

航空产品提质优化，票价市场化改革深入

投资要点

- **事件:** 2021年12月30日中国东航宣布从2022年1月1日起，东航官方直营渠道销售东航、上航实际承运航班将改变原“先购票后选座值机”分步完成的模式，实现“购票即选座值机”一次完成。根据《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》等文件，近期京沪线全价票上调至1960元。
- **直达用户痛点，航空服务产品对标大众化逻辑引领行业变革。**东航“一步到位”计划是民航又一次重要的产品与服务意识的革新。长期以来，因为较高的前置成本与繁琐流程，航空与地面出行方式在中短途领域处于竞争劣势，减少不必要的链条，让航空产品更贴近现代生活是民航长期竞争力优化的重要途径。业内亦有航司在选座购票一体化上做了积极尝试，并取得一定成效，“一步到位”在技术层面是可行且不会带来边际成本增加。相反，选座本身可以作为一种产品来进行售卖，增加辅收，增厚利润。据中国民航大学航空经济研究所所长李晓津测算该项目会节约旅客至少30分钟时间，每名航空旅客的时间价值约为200元/小时，则可节约100元，东航此举可以为旅客节约时间价值至少超过50亿。
- **航空票价市场化改革深入，单机盈利中枢与航司业绩弹性提升。**目前航空票价市场化改革处于第二个大阶段：在2015年《中国民用航空局关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》文件的指导下，截止到目前开放自主定价的航线已超过40%。京沪线等热门且价格不敏感的商务航线在提价之后利润弹性更高，2018年东航京沪线盈利12.5亿元，对应全票价1360元，若客座率与18年持平，全票价1960元，全票价的提升拉高平均票价10%，京沪线全年盈利可达15亿元(+20%)。
- **盈利预测与投资建议:**“十四五”期间航空业机队规模增速预计低于6%，22年供需关系有向上改善的空间；同期若22年底国际线放开，有效提高飞机日利用率水平，极大提升周转效率，届时航司盈利水平将有较大提升空间。中国东航在民航产品创新上引领行业，我们认为22年行业可见经营拐点，看好经过提价后公司业绩弹性提升。因暑运消失之后疫情反复，我们下调了业绩预测，预计2021-2023年公司归母净利润分别为-121/1.4/56亿元，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 油价波动风险、宏观经济风险、安全运营风险。

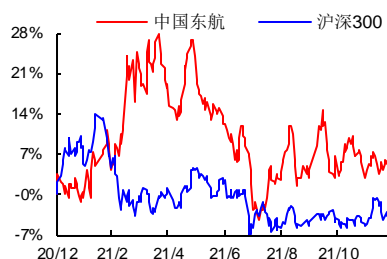
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	58,639.0	66,128.3	98,258.4	114,549.1
增长率	-51.5%	12.8%	48.6%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	-11,835.0	-12,146.9	140.6	5,571.0
增长率	-470.4%	-2.6%	101.2%	3862.3%
每股收益EPS(元)	-0.63	-0.64	0.01	0.30
净资产收益率ROE	-22.1%	-26.4%	0.3%	10.3%
PE	-8.1	-7.9	683.3	17.2
PB	1.78	2.06	1.95	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	188.74
流通A股(亿股)	0.00
52周内股价区间(元)	4.32-5.78
总市值(亿元)	960.71
总资产(亿元)	2,854.68
每股净资产(元)	2.74

相关研究

1. 中国东航(600115): 内线与货运高景气周期, Q2亏损收窄 (2021-08-31)

关键假设：

- 1) 预计公司 2021~2023ASK 增速分别为 6.7%(同比 19 年-45%)/26%/18%。
- 2) 2021-2023 布油中枢为 75/75/75，人民币汇率均值 6.5/6.5/6.5。

表 1：中国东航盈利预测

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
航空运输收入	56,229	63,124	95,254	111,545
YoY	-52%	12%	51%	17%
客运收入	49,127	55,821	87,938	104,267
YoY	-55%	14%	58%	19%
货运收入	4,895	3,610	3,328	3,078
YoY	28%	-26%	-8%	-8%
其他运输收入	2,207	3,694	3,989	4,200
YoY	-11%	67%	8%	5%
其他业务收入	2,410	3,004	3,004	3,004
YoY	-43%	25%	0%	0%
收入合计	58,639	66,128	98,258	114,549
YoY	5%	13%	49%	17%
燃油成本	13,840	18,684	22,794	26,897
YoY	-60%	35%	22%	18%
扣油成本	56,963	57,890	63,169	67,895
YoY	-22%	2%	9%	7%
成本合计	70,803	76,574	85,963	94,792
YoY	6%	8%	12%	10%
毛利	-12,164	-10,446	12,295	19,757
毛利率	-21%	-16%	13%	17%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	58639.00	66128.29	98258.37	114549.13	净利润	-12554.00	-12884.82	149.14	5909.45
营业成本	70803.00	76574.36	85963.41	94792.27	折旧与摊销	9919.00	10642.78	10711.78	10777.78
营业税金及附加	221.00	249.23	370.32	431.72	财务费用	2617.00	-661.28	1965.17	2290.98
销售费用	3215.00	3504.80	4912.92	4811.06	资产减值损失	-184.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3466.00	3637.06	5404.21	5154.71	经营营运资本变动	3539.00	-10364.11	-309.30	2205.46
财务费用	2617.00	-661.28	1965.17	2290.98	其他	-2126.00	321.87	-233.62	43.25
资产减值损失	-184.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1211.00	-12945.58	12283.17	21226.92
投资收益	-77.00	43.00	35.00	70.00	资本支出	-2879.00	-1100.00	-1200.00	-1000.00
公允价值变动损益	-26.00	-26.00	-26.00	-26.00	其他	-3404.00	28.00	9.00	44.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6283.00	-1072.00	-1191.00	-956.00
营业利润	-16801.00	-17158.87	-348.65	7112.38	短期借款	19766.00	30752.12	-8343.37	-16322.74
其他非经营损益	320.00	590.83	541.75	521.15	长期借款	9341.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-16481.00	-16568.04	193.10	7633.53	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-3927.00	-3683.21	43.95	1724.08	支付股利	-819.00	2367.00	2429.38	-28.12
净利润	-12554.00	-12884.82	149.14	5909.45	其他	-16862.00	-20151.72	-1965.17	-2290.98
少数股东损益	-719.00	-737.95	8.54	338.45	筹资活动现金流净额	11426.00	12967.41	-7879.16	-18641.85
归属母公司股东净利润	-11835.00	-12146.88	140.60	5571.00	现金流量净额	6301.00	-1050.17	3213.01	1629.08
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7663.00	6612.83	9825.84	11454.91	成长能力				
应收和预付款项	3652.00	4203.26	6158.38	7154.13	销售收入增长率	-51.48%	12.77%	48.59%	16.58%
存货	2054.00	1975.09	2491.80	2666.82	营业利润增长率	-585.02%	-2.13%	97.97%	2139.97%
其他流动资产	9129.00	10268.15	15211.03	17717.19	净利润增长率	-460.44%	-2.64%	101.16%	3862.27%
长期股权投资	2387.00	2387.00	2387.00	2387.00	EBITDA 增长率	-121.75%	-68.29%	271.77%	63.70%
投资性房地产	166.00	166.00	166.00	166.00	获利能力				
固定资产和在建工程	118366.00	109378.02	100421.04	91198.06	毛利率	-20.74%	-15.80%	12.51%	17.25%
无形资产和开发支出	10844.00	10530.41	10216.81	9903.22	三费率	15.86%	9.80%	12.50%	10.70%
其他非流动资产	128147.00	127905.80	127664.60	127423.40	净利率	-21.41%	-19.48%	0.15%	5.16%
资产总计	282408.00	273426.56	274542.49	270070.73	ROE	-22.06%	-26.42%	0.29%	10.33%
短期借款	21966.00	52718.12	44374.76	28052.01	ROA	-4.45%	-4.71%	0.05%	2.19%
应付和预收款项	18118.00	16068.90	19248.07	21736.95	ROIC	2122.45%	-414.04%	94.47%	-111.30%
长期借款	13164.00	13164.00	13164.00	13164.00	EBITDA/销售收入	-7.27%	-10.85%	12.55%	17.62%
其他负债	172248.00	142713.35	146414.97	149895.74	营运能力				
负债合计	225496.00	224664.38	223201.80	212848.70	总资产周转率	0.21	0.24	0.36	0.42
股本	16379.00	18874.44	18874.44	18874.44	固定资产周转率	0.61	0.71	1.17	1.52
资本公积	34298.00	31802.56	31802.56	31802.56	应收账款周转率	40.21	59.28	70.18	62.16
留存收益	5698.00	-4081.88	-1511.90	4030.98	存货周转率	29.59	35.82	36.46	36.15
归属母公司股东权益	54007.00	46595.12	49165.10	54707.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.35%	—	—	—
少数股东权益	2905.00	2167.05	2175.59	2514.04	资本结构				
股东权益合计	56912.00	48762.18	51340.70	57222.03	资产负债率	79.85%	82.17%	81.30%	78.81%
负债和股东权益合计	282408.00	273426.56	274542.49	270070.73	带息债务/总负债	23.38%	37.15%	33.66%	27.62%
					流动比率	0.23	0.23	0.35	0.45
					速动比率	0.20	0.21	0.32	0.42
					股利支付率	-6.92%	19.49%	-1728%	0.50%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	-4265.00	-7177.38	12328.29	20181.14	每股收益	-0.63	-0.64	0.01	0.30
PE	-8.12	-7.91	683.29	17.24	每股净资产	2.86	2.47	2.60	2.90
PB	1.78	2.06	1.95	1.76	每股经营现金	0.06	-0.69	0.65	1.12
PS	1.64	1.45	0.98	0.84	每股股利	0.04	-0.13	-0.13	0.00
EV/EBITDA	-5.92	-6.49	2.84	0.85					
股息率	0.85%	—	—	0.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn