

中国东航 (600115)

证券研究报告

2021年09月01日

需求在波折中恢复，周期有望上行

事件：2021年上半年，中国东航实现营业收入347.1亿元，同比增长38%；归母净利润-52.1亿元，同比减亏；经营性净现金流82.7亿元，同比大幅增加。

客运量在波折中恢复

国内航线旅客量在波折中恢复：2021年初，局部性疫情导致居民就地过年，影响客运量；3-5月国内疫情形势平稳，客运量有序恢复；5月份以来，广东、云南、江苏等地出现零星疫情，客运量恢复受阻。国外德尔塔病毒蔓延，国际航线客运量恢复缓慢。上半年国内航线客运量恢复到2019年上半年的69%，国际航线恢复到1.5%。预计下半年国外疫情形势仍然严峻，国内防疫压力较大，客运量有望在波折中继续恢复，国内有望率先恢复到疫情前水平。

2021-23年飞机引进速度放缓

2021年上半年，公司安全飞行95.0万小时，起降40.6万架次，分别恢复到2019年上半年的80.8%和84.0%。由于飞机利用率偏低、国际客运量恢复的不确定性大，中国东航放缓飞机引进速度，预计2021-23年分别引进43、49、14架，运营飞机数量增速4.7%、5.3%和-0.3%，较疫情前下降。飞机引进放缓有助于缓解供给压力，周期复苏的概率和空间增加。

航空周期有望上行

随着疫情的演化，国外部分居民已经习惯于和病毒共存；随着疫苗接种比例提高，疫情对居民健康的威胁在减弱。国内对新冠病毒严密防守，本地新增确诊病例极少，国内航线客运量逐渐恢复。国际航线恢复的方向比较确定，而节奏不确定。一旦国际航线放开，压抑的航空需要有望释放，并超过运力供给，航空业有望迎来周期上行。

投资建议：航空需求将逐渐恢复，而飞机运力将低增长，航空周期有望上行。2021年德尔塔病毒在全球蔓延导致航空复苏晚于预期，将2021-2022年归母净利润预测由61.54、122.07亿元下调至-71、13亿元，增加2023年归母净利润预测为79亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情继续零星出现、国外疫情持续蔓延，燃油成本超预期上行、飞机引进速度加快。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 120,860.00 | 58,639.00 | 82,304.48 | 127,641.09 | 147,836.09 |
| 增长率(%) | 5.16 | (51.48) | 40.36 | 55.08 | 15.82 |
| EBITDA(百万元) | 12,898.83 | (9,635.45) | 490.02 | 13,020.82 | 22,051.53 |
| 净利润(百万元) | 3,195.00 | (11,835.00) | (7,144.73) | 1,331.12 | 7,855.78 |
| 增长率(%) | 17.94 | (470.42) | (39.63) | (118.63) | 490.16 |
| EPS(元/股) | 0.20 | (0.72) | (0.44) | 0.08 | 0.48 |
| 市盈率(P/E) | 24.10 | (6.50) | (10.77) | 57.83 | 9.80 |
| 市净率(P/B) | 1.15 | 1.43 | 1.53 | 1.49 | 1.30 |
| 市销率(P/S) | 0.64 | 1.31 | 0.94 | 0.60 | 0.52 |
| EV/EBITDA | (0.75) | (0.19) | 17.89 | (0.09) | (0.61) |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 交通运输/航空运输 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 4.7元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股) | 16,379.51 |
| 流通A股股本(百万股) | 9,808.49 |
| A股总市值(百万元) | 76,983.69 |
| 流通A股市值(百万元) | 46,099.88 |
| 每股净资产(元) | 2.92 |
| 资产负债率(%) | 82.03 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.92/4.23 |

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

高晟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方航空-季报点评:需求逐步复苏,营收降幅仍较大,单季度小幅亏损》
2020-11-02
- 《东方航空-半年报点评:外需低迷Q2业绩下降,引领行业重塑需求前景向好》
2020-08-30
- 《东方航空-年报点评报告:4Q单位收入成本双降,全年业绩同比升17.9%》
2020-04-01

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 1,356.00 | 7,663.00 | 2,469.13 | 3,829.23 | 4,435.08 |
| 应收票据及应收账款 | 1,717.00 | 1,124.00 | 8,020.94 | 2,615.82 | 9,703.86 |
| 预付账款 | 175.00 | 123.00 | 213.71 | 257.68 | 255.80 |
| 存货 | 2,407.00 | 2,054.00 | 1,501.56 | 2,231.78 | 1,834.89 |
| 其他 | 14,088.00 | 11,534.00 | 9,477.71 | 6,385.23 | 10,375.26 |
| 流动资产合计 | 19,743.00 | 22,498.00 | 21,683.05 | 15,319.74 | 26,604.89 |
| 长期股权投资 | 2,604.00 | 2,387.00 | 2,387.00 | 2,387.00 | 2,387.00 |
| 固定资产 | 95,573.00 | 97,681.00 | 98,845.20 | 97,110.17 | 94,428.94 |
| 在建工程 | 20,130.00 | 20,685.00 | 13,611.00 | 9,066.60 | 6,639.96 |
| 无形资产 | 1,771.00 | 1,816.00 | 1,707.13 | 1,596.60 | 1,486.07 |
| 其他 | 143,115.00 | 137,341.00 | 160,969.61 | 160,320.82 | 159,672.02 |
| 非流动资产合计 | 263,193.00 | 259,910.00 | 277,519.95 | 270,481.19 | 264,613.99 |
| 资产总计 | 282,936.00 | 282,408.00 | 299,209.00 | 285,802.93 | 291,221.55 |
| 短期借款 | 2,200.00 | 21,966.00 | 47,248.08 | 41,360.29 | 28,242.47 |
| 应付票据及应付账款 | 12,879.00 | 12,891.00 | 15,997.89 | 18,224.33 | 19,053.44 |
| 其他 | 63,284.00 | 64,951.00 | 69,865.04 | 62,091.69 | 71,260.13 |
| 流动负债合计 | 78,363.00 | 99,808.00 | 133,111.01 | 121,676.32 | 118,556.04 |
| 长期借款 | 3,823.00 | 13,164.00 | 13,418.25 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 130,353.00 | 112,524.00 | 100,000.00 | 100,000.00 | 100,000.00 |
| 非流动负债合计 | 134,176.00 | 125,688.00 | 113,418.25 | 110,000.00 | 110,000.00 |
| 负债合计 | 212,539.00 | 225,496.00 | 246,529.26 | 231,676.32 | 228,556.04 |
| 少数股东权益 | 3,632.00 | 2,905.00 | 2,448.95 | 2,564.70 | 3,247.82 |
| 股本 | 16,379.51 | 16,379.51 | 16,379.51 | 16,379.51 | 16,379.51 |
| 资本公积 | 34,298.00 | 34,298.00 | 34,298.00 | 34,298.00 | 34,298.00 |
| 留存收益 | 52,650.00 | 39,996.00 | 32,851.27 | 34,182.40 | 42,038.18 |
| 其他 | (36,562.51) | (36,666.51) | (33,298.00) | (33,298.00) | (33,298.00) |
| 股东权益合计 | 70,397.00 | 56,912.00 | 52,679.74 | 54,126.61 | 62,665.50 |
| 负债和股东权益总 | 282,936.00 | 282,408.00 | 299,209.00 | 285,802.93 | 291,221.55 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 3,483.00 | (12,554.00) | (7,144.73) | 1,331.12 | 7,855.78 |
| 折旧摊销 | 9,817.00 | 9,919.00 | 6,968.67 | 7,339.96 | 7,668.40 |
| 财务费用 | 6,059.00 | 2,467.00 | 3,479.59 | 4,487.93 | 3,539.48 |
| 投资损失 | (368.00) | 77.00 | 100.00 | (200.00) | (300.00) |
| 营运资金变动 | (89,936.00) | (18,642.00) | (32,510.60) | 2,825.30 | (32.96) |
| 其它 | 99,917.00 | 19,944.00 | (456.05) | 115.75 | 683.11 |
| 经营活动现金流 | 28,972.00 | 1,211.00 | (29,563.11) | 15,900.07 | 19,413.83 |
| 资本支出 | (109,087.00) | 29,669.00 | 13,474.00 | 950.00 | 2,450.00 |
| 长期投资 | 2,604.00 | (217.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 101,584.00 | (35,735.00) | (14,530.00) | (1,696.00) | (4,600.67) |
| 投资活动现金流 | (4,899.00) | (6,283.00) | (1,056.00) | (746.00) | (2,150.67) |
| 债权融资 | 27,124.00 | 58,311.00 | 83,847.33 | 74,541.29 | 61,423.47 |
| 股权融资 | 3,067.00 | (2,721.00) | (111.08) | (4,487.93) | (3,539.48) |
| 其他 | (53,566.00) | (44,164.00) | (58,311.00) | (83,847.33) | (74,541.29) |
| 筹资活动现金流 | (23,375.00) | 11,426.00 | 25,425.25 | (13,793.97) | (16,657.31) |
| 汇率变动影响 | (0.17) | 0.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 697.83 | 6,354.55 | (5,193.87) | 1,360.10 | 605.85 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 120,860.00 | 58,639.00 | 82,304.48 | 127,641.09 | 147,836.09 |
| 营业成本 | 107,200.00 | 70,803.00 | 80,000.00 | 112,000.00 | 122,000.00 |
| 营业税金及附加 | 307.00 | 221.00 | 246.91 | 268.05 | 295.67 |
| 营业费用 | 6,348.00 | 3,215.00 | 4,115.22 | 5,743.85 | 6,652.62 |
| 管理费用 | 3,784.00 | 3,466.00 | 4,115.22 | 3,829.23 | 4,435.08 |
| 研发费用 | 160.00 | 176.00 | 205.76 | 319.10 | 369.59 |
| 财务费用 | 6,332.00 | 2,617.00 | 3,479.59 | 4,487.93 | 3,539.48 |
| 资产减值损失 | (4.00) | (184.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 25.00 | (26.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 367.83 | (76.45) | (100.00) | 200.00 | 300.00 |
| 其他 | (7,123.83) | (4,771.55) | 200.00 | (400.00) | (600.00) |
| 营业利润 | 3,464.00 | (16,801.00) | (9,958.24) | 1,192.92 | 10,843.64 |
| 营业外收入 | 876.00 | 365.00 | 739.33 | 660.11 | 588.15 |
| 营业外支出 | 38.00 | 45.00 | 50.33 | 44.44 | 46.59 |
| 利润总额 | 4,302.00 | (16,481.00) | (9,269.24) | 1,808.59 | 11,385.19 |
| 所得税 | 819.00 | (3,927.00) | (1,668.46) | 361.72 | 2,846.30 |
| 净利润 | 3,483.00 | (12,554.00) | (7,600.77) | 1,446.87 | 8,538.90 |
| 少数股东损益 | 288.00 | (719.00) | (456.05) | 115.75 | 683.11 |
| 归属于母公司净利润 | 3,195.00 | (11,835.00) | (7,144.73) | 1,331.12 | 7,855.78 |
| 每股收益(元) | 0.20 | (0.72) | (0.44) | 0.08 | 0.48 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|----------|---------|----------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 5.16% | -51.48% | 40.36% | 55.08% | 15.82% |
| 营业利润 | 17.11% | -585.02% | -40.73% | -111.98% | 809.00% |
| 归属于母公司净利润 | 17.94% | -470.42% | -39.63% | -118.63% | 490.16% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 11.30% | -20.74% | 2.80% | 12.25% | 17.48% |
| 净利率 | 2.64% | -20.18% | -8.68% | 1.04% | 5.31% |
| ROE | 4.79% | -21.91% | -14.22% | 2.58% | 13.22% |
| ROIC | 9.45% | 28.40% | 25.48% | -25.27% | -40.63% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 75.12% | 79.85% | 82.39% | 81.06% | 78.48% |
| 净负债率 | 36.60% | 88.99% | 154.48% | 130.64% | 90.94% |
| 流动比率 | 0.25 | 0.23 | 0.16 | 0.13 | 0.22 |
| 速动比率 | 0.22 | 0.20 | 0.15 | 0.11 | 0.21 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 76.66 | 41.28 | 18.00 | 24.00 | 24.00 |
| 存货周转率 | 55.48 | 26.29 | 46.30 | 68.38 | 72.71 |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.21 | 0.28 | 0.44 | 0.51 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.20 | -0.72 | -0.44 | 0.08 | 0.48 |
| 每股经营现金流 | 1.77 | 0.07 | -1.80 | 0.97 | 1.19 |
| 每股净资产 | 4.08 | 3.30 | 3.07 | 3.15 | 3.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 24.10 | -6.50 | -10.77 | 57.83 | 9.80 |
| 市净率 | 1.15 | 1.43 | 1.53 | 1.49 | 1.30 |
| EV/EBITDA | -0.75 | -0.19 | 17.89 | -0.09 | -0.61 |
| EV/EBIT | -2.67 | -0.09 | -1.35 | -0.20 | -0.94 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |