

证券研究报告—深度报告

交通运输

物流II

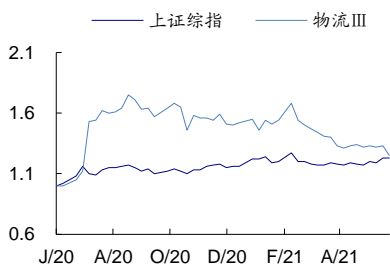
东航物流(601156)
增持

合理估值: 15.26-17.44 元 昨收盘: - 元

(首次评级)

2021年06月08日

近一年物流股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,588/159
总市值/流通(百万元)	25,036/2,504
上证综指/深圳成指	3,600/14,863
12个月最高/最低(元)	15.77/15.77

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码: 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码: 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。

深度报告

航空货运第一股, 东航物流启程

● 货运混改第一股, 疫情扰动全球供应链, 创造货运高光时刻

东航物流脱胎航空货运混改, 是三大航货运混改上市第一单。公司独家运营中货航货机及东航股份客机货运业务, 优势为在上海虹浦两场具备高份额, 且拥有两机场过半货站资源, 具备先发优势。经营层面, 混改为公司注入经营创新动力, 近年加大对高附加值的综合物流解决方案业务的资源投入, 利润显著改善。2020年疫情影响下运价大幅提升, 全年归母净利润达到23.7亿, 相比完成混改的2017年增长246%。

● 募投强化资源优势, 远期向全球物流服务集成商迈进

公司募投项目进一步强化地面资源优势及构建信息化供应链平台。经营规划上, 公司计划持续扩张货机机队体量, 提升货运自主经营运力规模, 并以航空快运及地面综合服务为根基进一步拓展综合物流业务, 致力于成为“快供应链平台、高端物流解决方案服务提供商、航空物流地面服务综合提供商”, 提升客户黏度, 打造转型核心竞争力。远期进一步向延展高端合同物流, 深入贯彻“干仓配”服务网络迈进, 成为最具创新力的全球物流服务集成商。

● 首次覆盖给予“增持”评级, 合理股价 15.26-17.44 元

全球互通将在疫情消退后重启, 航空货运运价大概率有所回落。预计2021-2023年公司归母净利润分别为28.5亿、19.3亿、17.2亿, EPS分别为1.79元、1.22元、1.09元。参考同业公司, 我们认为公司目标价对应2023年EPS的15倍左右PE估值相对合理, 首次覆盖给予“增持”评级, 合理股价15.26-17.44元, 对应23年EPS的PE估值14-16X。

● 风险提示

全球经济下滑, 竞争格局恶化, 油价上涨, 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)	11,296	15,111	17,246	16,001	15,947
(+/-%)	3.8%	33.8%	14.1%	-7.2%	-0.3%
净利润(百万元)	788	2369	2848	1934	1723
(+/-%)	-21.3%	200.7%	20.2%	-32.1%	-10.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	1.66	1.79	1.22	1.09
EBIT Margin	8.6%	23.2%	24.1%	17.2%	15.1%
净资产收益率(ROE)	23.4%	45.3%	28.9%	17.1%	13.7%
市盈率(PE)	53.0	17.6	16.3	24.0	26.9
EV/EBITDA	37.9	12.1	11.4	16.6	18.1
市净率(PB)	12.38	7.99	4.70	4.10	3.68

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

投资摘要

估值与投资建议

2020年-2021年公司业绩大放异彩主要来自于疫情扰动全球供应链，跨国航班大幅减少导致腹舱运力不足带来的运价大幅提升，但随着全球互联互通在疫情消退后重启，航空货运运价水平大概率出现一定回落，公司业绩届时可能存在一定压力。我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为28.5亿、19.3亿、17.2亿，EPS分别为1.79元、1.22元、1.09元。

公司业务周期属性显著，因此不太适合用绝对估值法进行估值。公司打通航空货运及上下游服务行业，兼具供货代供应链公司及航空公司属性，我们用可比公司估值法对东航物流进行估值。

我国A股上市公司中具有一定规模的物流公司及航空公司主要有中国外运、华贸物流及三大航等。按照2021年6月7日各公司收盘价及万得一致预期盈利预测，各公司当前股价对应2023年一致预期EPS的PE估值平均为12.4X。考虑到各公司一致预期目标价对应当前股价涨幅平均为22%，因此其目标价对应各公司2023年一致预期EPS的平均估值水平大概在15X左右。

基于此逻辑，我们给予东航物流“增持”评级，合理股价15.26-17.44元，对应23年EPS的PE估值14-16X。

核心假设与逻辑

第一，疫情有序消退，全球货运供应链逐步回归正常，运价整体呈现逐步下行态势。

第二，公司积极拓展航空货运业务，优化航网结构，提升高附加值供应链服务，货运单价即便相比疫情时期有所下降，但仍显著高于疫情前水平。

第三，公司持续扩张货机机队，优化客机货运业务、货站业务及供应链综合服务，相关货运量持续提升，即便运价有所下降，但收入仍可保持平稳，利润率显著高于疫情前。

主要风险

第一，货运竞争格局恶化，运价下跌超预期

第二，国际油价上涨，提升成本压力

第三，高附加值业务拓展不及预期

内容目录

核心观点	7
航空物流周期底色，细分市场成长性显著	8
航空货运高度挂钩宏观经济，增长趋于平缓	8
航空货运充分竞争，周期底色浓厚，疫情扰动迎高光时刻	9
专业化日趋深入，细分市场高成长，航空物流蓬勃发展	10
航空货运集中于枢纽机场，相关资源相对稀缺	12
东航物流：脱胎国企混改，货航上市第一单	13
历史沿革及股权结构	13
收入持续增长，2020 年运价高企利润大幅提升	14
业务分拆：空运立足，货站稳健，供应链蓬勃发展	14
航空速运业务：全货机运输，客机货运	15
地面综合服务：货站操作，多式联运，仓储	22
综合物流解决方案：同业供应链，跨境电商，航空特货，产地直达	25
成本及费用：航油成本及客机腹舱运营费占比较高，费用管控向好	29
盈利贡献：快运周期，货站稳定，供应链潜力渐显	31
航空快运运价持续波动，周期属性明显	32
地面综合服务持续贡献稳定收益	32
综合物流解决方案利润贡献潜力渐显	33
强化优势，发展高品质服务，构建全球物流集成商	33
十四五期间公司计划扩大货机规模至 15-20 架，提升运力	34
强化货站优势，上量提价可期	35
重点培育高附加值供应链业务，带来长期业绩增量	35
盈利预测	35
投资建议	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	40
国信证券投资评级	41
分析师承诺	41
风险提示	41
证券投资咨询业务的说明	41

图表目录

图 1: 全球民航货邮业务量增速表现.....	8
图 2: 外贸增速与民航货邮表现呈现一定正相关关系	8
图 3: 我国民航货邮运输量及同比增速	9
图 4: 我国民航货邮周转量及同比增速	9
图 5: 三大航空集团历史货邮运输量 (万吨)	9
图 6: 三大航空集团历史货邮周转量 (亿吨公里)	9
图 7: 我国三大航历史货邮单位运价 (元) 表现	10
图 8: 历史集运运价与三大航货运运价均值对比	10
图 9: 全球航空货运货邮载运率	10
图 10: 分航线载运率	10
图 11: 我国航空物流产业发展路径	11
图 12: 我国跨境电商交易规模	12
图 13: 我国生鲜电商市场交易规模	12
图 14: 上海虹浦两场货邮吞吐量 (万吨) 及增速	12
图 15: 2020 年中国机场货邮吞吐量及占比	12
图 16: 东航物流股权结构	13
图 17: 东航物流营业收入及同比增速	14
图 18: 东航物流归母净利润	14
图 19: 东航物流收入 (亿) 构成	15
图 20: 东航物流各业务收入增速	15
图 21: 东航物流国际货运航线网络	15
图 22: 东航物流航空速运出港业务流程	16
图 23: 东航航空速运进港业务流程	16
图 24: 东航物流历史货机机队规模	17
图 25: 东航物流货机机队结构	17
图 26: 东航物流 (中货航) 全货机运量历史数据	18
图 27: 东航物流 (中货航) 全货机收入及单价	18
图 28: 委托经营模式下东航物流客机腹舱货运业态	19
图 29: 委托经营模式下东航物流客机腹舱货运业态	20
图 30: 独家经营模式下东航物流客机货运常规业务业态	20
图 31: 独家经营模式下东航物流客机货运非常规业务业态	21
图 32: 三种业态下东航物流客机货运的盈利空间	21
图 33: 东航物流 (中货航) 客机货运运量历史数据	22
图 34: 东航物流 (中货航) 客机货运收入及单价	22
图 35: 地面综合服务业务流程	22
图 36: 东航物流于浦东机场的货站操作量份额	23
图 37: 东航物流于虹桥机场的货站操作量份额	23
图 38: 东航物流货站操作量	24
图 39: 东航物流货站收入及单价	24
图 40: 东航物流多式联运操作量	25

图 41: 东航物流多式联运收入及单价.....	25
图 42: 东航物流累计仓储货运量.....	25
图 43: 东航物流仓储收入.....	25
图 44: 同业项目供应链流程.....	26
图 45: 东航物流同业项目供应链业务货量.....	26
图 46: 东航物流同业项目供应链业务收入及同比增速.....	26
图 47: 跨境电商解决方案业务流程.....	27
图 48: 东航物流跨境电商专线货量.....	27
图 49: 东航物流跨境电商解决方案收入及同比增速.....	27
图 50: 航空特货解决方案业务流程.....	28
图 51: 东航物流航空特货业务服务货量.....	28
图 52: 东航物流航空特货业务收入及同比增速.....	28
图 53: 产地直达解决方案业务流程.....	29
图 54: 东航物流产地直达业务服务货量.....	29
图 55: 东航物流产地直达业务收入及同比增速.....	29
图 56: 东航物流货机业务成本.....	30
图 57: 2020 年东航物流货机业务成本构成.....	30
图 58: 东航物流货机单位成本.....	30
图 59: 东航物流客机货运成本.....	30
图 60: 2020 年东航物流地面综合服务成本.....	30
图 61: 2020 年东航物流地面综合服务成本构成.....	30
图 62: 东航物流综合物流解决方案成本.....	31
图 63: 东航物流综合物流解决方案成本.....	31
图 64: 东航物流各项费用金额.....	31
图 65: 东航物流费用率.....	31
图 66: 东航物流毛利润构成.....	32
图 67: 东航物流各业务毛利率.....	32
图 68: 东航物流航空快运毛利贡献.....	32
图 69: 东航物流航空快运毛利率.....	32
图 70: 东航物流地面综合服务毛利贡献.....	33
图 71: 东航物流地面综合服务毛利率.....	33
图 72: 东航物流综合物流解决方案毛利贡献.....	33
图 73: 东航物流综合物流解决方案毛利率.....	33
表 1: 东航物流历史沿革.....	13
表 2: 公司货机业务及客机货运业务模式显著不同.....	16
表 3: 2021 年夏秋季中货航全货机国际航线班次量.....	17
表 4: 航空货运政策支持.....	34
表 5: 全货机业务收入利润测算.....	36
表 6: 客机货运相关收入利润测算.....	36
表 7: 地面综合服务相关收入利润测算.....	37
表 8: 综合物流解决方案收入利润测算.....	37
表 9: 东航物流盈利预测.....	38
表 10: 相对估值表.....	39

核心观点

航空物流是依托航空货运形成的上下游一体化揽收、运输、仓储、配送、代理等产业的统称。航空物流离不开航空货运运输，而航空货运的景气度高度挂钩于全球宏观经济及核心国家贸易，货量增速已经趋于平缓，且货运领域竞争充分，呈现较强的周期属性。2020年疫情扰动全球供应链，全球航空客运互联互通中断，进而导致了客机腹舱运力的缺失，造成航空货运运价大涨，至今运价仍处于高位，航空物流行业也迎来了高光时刻。

抛开疫情不谈，于周期性行业获取超额回报的法门在于苦修内功，提升细分领域专业化水平。我国航空物流业专业化日趋深入，行业参与者已经进入到打通航空货运整条产业链的垂直化整合阶段，纵使航空货运货量增速放缓，但航空物流仍不乏高增长领域，如跨境电商物流及生鲜配送产地直达服务等细分市场增速较快。除此之外，航空物流领域细分业务中另一块高附加值业务为航空货站地面综合服务，我国航空货流主要集中在四个一线城市的枢纽机场尤其是上海虹浦两场，货站资源相对稀缺，具备货站资源的公司具备充分的定价权。

东航物流脱胎于民航航空货运混改，是三大航货运混改上市第一单。公司独家运营中货航 10 架货机及东航股份超 700 架客机的客机货运业务，核心资源优势在于中货航及东航股份于上海虹浦两场时刻份额高，且拥有两机场超过 50% 份额的货站资源，具备先发优势，疫情前公司超六成利润来自于货站。经营层面，混合所有制改革为公司注入经营创新动力，近年加大对高附加值的综合物流解决方案业务的资源投入，跨境电商服务、产地直达服务增速迅猛，结合货机运价的探底回升，利润显著改善。2020 年疫情影响下运价大幅提升，全年归母净利润达到 23.7 亿，相比完成混改的 2017 年增长 246%。

