

公司研究

国内需求稳步复苏，同比大幅减亏

——中国东航（600115.SH）2023年业绩预告点评

要点

◆**事件：公司发布2023年业绩预亏公告。**公司预计2023年归母净利润亏损为68~83亿元，较上年同期（亏损374亿元）大幅减亏；扣非归母净利润亏损75~89亿元，较上年同期（亏损380亿元）大幅减亏。其中Q4预计实现归母净利润亏损41.9~56.9亿元，环比Q3（盈利36.4亿元）由盈转亏；扣非归母净利润亏损43.0~57.0亿元，环比Q3（盈利34.8亿元）由盈转亏。

◆**生产经营回升向好，国际航线仍待恢复。**2023年公司可用座公里（ASK）同比增长155%，较2019年减少9%，其中国内航线ASK较2019年上涨16%，国际航线、地区航线ASK分别恢复至2019年的44%、75%。公司2023年综合客座率为74.41%，同比增加10.71pct，较2019年同期减少7.6pct。公司2023年12月底机队规模为782架，净增加7架，较2022年底增长0.9%，较2019年底增长8.16%。整体来看，公司运营数据恢复速度略慢于国航和南航。

◆**油价正面贡献有限，汇率波动延缓盈利修复节奏。**2023年布伦特原油均价约82美元/桶，同比下降17%；国内航空煤油出厂均价约6,778元/吨，同比下降9.8%，但仍处于历史相对高位。汇率方面，2023年人民币兑美元汇率出现较大波动，第二季度贬值幅度约5.2%，第四季度小幅升值（1.4%）。

◆**春运即将开启，民航市场有望迎来量价齐升。**民航局预测，2024年春运期间民航旅客运输量将达到8000万人次，日均200万人次，较2019年春运增长9.8%，较2023年春运增长44.9%，有望创历史新高。航班管家预测，2024年春运经济舱平均票价（含油）近千元，较2019年提升12%。

◆**2024年航空供需继续恢复，公司盈利能力也将继续修复。**民航局预计2024年国内航线旅客运输量将达6.3亿，较2019年增长7.7%，国际客运定期航班将在2024年底恢复至疫情前约80%。考虑到2024年航司客座率、飞机日利用率继续恢复（2023年飞机日利用率比2019年低1.2小时、正班客座率比2019年低5.3pct），全民航供给有望进一步释放；同时由于部分运力由国内市场转移至国际市场，平均票价水平同比有望微降，进一步刺激需求释放，航司盈利能力将继续修复/释放。

◆**投资建议：**23年航空客运需求回暖，公司经营业绩大幅改善；但受国际航线恢复较慢、国内客运供给增大、公商务旅客出行需求疲软、汇率波动等因素影响，公司业绩仍出现亏损。24年航空客运供需两端预计保持恢复/增长，海外航线将继续恢复，公司盈利弹性也将充分释放。考虑海外航线恢复较慢，我们下调公司23-25年净利润预测分别为-69亿元、+50亿元、+70亿元（原为-11亿元、+70亿元、+91亿元）；维持公司A股、H股“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济大幅下滑导致行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,127	46,111	111,979	137,129	145,527
营业收入增长率	14.48%	-31.31%	142.85%	22.46%	6.12%
净利润(百万元)	-12,214	-37,386	-6,904	5,022	7,022
净利润增长率	-	-	-	-	39.84%
EPS(元)	-0.65	-1.68	-0.31	0.23	0.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	-23.78%	-128.56%	-30.61%	18.26%	20.38%
P/E(A股)	-	-	-	17	12
P/E(H股)	-	-	-	8	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-01-30；汇率：按1HKD=0.91CNY换算；

A股：增持（维持）

当前价：3.83元

H股：增持（维持）

当前价：1.99港元

作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsec.com

联系人：卢浩敏

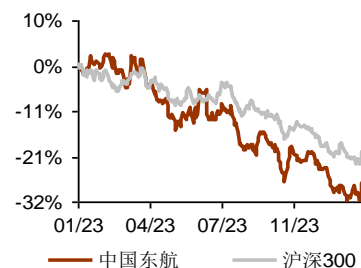
021-52523659

luhaomin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	222.91
总市值(亿元)	853.76
一年最低/最高(元)	3.63/5.62
近3月换手率	12.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.65	-2.99	-6.74
绝对	-0.52	-12.16	-28.68

资料来源：Wind

相关研报

12月航空客运需求环比增长，春运客流有望创历史新高——航空机场行业2023年12月经营数据点评（2024-01-16）

元旦出行需求回暖，春运有望继续恢复——交通运输行业周报20240101（2024-01-02）

方兴未艾，万象更新——交通运输行业2024年投资策略（2023-11-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	67,127	46,111	111,979	137,129	145,527
营业成本	80,041	74,599	110,165	120,034	124,510
折旧和摊销	9,969	10,173	12,925	13,249	13,480
税金及附加	298	208	291	343	364
销售费用	2,580	2,253	5,599	6,856	7,276
管理费用	3,365	3,651	3,359	4,114	5,093
研发费用	315	305	560	686	728
财务费用	3,880	8,344	6,285	6,523	6,340
投资收益	9	-190	150	300	300
营业利润	-17,788	-40,144	-9,651	6,073	8,791
利润总额	-17,513	-40,154	-9,381	6,823	9,541
所得税	-4,229	-254	-1,876	1,365	1,908
净利润	-13,284	-39,900	-7,505	5,458	7,633
少数股东损益	-1,070	-2,514	-600	437	611
归属母公司净利润	-12,214	-37,386	-6,904	5,022	7,022
EPS(元)	-0.65	-1.68	-0.31	0.23	0.32

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,692	-6,474	21,717	24,109	28,549
净利润	-12,214	-37,386	-6,904	5,022	7,022
折旧摊销	9,969	10,173	12,925	13,249	13,480
净营运资金增加	32,476	-8,115	2,969	5,776	264
其他	-24,539	28,854	12,727	62	7,783
投资活动产生现金流	2,155	-7,292	-93,123	-10,583	-10,534
净资本支出	-6,953	-9,953	-6,000	-6,000	-6,000
长期投资变化	2,261	2,716	0	0	0
其他资产变化	6,847	-55	-87,123	-4,583	-4,534
融资活动现金流	-2,526	18,348	76,249	-8,496	-16,336
股本变化	2,495	3,417	0	0	0
债务净变化	36,784	28,864	82,156	-1,900	-9,918
无息负债变化	-30,642	-4,861	-65,882	-263	1,722
净现金流	5,299	4,591	4,843	5,030	1,680

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	-19.2%	-61.8%	1.6%	12.5%	14.4%
EBITDA 率	-5.9%	-48.1%	8.4%	18.6%	19.5%
EBIT 率	-21.7%	-68.4%	-3.1%	9.0%	10.2%
税前净利润率	-26.1%	-87.1%	-8.4%	5.0%	6.6%
归母净利润率	-18.2%	-81.1%	-6.2%	3.7%	4.8%
ROA	-4.6%	-14.0%	-2.5%	1.8%	2.6%
ROE (摊薄)	-23.8%	-128.6%	-30.6%	18.3%	20.4%
经营性 ROIC	-6.4%	-18.7%	-1.1%	3.9%	4.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	81%	89%	92%	90%	88%
流动比率	0.32	0.26	0.17	0.20	0.22
速动比率	0.30	0.24	0.16	0.19	0.21
归母权益/有息债务	0.46	0.21	0.10	0.12	0.16
有形资产/有息债务	2.33	1.85	1.21	1.24	1.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	286,548	285,742	294,889	298,112	297,472
货币资金	12,962	17,553	22,396	27,426	29,105
交易性金融资产	84	72	94	93	88
应收账款	974	754	1,965	2,265	2,446
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	39	28	28
存货	1,799	1,626	2,810	2,922	2,974
其他流动资产	11,625	6,862	6,862	6,862	6,862
流动资产合计	27,910	27,413	34,575	40,088	42,068
其他权益工具	457	452	885	813	720
长期股权投资	2,261	2,716	2,716	2,716	2,716
固定+使用权资产	214,617	211,501	215,823	216,437	215,127
在建工程	15,472	17,727	10,964	7,582	5,891
无形资产	2,655	2,530	2,446	2,364	2,285
商誉	9,028	9,028	9,028	9,028	9,028
其他非流动资产	1,998	2,113	5,406	5,406	5,406
非流动资产合计	258,638	258,329	260,314	258,024	255,404
总负债	231,638	255,641	271,914	269,751	261,554
短期借款	37,614	49,229	141,450	137,557	127,240
应付账款	11,321	10,818	16,889	17,595	18,465
应付票据	748	752	991	1,080	1,121
预收账款	13	14	22	27	29
其他流动负债	4,087	4,185	4,185	4,185	4,185
流动负债合计	85,891	106,446	200,692	198,006	190,262
长期借款	28,151	38,359	38,359	38,359	38,359
应付债券	22,641	19,580	19,992	20,515	20,062
其他非流动负债	5,559	4,861	4,861	4,861	4,861
非流动负债合计	145,747	149,195	71,222	71,745	71,292
股东权益	54,910	30,101	22,975	28,361	35,917
股本	18,874	22,291	22,291	22,291	22,291
公积金	42,716	54,270	54,270	54,772	55,474
未分配利润	-7,141	-44,527	-51,431	-46,912	-40,592
归属母公司权益	51,373	29,080	22,555	27,504	34,450
少数股东权益	3,537	1,021	421	857	1,468

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	3.84%	4.89%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	5.01%	7.92%	3.00%	3.00%	3.50%
财务费用率	5.78%	18.10%	5.61%	4.76%	4.36%
研发费用率	0.47%	0.66%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	1%	20%	20%	20%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.30	-0.29	0.97	1.08	1.28
每股净资产	2.72	1.30	1.01	1.23	1.55
每股销售收入	3.56	2.07	5.02	6.15	6.53

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE (A 股)	-	-	-	17	12
PB (A 股)	1.4	2.9	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	-41.3	-10.2	32.6	12.0	10.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP