

研究所
 证券分析师: 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 李跃森 S0350521080010
 liys05@ghzq.com.cn
 联系人: 王航 S0350121100020
 wangh09@ghzq.com.cn

周期稳健上行, 期待旺季弹性

——中国东航(600115)2023年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
中国东航	1.8%	-4.8%	14.9%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	5.18
52周价格区间(元)	4.40-5.99
总市值(百万)	115,468.92
流通市值(百万)	58,030.15
总股本(万股)	2,229,129.66
流通股本(万股)	1,120,273.14
日均成交额(百万)	183.47
近一月换手(%)	0.42

相关报告

《——中国东航(600115)年报点评: 告别三年行业低谷, 迎接航空景气周期(买入)*航空机场*许可, 李跃森》——2023-04-01

《——中国东航(600115)三季报点评: 疫情冲击暑运, 静待客流回暖(增持)*航空机场*许可, 李跃森》——2022-11-02

《——中国东航(600115)中报点评: 业绩遭受三重冲击, 上半年亏损187亿, 期待行业供需反转(增持)*航空机场*许可, 李跃森》——2022-09-02

《——中国东航(600115)一季报点评: 需求筑

事件:

中国东航发布2023年一季度报

业务方面, 2023年一季度公司运输旅客2293.6万人次/yoy+74.7%, 相当于2019年同期的71.9%; ASK、RPK同比分别上升52.5%、79.6%, 分别相当于2019年同期的73.1%、62.5%; 客座率为70.6%/yoy+10.66pcts, 同比2019年同期下降11.97pcts。

财务方面, 2023年一季度公司实现营业收入222.6亿元/yoy+75.8%, 为2019年同期的74.1%; 归母净利润-38.0亿元, 扣非归母净利润-39.4亿元, 同比分别减亏39.6亿元、38.8亿元, 较2019年同期分别下降58.09亿元、58.79亿元。

投资要点:

■ 出行需求快速回升, 营收同比增长96亿元

年初至今, 民航出行需求快速回升。2023年一季度公司旅客运输量2293.6万人次/yoy+74.7%, 达2019年同期71.9%, 其中国内运输旅客2224.9万人次/yoy+71.2%, 国际及地区运输旅客68.7万人次/yoy+398.1%, 分别达到2019年同期的84.0%、12.7%。一季度公司营业收入同比增加96.0亿元至222.6亿元/yoy+75.8%, 达2019年同期的74.1%。

■ 油价下行叠加运力投放增加, 一季度CASK降至0.50元

成本端, 一季度营业成本同比增长49.88亿元至241.83亿元/yoy+26.0%。受益于公司飞机利用率水平提高对固定成本等项目摊薄和国际油价水平下降等, 报告期内公司CASK降至0.50元/yoy-17.4%。

费用端, 一季度公司利息费用同比增长3.24亿元, 但在人民币升值对冲作用下, 财务费用同比增长0.58亿元至12.24亿元/yoy+5.0%。

底，油价上行，业绩承压（增持）*航空运输*许可，李跃森》——2022-05-01

《——中国东航（600115）年报点评：疫情扰动复苏放缓，全年亏损同比扩大（增持）*航空运输*许可，李跃森》——2022-04-02

■ 五一量价齐升，旺季弹性可期

2023年3月26日夏秋航季以来，国内航班量稳步上行，国际航线恢复提速，积压了三年之久的居民出行需求正在释放，景气周期已经开启。“五一”期间国内航线预定表现超预期，量价均已超过2019年水平，市场情绪有望迎来进一步催化。在接下来的二、三季度，伴随供需差边际改善以及票价弹性显现，大周期行情有望提前演绎。

东航作为中国三大国有骨干航空运输集团之一，重点战略市场航网建设稳步推进。近年来公司不断加快打造北京战略门户枢纽、持续巩固上海主基地市场。伴随国际、国内航班量持续修复，公司在周期上行阶段价格弹性有望充分展现，业绩反转可期。

■ **盈利预测和投资评级：**结合公司业务恢复节奏，我们调整公司业绩预测，预计公司2023-2025年营收分别为1174.15亿元、1584.87亿元、1681.60亿元，归母净利润分别为2.69亿元、158.40亿元、155.25亿元，对应2024-2025年PE分别为7.29倍、7.44倍，我们看好本轮周期上行阶段的航空业价格弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**（1）永久性亏损风险：现金流断裂导致破产、大规模增发导致股份被动大幅稀释；（2）阶段性冲击风险：宏观层面，经济大幅波动，疫情再度爆发，重大自然灾害；行业层面，重大政策变动，航空事故，行业竞争加剧等；公司层面，成本管控不及预期等；（3）若本报告数据与实际披露数据存在误差，以公司公告为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	46111	117415	158487	168160
增长率(%)	-31	155	35	6
归母净利润（百万元）	-37386	269	15840	15525
增长率(%)	-206	101	5794	-2
摊薄每股收益（元）	-1.68	0.01	0.71	0.70
ROE(%)	-129	1	34	25
P/E			7.29	7.44
P/B	3.59	3.86	2.47	1.83
P/S	2.26	0.98	0.73	0.69
EV/EBITDA	-30.74	13.82	7.86	7.23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国东航盈利预测表

证券代码:	600115				股价:	5.18		投资评级:	买入		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-129%	1%	34%	25%	EPS	-1.98	0.01	0.71	0.70				
毛利率	-62%	7%	22%	21%	BVPS	1.54	1.34	2.10	2.83				
期间费率	31%	13%	11%	11%	估值								
销售净利率	-81%	0%	10%	9%	P/E			7.29	7.44				
成长能力					P/B	3.59	3.86	2.47	1.83				
收入增长率	-31%	155%	35%	6%	P/S	2.26	0.98	0.73	0.69				
利润增长率	-206%	101%	5,794%	-2%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.16	0.40	0.50	0.50	营业收入	46111	117415	158487	168160				
应收账款周转率	61.16	58.18	67.73	57.05	营业成本	74599	108914	123860	133207				
存货周转率	28.36	44.99	65.66	49.52	营业税金及附加	208	322	304	309				
偿债能力					销售费用	2253	4957	7010	8083				
资产负债率	89%	90%	84%	80%	管理费用	3651	3966	4142	3866				
流动比	0.26	0.38	0.50	0.59	财务费用	8344	5863	5914	5937				
速动比	0.19	0.32	0.41	0.49	其他费用/(-收入)	305	372	255	281				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-40144	303	17311	16967				
现金及现金等价物	17625	28765	38285	46457	营业外净收支	-10	-9	-9	-9				
应收款项	754	2018	2340	2948	利润总额	-40154	294	17302	16958				
存货净额	1626	2610	2414	3396	所得税费用	-254	0	0	0				
其他流动资产	7408	10891	15400	17629	净利润	-39900	294	17302	16958				
流动资产合计	27413	44284	58439	70429	少数股东损益	-2514	25	1462	1433				
固定资产	85470	88224	96895	108238	归属于母公司净利润	-37386	269	15840	15525				
在建工程	17727	14596	13431	12997	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	152416	145133	142595	140042	经营活动现金流	-6474	26581	34412	43907				
长期股权投资	2716	2753	2875	3080	净利润	-37386	269	15840	15525				
资产总计	285742	294990	314234	334786	少数股东权益	-2514	25	1462	1433				
短期借款	49229	49229	49229	44229	折旧摊销	21799	16247	14867	17101				
应付款项	11570	15066	13929	19458	公允价值变动	12	-101	-101	-101				
预收帐款	14	17	24	25	营运资金变动	2700	3569	-4213	3616				
其他流动负债	45633	51432	52967	54674	投资活动现金流	-7292	-7780	-18624	-24511				
流动负债合计	106446	115745	116149	118386	资本支出	-9953	-7516	-18288	-24207				
长期借款及应付债券	57939	57939	60439	62939	长期投资	-675	-501	-263	-321				
其他长期负债	91256	90363	88363	86363	其他	3336	238	-72	17				
长期负债合计	149195	148302	148802	149302	筹资活动现金流	18348	-7658	-6256	-11211				
负债合计	255641	264047	264951	267688	债务融资	25834	-893	500	-4500				
股本	22291	22291	22291	22291	权益融资	14998	0	0	0				
股东权益	30101	30942	49284	67098	其它	-22484	-6765	-6756	-6711				
负债和股东权益总计	285742	294990	314234	334786	现金净增加额	4591	11121	9521	8176				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保

证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。