

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.99
目标价格(元): 6.50

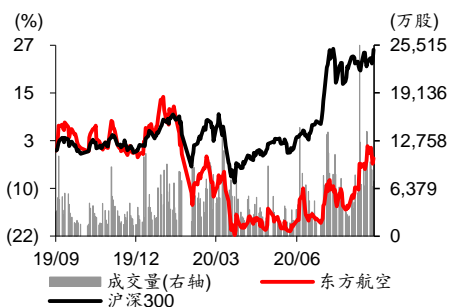
沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

黄凡洋 SAC No. S0570519090001
研究员 +86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《东方航空(600115 SH,买入): 疫情冲击录得亏损; 行业逐步修复》2020.05
- 2 《东方航空(600115 SH,买入): 业绩低于预期; 新冠疫情拉低业绩》2020.04
- 3 《东方航空(600115 SH,买入): 国内线连续回暖, 国际线降幅收窄》2020.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

二季度亏损扩大; 行业逐步修复

东方航空(600115)

二季度归母净亏损扩大 6.8 亿; 行业盈利能力逐步修复; 维持“买入”

东方航空 2020 年上半年营业收入 251.29 亿, 同降 57.3%, 归母净利润 -85.42 亿, 去年同期为 19.43 亿, 亏损额比我们此前预期 (-83.86 亿) 多 2%; 其中二季度营业收入 96.75 亿, 同降 66.3%, 二季度公司供给环比下滑, 并且营业成本较为刚性, 使得二季度归母净亏损扩大 6.76 亿至 46.09 亿。考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 我们下调 2020E/21E/22E 年归母净利润至 -76.0/53.2/65.1 亿。但疫情反应充分, 并且民航出行需求复苏, 国际油价大跌将边际利好航司成本, 盈利能力逐步修复以及疫苗研发进展带动估值提升, 更新目标价至 6.50 元, 维持“买入”。

二季度供给受限, 需求恢复有所滞后

公司二季度营收环比一季度下滑 37%。主要由于整个二季度均受新冠疫情疫情影响, 并且“五个一”政策限制国际线流量, 公司二季度整体供给环比一季度下降 32%, 客座率 65.3%, 环比下降 2.5pct。公司二季度将主要运力投放至国内线, 国内线供给环比提升 5%, 但需求在二季度恢复有所滞后, 国内线客座率 66.1%, 环比下降 1.2pct。不过 7 月公司国内线运力环比继续增投, 并且迎来暑运旺季需求持续回升, 我们预计三季度营收将有明显反弹。另外上半年货运业务亮眼, 货运营收达到 26.2 亿, 同增 50.1%。

收益水平小幅提升, 成本刚性拖累业绩

2020 年上半年, 公司整体客公里收益同增 3.7%, 主要由于国际线收益水平大幅提高, 同比上升 45.8%, 国内线客公里收益同降 8.5%。成本方面, 虽然油价下跌使得燃油成本仅 63.1 亿, 同降 62.0%, 但折旧、人工等固定或半可变成本压力较大, 2020 年上半年公司营业成本 324.85 亿, 同降 37.8%, 并且由于飞机利用率降低, 单位座公里成本同比大幅上升 32.6%, 其中单位扣油成本同增 56.7%。并且在二季度更为艰难, 单位座公里成本环比一季度提升 9.9%, 使得二季度毛利率下降至 -44.1%, 亏损额扩大。

调整目标价至 6.50 元, 维持“买入”评级

考虑国际疫情不确定性仍较高, 拖累整体恢复进度, 下调 2020E 年归母净利润预测至 -76.0 亿 (前值 -20.6 亿), 下调 21E/22E 年归母净利润预测值 38%/25% 至 53.2/65.1 亿。但疫情反应充分, 并且伴随国内疫情好转, 民航出行需求复苏, 国际油价大跌将边际利好航司成本, 盈利能力逐步修复以及疫苗研发进展带动估值提升, 我们给予 1.8x 2020PB (过去 10 年 PB 估值均值, 前值 1.3x-1.4x PB, 预计 2020 年 BPS 为 3.61 元), 上调目标价至 6.50 元 (前值 5.14-5.53 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 新冠疫情影响超预期, 经济低迷, 国际贸易与政治摩擦, 市场竞争加剧, 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 737MAX8 复飞时点超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	16,380
流通 A 股 (百万股)	9,808
52 周内股价区间 (元)	4.03-5.86
总市值 (百万元)	81,734
总资产 (百万元)	284,705
每股净资产 (元)	3.49

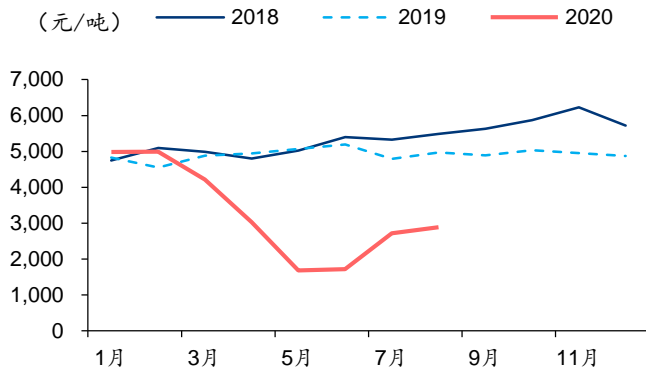
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	114,930	120,860	66,292	110,427	126,850
+/-%	12.99	5.16	(45.15)	66.58	14.87
归属母公司净利润 (百万元)	2,709	3,195	(7,596)	5,318	6,510
+/-%	(57.35)	17.94	(337.74)	(170.02)	22.40
EPS (元, 最新摊薄)	0.17	0.20	(0.46)	0.32	0.40
PE (倍)	30.17	25.58	(10.76)	15.37	12.56

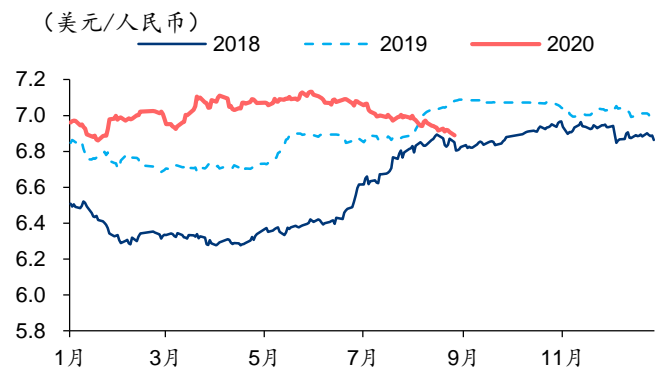
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中国航空煤油出厂价(含税)



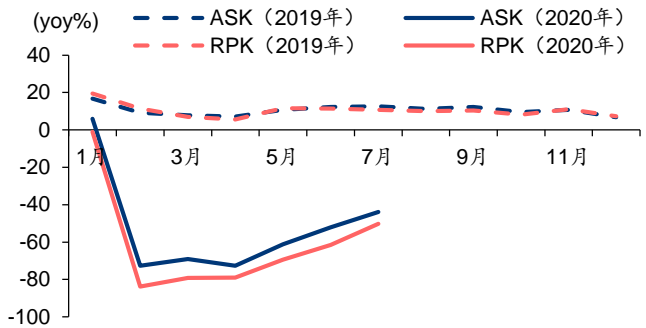
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 美元兑人民币中间价



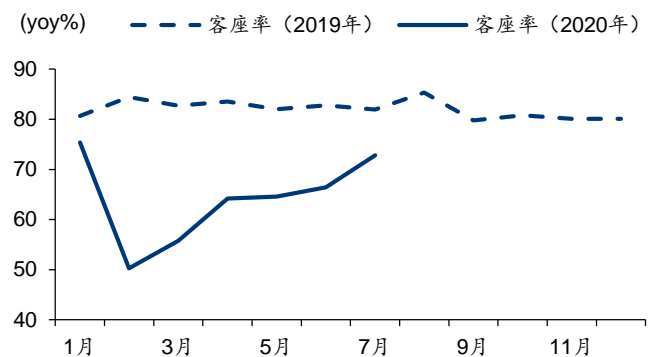
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 东方航空月供给、需求增幅变化图(2019年1月-2020年7月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 东方航空月客座率变化图(2019年1月-2020年7月)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

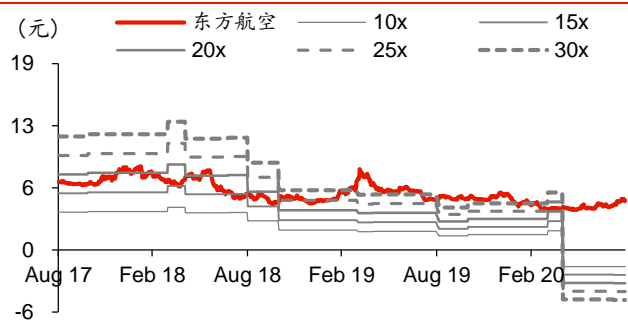
图表5: 关键盈利假设调整汇总

		2020E	2021E	2022E	说明
可供座公里 (百万)	调整前	189,746	300,431	324,356	飞机引进有所推迟、国际线受限, 影响运力恢复。
	调整后	153,307	252,836	291,835	
	(+/-%)	(19.20)	(15.84)	(10.03)	
客座率 (%)	调整前	77.11	80.35	81.03	国际线恢复迟缓, 调低客座率。
	调整后	72.54	80.50	80.98	
	(+/-)	(4.57)	0.14	(0.05)	
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.47	0.48	0.49	供给缩窄, 收益水平有所升高。
	调整后	0.49	0.49	0.49	
	(+/-%)	4.19	0.89	0.40	
主营收入 (人民币 百万)	调整前	81,667	127,418	139,148	
	调整后	66,292	110,427	126,850	
	(+/-%)	(18.83)	(13.33)	(8.84)	
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	16,623	29,122	33,387	
	调整后	14,156	24,598	30,573	
	(+/-%)	(14.84)	(15.53)	(8.43)	
净利润 (人民币 百万)	调整前	(2,055)	8,560	8,709	
	调整后	(7,596)	5,313	6,492	
	(+/-%)	(269.57)	(37.93)	(25.45)	
每股盈利 (人民币)	调整前	-0.13	0.52	0.53	
	调整后	-0.46	0.32	0.40	
	(+/-%)	(269.57)	(37.93)	(25.45)	

资料来源: 华泰证券研究所

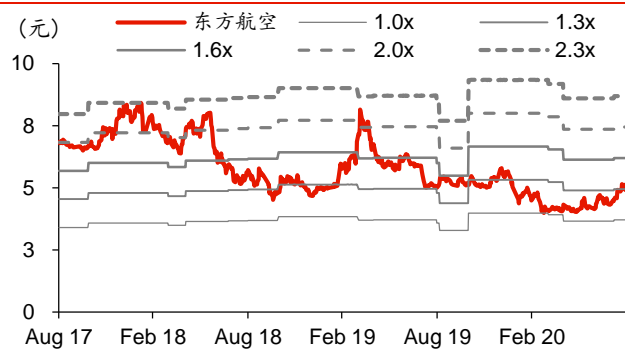
PE/PB - Bands

图表6: 东方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 东方航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,932	19,743	15,961	21,328	22,877
现金	662.00	1,356	935.86	1,875	1,751
应收账款	1,436	1,717	963.48	1,605	1,844
其他应收账款	5,203	5,883	4,408	7,230	8,305
预付账款	765.00	175.00	98.20	163.58	187.91
存货	1,950	2,407	1,351	2,250	2,585
其他流动资产	5,916	8,205	8,205	8,205	8,205
非流动资产	220,833	135,832	131,930	133,558	134,972
长期投资	3,923	4,531	4,973	5,503	6,138
固定投资	175,675	95,573	91,825	92,679	93,212
无形资产	1,726	1,771	1,816	1,861	1,906
其他非流动资产	39,509	33,957	33,316	33,516	33,716
资产总计	236,765	155,575	147,891	154,887	157,849
流动负债	73,061	78,363	84,169	88,579	91,355
短期借款	8,120	2,200	19,200	16,200	13,200
应付账款	12,162	12,879	7,227	12,038	13,829
其他流动负债	52,779	63,284	57,742	60,340	64,326
非流动负债	104,352	134,176	135,540	138,306	136,085
长期借款	8,490	3,823	6,254	9,610	7,091
其他非流动负债	95,862	130,353	129,286	128,696	128,994
负债合计	177,413	212,539	219,709	226,885	227,439
少数股东权益	3,587	3,632	3,132	3,482	3,911
股本	14,468	16,380	16,380	16,380	16,380
资本公积	26,760	34,290	34,290	34,290	34,290
留存公积	17,355	18,913	8,500	13,288	19,146
归属母公司股东权益	55,765	66,765	59,170	63,958	69,816
负债和股东权益	236,765	155,575	147,891	154,887	157,849

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	22,338	28,972	12,551	34,750	35,418
净利润	2,941	3,483	(8,096)	5,669	6,938
折旧摊销	14,922	21,290	20,298	22,018	23,838
财务费用	5,908	6,332	6,324	4,612	4,085
投资损失	(238.00)	(368.00)	(441.60)	(529.92)	(635.90)
营运资金变动	(4,867)	1,646	(6,375)	2,982	1,193
其他经营现金	3,672	(3,411)	841.00	0.00	0.00
投资活动现金	(12,780)	(4,899)	(23,554)	(28,435)	(28,495)
资本支出	32,565	30,195	26,112	30,905	30,859
长期投资	238.00	368.00	441.60	529.92	635.90
其他投资现金	20,023	25,664	3,000	3,000	3,000
筹资活动现金	(13,558)	(23,375)	10,583	(5,376)	(7,048)
短期借款	(2,293)	4,017	15,542	(3,000)	(89.50)
长期借款	13,731	29,824	1,364	2,766	(2,222)
普通股增加	0.00	9,442	1.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	7,530	0.51	0.00	0.00
其他筹资现金	(24,996)	(74,188)	(6,324)	(5,142)	(4,737)
现金净增加额	(3,970)	704.00	(420.14)	938.70	(123.96)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	114,930	120,860	66,292	110,427	126,850
营业成本	102,407	107,200	70,922	97,446	113,108
营业税金及附加	347.00	307.00	172.27	286.96	329.64
营业费用	6,058	6,348	3,223	4,804	4,870
管理费用	3,355	3,944	2,145	3,461	3,846
财务费用	5,908	6,332	6,324	4,612	4,085
资产减值损失	(345.00)	(20.00)	(10.97)	(18.27)	(20.99)
公允价值变动收益	284.00	25.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	238.00	368.00	441.60	529.92	635.90
营业利润	2,958	3,464	(10,702)	6,228	7,716
营业外收入	977.00	876.00	738.33	812.17	893.38
营业外支出	68.00	38.00	38.00	38.00	38.00
利润总额	3,867	4,302	(10,001)	7,003	8,571
所得税	926.00	819.00	(1,905)	1,334	1,633
净利润	2,941	3,483	(8,096)	5,669	6,938
少数股东损益	232.00	288.00	(500.06)	350.13	428.56
归属母公司净利润	2,709	3,195	(7,596)	5,318	6,510
EBITDA	24,697	31,924	16,621	33,632	36,494
EPS (元, 基本)	0.17	0.20	(0.46)	0.32	0.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.99	5.16	(45.15)	66.58	14.87
营业利润	(59.18)	17.11	(408.94)	(158.20)	23.88
归属母公司净利润	(57.35)	17.94	(337.74)	(170.02)	22.40
获利能力 (%)					
毛利率	10.90	11.30	(6.98)	11.76	10.83
净利率	2.56	2.88	(12.21)	5.13	5.47
ROE	4.86	4.79	(12.84)	8.32	9.32
ROIC	3.59	6.97	(2.37)	7.60	8.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.93	136.62	148.56	146.48	144.09
净负债比率 (%)	14.11	11.73	11.79	12.89	11.75
流动比率	0.22	0.25	0.19	0.24	0.25
速动比率	0.19	0.22	0.17	0.22	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.62	0.44	0.73	0.81
应收账款周转率	64.57	76.66	49.46	85.99	73.57
应付账款周转率	9.91	9.65	6.59	11.46	9.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	(0.46)	0.32	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.77	0.77	2.12	2.16
每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.08	3.61	3.90	4.26
估值比率					
PE (倍)	30.17	25.58	(10.76)	15.37	12.56
PB (倍)	1.47	1.22	1.38	1.28	1.17
EV_EBITDA (倍)	4.28	3.46	6.60	3.35	3.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、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，本公司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。本公司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。

本公司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，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。

本公司的销售人员、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。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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。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本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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》第571章所定义之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。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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。声明中所提及的“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

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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2020年华泰证券股份有限公司

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