东方航空：

亏损环比大幅收窄，维持强烈推荐评级

方正证券研究所证券研究报告

东方航空(600115)　　公司研究

交通运输行业　　公司财报点评

2020.10.31/强烈推荐(维持)

分析师： 许可

执业证书编号：S1220518090001

E-mail：xuke0@foundersc.com

分析师： 李跃森

执业证书编号：S1220520060001

E-mail：liyuesen@foundersc.com

历史表现：

数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《东方航空：凛冬已过，周期再起》2020.10.25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：东方航空发布2020年第三季度报告

1）财务方面，2020年前三季度，东方航空实现营业收入423.00亿元/-54.71%，实现归母净利润-91.05亿元/-308.50%，实现扣非归母净利润-96.13亿元/-346.93%。

其中Q3单季度实现营业收入171.71亿元/-50.40%，实现归母净利润-5.63亿元/-123.23%，实现扣非归母净利润-8.26亿元/-135.44%。

2）业务方面，2020年前三季度，东方航空运输乘客5050.65万人次/-48.46%，ASK同比下降47.21%，RPK同比下降55.29%；客座率69.99%，同比下降12.64个百分点；

其中Q3单季度运输旅客2476.97万人次/-26.96%，降幅环比收窄；ASK同比下降36.20%，RPK同比下降42.37%；客座率74.43%，同比下降7.98个百分点。7月、8月、9月公司国内ASK同比增速分别为-14.48%、-0.78%、8.54%，环比持续改善。

点评：

1. 经营改善符合预期，人民币升值助力亏损大幅收窄

公司Q3旺季单季度实现归母净利润-5.63亿元，环比减亏40.46亿元，经营改善符合预期。受益于国内疫情形势持续好转，公司Q3单季度ASK 环比增长78.75%，带动营收环比增长77.48%。成本端，在低油价环境和公司成本管控共同作用下，营业成本环比增长32.2%。费用端，受益于三季度人民币大幅升值，公司实现汇兑收益约17亿元，财务费用水平大幅降低至-4.78亿元，环比下降132%。

2. 凛冬已经过去，航空周期再启

航空股的大周期表现为危机周期，危机投资是中国航空业当前发展阶段最有效的投资策略。在大周期中，危机决定底部，格局决定中枢，中外航司历次经验表明，航空股大周期级别的行情，从底部启动之后，持续时间往往会在一年以上。随着国内疫情得到有效控制，防控体系日臻完善，国内航空需求已经完全恢复并开始正增长，航空业的凛冬已经过去，中国航空股新一轮大周期已经启动，右侧布局正当时。短期确定性估值修复，中期可期待供需弹性。

3. 投资建议：预计公司2020-2022年营收分别为626.70亿元、973.59亿元、1203.60亿元；归母净利润分别为-107.33亿元、-20.39亿元、64.23亿元；对应2022年A股PE为11.70倍，H股PE为6.76倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

1）永久性亏损风险

现金流断裂导致破产风险、低价巨额增发导致股份被动大幅稀释风险；

2）阶段性冲击风险

宏观层面，面临经济大幅波动、地缘政治冲突、油价与汇率大幅波动、大规模自然灾害、新一轮疫情爆发、疫苗及相关药物研发受阻等风险；

行业层面，面临政策大幅变动、行业竞争加剧、发生航空事故，或者其它类型的难以预测的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	120860.00	62670.00	97359.00	120360.00
(+/-)(%)	5.16	-48.15	55.35	23.62
归母净利润	3195.00	-10732.92	-2039.36	6423.00
(+/-)(%)	17.94	-435.93	81.00	414.95
EPS(元)	0.20	-0.66	-0.12	0.39
P/E	36.80	-	-	11.70