公司募投项目主要投向浦东综合航空物流中心建设项目、全网货站升级改造等项目等，进一步强化地面资源优势及构建信息化供应链平台。经营规划上，公司计划持续扩张货机机队体量，提升货运自主经营运力规模，并以航空快运及地面综合服务为根基进一步拓展综合物流服务业务，致力于成为“快供应链平台、高端物流解决方案服务提供商、航空物流地面服务综合提供商”，提升客户黏度，打造转型核心竞争力。远期进一步向延展高端合同物流，深入贯彻“干仓配”服务网络迈进，成为最具创新力的全球物流服务集成商。

2020 年-2021 年公司业绩大放异彩主要来自于疫情扰动全球供应链，跨国航班大幅减少导致腹舱运力不足带来的运价大幅提升，但随着全球互联互通在疫情消退后重启，航空货运运价水平大概率出现一定回落，公司业绩届时可能存在一定压力。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 28.5 亿、19.3 亿、17.2 亿，EPS 分别为 1.79 元、1.22 元、1.09 元。估值方面，东航物流打通航空货运及上下游服务行业，兼具供货代供应链公司及航空公司属性，我们用可比公司估值法对东航物流进行估值。我国 A 股上市公司中具有一定规模的物流公司及航空公司主要有中国外运、华贸物流及三大航等，根据万得一致预期数据，各公司目标价对应其 2023 年一致预期 EPS 平均估值水平大概在 15X 左右。基于此逻辑，我们给予东航物流“增持”评级，合理股价 15.26-17.44 元，对应 23 年 EPS 的 PE 估值 14-16X。

航空物流周期底色，细分市场成长性显著

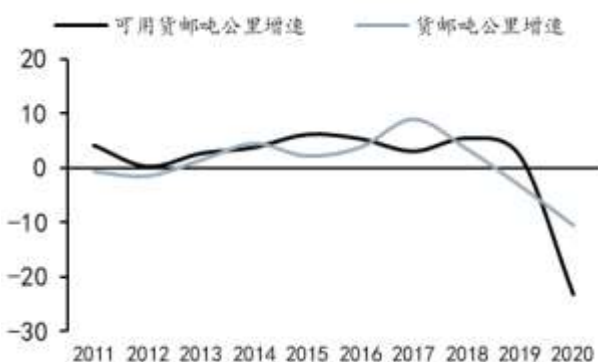
航空物流是依托航空货运，形成的上下游一体的揽收、运输、仓储、配送及代理等产业的统称。航空货运本身呈现较强的周期性，但航空物流衍生的部分细分业务市场具备较强的成长性，同时机场货站资源具备一定的稀缺性。

航空货运高度挂钩宏观经济，增长趋于平缓

航空货运是指用货机或客机腹舱将货物从一地运往另一地。在所有交通运输方式中，航空飞行器具备运输速度最快，时效性最强，空间跨度最大，运输最为安全准确等特点，因此适用于一些特种货物如高端器件、活体动物、易腐物品、时效邮件信件等。

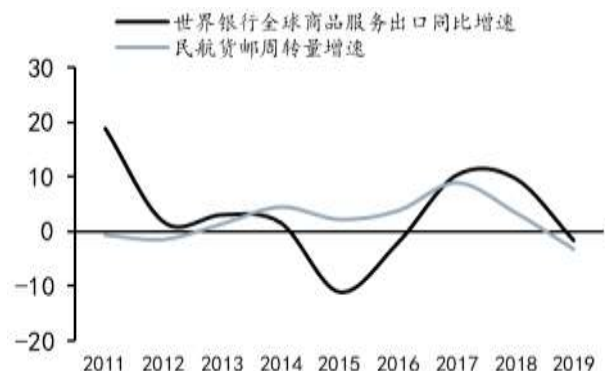
全球范围内航空货运景气高度依赖于全球经济表现及全球贸易波动，历史上看，民航货邮周转量增速与全球贸易金额呈现高度相关性。2019年航空货运因全球宏观经济增速放缓，中美贸易摩擦等因素有所下降，全年货运周转量达到2250亿吨公里，同比下降3.2%，2020年因疫情影响，全球客机腹舱运力骤减，运量亦有所下降，全年货邮周转量同比下降10.6%。

图 1：全球民航货邮业务量增速表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：外贸增速与民航货邮表现呈现一定正相关关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

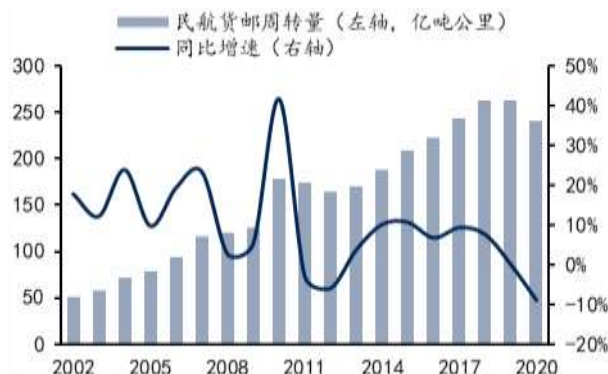
我国宏观经济增长稳中降速，民航货邮量增速亦相对平稳，在疫情前，2013-2019年民航货邮运输量增速在2.0%-6.2%之间，民航货邮周转量增速在0.3%-10.8%之间。2020年因疫情影响，我国民航货邮运输量有所下降，为676.6万吨，同比下降10.2%，货邮周转量240.2亿吨公里，同比下降8.7%。

图 3：我国民航货邮运输量及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：我国民航货邮周转量及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

航空货运充分竞争，周期底色浓厚，疫情扰动迎高光时刻

全球范围内货运航权限制较少，航空货运竞争充分。大型跨国物流企业如 FedEx 等大型跨国企业货机机队规模庞大，业务遍及全球，其中 FedEx、DHL、UPS 三家公司合计货机规模超 1000 架。国内市场，国有三大航空集团下属货运板块南航货运、中货航、国货航合计拥有超 30 架货机，叠加客机腹舱运能，占据我国民航货运量超 5 成份额，周转量超 6 成份额。近年来随着顺丰等民营快递公司不断扩张自身航空运力，三大航市占率有所下降。

图 5：三大航空集团历史货邮运输量 (万吨)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：2018 年起国货航从上市公司剥离，国航公司口径货运量下降

图 6：三大航空集团历史货邮周转量 (亿吨公里)

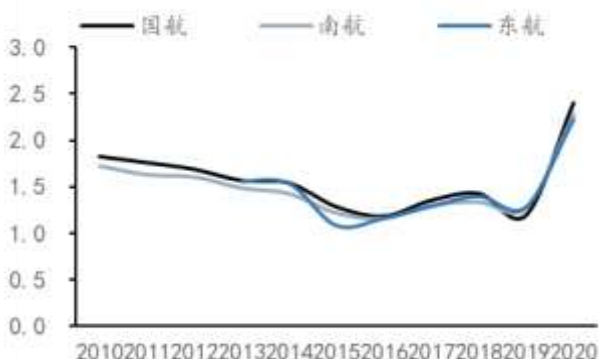


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：2018 年起国货航从上市公司剥离，国航公司口径货运量下降

航空货运整体需求增速并不算高，且挂钩全球宏观经济走势，竞争相对充分，这赋予了航空货运强烈的周期属性。历史上看，我国航空货运运价水平随全球贸易活跃度上下波动，运价波动方向与集运运价趋同。

图 7: 我国三大航历史货邮单位运价 (元) 表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 历史集运运价与三大航货运运价均值对比

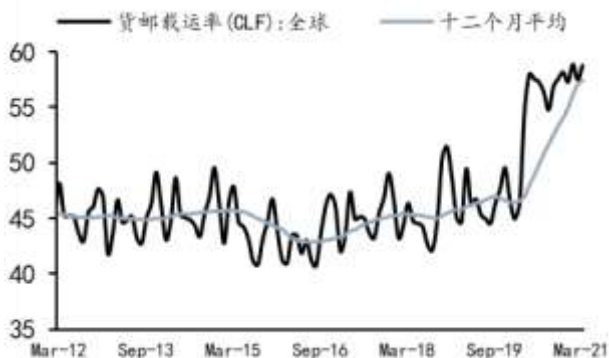


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年集运数据为 1-4 月数据

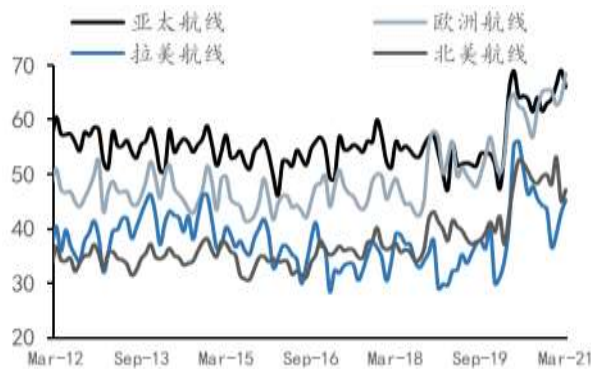
2020 年新冠肺炎扰动全球供应链, 航空客机腹舱运力骤减, 防疫物资运送需求却大幅提高, 拉动航空运价显著提升, 航空物流迎来高光时刻。根据三大航年报, 航空货运吨公里收入同比近乎翻倍。步入 2021 年, 全球互联互通仍暂未全面重启, 虽然我们无法获取公开航空货邮运价高频数据, 但根据当前全球市场航空货运货邮载运率来看, 运价水平仍处于高位。

图 9: 全球航空货运货邮载运率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 分航线载运率

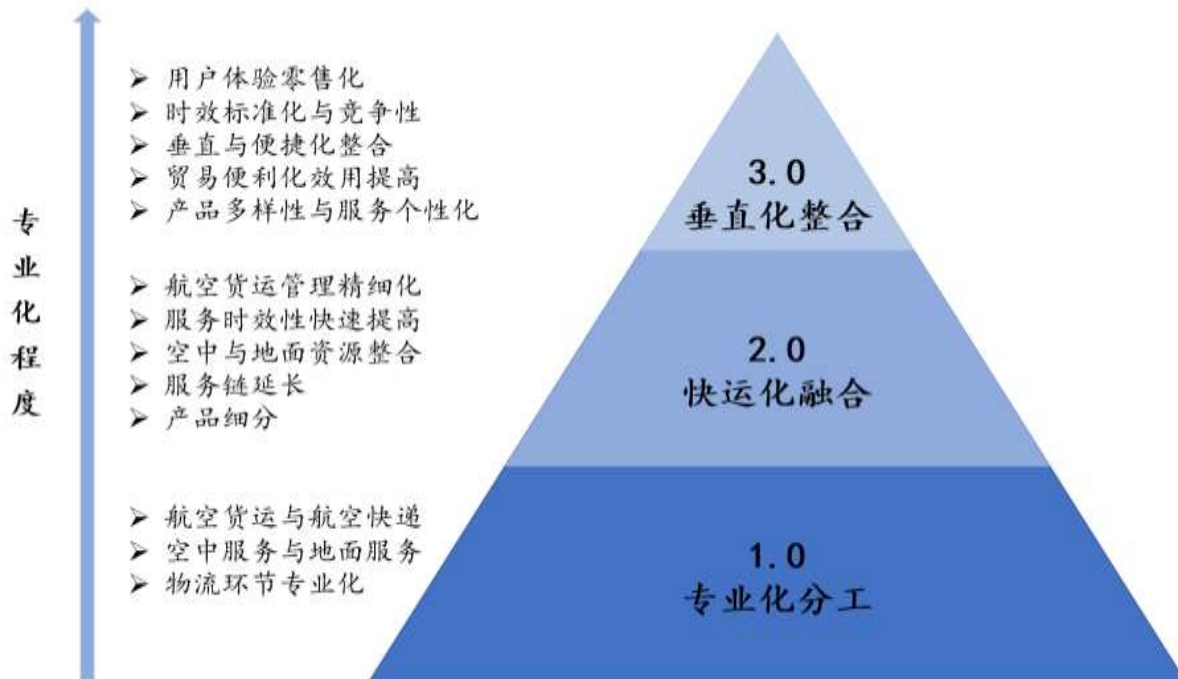


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

专业化日趋深入, 细分市场高成长, 航空物流蓬勃发展

我国航空物流行业发展历经三大阶段, 第一阶段是以“专业化分工”为主导的发展过程, 此阶段以 2002 年三大国有航空集团重组为起点, 航空公司推进客货并举, 独立成立专业化的货运公司或货运部开展业务, 货邮服务逐步向专业化发展。第二阶段是 2007 年开始的航空快递与航空货运的竞争加速, 航空货运实施“快运化融合”战略发展, 管理日趋精细化, 更加重视时效性及地空资源整合服务链的延伸。第三阶段是伴随着客户需求日趋丰富, 航空物流服务提供者更注重客户服务体验, 丰富服务内容的垂直化整合阶段。

图 11: 我国航空物流产业发展路径



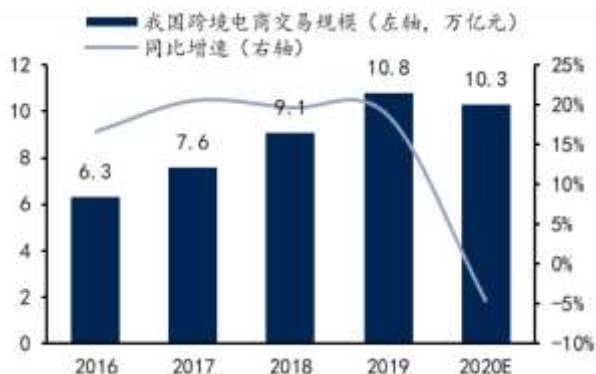
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

周期性行业中, 提升专业化及运营效率, 协同上下游拓展高附加值业务成为各航空货运运营企业获取超额利润的法宝, 而在全球航空货运量总量增长降速的大背景下, 航空物流走向第三阶段, 即专业化, 细分化, 特色化, 进而提高服务附加值是必由之路。未来跨境电商、冷链生鲜运输以及贯彻商流、货流的附加服务可能是未来航空物流行业发展的着力点。

随着互联网高度发展, 中国制造业升级, 中国民众的消费能力提高, 国内外互联互通日趋便捷已经政策支持, 跨境电商蓬勃发展。相比于传统贸易, 跨境电商具备流程简单, 信息透明等优势, 发展十分迅速。艾媒咨询数据提及, 2019年我国广义跨境电商进出口金额达到 10.8 万亿, 同比增长 17%, 2020 年即便受到疫情影响, 跨境电商交易预期规模仅下降 4.6%, 仍达到 10.3 万亿元, 跨境电商进出口金额的迅猛增长带动跨境电商物流、仓储等一系列物流相关业务快速增长。

此外, 我国居民消费升级拉动生鲜产品需求不断攀升, 进一步推升冷链运输需求。iResearch 数据显示 2015-2019 年中国生鲜电商交易规模从 497 亿大幅跃升至 2796 亿, 年化增速 54%, 2020 年预计达到 4047.3 亿, 预计同比提升 44.7%, 延续高速增长。生鲜产品需求不断提升的同时也拉动了海外生鲜进口需求, 生鲜易腐品航空冷链运输货量亦不断增长, 催生相关物流需求快速提升。

图 12: 我国跨境电商交易规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 我国生鲜电商市场交易规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空货运集中于枢纽机场，相关资源相对稀缺

航空货运自身存在明显的周期属性，但依托于航空货运衍生的物流需求中相关细分市场格局显著不同。货代、揽货、配送及运输环节相关参与者竞争充分，而机场货站资源却主要把控在航空运输企业及机场方，供给较为有限。机场货站是航空物流货物进出机场绕不开的环节，而我国航空货运运量主要集中在四个一线城市，尤其集中在上海虹浦两场，相关资源愈发稀缺。

图 14: 上海虹浦两场货邮吞吐量(万吨)及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年中国机场货邮吞吐量及占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

上海作为我国经济中心，航空物流高度发达，而东航物流是一家核心业务集中于上海，运营中货航全货机业务及东航股份客机货运，拥有上海虹浦两场超 50% 的货站资源，并以此为基础衍生其他物流及供应链服务的公司，资源优势突出。

东航物流：脱胎国企混改，货航上市第一单

历史沿革及股权结构

2004年东航物流的前身，东远物流成立，成立之初东航股份与中远集团、中货航分别持股 69.3%、29.7%、1%。2012年东航股份收购中远集团、中货航所持有的全部东远物流股权并向东远物流增资，同年东远物流更名为东航物流。2017年东航物流完成混合所有制改革，也是航空货运领域混改第一单，增资引入联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资，同年整体变更为股份有限公司。

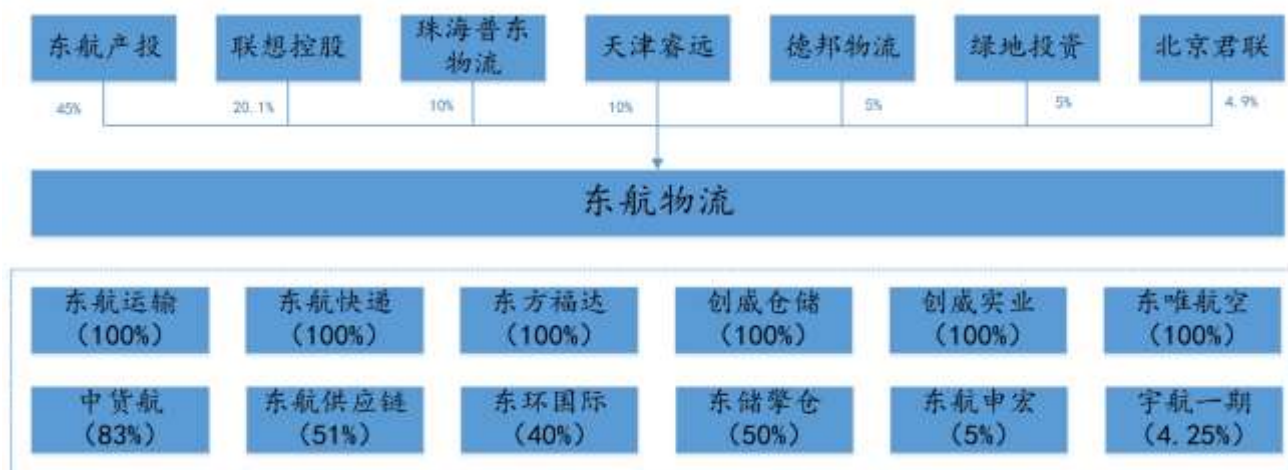
表 1：东航物流历史沿革

2004年8月	东远物流成立，注册资本2亿元。东航股份、中远集团、中货航持股比例分别为69.3%、29.7%、1%。
2012年12月	中远集团、中货航向东航股份转让其持有的全部东远物流股权。
2012年12月	东航股份增资东远物流，增资后东远物流注册资本提高至11.5亿。
2012年12月	东远物流更名上海东方航空物流有限公司。
2013年7月	上海东方航空物流有限公司更名东方航空物流有限公司。
2017年2月	东航股份将其持有的东航物流全部股权转让给东航产投。
2017年7月	东航物流增资，引入联想控股、珠海普东物流、天津睿远、德邦股份、绿地投资。增资后公司总股本为14.288亿股。
2017年12月	联想控股向关联方北京君联转让4.9%的东航物流股权。
2018年7月	东航物流变更为股份有限公司。

资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

股权结构方面，上市前东航产投持有公司 45%的股权，联想控股持股比例为 20.1%，珠海普东物流持股比例为 10%，天津睿远为 10%，德邦物流为 5%，绿地投资为 5%，北京君联为 4.9%。参股及控股公司方面，公司全资控股东航运输、东航快递、东方福达、创威仓储等公司，对中货航、东航供应链、东环国际、东储擎仓的持股比例分别为 83%、51%、40%、50%。

图 16：东航物流股权结构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

公司核心收入利润来自于中货航，2020年公司营业收入 151.11 亿，其中中货航收入 111.34 亿，占比 73.7%，公司净利润 27.24 亿，其中中货航 19.97 亿，占比 73.3%。中货航的前身东远货航成立于 1998 年 7 月，由东航股份与中远

集团合资成立，同年更名为中国货运航空，并于 2005 年 11 月增资。2011 年 5 月东航股份、中远集团、新加坡货航、长荣航空共同增资重组中货航，增资后东航股份持有中货航 51% 的股权。2014 年东航股份将其持有的中货航全部股权转让给东航物流。2015 年东航物流受让长荣航空、新加坡货航持有的中货航各 16% 的股权，此后东航物流持有的中货航比例维持在 83%。

收入持续增长，2020 年运价高企利润大幅提升

公司核心业务为航空速运服务、地面综合服务、综合物流解决方案，其中航空速运服务包括全货机运输和客机腹舱运输，地面综合服务包括货站操作、多式联运、仓储，综合物流解决方案包括跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案，产地直达解决方案。自从东航股份剥离后，公司快速推进综合物流解决方案业务，拉动营业收入稳步提升。2020 年因运价高企，公司营业收入达到 151.1 亿，同比增长 33.8%，归母净利润 23.7 亿，同比提高 201%。

图 17: 东航物流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

图 18: 东航物流归母净利润



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

业务分拆: 空运立足, 货站稳健, 供应链蓬勃发展

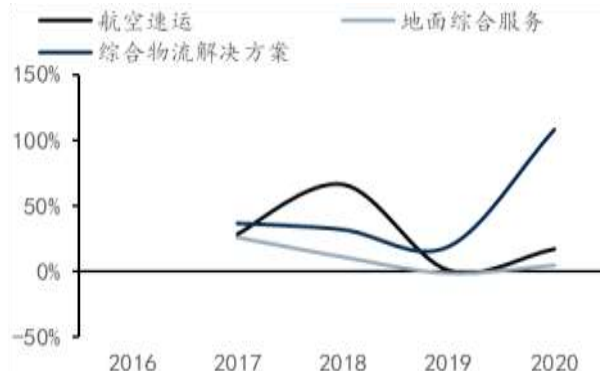
公司全部业务的核心立足点是航空速运业务, 包括全货机货运及客机货运, 并以此为核心拓展上下游的货站操作、仓储配送、报关清关等一系列服务, 业务可大致分为航空快运、地面综合服务、综合物流解决方案三大板块。

图 19: 东航物流收入(亿)构成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 东航物流各业务收入增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空速运业务: 全货机运输, 客机货运

公司航空速运业务包括全货机运输及客机腹舱运输, 公司独家经营中货航旗下 10 架全货机, 及东航股份客机腹舱业务。截至 2020 年末, 公司经营国内至洛杉矶、芝加哥、法兰克福、阿姆斯特丹等 14 个国际城市的全货机航线, 同时拥有东方航空 725 架飞机至日、美、欧、韩、东南亚及国内航线的客机货运业务, 此外, 公司与全球各国多家航空公司建立互换舱位、代码共享、签订联运协议等合作关系, 航线网络及运力分布遍及全球。具体产品上, 公司提供快运服务, 航空特货服务, 普货服务满足客户需求。

图 21: 东航物流国际货运航线网络



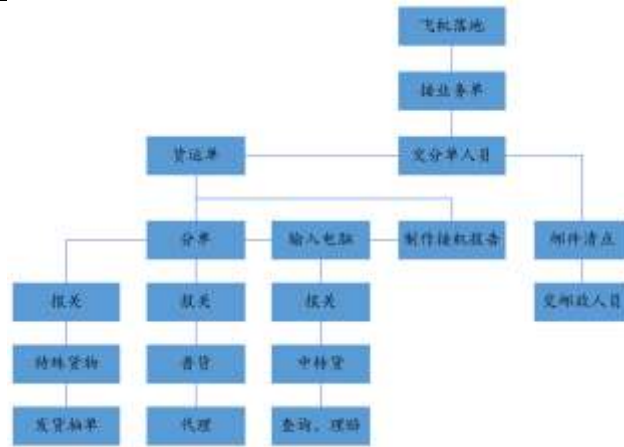
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 22: 东航物流航空速运出港业务流程



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 23: 东航航空速运进港业务流程



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

公司的全货机业务与客机腹舱运输业务在实际操作中承载的职能显著不同。公司全权运营全货机, 兼顾揽货、货运操作及实际运输等各个环节, 并负担货机运营成本, 而客机腹舱运输方面, 公司以缔约承运人身份对外承揽业务并签约, 独家享有东航客机的舱位销售权、定价权以及从事结算等相关业务, 并不介入实际运输环节, 因此二者相关收入确定、成本分摊逻辑存在巨大差异。

表 2: 公司货机业务及客机货运业务模式显著不同

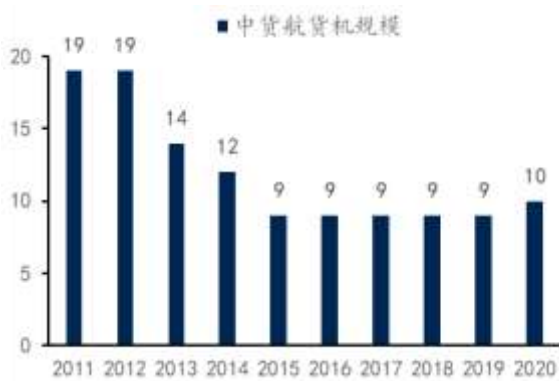
	货机业务	客机货运
东航物流	实际承运人	缔约承运人
业务流程	负责与货主、货代签约, 运单发放, 运价协议、仓位分配、订舱、货运操作(包括货运调度、集装箱调配等)、实际航空运输、运输完成后财务结算等环节。	包括负责与货主/货运代理人签约、运单发放、运价协议、仓位分配、订舱、货运操作(货运调度、集装箱的调配等)、运输完成后财务结算等业务环节
权利业务关系	全业务链条自主经营, 向托运人承担整体货物承运责任	以缔约承运人身份对外承揽业务并签约, 独家享有东航客机的舱位销售权、定价权以及从事结算等相关业务, 并就东航客机货运业务所承运的货物向托运人承担整体货物承运责任东航股份接受公司的委托, 以实际承运人身份负责完成空中运输服务, 并向公司承担相应责任
货运风险承担方	中货航向托运人承担整体货物承运责任	中货航向托运人承担整体货物承运责任。根据《承包经营协议》的约定, 对于实际承运人之责任范围内事项造成损失的, 需由实际承运人(东航股份)向公司承担相应责任
主业成本构成	航油费、飞机经营租赁费用、飞发修理费用、短期薪酬、地面服务费、起降费、航路费、折旧及其他	向东航股份支付的承包经营费/运输服务价款

资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

全货机业务:

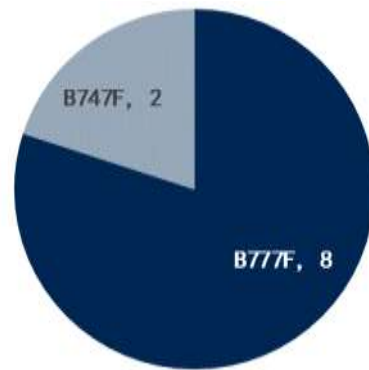
全货机业务使用货运飞机将货物从一地运往另一地, 其优势在于航权限制少, 航班时刻灵活, 单机载重量大, 对货源的敏感度更高。东航物流于 2020 年引进两架 B777-F 飞机, 全货机机队规模已经达到 10 架, 十四五期间计划扩张全货机机队规模至 15-20 架。

图 24: 东航物流历史货机机队规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 东航物流货机机队结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司全货机主要执飞国际航线，2021 年夏秋航季主要目的地为德国法兰克福、荷兰阿姆斯特丹、美国芝加哥、美国亚特兰大、日本东京、日本大阪、新加坡、泰国曼谷，周班次合计 152 班。除全货机航线外，疫情之下客改货航班仍在存续，且体量较大，2021 年夏秋季换季初正班时刻表显示，在疫情前航班排布较密集的东南亚航线及部分欧洲航线客改货航班量较大，合计达到每周 466 班，三倍于全货机体量。

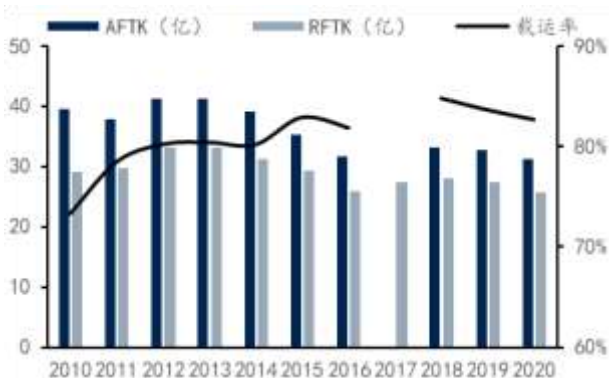
表 3: 2021 年夏秋季中货航全货机国际航线班次量

航线名称	周班次
上海浦东-宁波-法兰克福	3
法兰克福-宁波-上海浦东	3
上海浦东-阿姆斯特丹	7
阿姆斯特丹-上海浦东	7
上海浦东-法兰克福	4
法兰克福-上海浦东	4
上海浦东-阿姆斯特丹-萨拉戈萨(西班牙)	1
萨拉戈萨(西班牙)-上海浦东	1
上海浦东-洛杉矶	16
洛杉矶-上海浦东	16
上海浦东-芝加哥	7
芝加哥-上海浦东	14
上海浦东-安克雷奇-芝加哥	7
上海浦东-安克雷奇-亚特兰大-芝加哥	7
芝加哥-上海浦东	7
上海浦东-东京成田	3
东京成田-上海浦东	3
上海浦东-大阪关西	5
大阪关西-上海浦东	5
上海浦东-首尔仁川	6
首尔仁川-上海浦东	6
上海浦东-新加坡樟宜	7
新加坡樟宜-泰国曼谷-上海浦东	7
深圳宝安-印尼雅加达	3
印尼雅加达-深圳宝安	3

资料来源: Pre-flight、国信证券经济研究所整理

公司全货机业务经营状况挂钩全球经贸活跃度，在公司历史货机机队规模变化不大，在货运运力及货机运量相对稳定的清下，历史收益波动较大。2020年由于新冠疫情冲击客机腹舱业务，全球范围内航空货运运力骤减，货机运输迎来高光时刻，单价大幅上涨，吨公里收入大幅提高至 2.05 元，拉动公司货机业务毛利率达到 43.07%，同比大幅提高 37.07pct。

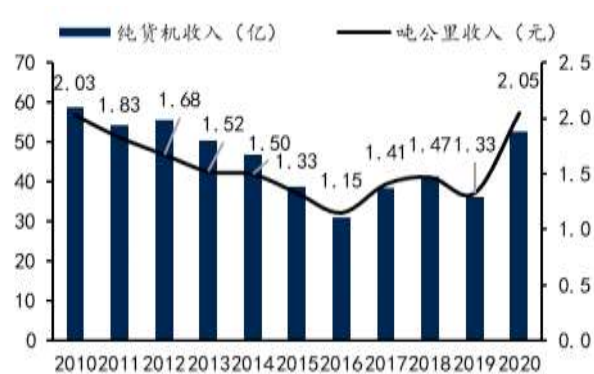
图 26: 东航物流(中货航)全货机运量历史数据



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

注: 2017 年 AFTK 数据缺失

图 27: 东航物流(中货航)全货机收入及单价



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

客机货运业务:

客机腹舱货运是采用客机托运行李后富余的腹舱运力提供货运服务，客货运输行为同时完成。东航物流独家运营东航股份客机腹舱货运，业务模式经历两次变化，完成了从委托经营-承包经营-独立自主经营的模式飞跃。东航股份在客机腹舱货运经营上给予了东航物流更大的灵活性和激励制度，提升了东航物流的盈利空间，并从结果上平滑了客机腹舱业务业绩。

委托经营模式: 2018 年 4 月之前采用委托经营的方式接受东航股份委托，运营客机腹舱货运业务。

在委托经营的模式下，东航股份将全部客机航班腹舱货运委托中货航运营，双方为委托代理关系。在委托经营模式下，腹舱货运收入为东航股份所有，东航物流则按照委托费用率获取收入，并负担在东航物流工作的腹舱销售、结算等人员人工成本及办公费、营销费等。东航物流与东航股份依据正常情况下提供该类服务的独立第三方收取的价格，同时考虑货运市场整体环境，中货航受托经营成本及对于公司委托经营的具体要求等因素后，在每年年初对客机腹舱相关营业收入、销售管理费用、人工成本等成本费用进行预估，由中货航与东航股份公平磋商厘定委托经营费率，并根据客机腹舱实际收入确定应收取的委托经营费用率，2017 年、2018 年 1-3 月该费用率分别为 3.6% 和 4%。

图 28: 委托经营模式下东航物流客机腹舱货运业态



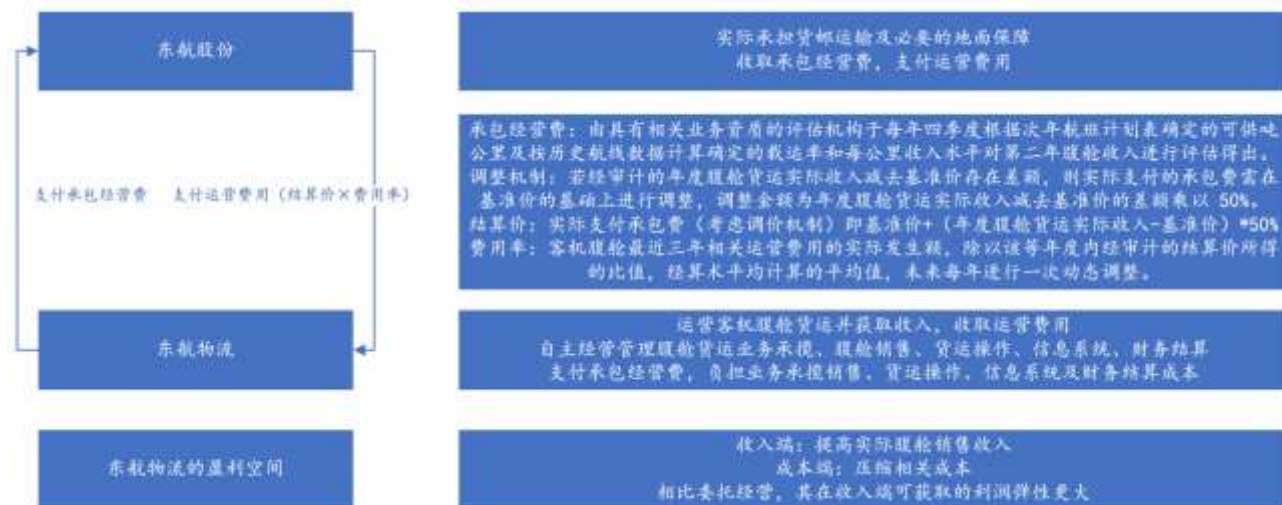
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

承包运营模式: 为解决同业竞争问题, 东航物流与东航股份于 2018 年 4 月起采用承包运营模式, 由东航物流承包经营东航股份的客机腹舱货运业务。在承包运营模式下, 东航物流独家享有东航客机腹舱的仓位销售权、定价权及结算等业务, 独立负责腹舱货运业务承揽、销售、货运操作、信息财务等全链条业务, 并承担整体货物承运责任, 并向东航股份支付承包费用, 收取腹舱承包经营运营费用。

承包费用的定价机制包括基准价机制及基准价调整机制, 其中基准价由具有相关业务资质的评估机构于每年四季度根据次年航班计划表确定的可供吨公里及按历史航线数据计算确定的载运率和每公里收入水平对第二年腹舱收入进行评估得出, 评估结果需经相关国资部门备案。基准价调整机制为考虑到可能发生的市场波动, 由会计师事务所对上一年度东航客机腹舱的实际货运收入进行专项审计, 若经审计的年度腹舱货运实际收入减去基准价存在差额, 则实际支付的承包费需在基准价的基础上进行调整, 调整金额为年度腹舱货运实际收入减去基准价的差额乘以 50%。

运营费用计价方式: 腹舱承包经营费用=结算价 × 费用率。其中, 结算价为中货航应向东航股份实际支付的承包费 (考虑调价机制后), 即基准价+ (年度腹舱货运实际收入-基准价) *50%; 费用率按客机腹舱最近三年相关运营费用的实际发生额, 除以该等年度内经审计的结算价所得的比值, 经算术平均计算的平均值, 未来每年进行一次动态调整, 2019 年为 8.11%。在此费用计算模式下, 东航物流客机腹舱货运经营收入随市场波动的幅度明显减轻, 但经营妥善同样可获取超额收入, 成本端则自行承担, 因此可从收入、成本两端提升利润空间。

图 29: 委托经营模式下东航物流客机腹舱货运业态



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

独家经营模式: 2020 年新冠肺炎冲击下, 航空客运受到明显冲击, 腹舱运力骤减, 在货运需求无法得到有效运力满足的情况下, “客改货” 异军突起。为进一步明确非常态化经营时客机货运业务范围及定价方式, 公司与东航股份再次变更客机货运业务模式, 改为由东航物流独家经营东航股份客机货运业务。

在独家运营的模式下, 客机货运分为常规业务和非常规业务。常规业务是指长期存在的客机腹舱业务, 计价方式为由东航物流向东航股份支付运输服务价款。运输服务价款=客机腹舱货运实际收入×(1-常规业务费率), 其中常规业务费率=运营费用率+(当年东航客机腹舱货运业务增长率-三大航当年客机腹舱货运收入平均增长率)×50%。常规业务费用率的设置既考虑了公司经营情况, 又考虑了对超越行业平均增长水平的激励。

图 30: 独家经营模式下东航物流客机货运常规业务业态

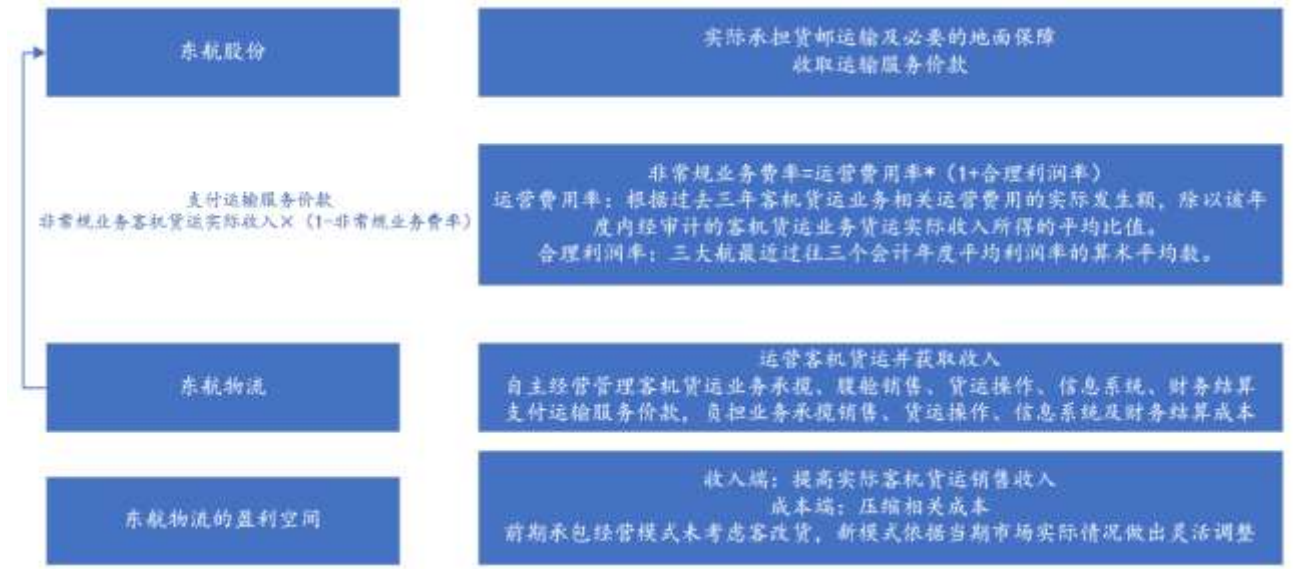


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

非常规业务情形下计价方式为: 运输服务价款=非常规客机货运实际收入×(1-

非常规业务费率)，其中非常规业务费率=运营费用率×(1+合理利润率)。其中合理利润率为三大航过往三个会计年度平均利润率的算数平均数。

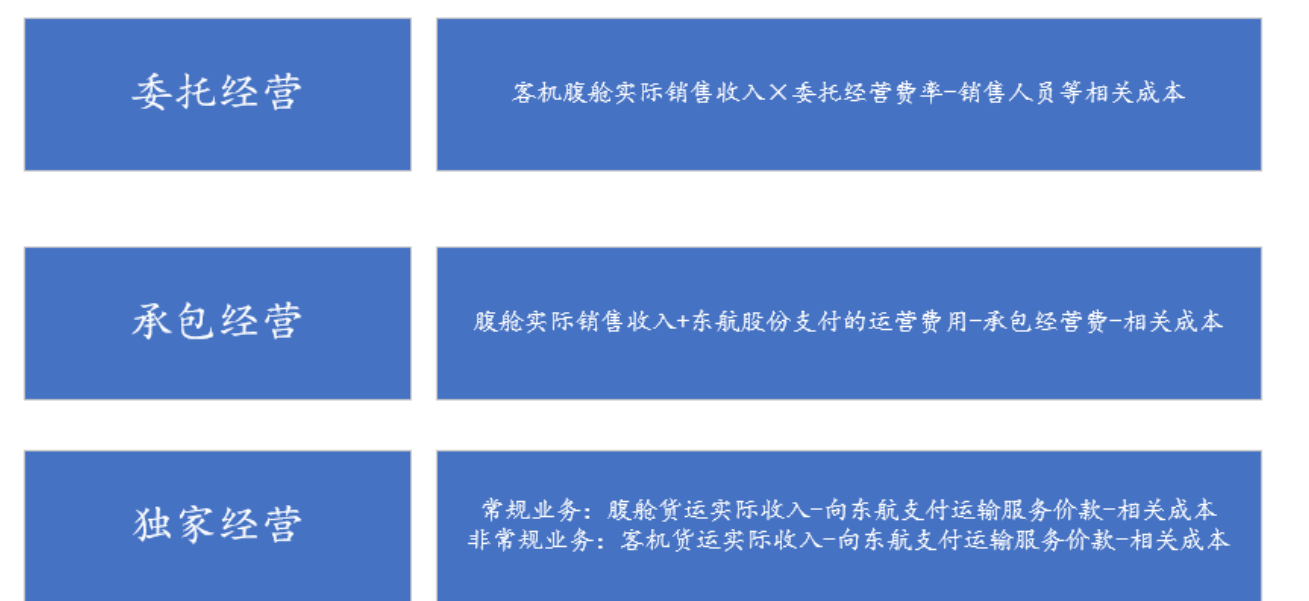
图 31：独家经营模式下东航物流客机货运非常规业务业态



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

在独家运营模式下，东航物流支付给东航股份的服务价款本质上来自于客机货运实际收入扣减一定业务费率，而业务费率在相当程度上决定了东航物流的利润，该费用率综合考虑了运营费用率及东航物流实际经营效率，充分考虑了东航物流经营的主观能动性，利于东航物流长期拓展业务。且从结果上看，独家运营的模式进一步平滑了东航物流客机腹舱业务的经营利润。

图 32：三种业态下东航物流客机货运的盈利空间



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

东航物流或东航股份的客机货运投规模随东航股份客机机队规模不断扩大，但由于客机腹舱运力本质上依托客运航班的排班，且运力需优先考虑旅客行李托运，同时不太可能为了货运牺牲客运而刻意匹配货源，因此历史上客机腹舱载运率相对货机显著偏低，约在 40%左右。疫情前贡献收入规模在 30 亿左右，2020 年由于疫情影响，航空货运供需关系大幅改善，客机货运吨公里收入大幅提高至 2.37 元，同比升 92.6%，拉动腹舱收入提高至 52.2 亿，升幅为 42.7%。

图 33: 东航物流（中货航）客机货运运量历史数据



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 东航物流（中货航）客机货运收入及单价

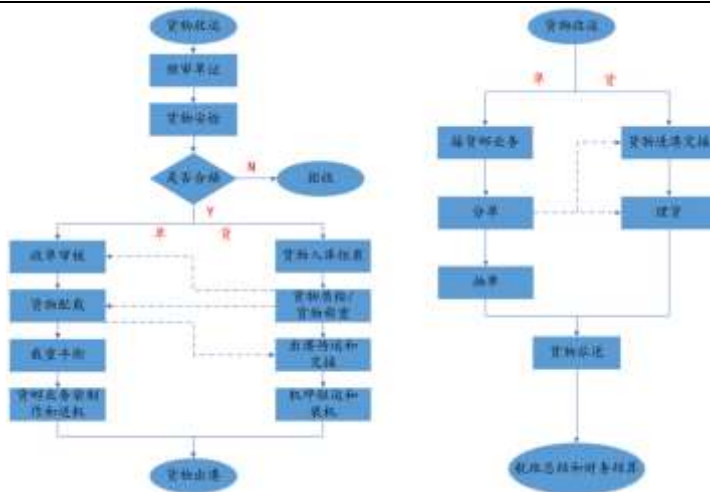


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

地面综合服务: 货站操作, 多式联运, 仓储

地面综合服务服务于全货机运输及客机货运飞机起飞前后的业务链条，具体包括货站操作，多式联运及仓储。货站操作主要包括货物出港进港业务，其中，货物出港业务由预制单证、货物安检、入库组装、货物配载和出港待交接等核心环节构成，货物进港业务由进港交接、理货、分单、与货运代理人交接航空货运单等核心环节构成。多式联运业务为客户提供卡车航班与内场运输业务，根据协议约定为其提供从始发地至目的地的地面运输服务。仓储业务指将指定仓库在指定期间租予货代用于货品仓储并收取仓库租金。

图 35: 地面综合服务业务流程



资料来源: 招股书、国信证券经济研究所整理

货站操作:

公司地面综合服务的核心收入来源为货站操作。总量上看，公司地面代理航空公司客户共 47 家，2020 年地面操作总货量达到 249.45 万吨，业务范围遍及全球多条航线。公司目前自营货站 17 个，覆盖全国 10 省 11 市，其中上海两场 7 个，北京、昆明等地 10 个。

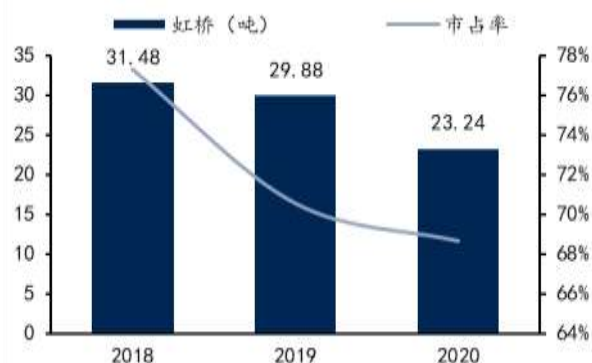
结构上看，公司货站操作业务主要集中在上海虹浦两场，上海是内地全部城市中航空物流最发达的城市，2020 年上海浦东、虹桥机场货邮吞吐量分别为 368.7 万吨、33.9 万吨，分别占全国机场货邮吞吐量的 22.9% 和 2.1%，合计高于北京和广州三个机场的总和。东航物流运行上海浦东机场运行五个货站、虹桥机场两个货站，2020 年操作货量 218.08 万吨，市场份额达到 54.2%。218.08 万吨的操作货量也占到了公司货站操作业务量的 87.4%。

图 36: 东航物流于浦东机场的货站操作量份额



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 37: 东航物流于虹桥机场的货站操作量份额

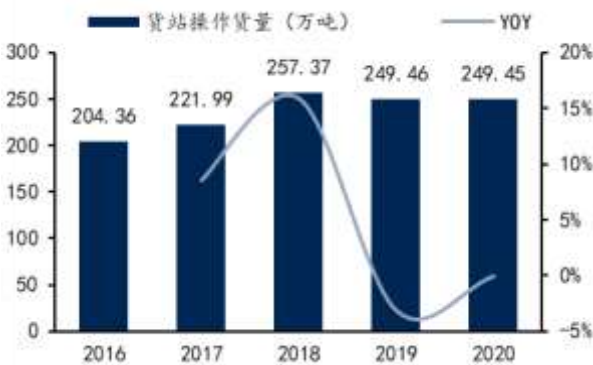


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

公司货站操作收入计算公式为货站使用单价 × 操作货物重量。过去几年上海虹浦两场货邮吞吐总量增速不明显, 2015-2020 年合计增速略超 10%。单价方面, 货站使用单价由政策规定, 根据民航局 2007 年 159 号文《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》和 2017 年 18 号文《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》, 对于内航国内航班, 一类机场货站操作收费实施市场调节价, 由运营方与航空公司综合考虑多因素协商决定, 对于二类、三类机场采用政府指导价, 对于外航及国际及港澳台航班采用市场调节价。

2017 年市场化定价放开后, 公司货站操作单价显著提升, 但 2019 年民航局 33 号文降低货邮操作政府指导价部分收费标准 20%, 并严格收费监管, 2019 年-2020 年货站操作单价未有明显波动, 2020 年为 846.91 元, 同比升 3.7%。

图 38: 东航物流货站操作量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 39: 东航物流货站收入及单价



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

多式联运:

公司多式联运业务为通过子公司东航运输与航空公司和货运代理人等客户直接洽谈业务合作, 并根据双方签署的业务协议中约定的服务内容为客户提供卡车航班与内场运输等服务并收取相应的运输服务费, 其中卡车航班为国际进出港货物提供国内段地面运输延伸服务, 并提供卡车装卸、货物分解、理货等服务, 同时在上海机场为国际货运代理提供国际进港货物送仓服务及国际进出港货物海关辅助查验、单证核销等服务。内场运输业务主要依托东航物流货站资源, 为各航空公司及货运代理人等客户提供围绕上海虹桥和上海浦东两个机场间及机场各货站间的货物短驳及航空设备短驳等服务。

卡车航班定价模式为: 运输服务费=相应目的地港单价费率*运单计费重量+增值服务费, 其中单价费率综合考虑运送货物的路线距离、货物品类、运输车型及市场竞争情况等因素确定。此外, 根据客户需求, 东航运输亦可为其提供国际进出港货物海关辅助查验、货物核重、送仓服务等增值服务并收取相应费用。内场运输业务定价方面, 东航运输制订了《上海东方航空运输有限公司国际货服务价格表》, 视具体市场及自身业务需求不定期修订、更新并于公司官网对外发布。

公司多式联运操作货量可细分为卡车航班及内场运输总货量, 过去几年二者运量相差不大, 有所增长, 2020年卡车航班及国际进港送港货量及内场运输总货量分别为 68.93 万吨和 72.97 万吨, 同比分别增长 8.6%、9.5%。收入方面, 2020年公司多式联运收入为 1.47 亿, 同比提高 31.6%。单价方面, 2019年因卡车航班航线缩短, 单价有所下降, 2020年因常规航班数量下降, 临时包机业务量提升, 单价提高, 综合为 103.7 元每吨。

图 40: 东航物流多式联运操作量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 41: 东航物流多式联运收入及单价



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

仓储:

仓储业务是以货站为核心, 将客户与航空相关的仓储集聚在机场周边, 为客户提供仓储服务。除普通货物的仓储外, 公司还针对特殊货品性质的仓储需求, 在货站设施中设有温控货物仓库(包含冷藏库、冷冻库及恒温库)、危险品仓库、贵重品仓库、活动物仓库及超大超重货物仓库等, 为进出港货邮提供多种特种仓储服务。2018 年公司货站累计仓储量为 7.74 万吨, 同比 2017 年有所增长, 2019-2020 年公司未披露仓储量。2020 年公司仓储业务收入 8593 万元, 同比略有下降。

图 42: 东航物流累计仓储货运量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 43: 东航物流仓储收入



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

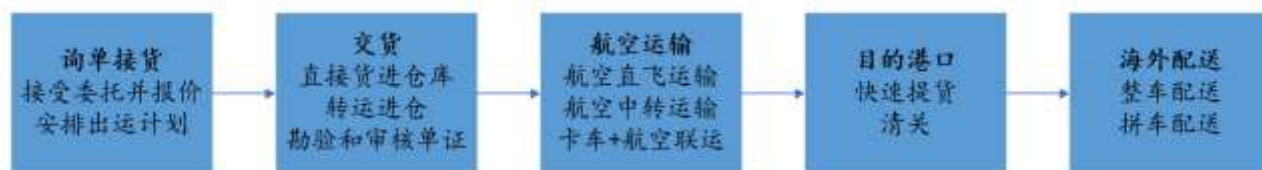
综合物流解决方案: 同业供应链, 跨境电商, 航空特货, 产地直达

综合物流解决方案是公司力图拓展的新兴业务。公司拥有航空货运运力核心资源, 上下游服务链条逐步打通, 针对快递、快运、快邮行业参与者空运资源有限等痛点, 提供同业项目供应链业务, 此外, 全球互通互联趋势不止, 我国在全球范围内的贸易量仍在不断提高, 跨境电商规模快速扩张, 个性化物流需求热度升温, 公司跨境电商解决方案业务及航空特货、产地直达解决方案业务蓬勃发展。

同业项目供应链:

公司同业项目供应链主要客户包括邮政、快递快运、航空货运代理等类型的同行业客户，公司向其提供以传统航空运输和地面服务为基础，辅以自有航线和货站联动形成的“港到港”增值服务产品体系，具体业务包括截单时间后延、精品航班速提速派、货物异常状态快速反馈处理、中转节点可视化追踪、刚性时效承诺等的“港到港”专线时限快运服务。

图 44: 同业项目供应链流程



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

公司同业项目供应链业务定价依据为协商定价，即以成本加总为定价基础，综合考虑多因素协商确定价格。鉴于公司同业项目供应链业务高度依托于航空快运主业，因此航空快运景气度在相当程度上决定了同业项目供应链利润率。2020 年疫情影响下航空货运运价大涨，拉动公司收入规模快速扩张，2020 年达到 33.1 亿，同比增长 150.4%。

图 45: 东航物流同业项目供应链业务货量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 46: 东航物流同业项目供应链业务收入及同比增速



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

跨境电商解决方案:

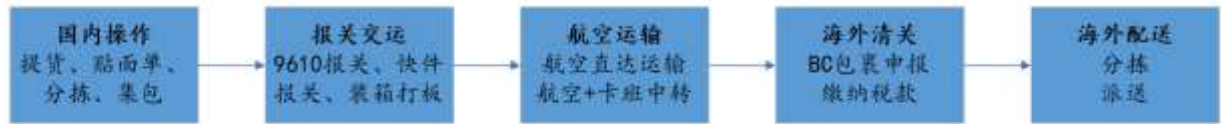
公司跨境电商解决方案主要针对电商客户需求，包括跨境直邮进口、出口小包等跨境进出口双向全程物流。

跨境电商物流出口业务方面，公司主要为电商客户提供国内操作、航空运输、海外清关配送等服务。其中，国内操作部分可为客户提供提货、称重、贴面单、分拣、集包、报关等一系列的操作服务；航空运输部分，可提供直达或转运航班运输服务；海外清关配送部分，根据客户需求，通过与当地清关配送公司合

作，将包裹最终派送给国外消费者手中。跨境电商物流进口业务方面，主要提供海外的报关交运、航空运输、国内清关等服务。海外报关交运方面，电商货物从海外仓发出后，通过与海外报关和地面代理合作，完成报关与交运。国内清关方面，公司主要提供 9610 直邮进口清关服务。

图 47: 跨境电商解决方案业务流程

出口流程



进口流程



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

公司跨境电商解决方案业务通过子公司东航快递与服务需求方直接洽谈业务合作，根据约定服务内容，以成本加总作为定价基础，协议确定收取相关费用。得益于跨境电商蓬勃发展，货量不断提高，公司跨境电商解决方案业务量及收入快速增长，2020 年收益于防疫物资运输需求旺盛，公司跨境电商航空专线货量达到 1.12 万吨，跨境电商航空干线货量 1.08 万吨，同时运价大幅提高，相关收入达到 8.46 亿元，同比增长 109.4%。

图 48: 东航物流跨境电商专线货量



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 49: 东航物流跨境电商解决方案收入及同比增速



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

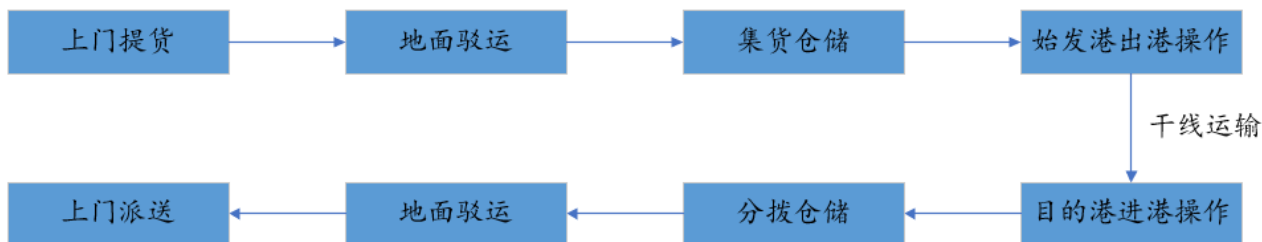
航空特货解决方案：

航空特货解决方案指针对在物流过程中对运输有特殊条件要求或需特殊设备载运货物的客户，为其提供全程物流解决方案。特种货物种类包括航空器材、医

疗器械、时装及贵重货物等。为客户量身定做的解决方案可在收运、包装、运输等各个操作环节，针对特种货物的不同性质、质量、体积和状态，采取特殊运送操作和保障措施，最大限度保证特种货物的完整、安全、时效。

图 50：航空特货解决方案业务流程

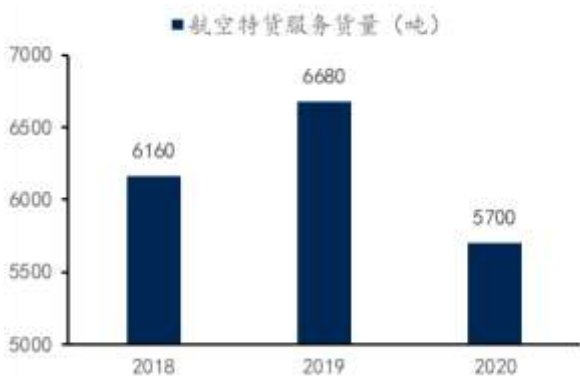
航空特货业务解决方案业务流程图



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

近三年公司航空特货业务服务货量及收入波动较小，2020 年服务货量 6160 吨，贡献收入 1.78 亿元。

图 51：东航物流航空特货业务服务货量



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 52：东航物流航空特货业务收入及同比增速



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

产地直达解决方案：

产地直达解决方案业务主要指面对生鲜产品服务商，提供包括原产地采购、航空干线运输和清关报关、加工、仓储和转运等附加业务在内的服务。该业务主要以“飞来鲜”作为主要品牌，为客户提供冷链干线和集散仓之间的运输服务。目前，产地直达解决方案业务对象包括南美、北美及东南亚的水果、海产品，例如智利的樱桃、西梅、三文鱼，古巴的龙虾，南非的西柚，美国的樱桃、珍宝蟹和加拿大的龙虾等。产地直达解决方案业务的主要客户包括商超类客户及知名电商类客户（例如京东和本来生活等）、大型贸易商和货运代理人等。

图 53: 产地直达解决方案业务流程



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

公司产地直达业务生鲜运输货量在疫情前显著增长, 但疫情影响下有所下降, 2020 年为 1.24 万吨, 同比下降 38.9%, 但得益于货机运价上涨, 产地直达解决收入仍明显提升, 达到 5.95 亿, 同比增长 29.3%。

图 54: 东航物流产地直达业务服务货量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 55: 东航物流产地直达业务收入及同比增速



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

成本及费用: 航油成本及客机腹舱运营费占比较高, 费用管控向好

东航物流在招股书中详细的拆分了各项业务的成本。航空快运方面, 公司货机业务成本为航空运营成本, 包括航油、薪酬等传统航空公司相关费用, 且由于公司机队规模近年波动不大, 因此货机非油运营成本基本平稳; 客机货运业务主要成本为公司非同业供应链客机货运收入对应的运输服务价款。地面综合服务业务成本主要为薪酬成本、租赁费等, 历史成本相对稳定。

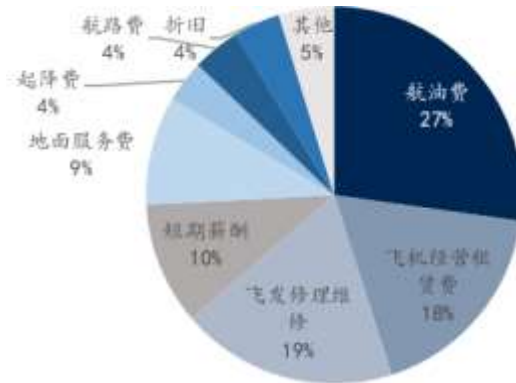
综合物流解决方案可以理解为货机业务、客机货运业务和地面综合服务业务的综合体, 因此其成本既包括货机运输成本, 又包括客机货运运输服务价款, 同时还包括地面综合服务业务相关薪酬租赁费等成本。综合来看, 公司历史成本随收入规模扩张持续提升, 2020 年运输服务价款及航油费、薪酬成本、航空运费成本占比相对较高。

图 56: 东航物流货机业务成本



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 57: 2020 年东航物流货机业务成本构成



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 58: 东航物流货机单位成本



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 59: 东航物流客机货运成本



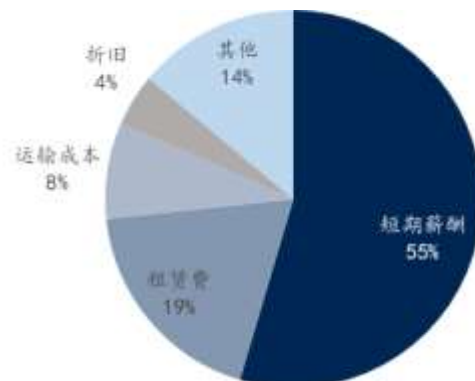
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 60: 2020 年东航物流地面综合服务成本



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 61: 2020 年东航物流地面综合服务成本构成



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 62: 东航物流综合物流解决方案成本



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 63: 东航物流综合物流解决方案成本



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

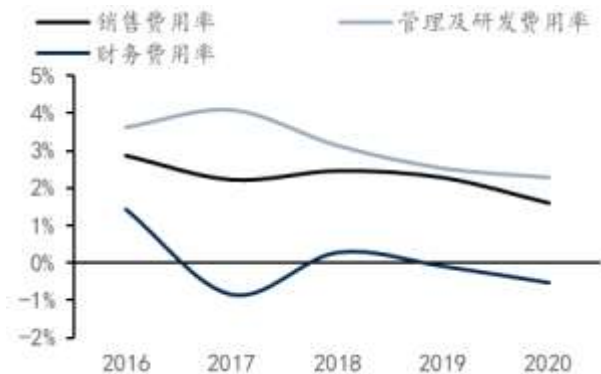
费用方面, 公司的业务模式决定了在货机规模基本稳定, 客机货运产能平稳增长之时相关费用水平基本稳定。公司过去三年销售费用保持在 2.5 亿元左右, 管理费用保持在 3 亿元左右, 财务费用则得益于较低的资产负债率带动利息收入抵消利息支出, 扣汇财务费用持续为负值。

图 64: 东航物流各项费用金额



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 65: 东航物流费用率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

盈利贡献: 快运周期, 货站稳定, 供应链潜力渐显

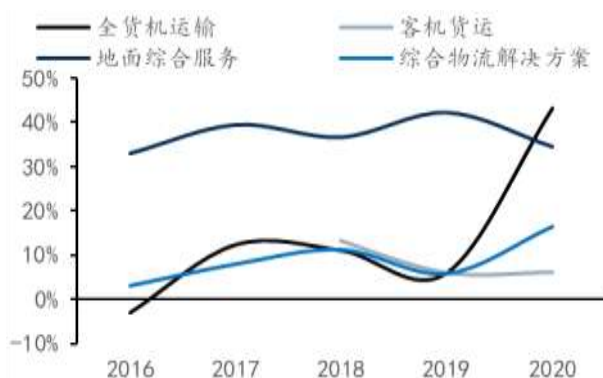
航空快运业务中的全货机业务及供应链服务中部分业务周期属性较强; 航空快运业务中的客机货运业务受制于业务模式, 盈利空间及利润贡献度较低; 地面综合服务业务则持续贡献稳定盈利。

图 66: 东航物流毛利润构成



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 67: 东航物流各业务毛利率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

航空快运运价持续波动, 周期属性明显

我们前面提到航空货运货量总量增速不快, 竞争高度充分, 且货邮需求对应的全球经济、中美贸易挂钩宏观经济周期, 收入波动呈现显著的周期性, 且国际油价的持续变化导致航油成本对货机运营成本扰动较大, 收入成本的双重周期属性导致全货机运输呈现出明显的周期底色。

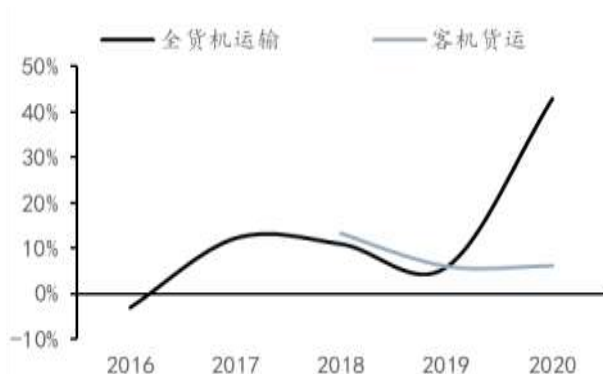
客机货运业务方面, 公司的收入计算模式决定了在当前业务模式下公司的增量利润贡献更多来自于持续超越三大航平均值的收入增速及持续压缩的成本费用水平, 削弱了周期性相关性, 利润空间摆动幅度有限。

图 68: 东航物流航空快运毛利贡献



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 69: 东航物流航空快运毛利率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

地面综合服务持续贡献稳定收益

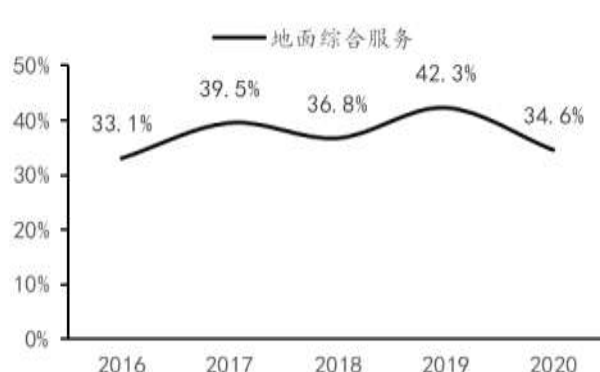
公司核心稳定的利润来源为存量的地面综合服务, 虽然操作货量增速并不快, 但不同于航空货运的高度充分竞争, 公司的货站业务把控了我国货邮吞吐量最大机场的最大市场份额, 并不面临激烈的价格竞争, 且在单价原则上不再受到政策管制的情况下, 具备充分的定价权。此外, 货站业务成本主要为薪酬、折旧、运输成本等, 基本稳定, 因此相关业务为公司贡献了稳定的利润, 2017-2020 年贡献毛利稳定在 8.1-9.5 亿, 2019 年占公司毛利润的 63.6%。

图 70: 东航物流地面综合服务毛利贡献



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 71: 东航物流地面综合服务毛利率

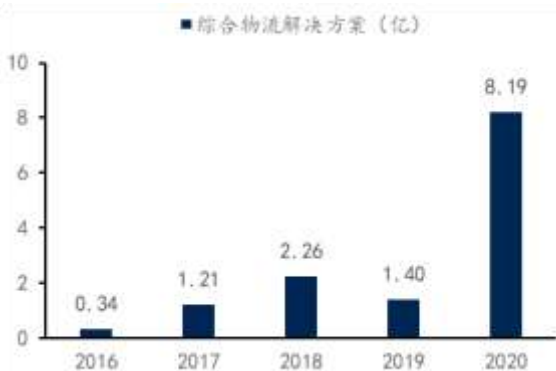


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

综合物流解决方案利润贡献潜力渐显

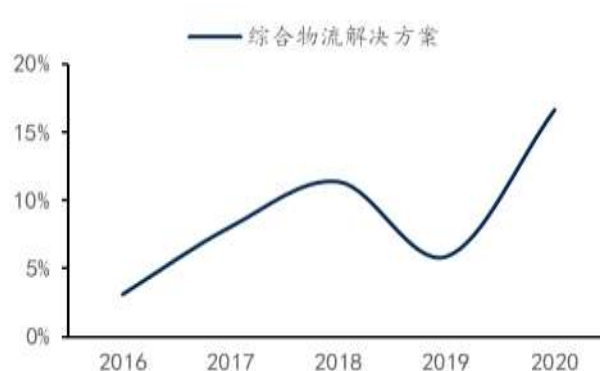
公司综合物流解决方案业务依托于自身货运运力及货站操作资源, 其单价水平同样高度依赖于航空货运整体景气度, 2020 年疫情扰动下货运运价高企, 公司综合物流解决方案贡献毛利 8.19 亿, 同比升近五倍, 毛利水平达到 16.6%, 同比升 10.7%。

图 72: 东航物流综合物流解决方案毛利贡献



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 73: 东航物流综合物流解决方案毛利率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

强化优势, 发展高品质服务, 构建全球物流集成商

未来东航物流在结合外部市场环境、东航集团发展战略、股东战略互动以及公司自身实际的基础上, 坚持以客户、产品价值为导向, 将产业链服务能力与产业链掌控能力充分结合, 致力于成为“快供应链平台、高端物流解决方案服务提供商、航空物流地面服务综合提供商”, 并以航空物流服务集成商为措施和手段, 构建国际快供应链平台, 提升平台客户黏性, 打造转型的核心竞争力, 立足快速供应链平台, 进一步提供和延展高端合同物流服务。长远来看, 公司将通过“自我发展为主, 借力发展为辅”的方式, 打造兼备信息化与国际化的快供应链平台及“干+仓+配”服务网络, 致力于成为最具创新力的全球物流服

集成商。具体到业务层面，体现在扩张货机机队规模提升运力，强化货站优势及重点发展高附加值供应链服务上。

十四五期间公司计划扩大货机规模至 15-20 架，提升运力

航空快运业务中，全货机业务具备更为强劲的盈利能力和自主经营能动性，公司将持续扩张自身货机运力规模，计划以国际枢纽和区域枢纽机场为支点，构建高联通、广覆盖、便捷经济的国内-国际航线网络，着力开发华南、华北两大新区域的欧美、东南亚国际、洲际航线的直飞市场，拟通过自购及租赁等方式大量引进 B777F 飞机，预计在十四五期间将机队规模扩大至 15-20 架，相较当前机队规模提高 50%-100%。

货机业务收入利润仍将呈现周期属性，我们认为疫情之下货运运价偏离常态的情况将在疫情逐步消退后缓解，但此过程相对难以预测。长期来看，民航货机货运得到政策层面的大力支持，且公司混改兑现经营活力，运营效率显著提升，因此后续运价即便回落，大概率仍将高于疫情前水平。

2020 年 1 月民航局发布《关于简化手续优化政策支持航空货运发展的通知（征求意见稿）》，提出针对一类国际货运航线，货运航线许可由单一具体航线改为以目的国为设定范围，大幅提高航空公司航线排布灵活性，同时优化货邮时刻配置规则，主协调机场夜间航班及其他机场全部货运航班不纳入控总量调结构范围，提升货机运力投放空间。2020 年 3 月国常会提出进一步提升我国国际航空货运能力，鼓励增加货机，发展全货机运输，放开货运功能较强机场高峰时段对货运航班限制。我们认为随着政策支持力度的提升，及公司混合所有制改革释放经营活力，公司的货机运输竞争力将逐步体现。

表 4：航空货运政策支持

时间	政策	内容
2020 年 1 月	《关于简化手续优化政策支持航空货运发展的通知（征求意见稿）》	针对一类国际货运航线，货运航线许可由单一具体航线改为以目的国为设定范围，大幅提高航空公司航线排布灵活性，同时优化货邮时刻配置规则，主协调机场夜间航班及其他机场全部货运航班不纳入控总量调结构范围，提升货机运力投放空间。
2020 年 3 月	国常会会议指示	采取有效措施提高我国国际航空货运能力，增强物流国际竞争力，对疫情期间国际货运航线给予政策支持，鼓励增加货机，发展全货机运输。
2020 年 4 月	《关于疫情防控期间国际航空货运建立审批“绿色通道”的通知》	对国际货运航班计划管理工作程序进行临时性调整，建立“绿色通道”，进一步优化工作流程、缩短办理时间，促进国际货运航班计划审批顺畅高效，定期货运航班。
2020 年 4 月	《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》	进一步放宽货运航线航班经营许可，优化现有航空货运航线航班管理政策。
2020 年 4 月	《关于当前更好服务稳外贸工作的通知》	支持航空公司增开全货运航线航班、使用客机执行货运航班，并在航权、时刻方面给予倾斜。落实对国际货运航线的支持政策，鼓励航空企业尽快扩大货机运力规模，快速提升覆盖全球主要国家和地区的国际货运能力，缓解运力短缺矛盾。
2020 年 5 月	《关于对民航运输企业在疫情防控期间稳定和提升国际货运能力实施资金支持政策的通知》	对客改货航班与不载客国际货运航班给予资金支持。
2020 年 8 月	《关于促进航空货运设施发展的意见》	优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施，充分挖掘既有综合性机场的货运设施能力，结合空港区国家物流枢纽建设，研究提出由综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场共同组成的航空货运枢纽规划布局。

资料来源:政府网站,招股书,国信证券经济研究所整理

强化货站优势，上量提价可期

公司十分明确自身业务核心资源优势及稳定利润贡献点所在，IPO 募投项目主要为浦东综合航空物流中心建设项目、全网货站升级改造项目。物流中心建设项目主要是新建物流中心，提升货站服务收益水平，提升仓储能力，货站升级改造项目是为对货站库内冷库区域改造，提升冷链全过程服务质量。

历史上地面综合服务业务为公司持续贡献最为稳定的盈利，其收入来源大致为货量×单价，浦东机场作为我国经济中心对外交流门户，即将迎来四期扩建，业务量增长可期，2030 年远期规划货邮吞吐量达到 590 万吨，相比 2020 年实际值提升 60%，价格方面，政策管制已经消除，随着公司高附加值业务不断创新，预计货站操作单价也有望稳步提升。

公司在货站领域在上海浦东机场核心竞争者为上海机场集团旗下货站公司，公司具备混改经营活力优势及上市公司平台融资优势，当前双方市占率平分秋色，后续公司市占率有望进一步提升。货量的不断增长及货站服务能力的提升会进一步增强公司在浦东机场地面业务的话语权，进而将服务延伸至上下游，兑现全货机快速引进后的服务保障能力及综合物流解决方案的成长性。

重点培育高附加值供应链业务，带来长期业绩增量

过去几年公司供应链服务业务收入快速增长，在不考虑疫情导致的非正常运价的 2020 年，2018-2019 年同业项目供应链、跨境电商综合解决方案、产地直达解决方案年化增速分别为 18.3%、70.1%、36.9%，2020 年受益于运价抬升更是大幅跃升。

诚然，综合物流解决方案的收入及单价与航空货运运价高度关联，但其业务量的成长性使我们理由相信，混合所有制改革将持续激发公司运营活力，拓展相关业务，如周期向好，此部分业务能够带来更大的业绩增量。

盈利预测

通过对公司收入及成本进行详尽分析及数据分拆，可得出结论：货机业务的景气度决定了公司盈利的上限，地面综合服务业务可大致确定公司业绩的下限，在历史上货机载运率波动并不太大的事实下，我们认为公司收入端最核心的变量是货机及客机腹舱运力及周期波动带来的运价变化。

航空快运：

公司计划在十四五期间扩大货机数量至 15-20 架，对应运力年化增速在 8.4%-14.9%，我们认为年化增速在 10%左右相对合理。运价方面，疫情下高企的运价会随着疫情逐步消退逐渐降温，我们预计 2022-2023 年运价水平逐步下降，但仍显著高于疫情前水平，考虑到航油成本预期有所上涨，货机业务毛利情况如下表所示。

