

中国东航（600115.SH）

经营环比改善，二季度扣汇亏损大幅收窄

买入

核心观点

中国东航披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 494.3 亿，同比增长 155.4%，实现归母净利润-62.5 亿，其中二季度营业收入 271.6 亿，同比增长 306.1%，实现归母净利润-24.5 亿。

上半年客流显著恢复，运价上行，营收显著提高。上半年民航复苏趋势明显，公司 ASK 同比增长 143.8%，RPK 同比增长 188.5%，客座率 71.76%，同比提高 11.13pct。上半年行业运价表现强势，公司运价水平同比增长 9.24%至每客公里 0.603 元，其中国内、国际、地区航线同比分别提高 14.8%、下降 67.3%、提高 4.9%，相比 2019 年同期分别提高 10.9%、68.7%、8.8%。运量恢复叠加运价走高，上半年公司营收同比显著提高。

单位非油成本仍有改善空间，二季度扣汇亏损大幅收窄。因业务量大幅提升，公司营业成本同比增长 49.4%至 507.4 亿，其中航油成本 174.3 亿，同比增长 94.5%，非油成本 333.1 亿，同比增长 33.2%。由于公司上半年仍处于恢复期，飞机利用效率相比 2019 年仍有差距，固定成本尚未全面摊薄，公司单位 ASK 非油成本 0.3067 元，相比 2019 年同期仍提高 13.3%。费用端，公司收入大幅提高带动费用率全面下降，销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.99%、3.16%、0.32%、8.89%，同比分别下降 1.29pct、5.36pct、0.36pct、13.15pct。上半年公司汇兑损失 13.3 亿，其他收益 25.0 亿，同比提高 7.7 亿，归母净利润落于业绩预告中值附近，其中二季度公司汇兑损失大概在 17.5 亿左右，扣汇税前亏损大幅收窄至约 12.2 亿。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司运营同比大幅改善，但相比 2019 年同期仍有一定差距，随着国际航线的进一步恢复，公司宽体机运力消化压力将进一步减轻，利好运营表现及业绩释放。暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.3 亿、13.2 亿、186.1 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,127	46,111	127,811	156,237	175,669
(+/-%)	14.5%	-31.3%	177.2%	22.2%	12.4%
净利润(百万元)	-12214	-37386	2331	13162	18613
(+/-%)	3.2%	206.1%	-106.2%	464.7%	41.4%
每股收益(元)	-0.65	-1.68	0.09	0.51	0.72
EBIT Margin	-29.0%	-75.7%	2.6%	8.8%	10.5%
净资产收益率(ROE)	-23.8%	-128.6%	5.0%	22.7%	24.9%
市盈率(PE)	-6.7	-2.6	47.9	8.5	6.0
EV/EBITDA	-33.0	-13.4	28.1	14.3	11.3
市净率(PB)	1.59	3.33	2.42	1.92	1.49

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

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

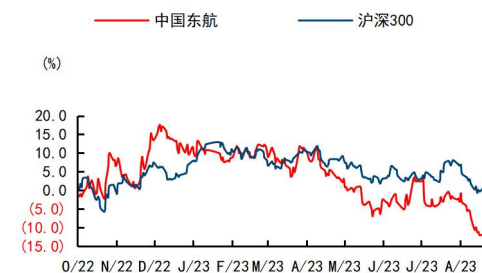
S0980521010004

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.34 元
总市值/流通市值	96744/80973 百万元
52 周最高价/最低价	5.99/4.30 元
近 3 个月日均成交额	250.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国东航（600115.SH）-2022 年亏损 374 亿，2023 年起业绩有望显著回升》——2023-04-02
- 《中国东航（600115.SH）-疫情之下亏损持续，静待需求复苏》——2022-10-31
- 《中国东航（600115.SH）-亏损同比小幅扩大，看好长期前景》——2022-04-02
- 《中国东航-600115-2021 年三季度点评：疫情冲击导致亏损，看好长期趋势》——2021-11-02
- 《中国东航-600115-2021 年中报点评：二季度减亏，长期趋势依旧向好》——2021-09-02

中国东航披露 2023 年中报

2023 年上半年公司营业收入 494.3 亿，同比增长 155.4%，实现归母净利润-62.5 亿，其中二季度营业收入 271.6 亿，同比增长 306.1%，实现归母净利润-24.5 亿。

图1：中国东航营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国东航单季归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年客流显著恢复，运价上行，营收显著提高

上半年民航复苏趋势明显，公司ASK同比增长143.8%，RPK同比增长188.5%，客座率71.76%，同比提高11.13pct。上半年行业运价表现强势，公司运价水平同比增长9.24%至每客公里0.603元，其中国内、国际、地区航线同比分别提高14.8%、下降67.3%、提高4.9%，相比2019年同期分别提高10.9%、68.7%、8.8%。运量恢复叠加运价走高，上半年公司营收同比显著提高。

单位非油成本仍有改善空间，二季度扣汇亏损大幅收窄

因业务量大幅提升，公司营业成本同比增长49.4%至507.4亿，其中航油成本174.3亿，同比增长94.5%，非油成本333.1亿，同比增长33.2%。由于公司上半年仍处于恢复期，飞机利用效率相比2019年仍有差距，固定成本尚未全面摊薄，公司单位ASK非油成本0.3067元，相比2019年同期仍提高13.3%。费用端，公司收入大幅提高带动费用率全面下降，销售、管理、研发、财务费用率分别为3.99%、3.16%、0.32%、8.89%，同比分别下降1.29pct、5.36pct、0.36pct、13.15pct。上半年公司汇兑损失13.3亿，其他收益25.0亿，同比提高7.7亿，归母净利润落于业绩预告中值附近，其中二季度公司汇兑损失大概在17.5亿左右，扣汇税前亏损大幅收窄至约12.2亿。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司运营同比大幅改善，但相比2019年同期仍有一定差距，随着国际航线的进一步恢复，公司宽体机运力消化压力将进一步减轻，利好运营表现及业绩释放。暂不修改盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为23.3亿、13.2亿、186.1亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12962	17553	18000	18000	18000	营业收入	67127	46111	127811	156237	175669
应收款项	974	754	1751	2140	2406	营业成本	80041	74599	114826	131180	144457
存货净额	1799	1626	2029	2323	2563	营业税金及附加	298	208	300	350	400
其他流动资产	11787	7173	12781	15624	17567	销售费用	2580	2253	4904	5884	6473
流动资产合计	27910	27413	34868	38394	40843	管理费用	3365	3651	4253	4795	5645
固定资产	105426	103197	101920	101549	105361	研发费用	315	305	336	369	406
无形资产及其他	2655	2530	2430	2330	2229	财务费用	3880	8344	5855	5080	4498
投资性房地产	148296	149886	149886	149886	149886	投资收益	9	(190)	200	300	600
长期股权投资	2261	2716	2916	3116	3316	资产减值及公允价值变动	(33)	(109)	45	45	45
资产总计	286548	285742	292020	295275	301635	其他收入	5273	3099	4766	6232	7195
短期借款及交易性金融负债	61884	83601	68777	56200	42876	营业利润	(17788)	(40144)	2685	15525	22038
应付款项	12069	11570	8697	8935	9858	营业外净收支	275	(10)	100	200	200
其他流动负债	11938	11275	16082	18437	20390	利润总额	(17513)	(40154)	2785	15725	22238
流动负债合计	85891	106446	93557	83571	73123	所得税费用	(4229)	(254)	278	1572	2224
长期借款及应付债券	50792	57939	57939	57939	57939	少数股东损益	(1070)	(2514)	175	991	1401
其他长期负债	94955	91256	93256	94256	93756	归属于母公司净利润	(12214)	(37386)	2331	13162	18613
长期负债合计	145747	149195	151195	152195	151695	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	231638	255641	244752	235766	224818	净利润	(12214)	(37386)	2331	13162	18613
少数股东权益	3537	1021	1091	1485	2042	资产减值准备	(162)	75	15	0	3
股东权益	51373	29080	46178	58023	74775	折旧摊销	9969	8658	9408	10516	11332
负债和股东权益总计	286548	285742	292020	295275	301635	公允价值变动损失	33	109	(45)	(45)	(45)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	3880	8344	5855	5080	4498
每股收益	(0.65)	(1.68)	0.09	0.51	0.72	营运资本变动	(41590)	(1369)	(3059)	67	(70)
每股红利	0.28	0.23	0.01	0.05	0.07	其它	(1367)	(2941)	55	394	554
每股净资产	2.72	1.30	1.80	2.26	2.91	经营活动现金流	(45331)	(32854)	8705	24094	30386
ROIC	-11.76%	-25.61%	-1%	5%	7%	资本开支	0	(6133)	(8001)	(10001)	(15001)
ROE	-23.78%	-128.56%	5%	23%	25%	其它投资现金流	(282)	81	0	0	0
毛利率	-19%	-62%	10%	16%	18%	投资活动现金流	(156)	(6507)	(8201)	(10201)	(15201)
EBIT Margin	-29%	-76%	3%	9%	10%	权益性融资	(22)	14998	15000	0	0
EBITDA Margin	-14%	-57%	10%	16%	17%	负债净变化	14987	10208	0	0	0
收入增长	14%	-31%	177%	22%	12%	支付股利、利息	(5244)	(5237)	(233)	(1316)	(1861)
净利润增长率	3%	206%	-106%	465%	41%	其它融资现金流	31322	19012	(14824)	(12577)	(13324)
资产负债率	82%	90%	84%	80%	75%	融资活动现金流	50786	43952	(57)	(13893)	(15185)
股息率	5.4%	5.4%	0.2%	1.4%	1.9%	现金净变动	5299	4591	447	0	0
P/E	(6.7)	(2.6)	47.9	8.5	6.0	货币资金的期初余额	7663	12962	17553	18000	18000
P/B	1.6	3.3	2.4	1.9	1.5	货币资金的期末余额	12962	17553	18000	18000	18000
EV/EBITDA	(33.0)	(13.4)	28.1	14.3	11.3	企业自由现金流	0	(33528)	1314	12966	12811
						权益自由现金流	0	(4308)	(18643)	(4183)	(4561)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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