

春运低于预期导致一季度亏损延续

——东方航空一季度业绩点评

核心观点

- 疫情影响春运出行，一季度净利润延续亏损。2021 年东方航空一季度实现收入 133.95 亿元，同比下降 13.32%；归母净利润为亏损 38.05 亿元，扣非归母净利润亏损 41.48 亿元，同比 2020 年一季度亏损延续。公司毛利率为-33.15%，净利率为-30.71%，ROE 为-7.32%。经营活动现金净流量 3.13 亿元，同比去年一季度转正。
- 运力投放转暖，国内航空出行需求旺盛。国内航空出行快速复苏，3 月份国内航线完成旅客运输量 4768.3 万人次，已超过 2019 年同期水平。东方航空 3 月总 ASK 增长 143.74%，其中国内航线增长 216.52%。1-3 月公司 ASK 增长 1.43%，国内 ASK 增长 57.07%，客座率一季度为 67.64%，国内客座率为 67.23%。
- 新航季下国内释放优质时刻，助力航空复苏。新的夏秋航季延续了上一个航季的趋势，总的国内航班数量继续增长。新的航季国内航线每周航班总量为 111893 班，同比 20 年增长 10.2%，较 19 年增长 21%。从机场角度，受益于大兴机场放量，我们以北上广深机场时刻分析，21 年夏秋航季时刻同比增长 10.2%，相较于 19 年增长 23.9%。一线机场优质国内时刻放量，有助于航司加速业绩恢复。

财务预测与投资建议

- 考虑到今年我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 0.03/0.34/0.6 元，考虑到航空业 2021 年仍旧处于疫情恢复期难以进行可比估值，参考可比公司 2022 年调整后平均估值水平为 16.7 倍，对应目标价为 5.68 元，维持增持评级。

风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	120,860	58,639	97,221	117,885	137,515
同比增长(%)	5.2%	-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
营业利润(百万元)	3,464	(16,801)	676	7,820	13,634
同比增长(%)	17.1%	-585.0%	104.0%	1056.2%	74.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,195	(11,835)	486	5,615	9,790
同比增长(%)	17.9%	-470.4%	104.1%	1056.2%	74.3%
每股收益(元)	0.20	(0.72)	0.03	0.34	0.60
毛利率(%)	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
净利率(%)	2.6%	-20.2%	0.5%	4.8%	7.1%
净资产收益率(%)	5.2%	-19.6%	0.9%	9.9%	15.3%
市盈率	27.0	(7.3)	177.4	15.3	8.8
市净率	1.3	1.6	1.6	1.5	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月14日)	5.26 元
目标价格	5.68 元
52周最高价/最低价	5.92/4.02 元
总股本/流通A股(万股)	1,637,951/1,498,526
A股市值(百万元)	86,156
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2021年05月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.67	-7.83	10.77	29.2
相对表现	3.71	-4.58	19.61	11.42
沪深300	-2.04	-3.25	-8.84	17.78



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖祎

xiaoyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020001

证券分析师 王凯

wangkai5@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑到今年航空业复苏趋势延续，我们预计公司 2021-2023 年每股收益为 0.03/0.34/0.6 元。

表 1：东方航空收入拆分表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
航空运输业务					
销售收入（百万元）	116,609.3	56,229.0	94,329.3	114,703.8	134,016.1
增长率		-51.8%	67.8%	21.6%	16.8%
毛利率	10.8%	-22.9%	7.6%	14.0%	17.8%
其他业务					
销售收入（百万元）	4,258.0	2,410.0	2,892.0	3,181.2	3,499.3
增长率		-43.4%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
合计	120,867.2	58,639.0	97,221.3	117,885.0	137,515.4
增长率		-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
综合毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%

数据来源：wind，东方证券研究所

投资建议

考虑到航空业 2021 年仍旧处于疫情恢复期难以进行可比估值，参考可比公司 2022 年调整后平均估值水平为 16.7 倍，对应目标价为 5.68 元，维持增持评级。

风险提示

航空业激烈价格竞争，燃油价格大幅上涨，疫情控制不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,356	7,663	12,639	11,789	13,752	营业收入	120,860	58,639	97,221	117,885	137,515
应收票据、账款及款项融资	1,717	1,124	1,944	2,358	2,750	营业成本	107,200	70,803	89,272	100,839	112,540
预付账款	175	123	194	236	275	营业税金及附加	307	221	366	444	518
存货	2,407	2,054	2,232	2,521	2,813	营业费用	6,348	3,215	4,861	6,248	7,288
其他	14,088	11,534	12,934	13,760	14,546	管理费用及研发费用	3,944	3,642	3,997	4,197	4,379
流动资产合计	19,743	22,498	29,943	30,663	34,136	财务费用	6,332	2,617	4,807	6,043	6,203
长期股权投资	2,604	2,387	2,387	2,387	2,387	资产、信用减值损失	20	216	6	46	46
固定资产	95,573	97,681	108,932	120,266	131,721	公允价值变动收益	25	(26)	0	0	0
在建工程	20,130	20,685	20,730	20,775	20,819	投资净收益	368	(77)	0	0	0
无形资产	1,771	1,816	1,686	1,557	1,427	其他	6,362	5,377	6,766	7,751	7,093
其他	143,115	137,341	135,776	135,206	134,636	营业利润	3,464	(16,801)	676	7,820	13,634
非流动资产合计	263,193	259,910	269,511	280,190	290,990	营业外收入	876	365	0	0	0
资产总计	282,936	282,408	299,454	310,853	325,126	营业外支出	38	45	0	0	0
短期借款	2,200	21,966	36,107	39,444	41,201	利润总额	4,302	(16,481)	676	7,820	13,634
应付票据及应付账款	12,879	12,891	16,254	18,360	20,490	所得税	819	(3,927)	161	1,863	3,249
其他	63,284	64,951	64,931	64,931	64,931	净利润	3,483	(12,554)	515	5,957	10,385
流动负债合计	78,363	99,808	117,292	122,735	126,622	少数股东损益	288	(719)	30	341	595
长期借款	3,823	13,164	13,164	13,164	13,164	归属于母公司净利润	3,195	(11,835)	486	5,615	9,790
应付债券	22,781	17,581	17,581	17,581	17,581	每股收益(元)	0.20	-0.72	0.03	0.34	0.60
其他	107,572	94,943	94,809	94,809	94,809						
非流动负债合计	134,176	125,688	125,554	125,554	125,554						
负债合计	212,539	225,496	242,846	248,289	252,176						
少数股东权益	3,632	2,905	2,935	3,276	3,870						
实收资本(或股本)	16,379	16,379	16,379	16,379	16,379						
资本公积	34,298	34,298	34,298	34,298	34,298						
留存收益	18,352	5,698	5,365	10,980	20,770						
其他	(2,264)	(2,368)	(2,368)	(2,368)	(2,368)						
股东权益合计	70,397	56,912	56,608	62,565	72,950						
负债和股东权益总计	282,936	282,408	299,454	310,853	325,126						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,483	(12,554)	515	5,957	10,385
折旧摊销	(10,811)	11,482	(558)	(680)	(802)
财务费用	6,332	2,617	4,807	6,043	6,203
投资损失	(368)	77	0	0	0
营运资金变动	4,027	(728)	791	536	621
其它	26,309	317	867	46	46
经营活动现金流	28,972	1,211	6,424	11,901	16,454
资本支出	97,762	(13,597)	(10,045)	(10,045)	(10,045)
长期投资	(260)	704	0	0	0
其他	(102,401)	6,610	82	0	0
投资活动现金流	(4,899)	(6,283)	(9,963)	(10,045)	(10,045)
债权融资	(62,690)	5,862	0	0	0
股权融资	9,450	0	0	0	0
其他	29,865	5,564	8,515	(2,707)	(4,446)
筹资活动现金流	(23,375)	11,426	8,515	(2,707)	(4,446)
汇率变动影响	6	(53)	-0	-0	-0
现金净增加额	704	6,301	4,976	(850)	1,963

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.2%	-51.5%	65.8%	21.3%	16.7%
营业利润	17.1%	-585.0%	104.0%	1056.2%	74.3%
归属于母公司净利润	17.9%	-470.4%	104.1%	1056.2%	74.3%
获利能力					
毛利率	11.3%	-20.7%	8.2%	14.5%	18.2%
净利率	2.6%	-20.2%	0.5%	4.8%	7.1%
ROE	5.2%	-19.6%	0.9%	9.9%	15.3%
ROIC	6.9%	-8.5%	3.0%	7.0%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	75.1%	79.8%	81.1%	79.9%	77.6%
净负债率	69.0%	119.9%	136.7%	130.4%	111.6%
流动比率	0.25	0.23	0.26	0.25	0.27
速动比率	0.22	0.20	0.24	0.23	0.25
营运能力					
应收账款周转率	72.9	40.2	63.4	54.8	53.8
存货周转率	38.9	29.6	41.7	42.4	42.2
总资产周转率	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	0.20	-0.72	0.03	0.34	0.60
每股经营现金流	1.77	0.07	0.39	0.73	1.00
每股净资产	4.08	3.30	3.28	3.62	4.22
估值比率					
市盈率	27.0	-7.3	177.4	15.3	8.8
市净率	1.3	1.6	1.6	1.5	1.2
EV/EBITDA	-151.8	-57.0	31.3	11.7	8.1
EV/EBIT	15.7	-10.9	28.1	11.1	7.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn