

中国东航(600115)

交通运输

发布时间：2023-06-08

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

业绩改善得到验证，继续等待旺季修复

2023Q1 归母净利大幅减亏。公司 2022 年实现营业收入 461.11 亿元，同比-31.31%，实现归母净利润-373.86 亿元，同比增亏 251.72 亿元。公司第一季度实现营业收入 222.61 亿元，同比+75.8%，实现归母净利润-38.03 亿元，同比减亏 39.57 亿元。

持续推进“枢纽网络运营”战略。公司立足上海核心枢纽，巩固西安、昆明区域枢纽，作为基地航空公司加快推进北京新机场基地建设项目；持续优化航线网络，在上海、昆明和西安枢纽市场保持了较强的市场影响力，在北京、南京、成都、青岛等核心市场的竞争力也不断增强。公司通过巩固枢纽市场，控制核心市场，加强重点市场，不断加密航班、增加航点以拓展航线网络；公司不断加强与联盟内外航空公司的网络衔接。完善“四梁八柱”五年航线网络规划，持续打造东航快线准快线体系。2022 年夏秋季和冬春季新增时刻同比分别增加 3.24%和 1.50%。通过与天合联盟成员合作，构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络，可通达 184 个国家、1,088 个目的地。

华东主基地优势明显。公司在上海虹桥机场和浦东机场拥有最大市场份额，主基地区位优势明显；公司旗下东航江苏和浙江分公司分别在江苏、浙江两省具有基地运营优势和较强的品牌影响力。公司积极打造上海核心枢纽，优化航线网络结构，结合浦东机场“T1 航站楼+S1 卫星厅”枢纽运行，提高了公司在浦东机场的中转效率和服务能力，提升在上海及长三角航空运输市场的影响力。

公司善于通过资本联姻和业务合作。在国外航空界，公司与达美、法荷航建立更加稳固和紧密的全面战略合作关系，搭建了连接亚洲、北美洲、欧洲的航空运输黄金三角。与澳航、日航在运力投放、联合营销等领域的合作也更加广泛和深入；在国内航空界，吉祥航空是优秀民营航空公司的代表，与公司同处上海主基地，与吉祥航空通过“股权+业务”模式开展战略合作，进一步增强公司在上海主基地的服务能力。

盈利预测：首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 1,183.88/1,505.80/1,603.91 亿元，归母净利润分别为 11.67/114.38/150.11 亿元，对应 PE 分别为 89.74x/9.16x/6.98x。

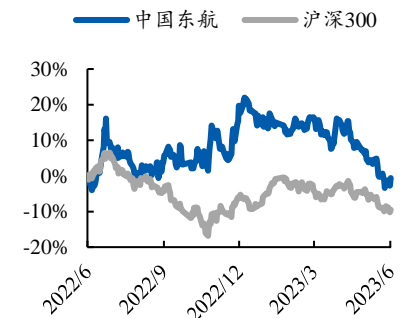
风险提示：海外宏观因素变化超过预期、行业政策风险、其他运输方式竞争风险、油价波动风险、汇率波动风险、利率波动风险、盈利预测与估值不及预期

| 财务摘要(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 67,127 | 46,111 | 118,388 | 150,580 | 160,391 |
| (+/-)% | 14.48% | -31.31% | 156.74% | 27.19% | 6.52% |
| 归属母公司净利润 | -12,214 | -37,386 | 1,167 | 11,438 | 15,011 |
| (+/-)% | -3.20% | -206.09% | — | 879.74% | 31.24% |
| 每股收益(元) | -0.73 | -1.98 | 0.05 | 0.51 | 0.67 |
| 市盈率 | (7.10) | (2.79) | 89.74 | 9.16 | 6.98 |
| 市净率 | 1.90 | 3.59 | 3.47 | 2.52 | 1.85 |
| 净资产收益率(%) | -25.03% | -114.16% | 3.87% | 27.48% | 26.51% |
| 股息收益率(%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本(百万股) | 18,874 | 18,874 | 22,291 | 22,291 | 22,291 |

股票数据 2023/06/08

| | |
|--------------|------------|
| 6 个月目标价(元) | -- |
| 收盘价(元) | 4.70 |
| 12 个月股价区间(元) | 4.54~5.77 |
| 总市值(百万元) | 104,769.09 |
| 总股本(百万股) | 22,291 |
| A 股(百万股) | 17,115 |
| B 股/H 股(百万股) | 0/5,177 |
| 日均成交量(百万股) | 33 |

历史收益率曲线



| 涨跌幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|-----|------|-----|
| 绝对收益 | -6% | -14% | -1% |
| 相对收益 | 0% | -9% | 9% |

相关报告

《快递行业 2022 年年度策略：政策筑底行业寒冬已过，竞争格局改善静待春天》

--20211221

《东北交运周报：通达系龙头单票毛利企稳，旅游消费刺激政策利好航空》

--20210906

《东北交运周报：通达系上调派费，关注十月出行反弹航空板块修复》

证券分析师：廖浩祥

执业证书编号：S0550522070001

18390955638 liaohx@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 17,553 | 18,279 | 24,897 | 27,715 |
| 交易性金融资产 | 72 | 84 | 97 | 108 |
| 应收款项 | 754 | 1,776 | 2,175 | 2,317 |
| 存货 | 1,626 | 2,278 | 2,573 | 2,606 |
| 其他流动资产 | 4,593 | 4,818 | 5,168 | 5,445 |
| 流动资产合计 | 27,413 | 32,392 | 41,049 | 44,396 |
| 可供出售金融资产 | | | | |
| 长期投资净额 | 2,716 | 3,037 | 2,705 | 2,820 |
| 固定资产 | 85,470 | 87,642 | 91,794 | 96,571 |
| 无形资产 | 2,530 | 2,340 | 2,337 | 2,217 |
| 商誉 | 9,028 | 9,028 | 9,028 | 9,028 |
| 非流动资产合计 | 258,329 | 259,288 | 252,671 | 236,213 |
| 资产总计 | 285,742 | 291,680 | 293,720 | 280,609 |
| 短期借款 | 49,229 | 48,344 | 45,589 | 42,067 |
| 应付款项 | 11,570 | 16,098 | 18,939 | 19,728 |
| 预收款项 | 14 | 24 | 30 | 32 |
| 一年内到期的非流动负债 | 34,372 | 29,171 | 29,171 | 29,171 |
| 流动负债合计 | 106,446 | 114,922 | 122,564 | 116,668 |
| 长期借款 | 38,359 | 38,101 | 35,346 | 31,024 |
| 其他长期负债 | 110,836 | 107,371 | 92,251 | 73,201 |
| 长期负债合计 | 149,195 | 145,472 | 127,597 | 104,225 |
| 负债合计 | 255,641 | 260,394 | 250,161 | 220,893 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 29,080 | 30,182 | 41,620 | 56,631 |
| 少数股东权益 | 1,021 | 1,103 | 1,938 | 3,085 |
| 负债和股东权益总计 | 285,742 | 291,680 | 293,720 | 280,609 |

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 46,111 | 118,388 | 150,580 | 160,391 |
| 营业成本 | 74,599 | 109,344 | 128,640 | 134,000 |
| 营业税金及附加 | 208 | 331 | 452 | 481 |
| 资产减值损失 | -97 | -24 | -11 | 57 |
| 销售费用 | 2,253 | 4,499 | 4,819 | 5,453 |
| 管理费用 | 3,651 | 5,919 | 7,228 | 7,859 |
| 财务费用 | 8,344 | 5,008 | 4,611 | 3,713 |
| 公允价值变动净收益 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -190 | 12 | 15 | 16 |
| 营业利润 | -40,144 | 1,300 | 15,105 | 19,912 |
| 营业外收支净额 | -10 | 262 | 236 | 285 |
| 利润总额 | -40,154 | 1,562 | 15,341 | 20,197 |
| 所得税 | -254 | 312 | 3,068 | 4,039 |
| 净利润 | -39,900 | 1,250 | 12,273 | 16,158 |
| 归属于母公司净利润 | -37,386 | 1,167 | 11,438 | 15,011 |
| 少数股东损益 | -2,514 | 82 | 835 | 1,147 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | -39,900 | 1,250 | 12,273 | 16,158 |
| 资产减值准备 | 126 | 24 | 11 | -57 |
| 折旧及摊销 | 21,799 | 19,222 | 33,165 | 46,663 |
| 公允价值变动损失 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 8,916 | 5,500 | 5,123 | 4,410 |
| 投资损失 | 190 | -12 | -15 | -16 |
| 运营资本变动 | 2,700 | 10,322 | 8,371 | -2,893 |
| 其他 | -317 | -298 | -296 | -397 |
| 经营活动净现金流量 | -6,474 | 36,008 | 58,630 | 63,868 |
| 投资活动净现金流量 | -7,292 | -19,908 | -26,260 | -29,746 |
| 融资活动净现金流量 | 18,348 | -15,373 | -25,753 | -31,304 |
| 企业自由现金流 | -5,703 | 9,602 | 30,099 | 33,719 |

| 财务与估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 (元) | -1.98 | 0.05 | 0.51 | 0.67 |
| 每股净资产 (元) | 1.54 | 1.35 | 1.87 | 2.54 |
| 每股经营性现金流量 (元) | -0.34 | 1.62 | 2.63 | 2.87 |
| 成长性指标 | | | | |
| 营业收入增长率 | -31.3% | 156.7% | 27.2% | 6.5% |
| 净利润增长率 | -206.1% | — | 879.7% | 31.2% |
| 盈利能力指标 | | | | |
| 毛利率 | -61.8% | 7.6% | 14.6% | 16.5% |
| 净利率 | -81.1% | 1.0% | 7.6% | 9.4% |
| 运营效率指标 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 6.75 | 3.85 | 4.72 | 5.04 |
| 存货周转天数 | 8.26 | 6.43 | 6.79 | 6.96 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 89.5% | 89.3% | 85.2% | 78.7% |
| 流动比率 | 0.26 | 0.28 | 0.33 | 0.38 |
| 速动比率 | 0.19 | 0.22 | 0.27 | 0.31 |
| 费用率指标 | | | | |
| 销售费用率 | 4.9% | 3.8% | 3.2% | 3.4% |
| 管理费用率 | 7.9% | 5.0% | 4.8% | 4.9% |
| 财务费用率 | 18.1% | 4.2% | 3.1% | 2.3% |
| 分红指标 | | | | |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 估值指标 | | | | |
| P/E (倍) | -2.79 | 89.74 | 9.16 | 6.98 |
| P/B (倍) | 3.59 | 3.47 | 2.52 | 1.85 |
| P/S (倍) | 2.26 | 0.88 | 0.70 | 0.65 |
| 净资产收益率 | -114.2% | 3.9% | 27.5% | 26.5% |

资料来源：东北证券

研究团队简介:

廖浩祥: 上海交通大学硕士环境工程专业, 湖南大学学士环境工程专业, 拥有3年证券期货从业经验, 曾就职中信证券, 衍生品业务方向, 熟悉商品期货期权交易, 现任东北证券低碳环保组组长。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

| | | | |
|----------------------|------|-----------------------------|---|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。 | 投资评级中所涉及的市场基准: A股市场以沪深300指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。 |
| | 增持 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 | |
| | 中性 | 未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 | |
| | 减持 | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 | |
| | 卖出 | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。 | |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。 | |
| | 同步大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。 | |
| | 落后大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。 | |

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

| 地址 | 邮编 |
|--|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

