

增持 (维持)

中国东航 (600115)

亏损幅度收窄，五一运力高增

2023年05月03日

投资要点

- 中国东航发布 2023 年一季报：2023 年第一季度公司实现营业收入 222.61 亿元，同比增加 75.77%；实现归母净亏损 38.03 亿元，上年同期实现归母净亏损 77.60 亿元，亏幅同比减少 50.99%。
- 一季度国内 ASK 已超 19 年同期，RPK 达到 19 年九成，地区恢复快于国际。1) 一季度整体：共投放运力 480.90 亿座公里，恢复到 19 年的 73.07%；其中国内、国际、地区运力分别恢复到 19 年的 105.29%、14.04%、38.04%。一季度实现旅客周转量 339.54 亿座公里，恢复到 19 年的 62.48%；其中国内、国际、地区分别恢复到 19 年的 89.99%、10.87%、33.85%。综合客座率 70.41%，低于 19 年 12.3pct。2) 分月份来看：国内需求 1 月份即展现弹性，国际逐月有序恢复。1、2、3 月，国内运力恢复率分别为 97.44%、107.11%、111.72%，客座率均与 19 年相差约 12pct；国际运力恢复率分别为 9.29%、13.65%、20.19%。
- 4 月国际及地区航班恢复加速、五一运力高增保障旅客出行。1) 4 月中旬，东航执行的国际和地区客运航线数量已达到 70 条，平均每周执行国际、地区航班已恢复至 844 班次，周航班量较 3 月增长 60%。2) 4 月 29 日至 5 月 3 日期间，东航（含上海航空、中国联合航空）计划执行航班 1.39 万余班航班，服务保障“五一”期间广大旅客航空出行，计划投入座位数 237.6 万，运力总投入约 34.3 亿座公里。
- 盈利预测：上调盈利预期，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 6.17、133.86、182.96 亿元，对应当前股价，PE 估值分别为 216、9.9、7.3 倍，维持“增持”评级。
- 投资策略：1) 短期看，需求仍在持续恢复，旺季量价可期。回顾年初至今出行恢复节奏，量来看，春节航空客运复苏超预期、元宵节后公商务率先稳健增长、4 月第二周开始明显见证因私出行的恢复、五一境内外预订火热；价格来看，票价持续高位、随心飞对市场的冲击低于预期。利好信号不断释放，对旺季量价展望和本轮周期的持续可以更加乐观。2) 长期看，供需格局优化、国际航线回归，东航业绩弹性极大。①供给收紧+国际航线修复摊薄国内运力+票价共识形成，行业竞争烈度显著下降，供需格局正在不断优化。②上海两场的最大基地航司+“四梁八柱”航网结构的积极完善，东航达成核心城市航班频次密、航线网络覆盖范围广的效果，国际航线回归后东航将展现充分的盈利弹性。3) 业绩复苏节奏预期：一季度亏损幅度已经收窄，Q2、Q3 有望实现盈亏平衡，Q4 到 2024 年开始高度受益于国际航线高恢复比例，业绩充分释放。
- 风险提示：疫情影响和政策执行的不确定，汇率油价大幅波动，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46111	116772	159460	173103
同比增长	-31.3%	153.2%	36.6%	8.6%
归母净利润(百万元)	-37386	617	13386	18296
同比增长	-206.1%	/	2070.8%	36.7%
毛利率	-61.8%	6.0%	18.3%	20.1%
ROE	-128.6%	1.4%	23.1%	24.0%
每股收益(元)	-1.45	0.02	0.52	0.71
市盈率	-3.6	216.0	9.9	7.3

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

市场数据

日期	2023-4-28
收盘价(元)	5.18
总股本(百万股)	22291
流通股本(百万股)	11203
净资产(百万元)	25213
总资产(百万元)	288507
每股净资产(元)	1.13

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中国东航 2022 年年报点评：运力引进持续放缓，展望未来景气周期》2023-03-31

《中国东航 2022 年三季报点评：三季度亏幅环比收窄，关注国际航线恢复情况》2022-11-1

《中国东航 2022 年一季报点评：疫情反复压制业绩，供给放缓时间可能延长》2022-5-1

《中国东航 2021 年年报点评：疫情反复扩大亏损，运力放缓孕育弹性》2022-03-31

分析师：

张婉云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

肖祎

xiaoyiyiy@xyzq.com.cn

S0190521080006

研究助理：

袁浩然

yuanhaoran@xyzq.com.cn

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	27413	28570	21194	21694
货币资金	17553	12000	2000	1356
交易性金融资产	72	76	75	75
应收票据及应收账款	754	1838	2543	2748
预付款项	311	378	480	499
存货	1626	2418	2860	3039
其他	7097	11859	13236	13977
非流动资产	258329	262172	295600	267821
长期股权投资	2716	2564	2615	2598
固定资产	85470	100007	111113	114178
在建工程	17727	8864	4432	2216
无形资产	2530	2395	2177	1986
商誉	9028	9028	9028	9028
长期待摊费用	2161	1309	592	-170
其他	138697	138005	165644	137985
资产总计	285742	290742	316794	289514
流动负债	106446	121675	136044	94596
短期借款	49229	44309	54230	12148
应付票据及应付账款	11570	15790	18792	19925
其他	45647	61576	63022	62523
非流动负债	149195	123371	120523	114855
长期借款	38359	22359	6359	3359
其他	110836	101012	114164	111496
负债合计	255641	245046	256567	209451
股本	22291	25708	25708	25708
资本公积	53488	65038	65038	65038
未分配利润	-44527	-43910	-30524	-12229
少数股东权益	1021	1073	2204	3750
股东权益合计	30101	45696	60227	80064
负债及权益合计	285742	290742	316794	289514

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-37386	617	13386	18296
折旧和摊销	9351	10172	12155	14037
资产减值准备	97	269	74	14
资产处置损失	-180	0	0	0
公允价值变动损失	12	0	0	0
财务费用	8916	3418	3880	2111
投资损失	190	-50	-150	-170
少数股东损益	-2514	52	1131	1546
营运资金的变动	2732	17327	-5580	2817
经营活动产生现金流量	-6474	-9247	17999	59355
投资活动产生现金流量	-7292	15452	-18836	-12541
融资活动产生现金流量	18348	-11759	-9162	-47458
现金净变动	4591	-5553	-10000	-644
现金的期初余额	12950	17553	12000	2000
现金的期末余额	17541	12000	2000	1356

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	46111	116772	159460	173103
营业成本	74599	109786	130300	138285
税金及附加	208	292	399	433
销售费用	2253	5605	7176	7790
管理费用	3651	3272	4993	5042
研发费用	305	176	194	213
财务费用	8344	3418	3880	2111
其他收益	3253	5500	5610	5891
投资收益	-190	50	150	170
公允价值变动收益	-12	0	0	0
信用减值损失	-29	0	0	0
资产减值损失	-97	0	0	0
资产处置收益	180	0	0	0
营业利润	-40144	-227	18279	25290
营业外收入	173	1041	1124	1214
营业外支出	183	45	47	49
利润总额	-40154	769	19356	26455
所得税	-254	100	4839	6614
净利润	-39900	669	14517	19841
少数股东损益	-2514	52	1131	1546
归属母公司净利润	-37386	617	13386	18296
BPS(元)	-1.45	0.02	0.52	0.71

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-31.3%	153.2%	36.6%	8.6%
营业利润增长率	-125.7%	/	8146.1%	38%
归母净利润增长率	-206.1%	/	2070.8%	37%
盈利能力				
毛利率	-61.8%	6.0%	18.3%	20.1%
归母净利率	-81.1%	0.5%	8.4%	10.6%
ROE	-128.6%	1.4%	23.1%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	89.5%	84.3%	81.0%	72.3%
流动比率	0.26	0.23	0.16	0.23
速动比率	0.24	0.21	0.13	0.20
营运能力				
资产周转率	16.1%	40.5%	52.5%	57.1%
应收帐款周转率	5335%	9010%	7280%	6543%
存货周转率	3724%	4576%	4175%	3959%
每股资料(元)				
每股收益	-1.45	0.02	0.52	0.71
每股经营现金	-0.25	-0.36	0.70	2.31
每股净资产	1.13	1.74	2.26	2.97
估值比率(倍)				
PE	-3.6	216.0	9.9	7.3
PB	4.6	3.0	2.3	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn