

# 东方航空 (600115)

证券研究报告

2020年11月02日

## 需求逐步复苏, 营收降幅仍较大, 单季度小幅亏损

### 东方航空披露三季报

东方航空披露 2020 年三季报, 前三季度实现营业收入 423 亿元, 同比下降 54.7%, 实现归母净利润-91.1 亿, 其中第三季度实现营业收入 171.7 亿, 同比下降 50.4%, 实现归母净利润-5.63 亿。

### 国内需求逐步复苏, 国际线低迷, 营收降幅较大

三季度国内民航市场逐步复苏, 但海外疫情反复, 国门难以开放, 大量国际航线运力转投国内带来运力消化压力, 同时各航司大力推进随心飞等产品促销刺激需求导致运价承压。三季度公司国内线 ASK 降幅仅为 2.5%, RPK 降幅为 12.4%, 但整体 ASK 降幅仍达到 36.2%, RPK 降幅 42.4%, 叠加运价下跌, 公司单季度收入降幅仍然达到 50.4%。

### 业务量下滑, 油价走低, 起降费节约带动营业成本同样明显下降

公司单季度业务量仍然出现较大降幅, 且三季度国际油价仍处低位, 公司航油成本同比出现明显下降, 此外, 国际航线低迷, 起降费也出现明显下降, 带动营业成本同样出现显著下降, 三季度公司营业成本 184.3 亿, 同比下降 33.1%。

### 销售管理费用稳定, 汇兑收益助推财务费用大幅节约

三季度公司销售、管理费用环比二季度有所增长, 同比仍明显下降, 整体相对稳定, 但财务费用方面, 由于人民币兑美元汇率有所升值, 公司录得明显汇兑收益, 助推财务费用大幅节约。补贴方面, 公司三季度其他收益 16.76 亿, 环比大幅增长, 同比也有明显升幅, 但由于收入降幅较大, 成本仍呈现一定刚性, 公司业绩虽有好转, 但仍录得亏损。

### 疫苗全面投入使用之日, 大概率是民航中期景气开启之时

目前国内确诊病例动态清零的疫情管控思路将有效防控反弹及境外输入压力, 较难再次影响全民正常生产生活, 民航国内线仍将整体呈现持续复苏的态势, 而海外单日确诊人数再创新高, 意味着国际线复苏依旧需要等待。东航 2019 年国际及地区航线客运收入占比达到 34.1%, 因此海外疫情的持续或仍导致短期业绩承压, 但疫情的影响毕竟是暂时的, 一旦疫苗大面积投入使用, 国门重新开放, 我国民航有望迎来中期景气。

### 投资建议

鉴于国际航线复苏暂无明确时间表, 且三季度公司含汇业绩位于盈亏平衡点附近基本符合预期, 因此暂不调整盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为-97.4 亿、61.5 亿、122.1 亿, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下滑, 疫情反复, 油价汇率波动, 安全事故

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	114,930.00	120,860.00	67,118.81	113,033.81	133,958.30
增长率(%)	12.99	5.16	(44.47)	68.41	18.51
EBITDA(百万元)	17,910.00	12,899.00	2,968.70	26,145.98	34,014.79
净利润(百万元)	2,709.00	3,195.00	(9,739.16)	6,154.30	12,207.46
增长率(%)	(57.35)	17.94	(404.82)	(163.19)	98.36
EPS(元/股)	0.17	0.20	(0.59)	0.38	0.75
市盈率(P/E)	27.75	23.53	(7.72)	12.22	6.16
市净率(P/B)	1.35	1.13	1.27	1.16	0.99
市销率(P/S)	0.65	0.62	1.12	0.67	0.56
EV/EBITDA	6.50	1.02	9.90	0.40	0.07

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.59 元
目标价格	7.59 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	11,202.73
流通 A 股股本(百万股)	9,808.49
A 股总市值(百万元)	51,420.54
流通 A 股市值(百万元)	45,020.95
每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	78.90
一年内最高/最低(元)	5.93/4.01

### 作者

**姜明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

**曾凡喆** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518110001  
zengfanzhe@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《东方航空-半年报点评:外需低迷 Q2 业绩下降, 引领行业重塑需求前景向好》2020-08-30
- 《东方航空-年报点评报告:4Q 单位收入成本双降, 全年业绩同比升 17.9%》2020-04-01
- 《东方航空-季报点评:运价小幅降低, 成本节约费用改善, 三季度业绩微升》2019-10-30



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com