

公司研究/季报点评

2017年04月28日

交通运输/航空运输 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.59
合理价格区间(元): 7.1~7.5

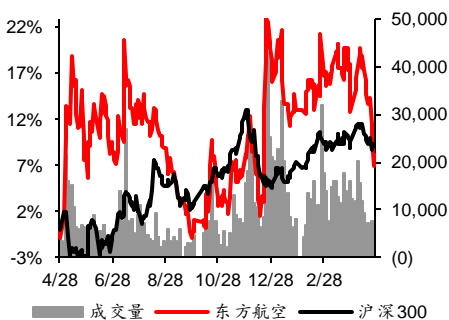
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 021-28972095
联系人 linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《东方航空(600115,增持): 业绩符合预期, 运力增速影响票价》2017.04
- 2 《东方航空(600115,增持): 航线布局完善, 龙头公司强者恒强》2017.02
- 3 《东方航空(600115): 汇兑收益及航线补贴是利润主要来源》2014.03

股价走势图



资料来源: Wind

扣非利润低于预期, 恐受票价拖累

东方航空(600115)

一季报扣非利润低于预期, 非经常损益贡献 45.77%税前利润

公司公布 2017 年一季度报, 营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别增长 4.26%、8.30%、-52.67%。扣非利润低于预期 17.46%, 我们认为, 运力增速过快、韩国需求下降, 导致票价同比下滑, 拖累扣非利润。基于票价表现低于预期, 我们将 2017/18E 净利润下调 2.77%/1.79%至 51.41 亿元/75.68 亿元, 仍基于 20.0x 2017PE 和 2.1x 2017PB, 相应调整目标价区间至 7.1-7.5 元, 维持“增持”评级。

运力增速过快、韩国需求下降, 票价压力较大

2017 年一季度, 东航在三大航中运力增速最快(同比增长 9.10%, 高于三大航均值 1.64 个百分点), 虽然客座率同比改善(同比提高 1.27 个百分点, 低于三大航均值 0.98 个百分点), 但我们依然认为公司票价同比下降, 基于: 1) 公司运力增幅快于上海机场增幅, 我们预计较多运力投往上海以外市场; 2) 韩国需求大幅下降, 运力可能投往低收益的东南亚市场或国内市场。一季度公司非经常性损益达到 16.50 亿元, 占税前利润的 45.77%, 主要来自出售东航物流确认的一次性投资收益。

油价上涨拖累业绩, 但好于市场预期

布伦特油价在 52-56 美元/桶区间震荡, 均价上涨至 54.57 美元/桶, 同比增幅 55.0%。人民币小幅升值 0.54%至 1 美元兑人民币 6.8993 元。我们判断公司美元负债敞口还将在 2016 年末 44.9%的基础上继续降低。公司在一季报提到, 现金较上年末增长 31.30%, 主要是由于公司为优化债务结构, 留存部分美元存款用于 4 月初偿还美元借款所致。

持续看好中国航空板块

我们看好今年航空业触底反弹: 1) 行业供给增幅放慢。受民航局提高准点率的要求, 供给放缓, 其中三大航增幅放缓明显, 1 季度同比增幅较去年减少 4.4 个百分点, 至 7.5%; 2) 需求增幅有望加速。高铁提价、航空准点率提升但票价连年下跌、经济复苏, 都使得我们对需求增幅加速变得更为乐观; 3) 油价汇率 2 个外围因素拖累减弱。油价已涨至合理价位, 且盈利预测早已包含涨价预期; 美元敞口减半, 且人民币兑美元贬值幅度有望小于去年甚至不贬值, 汇兑损失大幅缩窄。虽然公司基本面不如国航和南航, 但仍将受益行业回暖。

维持“增持”评级, 调整目标价区间至 7.1~7.5 元

我们测算公司 2017-2018 年每股收益 0.36 元和 0.52 元, 当前股价对应 18.55x 2017PE 和 12.60x 2017PE。我们维持 20.0x 2017E PE 和 2.1x 2017E PB 给予目标价区间, 但基于盈利预测调整, 调整目标价区间至 7.1~7.5 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 经济增速放缓、油价大幅上涨、人民币贬值。

公司基本资料

总股本(百万股)	14,468
流通 A 股(百万股)	8,481
52 周内股价区间(元)	6.09-7.49
总市值(百万元)	95,341
总资产(百万元)	210,051
每股净资产(元)	3.26

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,844	98,560	110,847	125,503	141,399
+/-%	4.57	5.03	12.47	13.22	12.67
归属母公司净利润(百万元)	4,541	4,508	5,141	7,568	11,570
+/-%	32.89	(0.73)	14.04	47.21	52.88
EPS(元, 最新摊薄)	0.36	0.33	0.36	0.52	0.80
PE(倍)	18.56	20.18	18.55	12.60	8.24

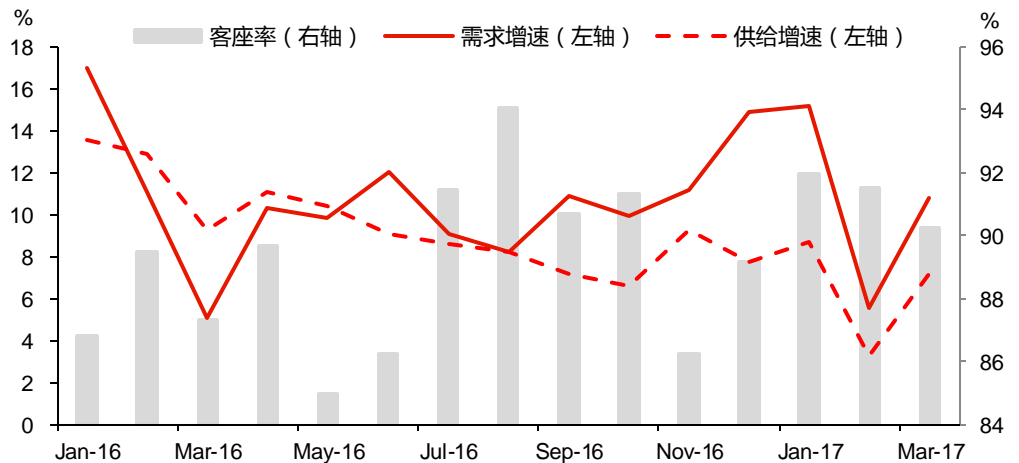
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: A股航空上市公司2017年一季度运营数据

(百万)	国航			南航			东航			上市航空合计		
	2017.1~3	2016.1~3	变化 (%)	2017.1~3	2016.1~3	变化 (%)	2017.1~3	2016.1~3	变化 (%)	2017.1~3	2016.1~3	变化 (%)
客运												
可用座位公里	59,262	56,601	4.7	67,619	62,259	8.6	54,216	49,693	9.1	229,957	203,289	13.1
收入客公里	48,611	45,136	7.7	55,844	49,590	12.6	44,265	39,951	10.8	191,811	165,681	15.8
客座率 (%)	82.0	79.7	2.3pp	82.6	79.7	2.9pp	81.7	80.4	1.3pp	83.4	81.5	1.9pp
国内												
可用座位公里	36,312	33,936	7.0	46,910	43,520	7.8	33,947	31,520	7.7	154,572	136,149	13.5
收入客公里	30,338	27,757	9.3	38,792	34,491	12.5	28,118	25,446	10.5	131,229	112,279	16.9
客座率 (%)	83.6	81.8	1.8pp	82.7	79.3	3.4pp	82.8	80.7	2.0pp	84.9	82.5	2.4pp
国际												
可用座位公里	20,687	20,123	2.8	19,765	17,522	12.8	18,828	16,721	12.6	70,203	61,366	14.4
收入客公里	16,586	15,486	7.1	16,361	14,210	15.1	15,028	13,370	12.4	56,636	48,999	15.6
客座率 (%)	80.2	77.0	3.2pp	82.8	81.1	1.7pp	79.8	80.0	(0.1)pp	80.7	79.8	0.8pp
地区												
可用座位公里	2,264	2,521	(10.2)	945	1,214	(22.2)	1,440	1,453	(0.9)	5,182	5,749	(9.9)
收入客公里	1,687	1,875	(10.0)	691	892	(22.5)	1,120	1,112	0.7	3,946	4,364	(9.6)
客座率 (%)	74.5	74.4	0.1pp	73.2	73.4	(0.3)pp	77.8	76.5	1.2pp	76.2	75.9	0.3pp
货运												
货运载运吨公里	1,626	1,556	4.5	1,555	1,361	14.3	757	723	4.7	4,314	3,924	10.0

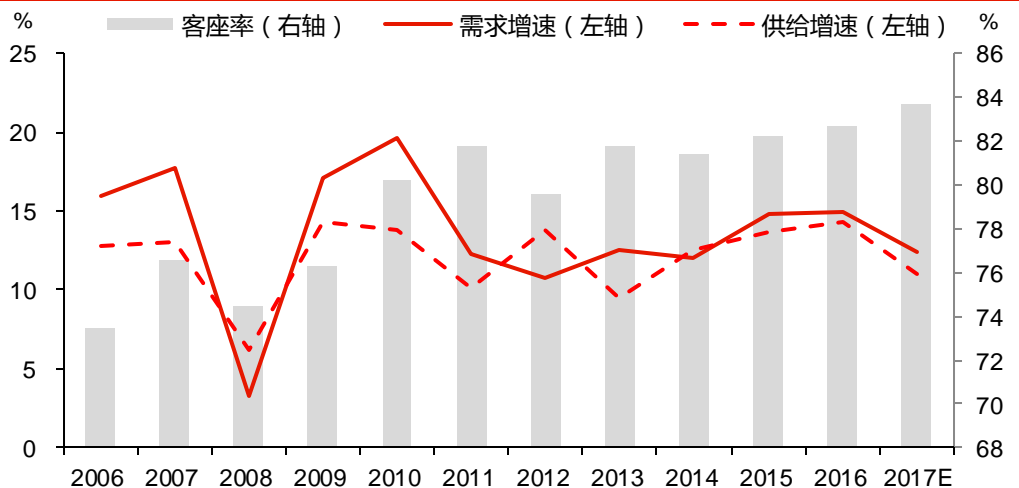
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 三大航供需均衡持续改善



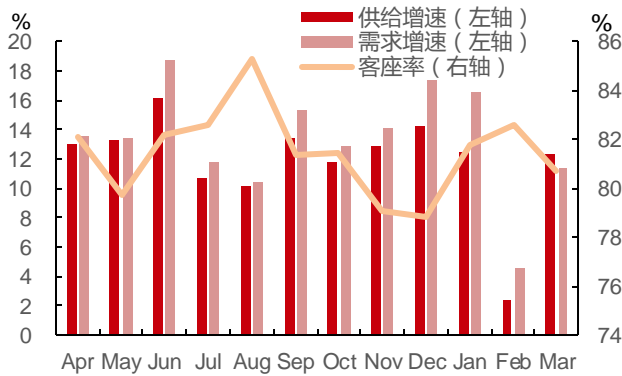
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 2017年行业供需预测: 供给增长11.0%, 需求增长12.4%, 客座率提高1.0个百分点



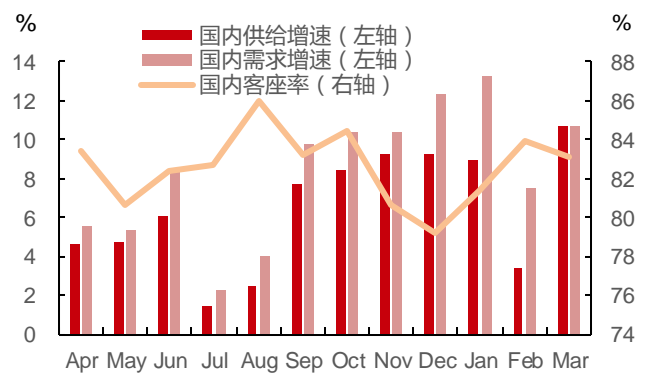
资料来源: CAAC、华泰证券研究所

图表4: 东方航空总体ASK、RPK、PLF (2016.04-2017.03)



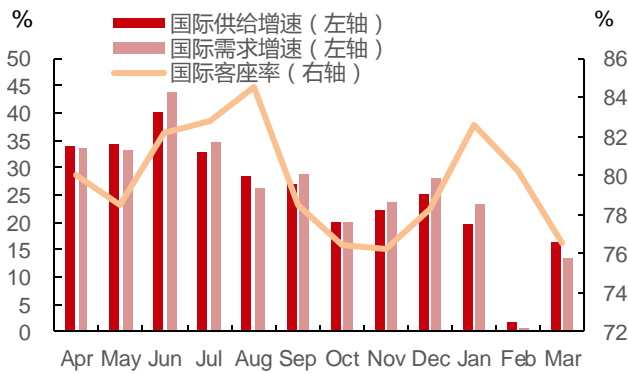
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 东方航空国内线ASK、RPK、PLF (2016.04-2017.03)



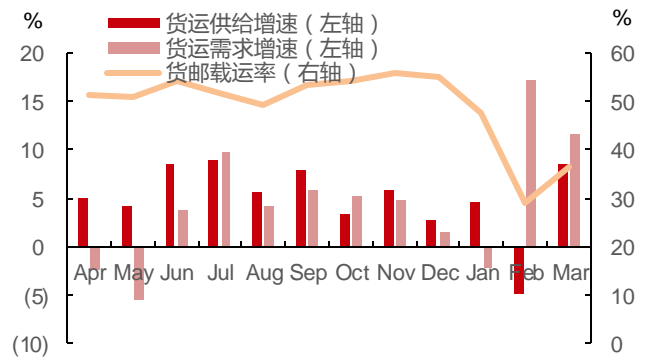
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 东方航空国际线ASK、RPK、PLF (2016.04-2017.03)



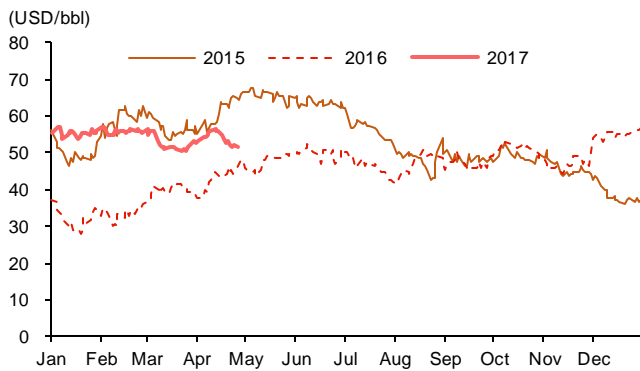
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 东方航空货运AFTK、RFTK、CLF (2016.04-2017.03)



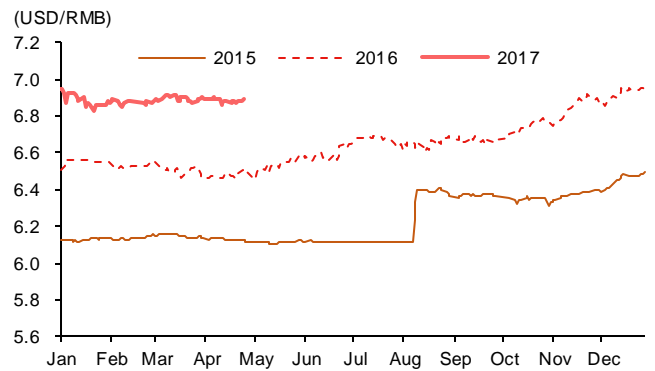
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表8: 布伦特原油价格走势



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表9: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表10: 2017年1Q业绩分拆

人民币百万元	2017 一季度	2016 一季度	同比 (%)
营业收入	24,536	23,534	4.26
营业成本	21,484	18,528	15.95
税金及附加	65	31	109.68
销售费用	1,319	1,303	1.23
管理费用	624	613	1.79
财务费用	507	631	(19.65)
投资收益	1,844	31	5848.39
营业外收入	1,228	923	33.04
营业外支出	4	3	33.33
利润总额	3,605	3,381	6.63
净利润	2,984	2,831	5.40
归母净利润	2,818	2,602	8.30

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表11: 可比公司表

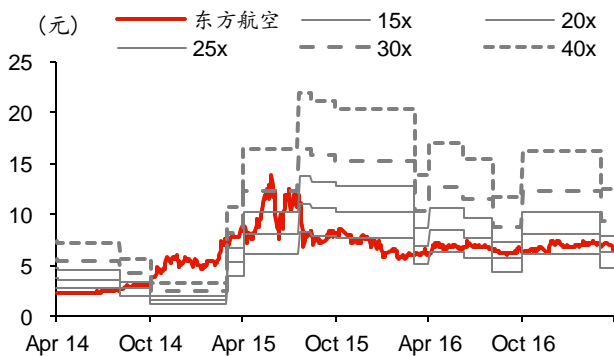
	PE		PB	
	2017E	2018E	2017E	2018E
中国国航	12.68	9.36	1.40	1.24
东方航空	18.55	12.60	1.85	1.63
南方航空	14.31	10.59	1.61	1.42
三大航均值	15.18	10.85	1.62	1.43
海南航空*	14.27	12.69	0.98	0.91
春秋航空*	19.31	15.90	2.99	2.56
吉祥航空*	19.46	16.34	3.18	2.69
A股航空上市公司均值	16.43	12.91	2.00	1.74

资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 标*股票 2017E 和 2018E 来自 Wind 一致预期, PE 和 PB 按照 2017 年 4 月 27 日收盘价计算

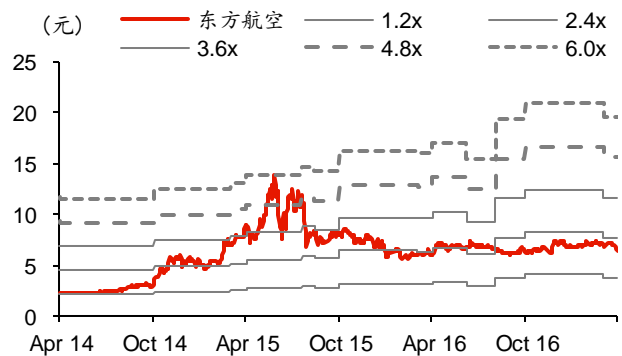
PE/PB - Bands

图表12: 东方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	23,078	15,888	26,223	31,661	43,851
现金	9,115	1,738	10,288	13,923	24,157
应收账款	2,867	2,630	3,026	3,426	3,860
其他应收账款	4,881	4,213	4,847	5,488	6,183
预付账款	753.00	2,762	3,178	3,598	4,054
存货	2,056	2,248	2,586	2,928	3,299
其他流动资产	3,406	2,297	2,297	2,297	2,297
非流动资产	172,631	194,163	213,522	231,683	248,501
长期投资	2,061	2,060	4,036	6,408	9,575
固定资产投资	131,430	150,751	168,129	183,846	197,746
无形资产	2,346	2,418	2,490	2,562	2,634
其他非流动资产	36,794	38,934	38,867	38,867	38,546
资产总计	195,709	210,051	239,745	263,344	292,352
流动负债	74,384	68,079	91,035	98,250	106,075
短期借款	7,537	9,983	30,350	30,350	30,350
应付账款	9,810	10,811	12,439	14,084	15,867
其他流动负债	57,037	47,285	48,246	53,816	59,857
非流动负债	83,674	91,876	93,821	102,915	112,907
长期借款	20,408	10,604	63,619	73,400	83,976
其他非流动负债	63,266	81,272	30,203	29,515	28,931
负债合计	158,058	159,955	184,856	201,165	218,982
少数股东权益	2,514	2,910	3,271	3,802	4,613
股本	13,140	14,467	14,468	14,468	14,468
资本公积	19,547	26,760	26,760	26,760	26,760
留存公积	5,006	8,776	13,208	19,967	30,347
归属母公司股	35,137	47,186	51,618	58,378	68,757
负债和股东权益	195,709	210,051	239,745	263,344	292,352

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	24,325	24,893	25,268	27,719	33,690
净利润	5,047	4,965	5,502	8,099	12,381
折旧摊销	10,851	12,527	14,407	16,189	17,995
财务费用	7,269	6,393	4,408	2,921	3,034
投资损失	(239.00)	(322.00)	(1,976)	(2,372)	(2,846)
营运资金变动	1,443	1,825	2,712	2,740	2,972
其他经营现金	(46.00)	(495.00)	215.34	141.79	153.78
投资活动现金	(27,800)	(37,180)	(31,857)	(31,978)	(31,967)
资本支出	33,573	38,715	29,880	29,607	29,121
长期投资	329.00	(12.00)	1,976	2,372	2,846
其他投资现金	6,102	1,523	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	11,083	4,634	15,147	7,893	8,512
短期借款	(6,442)	2,446	18,319	2,530	2,744
长期借款	180.00	(9,804)	1,945	9,094	9,992
普通股增加	466.00	1,327	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,137	7,213	(0.43)	0.00	0.00
其他筹资现金	14,742	3,452	(5,117)	(3,730)	(4,224)
现金净增加额	7,725	(7,385)	8,558	3,634	10,235

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	93,844	98,560	110,847	125,503	141,399
营业成本	77,146	82,587	97,948	111,242	122,198
营业税金及附加	178.00	237.00	272.69	308.74	347.85
营业费用	6,136	5,693	5,983	6,132	6,186
管理费用	2,914	3,019	2,907	3,163	3,418
财务费用	7,269	6,393	4,408	2,921	3,034
资产减值损失	228.00	29.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	6.00	2.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	239.00	322.00	1,976	2,372	2,846
营业利润	218.00	926.00	1,304	4,108	9,061
营业外收入	5,486	5,687	6,016	6,617	7,279
营业外支出	33.00	106.00	106.00	106.00	106.00
利润总额	5,671	6,507	7,214	10,619	16,235
所得税	624.00	1,542	1,712	2,520	3,853
净利润	5,047	4,965	5,502	8,099	12,381
少数股东损益	506.00	457.00	360.69	530.96	811.73
归属母公司净利润	4,541	4,508	5,141	7,568	11,570
EBITDA	18,338	19,846	26,029	29,729	37,264
EPS(元)	0.36	0.33	0.36	0.52	0.80

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.57	5.03	12.47	13.22	12.67
营业利润	154.50	324.77	40.82	215.01	120.59
归属母公司净利润	32.89	(0.73)	14.04	47.21	52.88
获利能力(%)					
毛利率	17.79	16.21	11.64	11.36	13.58
净利率	4.84	4.57	4.96	6.45	8.76
ROE	12.92	9.55	9.96	12.96	16.83
ROIC	7.43	5.57	5.10	6.89	0.00
偿债能力					
资产负债率(%)	80.76	76.15	77.11	76.39	74.90
净负债比率(%)	32.43	19.30	54.14	54.62	55.00
流动比率	0.31	0.23	0.29	0.32	0.41
速动比率	0.28	0.20	0.26	0.29	0.38
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.49	0.49	0.50	0.51
应收账款周转率	26.25	34.50	39.20	38.90	38.81
应付账款周转率	7.36	8.01	9.54	9.46	9.44
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.33	0.36	0.52	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	1.72	1.75	1.92	2.33
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.26	3.57	4.04	4.75
估值比率					
PE(倍)	18.56	20.18	18.55	12.60	8.24
PB(倍)	2.46	2.02	1.85	1.63	1.39
EV_EBITDA(倍)	7.66	7.08	7.19	6.76	5.39

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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价格、价值及投资收入可能会波动。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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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。

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，也可能为之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。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。

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力。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。

本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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（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

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

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 1063211166/传真：86 1063211275

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