

中国东航 (600115.SH)

2022年亏损374亿, 2023年起业绩有望显著回升

买入

核心观点

中国东航披露2022年年报。2022全年营收461.1亿元(-31.3%)，归母净利润-373.9亿元，其中四季度单季营收102.6亿元(-29.8%)，归母净利润-92.7亿元。

疫情影响客流下滑，营收受到冲击。2022年疫情影响贯穿全年，民航业客流大幅走低，公司旅客运输量4251万，同比降46.3%，相比2019年降67.4%，RPK613亿，同比降43.7%，相比2019年降72.4%，客座率63.70%，同比降4.01pct，相比2019年降18.36pct。受制于客流大幅下降，公司营收走低在所难免。

航油成本及固定成本带来压力，全年亏损符合预期。2022年国际油价整体处于高位，航司航油成本高企，在运投显著不及21年同期的基础上，公司航油成本依然提高7.9%至222.3亿，带来显著成本压力，叠加航空公司固定成本占比较高，且汇率贬值带来26.9亿汇兑损失，公司经营承压。全年来看，由于民航业整体遭遇需求、油价、汇率三杀，公司全年显著亏损在所难免，亏损幅度在预期之内。

继续看好民航供需反转方向，公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航供需反转的大方向，2020-2022年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023年公司计划净引进飞机22架，约为存量机队规模的2.8%，增速继续保持低位。2023年夏秋换季后国内客运航班量已超2019年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势，公司业绩有望迅速回升。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，且油价有所下降，因此上调盈利预测，自-86.1亿、71.6亿，分别上调2023-2024年盈利预测至23.3亿、131.6亿，引入2025年盈利预测，预计2025年公司盈利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)	-8.1	-3.1	57.5	10.2	7.2
EV/EBITDA	-34.7	-14.2	29.8	15.2	12.1
市净率 (PB)	1.91	3.99	2.90	2.31	1.79

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

021-60933128

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

S0980521010004

证券分析师: 曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.15元
总市值/流通市值	114800/114800百万元
52周最高价/最低价	5.99/4.38元
近3个月日均成交额	177.24百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

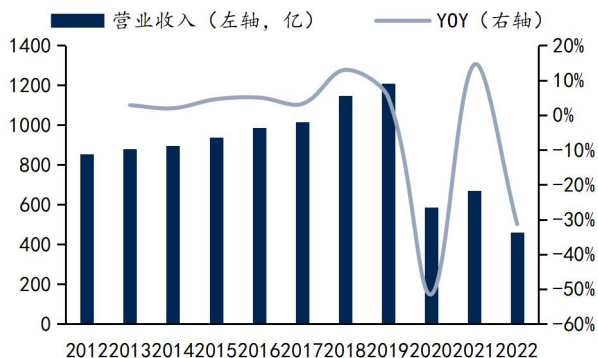
相关研究报告

- 《中国东航(600115.SH)-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年三季报点评: 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
- 《东方航空-600115-2021年一季报点评: 亏损符合预期, 继续看好行业复苏》——2021-05-01

中国东航披露 2022 年年报

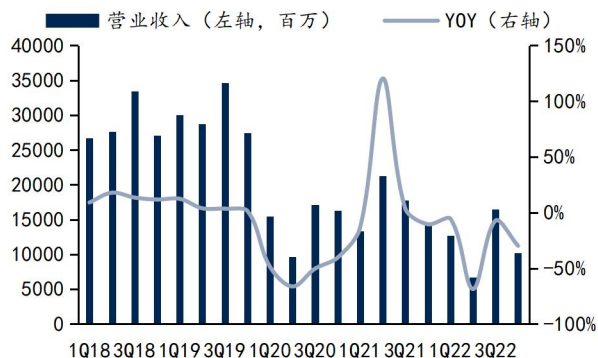
2022 全年营收 461.1 亿元（-31.3%），归母净利润-373.9 亿元，其中四季度单季营收 102.6 亿元（-29.8%），归母净利润-92.7 亿元。

图1: 中国东航营业收入及增速（单位：亿元、%）



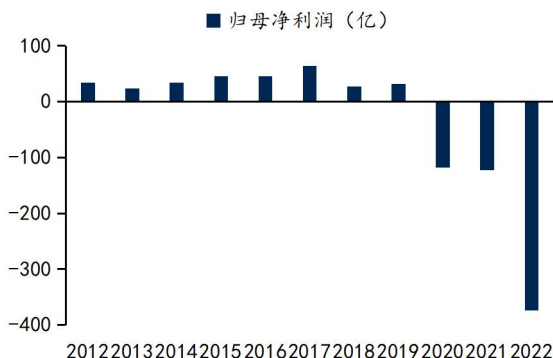
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中国东航单季营业收入及增速（单位：百万、%）



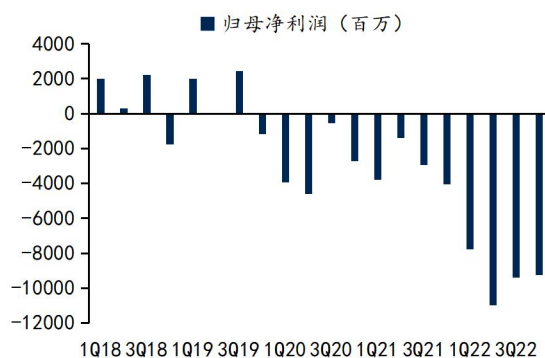
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中国东航归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中国东航单季归母净利润（单位：百万）

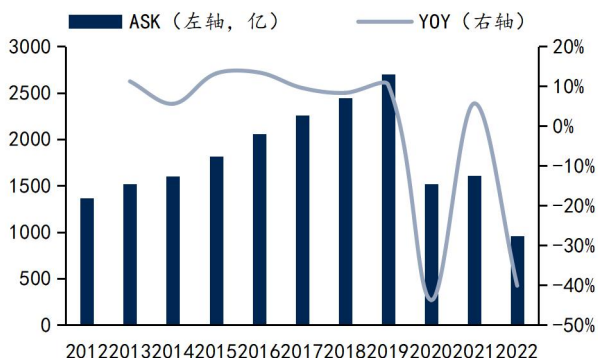


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情影响客流下滑，营收受到冲击

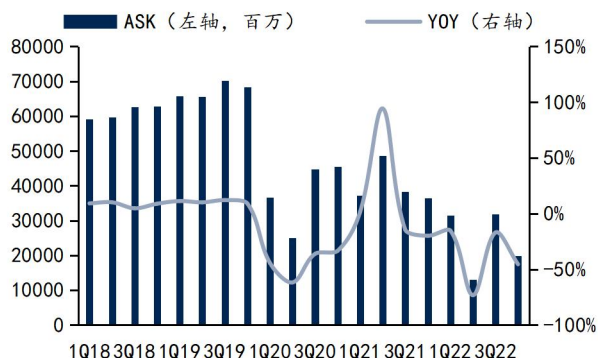
2022 年疫情影响贯穿全年，民航业客流大幅走低，公司旅客运输量 4251 万，同比降 46.3%，相比 2019 年降 67.4%，RPK613 亿，同比降 43.7%，相比 2019 年降 72.4%，客座率 63.70%，同比降 4.01pct，相比 2019 年降 18.36pct。受制于客流大幅下降，公司营收走低在所难免。

图5: 中国东航 ASK 及同比增速



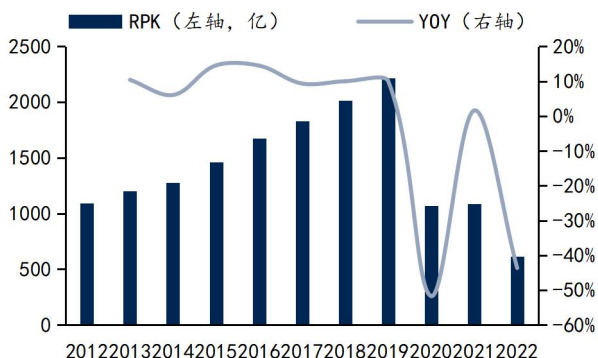
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国东航季度 ASK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中国东航 RPK 及同比增速



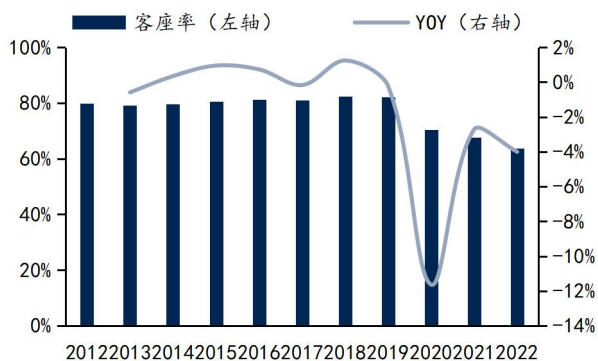
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国东航单季度 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 中国东航客座率及同比变化



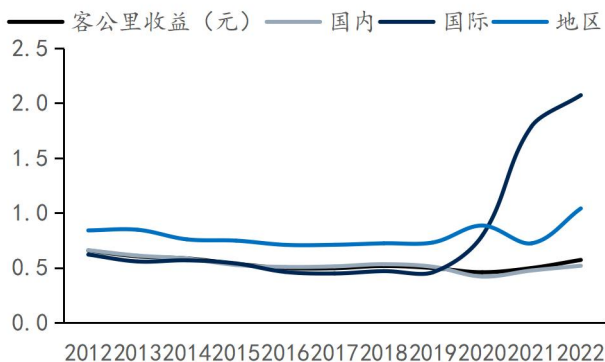
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 中国东航季度客座率



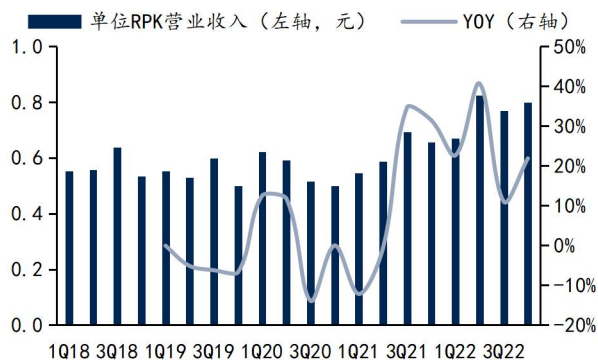
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 中国东航客公里收益变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 中国东航季度单位 RPK 营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航油成本及固定成本带来压力，全年亏损符合预期

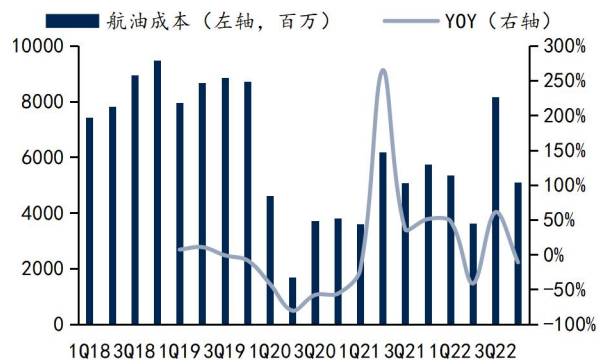
2022 年国际油价整体处于高位，航司航油成本高企，在运投显著不及 21 年同期的基础上，公司航油成本依然提高 7.9% 至 222.3 亿，带来显著成本压力，叠加航空公司固定成本占比较高，且汇率贬值带来 26.9 亿汇兑损失，公司经营承压。全年来看，由于民航业整体遭遇需求、油价、汇率三杀，公司全年显著亏损在所难免，亏损幅度在预期之内。

图13: 中国东航航油成本及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 中国东航季度航油成本及同比



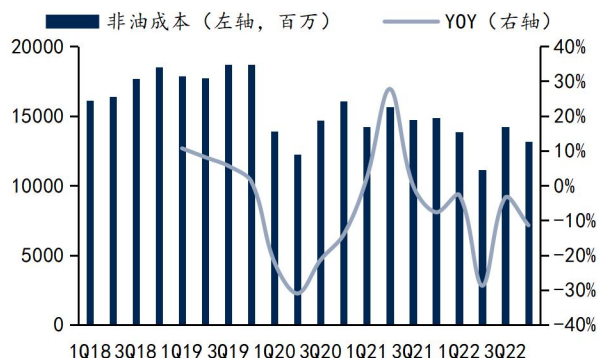
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 中国东航非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 中国东航季度非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 中国东航单位ASK非油成本及同比



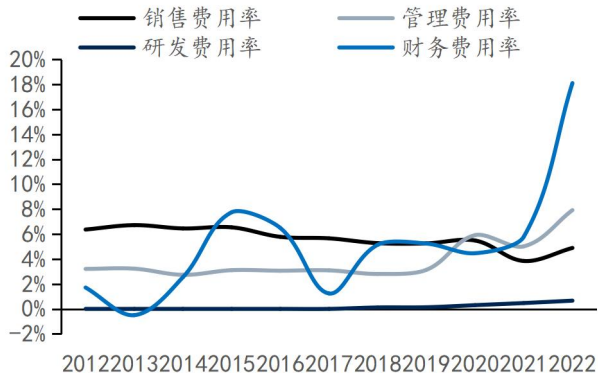
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 中国东航季度单位ASK非油成本及同比



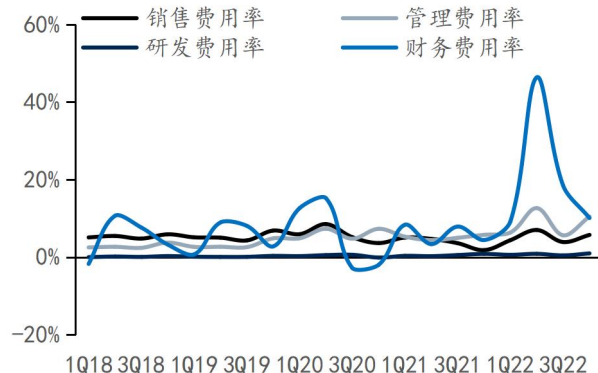
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 中国东航费用率走势



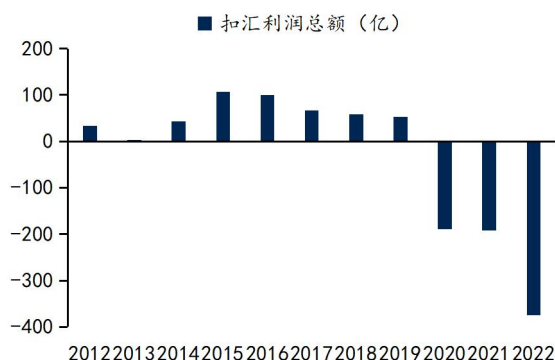
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 中国东航季度费用率走势



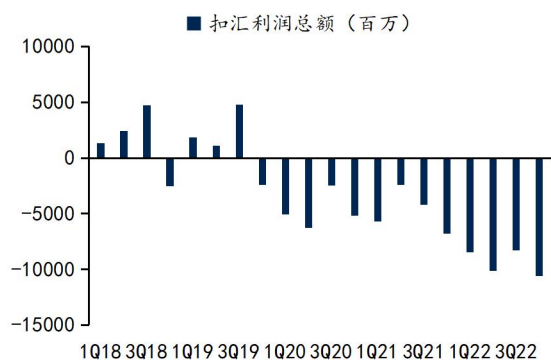
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 中国东航扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 中国东航季度扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

继续看好民航供需反转方向, 公司业绩有望迅速回升

我们继续看好民航业供需反转的大方向, 2020-2022 年民航机队增速大幅放缓, 为供需反转创造先决条件, 2023 年公司计划净引进飞机 22 架, 约为存量机队规模的 2.8%, 增速继续保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期, 国际地区航线航班量也在持续增长, 客流不断恢复。伴随着需求持续复苏, 民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡, 运价水平有望持续强势, 公司业绩有望迅速回升。

图23: 民航国内线客运航班量



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图24: 民航国际、地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，且油价有所下降，因此上调盈利预测，自-86.1亿、71.6亿，分别上调2023-2024年盈利预测至23.3亿、131.6亿，引入2025年盈利预测，预计2025年公司盈利186.1亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		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)					
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						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	4.5%	4.5%	0.2%	1.1%	1.6%	现金净变动	5299	4591	447	0	0
P/E	(8.1)	(3.1)	57.5	10.2	7.2	货币资金的期初余额	7663	12962	17553	18000	18000
P/B	1.9	4.0	2.9	2.3	1.8	货币资金的期末余额	12962	17553	18000	18000	18000
EV/EBITDA	(34.7)	(14.2)	29.8	15.2	12.1	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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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