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19700.00	14555.71	22883.54	20054.18
现金	1356.00	4329.00	7712.93	1689.84
应收账款	1717.00	890.32	1383.13	1709.90
其它应收款	5883.00	3050.53	4739.06	5858.66
预付账款	175.00	114.78	145.99	163.80
存货	2407.00	1578.74	2008.03	2252.90
其他	8162.00	4592.33	6894.40	8379.09
非流动资产	263236.00	234698.90	226929.91	236136.98
长期投资	2604.00	2241.80	2277.96	2321.55
固定资产	95573.00	92751.07	92406.75	98409.69
无形资产	1771.00	1663.99	1625.60	1629.30
其他	163288.00	138042.05	130619.60	133776.44
资产总计	282936.00	249254.61	249813.45	256191.16
流动负债	68172.00	45147.66	57169.29	63671.28
短期借款	2200.00	2200.00	2200.00	1782.00
应付账款	18007.00	11490.11	14955.27	16993.95
其他	47965.00	31457.56	40014.02	44895.33
非流动负债	144367.00	145116.95	135877.35	130564.37
长期借款	3823.00	3440.70	3440.70	2786.97
其他	140544.00	141676.25	132436.65	127777.40
负债合计	212539.00	190264.61	193046.64	194235.65
少数股东权益	3632.00	2957.92	2774.09	3186.21
股本	16379.00	16379.00	16379.00	16379.00
资本公积	34298.00	34298.00	34298.00	34298.00
留存收益	18352.00	7619.08	5579.72	10356.30
归属母公司股东权益	66765.00	56032.08	53992.72	58769.30
负债和股东权益	282936.00	249254.61	249813.45	256191.16

现金流量表				
经营活动现金流	**28972.00**	**-4762.68**	**25366.10**	**28756.46**
净利润	3483.00	-11407.00	-2223.19	7001.97
折旧摊销	22077.00	21685.77	19918.06	19167.53
财务费用	6059.00	4422.00	7133.36	5584.07
投资损失	-368.00	-5047.00	-6534.00	-6632.00
营运资金变动	-2129.00	-14605.25	7071.88	3680.66
其他	-150.00	188.80	0.00	-45.78
投资活动现金流	-4899.00	-5609.22	-21697.00	0.00
资本支出	7590.00	4902.53	-12084.90	-28104.66
长期投资	110.00	39.00	-200.00	-200.00
其他	-12599.00	-10550.76	-9412.10	28304.66
筹资活动现金流	-23375.00	-13100.45	-16372.95	-13082.55
短期借款	-5920.00	0.00	0.00	-418.00
长期借款	-4667.00	-3799.45	0.00	-6027.20
普通股增加	1912.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7538.00	0.00	0.00	0.00
其他	-22238.00	-9301.00	-16372.95	-6637.35
现金净增加额	704.00	-6266.60	3383.93	-6023.09

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	120860.00	62670.00	97359.00	120360.00
营业成本	107200.00	70312.00	89431.00	100337.00
营业税金及附加	307.00	117.00	220.00	270.00
营业费用	6348.00	3722.00	4867.95	6018.00
管理费用	3784.00	3474.00	4731.65	5849.50
财务费用	6332.00	4422.00	7133.36	5584.07
资产减值损失	20.00	-3.00	160.00	160.00
公允价值变动收益	25.00	-29.00	100.00	100.00
投资净收益	368.00	-39.00	200.00	200.00
营业利润	6490.00	-12358.00	400.64	13946.93
营业外收入	876.00	329.00	400.00	500.00
营业外支出	38.00	35.00	6.00	8.00
利润总额	4302.00	-14563.00	-2745.95	8648.43
所得税	819.00	-3156.00	-522.77	1646.46
净利润	3483.00	-11407.00	-2223.19	7001.97
少数股东损益	288.00	-674.08	-183.83	578.97
归属母公司净利润	3195.00	-10732.92	-2039.36	6423.00
EBITDA	25138.00	6497.77	17771.46	26768.04
EPS（元）	0.20	-0.66	-0.12	0.39

主要财务比率				
成长能力				
营业收入	0.05	-0.48	0.55	0.24
营业利润	0.09	-1.05	-42.97	0.17
归属母公司净利润	0.18	-4.36	-0.81	4.15
获利能力				
毛利率	0.11	-0.12	0.08	0.17
净利率	0.03	-0.17	-0.02	0.05
ROE	4.95%	-19.34%	-3.92%	11.30%
ROIC	1.62%	-7.72%	-1.19%	4.10%
偿债能力				
资产负债率	0.75	0.76	0.77	0.76
净负债比率	-2.62	-3.38	-2.73	-2.44
流动比率	0.29	0.32	0.40	0.31
速动比率	0.25	0.29	0.37	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.25	0.39	0.47
应收账款周转率	70.39	70.93	70.81	70.55
应付账款周转率	5.95	6.12	5.98	5.90
每股指标(元)				
每股收益	0.20	-0.66	-0.12	0.39
每股经营现金	0.08	0.26	0.47	0.10
每股净资产	4.08	3.42	3.30	3.59
估值比率				
P/E	36.80	-7.00	-36.86	11.70
P/B	1.40	1.34	1.39	1.28
EV/EBITDA	7.93	40.19	14.66	10.00

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com