

# 1Q 亏损环比改善，等待旺季催化

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地/中国香港

季报点评

航空运输

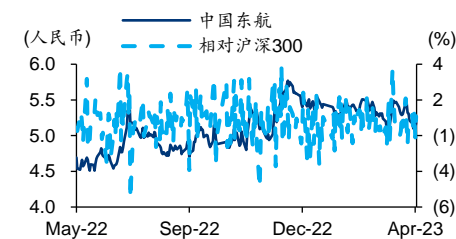
	670 HK	600115 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 4.00	人民币: 7.30

研究员	沈晓峰
SAC No. S0570516110001	shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366	+(86) 21 2897 2088
研究员	黄凡洋
SAC No. S0570519090001	huangfanyang@htsc.com
SFC No. BQK283	+(86) 21 2897 2065

## 基本数据

(港币/人民币)	670 HK	600115 CH
目标价	4.00	7.30
收盘价(截至4月28日)	3.08	5.18
市值(百万)	68,657	115,469
6个月平均日成交额(百万)	30.97	218.51
52周价格范围	2.51-3.60	4.51-5.77
BVPS	1.66	1.13

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利进入恢复阶段，看好旺季进一步提升；维持“买入”

中国东航 1Q23 营收 222.61 亿，同增 75.8%，归母净亏损 38.03 亿，弱于我们此前预期的净亏损 22.2 亿。1Q23 公司运营快速恢复，但考虑到国际航班恢复仍存不确定性，结合最新经营数据，我们调整 2023-25 净利润至 35.22/157.27/185.23 亿（前值：59.68/168.09/191.14 亿），估值水平参考金融危机后 2010 年 PB 均值，结合更高的 ROE 潜力，给予估值溢价，A/H 股 5x/2.4x 2023E PB，并预计 23 年 BPS 为 1.46 元，A/H 股目标价人民币 7.30 元/4.00 港币。我们看好行业景气回升，叠加全票价放松管制以及公司上海主基地优势，盈利在旺季有望进一步回升。维持“买入”。

## 民航需求释放，公司营收显著提升

1Q23 民航需求快速释放，公司整体 ASK/RPK 分别同增 52.6%/79.6%，客座率 70.6%，同增 10.6pct，ASK/RPK 环比 4Q22 大幅增长 142.2%/164.6%，恢复至 1Q19 的 73%/62%（4Q22 为 29%/23%），客座率环比提升 6.0pct。另外公司票价表现良好，我们测算单位客公里收益相比 1Q19 提升超过 20%。最终 A 股口径 1Q23 营收为 222.61 亿，环比提升 116.9%，恢复至 1Q19 的 74%。我们认为民航需求有望持续释放，带动公司经营进一步改善。

## 成本压力减轻，期待盈利持续改善

1Q23 燃油成本压力边际改善，航空煤油出厂价均价环比下降 12%。同时飞机利用率提升摊薄固定成本，单位 ATK 成本环比下降 23%，使得公司 1Q23 营业成本 241.83 亿，环比上升 32.4%，涨幅明显小于营收，使得毛亏损环比缩窄 60.86 亿至 19.22 亿，最终录得归母净亏损 38.03 亿，环比大幅减亏 54.67 亿。伴随国际航线进一步修复，以及民航旺季到来，公司盈利有望持续改善。

## 调整 A 股目标价至人民币 7.30 元、H 股至 4.00 港币，维持“买入”

我们给予 A 股 5.0x2023E PB、H 股 2.4x2023E PB 不变。估值水平参考金融危机后 2010 年复苏时期 PB 均值（A 股 4.7x/H 股 2.1x），结合有望取得突破的 ROE 及盈利能力，给予溢价。预计 23 年 BPS 为 1.46 元，给予 A/H 股目标价人民币 7.30 元/4.00 港币（前值：人民币 7.85 元/4.30 港币），维持“买入”。

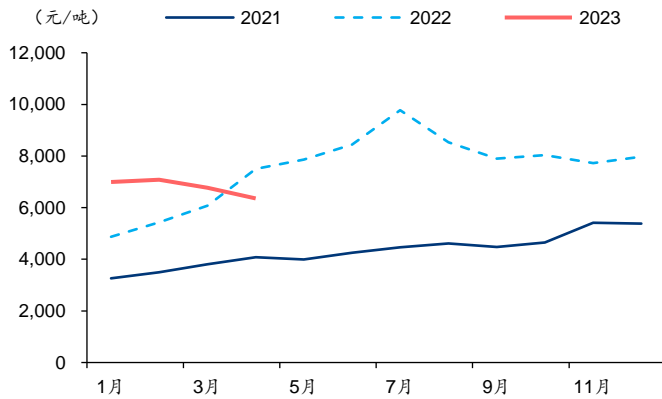
风险提示：需求恢复不及预期，机队引进超预期，油价大幅上涨，汇率波动，安全事故。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	67,127	46,111	123,652	156,135	161,851
+/-%	14.48	(31.31)	168.16	26.27	3.66
归属母公司净利润(人民币百万)	(12,214)	(37,386)	3,522	15,727	18,523
+/-%	(3.20)	(206.09)	109.42	346.56	17.78
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.55)	(1.68)	0.16	0.71	0.83
ROE(%)	(24.19)	(132.55)	10.99	32.92	27.94
PE(倍)	(9.45)	(3.09)	32.79	7.34	6.23
PB(倍)	2.25	3.97	3.54	2.39	1.73
EV EBITDA(倍)	20.34	(20.31)	6.75	4.47	3.95

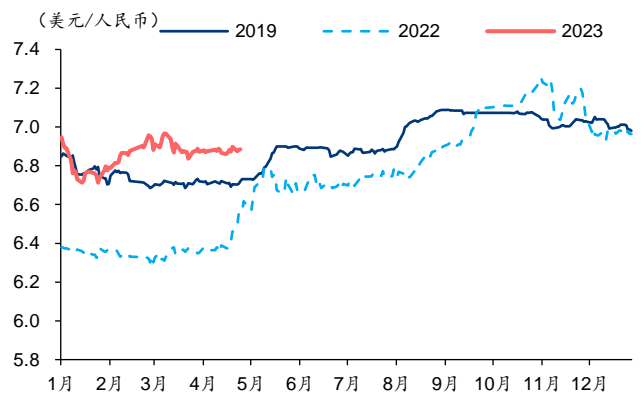
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国航空煤油出厂价(含税)



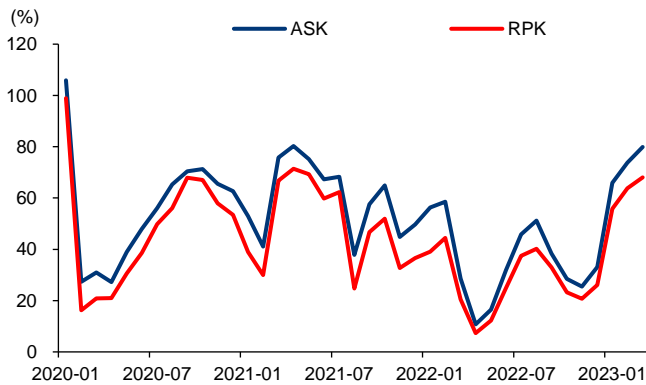
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 美元兑人民币中间价



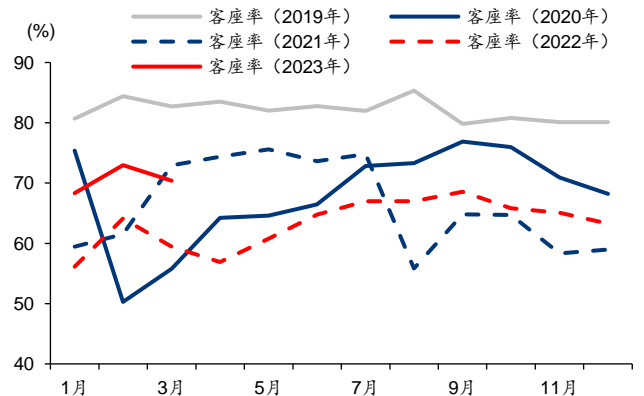
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 东航供需相比 2019 年同期恢复情况 (2020.1-2023.3)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 东航月客座率变化图 (2020.1-2023.3)



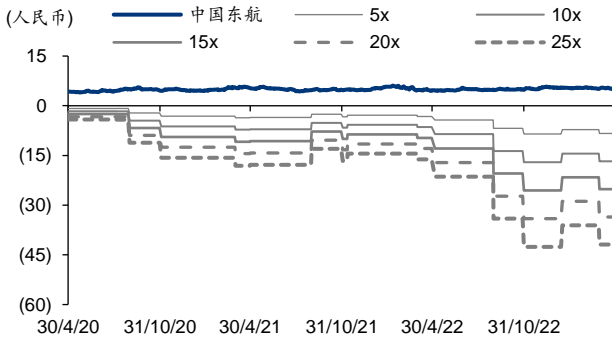
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: 关键盈利假设汇总

		2023E	2024E	2025E	说明
可供座公里 (百万)	调整前	255,284	310,996	317,808	基于最新数据和恢复情况, 小幅调低供给
	调整后	247,908	309,539	316,337	
	(+/-%)	(2.89)	(0.47)	(0.46)	
客座率 (%)	调整前	77.00	81.92	82.40	
	调整后	77.13	81.93	82.40	
	(+/-)	0.13	0.01	0.00	
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.64	0.62	0.62	结合油价和需求恢复情况, 调低客公里收入
	调整后	0.60	0.58	0.58	
	(+/-%)	(6.52)	(6.22)	(6.18)	
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	41,350	45,585	41,492	根据最新油价和运力投入, 调整燃油成本。
	调整后	40,300	45,425	41,349	
	(+/-%)	(2.54)	(0.35)	(0.34)	
净利润 (人民币 百万)	调整前	5,968	16,809	19,114	
	调整后	3,522	15,727	18,523	
	(+/-%)	(40.99)	(6.44)	(3.09)	
每股盈利 (人民币)	调整前	0.27	0.75	0.86	
	调整后	0.16	0.71	0.83	
	(+/-%)	(40.99)	(6.44)	(3.09)	

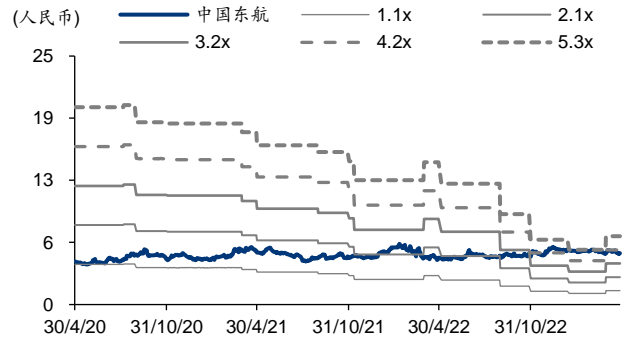
资料来源: 华泰研究预测

图表6: 中国东航 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 中国东航 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	27,910	27,413	23,252	24,225	27,607
现金	12,962	17,553	6,673	6,715	9,469
应收账款	974.00	754.00	1,521	1,905	1,974
其他应收账款	2,397	2,269	2,581	2,587	2,680
预付账款	160.00	311.00	258.14	258.66	267.98
存货	1,799	1,626	2,065	2,587	2,680
其他流动资产	9,618	4,900	10,153	10,173	10,536
<b>非流动资产</b>	258,638	258,329	253,416	242,412	228,102
长期投资	2,261	2,716	2,725	2,736	2,749
固定投资	89,954	85,470	84,221	78,363	72,231
无形资产	2,655	2,530	2,530	2,530	2,530
其他非流动资产	163,768	167,613	163,940	158,783	150,593
<b>资产总计</b>	286,548	285,742	276,668	266,638	255,710
<b>流动负债</b>	85,891	106,446	107,308	91,721	74,396
短期借款	37,614	49,229	40,394	25,394	15,394
应付账款	11,321	10,818	12,907	12,125	8,374
其他流动负债	36,956	46,399	54,007	54,203	50,627
<b>非流动负债</b>	145,747	149,195	135,541	124,497	111,343
长期借款	28,151	38,359	46,983	46,983	46,983
其他非流动负债	117,596	110,836	88,558	77,514	64,360
<b>负债合计</b>	231,638	255,641	242,849	216,219	185,739
少数股东权益	3,537	1,021	1,217	2,090	3,119
股本	18,874	22,291	22,291	22,291	22,291
资本公积	41,934	53,488	53,488	53,488	53,488
留存公积	(6,359)	(43,745)	(40,028)	(23,427)	(3,875)
归属母公司股东权益	51,373	29,080	32,602	48,328	66,851
<b>负债和股东权益</b>	286,548	285,742	276,668	266,638	255,710

### 现金流量表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	5,692	(6,474)	50,299	44,681	44,643
净利润	(13,284)	(39,900)	3,717	16,600	19,552
折旧摊销	22,718	21,799	24,347	25,288	26,228
财务费用	3,880	8,344	3,974	3,696	3,829
投资损失	(9.00)	190.00	(9.00)	(10.80)	(12.96)
营运资金变动	(3,073)	2,732	18,737	(1,519)	(7,954)
其他经营现金	(4,540)	361.00	(467.73)	625.93	3,000
<b>投资活动现金</b>	2,155	(7,292)	(18,958)	(14,899)	(14,905)
资本支出	(10,807)	(10,019)	(15,912)	(15,899)	(15,905)
长期投资	148.00	(675.00)	(9.00)	(10.80)	(12.96)
其他投资现金	12,814	3,402	(3,037)	1,011	1,013
<b>筹资活动现金</b>	(2,526)	18,348	(42,221)	(29,740)	(26,984)
短期借款	15,648	11,615	(8,835)	(15,000)	(10,000)
长期借款	14,987	10,208	8,624	0.00	0.00
普通股增加	2,495	3,417	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,636	11,554	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(43,292)	(18,446)	(42,010)	(14,740)	(16,984)
现金净增加额	5,299	4,591	(10,880)	42.11	2,754

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	67,127	46,111	123,652	156,135	161,851
营业成本	80,041	74,599	109,763	128,174	132,832
营业税金及附加	298.00	208.00	557.78	704.30	730.09
营业费用	2,580	2,253	5,423	6,067	5,480
管理费用	3,365	3,651	5,564	5,621	4,370
财务费用	3,880	8,344	3,974	3,696	3,829
资产减值损失	(22.00)	(97.00)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	(11.00)	(12.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.00	(190.00)	9.00	10.80	12.96
<b>营业利润</b>	(17,788)	(40,144)	3,923	17,484	20,591
营业外收入	303.00	173.00	173.00	173.00	173.00
营业外支出	28.00	183.00	183.00	183.00	183.00
<b>利润总额</b>	(17,513)	(40,154)	3,913	17,474	20,581
所得税	(4,229)	(254.00)	195.65	873.70	1,029
<b>净利润</b>	(13,284)	(39,900)	3,717	16,600	19,552
少数股东损益	(1,070)	(2,514)	195.65	873.70	1,029
归属母公司净利润	(12,214)	(37,386)	3,522	15,727	18,523
EBITDA	10,678	(11,732)	33,348	47,326	50,639
EPS(人民币, 基本)	(0.73)	(1.98)	0.16	0.71	0.83

### 主要财务比率

会计年度(%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.48	(31.31)	168.16	26.27	3.66
营业利润	(5.87)	(125.68)	109.77	345.67	17.77
归属母公司净利润	(3.20)	(206.09)	109.42	346.56	17.78
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	(19.24)	(61.78)	11.23	17.91	17.93
净利率	(19.79)	(86.53)	3.01	10.63	12.08
ROE	(24.19)	(132.55)	10.99	32.92	27.94
ROIC	(6.00)	(21.81)	5.99	14.53	15.46
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	80.84	89.47	87.78	81.09	72.64
净负债比率(%)	191.72	428.05	341.11	200.19	126.18
流动比率	0.32	0.26	0.22	0.26	0.37
速动比率	0.19	0.19	0.10	0.12	0.19
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.16	0.44	0.57	0.62
应收账款周转率	63.99	53.37	108.71	91.15	83.46
应付账款周转率	6.78	6.74	9.25	10.24	12.96
<b>每股指标(人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.55)	(1.68)	0.16	0.71	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	(0.29)	2.26	2.00	2.00
每股净资产(最新摊薄)	2.30	1.30	1.46	2.17	3.00
<b>估值比率</b>					
PE(倍)	(9.45)	(3.09)	32.79	7.34	6.23
PB(倍)	2.25	3.97	3.54	2.39	1.73
EV EBITDA(倍)	20.34	(20.31)	6.75	4.47	3.95

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：** 预计行业股票指数超越基准

**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：** 预计股价超越基准15%以上

**增持：** 预计股价超越基准5%~15%

**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上

**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017  
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120  
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068  
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股（香港）有限公司**

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室  
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770  
电子邮件：research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券（美国）有限公司**

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）  
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702  
电子邮件：Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司