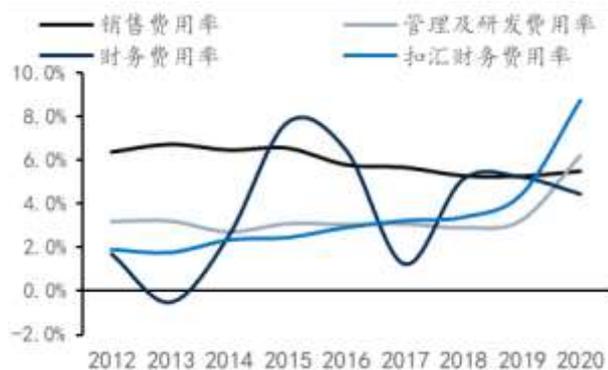


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售费用显著下降，汇兑收益缓解业绩下滑

销售费用随业务量下挫而显著走低，管理费用相对稳定，财务费用方面，得益于较低的融资利率，公司利息支出变动不大，且得益于人民币升值，公司录得近 25 亿汇兑收益，缓解业绩下滑。

图 17: 东方航空费用水平



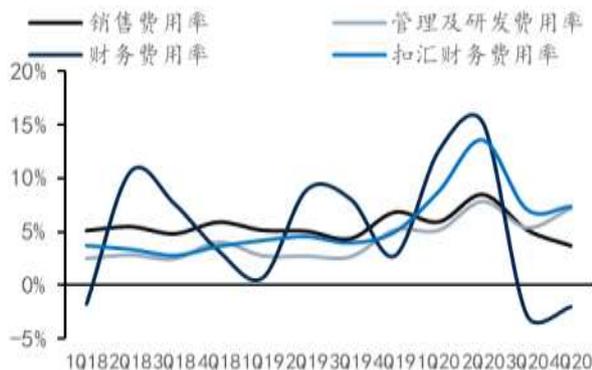
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 东方航空汇兑收益



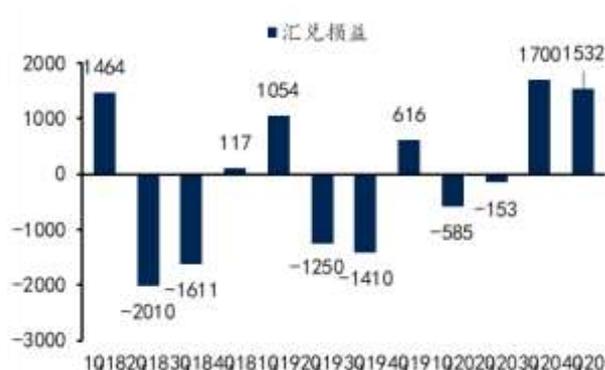
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 东方航空单季度费用水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 东方航空单季度汇兑收益



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好民航复苏趋势, 维持“买入”评级。

随着疫苗普及, 疫情终将成为过去式, 看好 2021 年民航市场持续复苏, 一旦后续国门开放消化积压的宽体机运力, 民航有望迎来景气区间。考虑到一季度就地过年政策影响及近期油价有所上涨, 同时考虑到疫苗加速接种有望使民航景气区间提前, 自 3.6 亿下调 2021 年盈利预测至-13.1 亿, 上调 2022 年盈利预测 3%至 80.1 亿, 引入 2023 年盈利预测, 预计盈利为 112.4 亿。维持“买入”评级及目标价 7.05 元, 暂不考虑增发目标价对应 2022-2023 年 EPS 的 PE 估值为 14.4X、10.3X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7663	3500	10418	18164	营业收入	58639	87293	129660	152660
应收款项	3529	5979	10657	10456	营业成本	70803	83102	111233	127124
存货净额	2054	2408	2765	2864	营业税金及附加	221	218	324	382
其他流动资产	9146	10475	10373	10686	销售费用	3215	4522	5955	6809
流动资产合计	22498	22532	34390	42456	管理费用	3466	3859	4278	4628
固定资产	118366	118930	120912	130167	财务费用	2617	5211	4879	4966
无形资产及其他	1816	1743	1671	1598	投资收益	(77)	115	230	330
投资性房地产	137341	137341	137341	137341	资产减值及公允价值变动	158	30	35	74
长期股权投资	2387	2487	2567	2667	其他收入	4801	0	0	0
资产总计	282408	283033	296881	314228	营业利润	(16801)	(9474)	3257	9155
短期借款及交易性金融负债	45147	42666	33163	36450	营业外净收支	320	6730	7458	7808
应付款项	12891	14049	17969	19095	利润总额	(16481)	(2744)	10715	16963
其他流动负债	41770	40781	49979	51009	所得税费用	(3927)	(681)	2679	4241
流动负债合计	99808	97496	101111	106553	少数股东损益	(719)	(757)	28	1484
长期借款及应付债券	30745	30745	30745	30745	归属于母公司净利润	(11835)	(1306)	8008	11238
其他长期负债	94943	99943	102943	105943					
长期负债合计	125688	130688	133688	136688	现金流量表 (百万元)				
负债合计	225496	228184	234799	243241	净利润	3195	(11835)	(1306)	8008
少数股东权益	2905	2148	2173	3212	资产减值准备	(314)	180	0	1
股东权益	54007	52701	59909	67775	折旧摊销	9281	9349	10139	10724
负债和股东权益总计	282408	283033	296881	314228	公允价值变动损失	(29)	(158)	(30)	(35)
					财务费用	6332	2617	5211	4879
关键财务与估值指标					营运资本变动	(96146)	(3568)	1035	11188
每股收益	-0.72	-0.08	0.49	0.69	其它	99	(1282)	(757)	24
每股红利	0.38	0.00	0.05	0.21	经营活动现金流	(83914)	(7314)	9082	29910
每股净资产	3.30	3.22	3.66	4.14	资本开支	0	(12073)	(10600)	(12600)
ROIC	-12%	-3%	5%	9%	其它投资现金流	(36)	44	(64)	(8)
ROE	-22%	-2%	13%	17%	投资活动现金流	(367)	(11812)	(10764)	(12688)
毛利率	-21%	5%	14%	17%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	-33%	-5%	6%	9%	负债净变化	(4667)	9341	0	0
EBITDA Margin	-17%	7%	14%	16%	支付股利、利息	(5577)	(6304)	0	(801)
收入增长	-51%	49%	49%	18%	其它融资现金流	105457	19359	(2481)	(9503)
净利润增长率	-470%	--	-713%	40%	融资活动现金流	84975	25433	(2481)	(10304)
资产负债率	81%	81%	80%	78%	现金净变动	694	6307	(4163)	6918
息率	8.0%	0.0%	1.0%	4.3%	货币资金的期初余额	662	1356	7663	3500
P/E	-6.6	-60.2	9.8	7.0	货币资金的期末余额	1356	7663	3500	10418
P/B	1.5	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(20815)	(2739)	15215
EV/EBITDA	-31.3	53.5	16.9	12.8	权益自由现金流	0	7885	(9120)	2185

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