表 5: 全货机业务收入利润测算

货机运输	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
AFTK (亿)	31.67		33.06	32.66	31.16	32.72	35.99	39.59	43.55
YOY				-1.2%	-4.6%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
RFTK (亿)	25.93	27.33	28.05	27.33	25.77	27.32	30.05	33.06	36.36
YOY		5.4%	2.6%	-2.6%	-5.7%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%
载运率	81.9%		84.8%	83.7%	82.7%	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%
同比变动				-1.2%	-1.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
货邮吨公里收入 (元)	1.15	1.41	1.47	1.33	2.05	2.10	1.80	1.65	1.70
YOY		22.8%	4.6%	-9.8%	54.1%	2.5%	-14.3%	-8.3%	3.0%
货机运输收入 (百万)	2974.0	3850.3	4134.3	3632.2	5278.9	5736.9	5409.1	5454.2	6181.4
YOY		29.5%	7.4%	-12.1%	45.3%	8.7%	-5.7%	0.8%	13.3%
航油成本 (百万)		1248.7	1598.6	1433.0	817.0	1024.9	1493.0	1675.9	1880.3
YOY			28.0%	-10.4%	-43.0%	25.4%	45.7%	12.2%	12.2%
非航油成本 (百万)		2124.9	2079.4	1981.5	2188.6	2067.5	2274.2	2501.6	2751.8
YOY			-2.1%	-4.7%	10.4%	-5.5%	10.0%	10.0%	10.0%
货机运输毛利 (百万)	-88.3	475.5	456.4	217.8	2273.4	2644.6	1641.9	1276.7	1549.3
毛利润率	-3.0%	12.3%	11.0%	6.0%	43.1%	46.1%	30.4%	23.4%	25.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

客机货运方面, 公司客机货运投将跟随东航股份客机规模增长而逐步提升, 但疫情后民航客机运投暂时难以看到快速提速, 因此该部分运力增长或相对缓慢。此外, 从公司客机货运的业务模式看, 在充分竞争的行业中, 不太可能出现公司货邮收入持续大幅超越行业均值或费用率持续大幅下降的情况, 因此预计客机货运业务利润率或相对稳定, 相关收入毛利测算如下表所示。

表 6: 客机货运相关收入利润测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
客机货运收入 (百万)	120.4	126.9	2478.9	3039.7	2540.1	2972.8	2676.7	2592.4	2217.9
客机货运成本 (百万)	0.0	0.0	2150.2	2856.0	2383.9	2779.5	2489.4	2397.9	2040.5
客机货运毛利润 (百万)			328.64	183.70	156.18	193.2	187.4	194.4	177.4
客机货运毛利润率			13.3%	6.0%	6.1%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

地面综合服务

地面综合服务方面, 我们预计公司货站操作量逐步小幅增长, 操作单价逐年小幅提升。多式联运业务方面, 其单位运价 2020 年大幅提高, 预计后续小幅回落, 仓储单价预计小幅波动, 相关收入利润测算如下表所示。

表 7：地面综合服务相关收入利润测算

地面综合服务	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
货站操作货量 (万吨)	204.36	221.99	257.37	249.46	249.45	256.93	262.07	267.31	272.66
YOY		8.6%	15.9%	-3.1%	0.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
货站操作单价 (元/吨)	701.55	819.06	796.49	816.96	846.91	863.85	889.77	925.36	962.37
YOY		16.8%	-2.8%	2.6%	3.7%	2.0%	3.0%	4.0%	4.0%
卡车航班及国际进港送仓货量 (万吨)	48.58	60.92	57.00	63.48	68.93	74.44	79.66	84.43	89.50
内场运输总货量 (万吨)	53.53	65.89	62.22	66.63	72.97	78.81	84.32	89.38	94.75
卡车航班及国际进港送仓货量 YOY		25.4%	-6.4%	11.4%	8.6%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%
内场运输总货量 YOY		23.1%	-5.6%	7.1%	9.5%	8.0%	7.0%	6.0%	6.0%
多式联运单价 (元/吨)	83.0	98.7	106.3	85.9	103.7	114.04	104.91	101.77	106.85
YOY		18.9%	7.6%	-19.1%	20.6%	10.0%	-8.0%	-3.0%	5.0%
仓储货量 (万吨)	5.89	7.28	7.74	-	-	8.50	8.93	9.37	9.84
YOY							5.0%	5.0%	5.0%
仓储单价 (元/吨)	1862.7	1457.4	1263.0	-	-	1200.00	1140.00	1105.80	1161.09
YOY							-5.0%	-3.0%	5.0%
地面综合服务收入 (百万)	1628.2	2049.5	2274.4	2240.6	2345.7	2496.3	2605.6	2754.1	2935.1
地面综合服务成本 (百万)	1088.7	1239.1	1437.9	1293.1	1533.4	1604.3	1639.3	1714.6	1825.1
地面综合服务毛利润 (百万)	539.4	810.5	836.5	947.5	812.3	892.0	966.3	1039.5	1110.1
地面综合服务毛利率	33.1%	39.5%	36.8%	42.3%	34.6%	35.7%	37.1%	37.7%	37.8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合物流解决方案

综合物流解决方案方面, 相关收入端高度挂钩货机及客机货运运价, 预计随疫情消退逐步回落, 但考虑到公司高附加值业务量持续提升, 预计其收入降幅低于运价降幅, 毛利率大概率介于货机运输及客机货运业务之间, 相关收入利润测算如下表所示。

表 8：综合物流解决方案收入利润测算

综合物流解决方案收入	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
综合物流解决方案收入 (百万)	1100.1	1505.8	1988.6	2371.9	4933.7	6026.4	5296.6	5134.0	4819.3
综合物流解决方案成本 (百万)	1065.7	1384.4	1763.0	2232.1	4114.6	4974.3	4689.2	4548.4	4181.4
综合物流解决方案毛利 (百万)	34.4	121.5	225.6	139.8	819.1	1052.0	607.3	585.6	637.9
综合物流解决方案毛利率	3.1%	8.1%	11.3%	5.9%	16.6%	17.5%	11.5%	11.4%	13.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司费用端构成主要以薪酬等为主, 因此相关成本将随业务量变化而有所上涨。考虑到运价有所下降导致收入升幅低于业务量升幅, 因此预计公司费用率或略有提升。综合考虑费用及其他项目变化, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 28.5 亿、19.3 亿、17.2 亿。

表 9：东航物流盈利预测

单位:百万	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	5837.4	7664.6	10885.8	11296.1	15110.7	17246.1	16000.8	15947.4	16167.0
营业成本	5223.8	6064.3	9033.5	9800.0	11039.8	12453.1	12587.6	12840.9	12681.5
税金及附加	14.1	14.6	26.6	15.2	17.9	20.5	19.0	18.9	19.2
销售费用	167.4	168.0	268.4	257.9	242.3	254.4	267.1	280.4	294.5
管理费用	211.0	307.8	341.3	278.9	338.0	354.9	372.7	391.3	410.9
研发费用	0.0	0.0	0.0	6.5	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0
财务费用	83.9	-63.0	31.8	-8.7	-78.2	-89.0	-89.8	-93.4	-100.2
其他收益	1.4	298.2	74.0	72.9	101.7	116.1	107.7	107.3	108.8
营业利润	104.4	920.6	1271.3	1019.8	3635.3	4360.3	2943.0	2606.7	2959.0
营业外收入	380.6	18.5	44.9	31.7	20.6	23.5	21.8	21.7	22.0
营业外支出	0.2	1.9	15.5	2.2	17.1	19.6	18.1	18.1	18.3
利润总额	484.8	937.3	1300.8	1049.2	3638.7	4364.2	2946.6	2610.3	2962.7
所得税	139.6	195.4	191.4	228.1	915.2	1091.1	736.7	652.6	740.7
净利润	345.3	741.9	1109.3	821.1	2723.5	3273.2	2210.0	1957.7	2222.0
少数股东权益	15.6	56.5	108.0	33.3	354.8	425.5	276.2	234.9	244.4
归母净利润	329.7	685.4	1001.3	787.7	2368.7	2847.7	1933.7	1722.8	1977.6
EPS (元)	0.23	0.48	0.70	0.55	1.66	1.79	1.22	1.09	1.25

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

2020年-2021年公司业绩大放异彩主要来自于疫情扰动全球供应链，跨国航班大幅减少导致腹舱运力不足带来的运价大幅提升，但随着全球互联互通在疫情消退后重启，航空货运运价水平大概率出现一定回落，公司业绩届时可能存在一定压力。我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为28.5亿、19.3亿、17.2亿，EPS分别为1.79元、1.22元、1.09元。

公司业务中航空货运运输具备明显的周期属性，因此难以用绝对估值方法进行估值，而鉴于其业务兼具供货代公司及航空公司属性，我们用可比公司估值方法对东航物流进行估值。我国A股上市公司中具有一定规模的物流公司及航空公司主要由中国外运、华贸物流及三大航等，按照当前收盘价及万得一致预期盈利预测，各公司当前股价对应其2023年EPS的PE估值平均为12.4X，目标价对应当前股价平均涨幅为22%，可见目标价对应其2023年EPS的平均估值水平大概在15X左右。基于此逻辑，我们给予东航物流“增持”评级，合理股价15.26-17.44元，对应23年EPS的PE估值14-16X。

表 10: 相对估值表

	当前股价对应 2021PE	当前股价对应 2022PE	当前股价对应 2023 年 PE	一致预期目标价上涨空间
中国国航	-46.98	19.23	12.95	32.29%
南方航空	-160.89	22.07	13.91	21.79%
东方航空	-134.47	18.62	11.7	16.42%
中国外运	10.17	9.35	8.79	25.67%
华贸物流	25.35	20.2	14.51	11.99%
平均值	-	17.89	12.37	21.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

全球宏观经济下滑: 航空货运对全球经济波动较为敏感, 如全球宏观经济下滑, 则航空货运景气度将明显下降, 不利于公司业绩表现。

航空货运竞争格局恶化: 公司业务布局范围中, 除货站相关业务存在一定的垄断基础外, 其余各业务均处于充分竞争状态, 如市场竞争格局恶化, 将显著影响航空物流业绩表现。

油价上涨: 在成本分拆中我们发现, 全货机运输是公司业绩弹性所在, 而 2020 年航油成本占到了货机运输成本的 27%, 如航油价格大幅上涨, 则将压缩货机运行的利润空间。

安全事故: 民航运行不论客货运, 都是安全至上, 如发生安全事故, 则不利于公司揽货运输, 不利于业绩表现。

估值方法局限性: 本报告采用相对估值法对公司进行估值, 但公司业绩周期性波动较大, 相关参数中不可控变量较多, 未来公司基本面波动带来的业绩扰动和估值波动可能会比较明显。

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	2480	4862	4666	5182	营业收入	15111	17246	16001	15947
应收款项	1890	2126	1973	1966	营业成本	11040	12453	12588	12841
存货净额	30	34	34	34	营业税金及附加	18	20	19	19
其他流动资产	172	259	1392	797	销售费用	242	254	267	280
流动资产合计	4571	7280	8065	7979	管理费用	338	377	396	415
固定资产	3521	5966	7667	9281	财务费用	(78)	(89)	(90)	(93)
无形资产及其他	350	336	322	308	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	654	654	654	654	资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	74	130	122	121
资产总计	9096	14236	16708	18222	营业利润	3635	4360	2943	2607
短期借款及交易性金融负债	23	85	68	59	营业外净收支	3	4	4	4
应付款项	1243	1342	2158	2187	利润总额	3639	4364	2947	2610
其他流动负债	1276	1286	1296	1315	所得税费用	915	1091	737	653
流动负债合计	2542	2713	3521	3561	少数股东损益	355	426	276	235
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2369	2848	1934	1723
其他长期负债	860	861	862	863					
长期负债合计	860	861	862	863	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3401	3574	4383	4424	净利润	2369	2848	1934	1723
少数股东权益	467	795	1007	1188	资产减值准备	10	(10)	0	0
股东权益	5228	9867	11317	12609	折旧摊销	245	241	313	401
负债和股东权益总计	9096	14236	16708	18222	公允价值变动损失	(10)	0	0	0
					财务费用	(78)	(89)	(90)	(93)
关键财务与估值指标					营运资本变动	180	(226)	(154)	651
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	262	338	213	181
每股收益	1.66	1.79	1.22	1.09	经营活动现金流	3055	3190	2305	2955
每股红利	0.38	0.45	0.30	0.27	资本开支	(2550)	(2662)	(2000)	(2000)
每股净资产	3.66	6.22	7.13	7.94	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	57%	45%	23%	17%	投资活动现金流	(2550)	(2662)	(2000)	(2000)
ROE	45%	29%	17%	14%	权益性融资	0	2504	0	0
毛利率	27%	28%	21%	19%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	17%	15%	支付股利、利息	(549)	(712)	(483)	(431)
EBITDA Margin	25%	25%	19%	18%	其它融资现金流	556	62	(17)	(9)
收入增长	34%	14%	-7%	0%	融资活动现金流	(542)	1854	(501)	(440)
净利润增长率	201%	20%	-32%	-11%	现金净变动	(36)	2382	(195)	516
资产负债率	43%	31%	32%	31%	货币资金的期初余额	2516	2480	4862	4666
息率	1.3%	1.7%	1.2%	1.0%	货币资金的期末余额	2480	4862	4666	5182
P/E	17.6	16.3	24.0	26.9	企业自由现金流	496	469	218	856
P/B	8.0	4.7	4.1	3.7	权益自由现金流	1052	583	268	917
EV/EBITDA	12.1	11.4	16.6	18.1					

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