

# 东方航空 (600115.SH) 航空机场

评级：买入 维持评级

公司点评

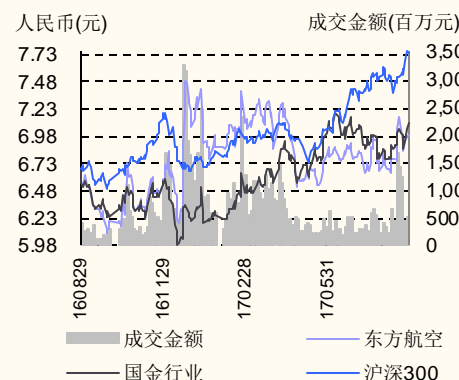
市场价格 (人民币): 6.99 元

## 多项成本快速增长, 投资收益贡献业绩

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,808.49
流通港股(百万股)	4,659.10
总市值(百万元)	101,128.42
年内股价最高最低(元)	7.49/6.09
沪深 300 指数	3834.54
上证指数	3365.23



### 相关报告

- 《客座率小幅上升, 汇兑损失同比改善-东方航空三季报点评》, 2016.10.28
- 《运力维持较快投放, 客座率小幅上升-东方航空中报点评》, 2016.8.31

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

黄凡洋 联系人  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.346	0.312	0.570	0.504	0.555
每股净资产(元)	2.67	3.26	3.85	4.35	4.91
每股经营性现金流(元)	1.82	1.69	1.30	1.40	1.64
市盈率(倍)	22.02	22.69	12.26	13.88	12.60
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	32.89%	-0.73%	83.00%	-11.69%	10.17%
净资产收益率(%)	12.92%	9.55%	14.82%	11.57%	11.31%
总股本(百万股)	13,140.18	14,467.59	14,467.59	14,467.59	14,467.59

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 480.2 亿元, 同比增长 3.64%; 归属上市公司股东的净利润 43.5 亿元, 同比增加 34.5%, 基本每股收益 0.30 元。

### 经营分析

- 转让东航物流, 投资收益助力业绩正增长:** 东方航空 2017 年上半年完成了转让东航物流 100% 股权的交易, 实现投资收益 17.5 亿元, 使得归母净利润录得增长。但公司扣非净利润仅为 22.8 亿元, 同比下降 21.7%。
- 国际 ASK 高点回落, 国内景气量价齐升:** 2017 年上半年, 东方航空拥有客机 583 架, 自 2016 年末净增 11 架。由于上海主基地时刻受限, 空域资源紧张, 且基数较高, 上半年公司 ASK 同比增长 9.6% (国内 8.7%、国际 11.8%), 较 2016 年同期明显放缓 (整体 15.0%、国内 7.8%、国际 32.4%)。受益于市场景气, 国内航线录得量价齐升, 客座率同增 1.67pts, 客公里收益同增 1.14%。不过国际线过去两年的高投放仍然需要消化, 客座率同减 1.85pts, 客公里收益同减 5.36%。另外东航物流转让, 货运收入减少, 东方航空上半年营收增速趋缓。
- 油燃起降费成本上涨, 汇兑收益利好业绩:** 2017 年上半年, 公司成本同比上涨 13.0%, 增长较快, 毛利率为 11.2%, 同比下降 7.3pts。主要由于 1) 由于平均油价上涨 38.2%, 东方航空燃油成本达到 121.4 亿元, 同比增长 45.2%; 2) 受国内机场收费标准调整影响, 起降费 64.3 亿元, 同增 11.0%; 3) 由于报告期末自购及融资租赁客机数量较去年同期增加 41 架, 折旧费用同比增长 13.4%。不过由于人民币升值, 公司持有折合人民币 535.7 亿的外币带息负债, 录得汇兑收益 6.74 亿元, 大幅改善 20.3 亿元。

### 投资建议

- 公司地处长三角经济带, 并将承接 40% 北京二机场基地建设, 航线资源富有潜力; 转让东航物流, 聚焦客运业务发展; 达美航空与携程战略入股, 并依托天合联盟与多家国际航企深入合作, 帮助公司发力国际市场, 布局航空+旅游产业链。预测 2017-2019 年的 EPS 为 0.57 元/0.50 元/0.56 元, 对应 PE 分别为 12 倍/14 倍/13 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济下滑, 油价和汇率波动较大, 疾病爆发和恶劣天气等影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>89,746</b>	<b>93,844</b>	<b>98,560</b>	<b>107,958</b>	<b>119,345</b>	<b>131,322</b>	货币资金	1,393	9,115	1,738	2,000	2,000	2,000
增长率		4.6%	5.0%	9.5%	10.5%	10.0%	应收款项	7,027	7,748	6,873	7,950	8,750	9,585
<b>主营业务成本</b>	<b>-79,645</b>	<b>-77,146</b>	<b>-82,587</b>	<b>-94,193</b>	<b>-103,706</b>	<b>-114,160</b>	存货	2,259	2,056	2,248	2,581	2,841	3,128
%销售收入	88.7%	82.2%	83.8%	87.2%	86.9%	86.9%	其他流动资产	7,559	4,159	5,018	5,327	5,612	5,926
<b>毛利</b>	<b>10,101</b>	<b>16,698</b>	<b>15,973</b>	<b>13,765</b>	<b>15,639</b>	<b>17,163</b>	流动资产	18,238	23,078	15,877	17,858	19,203	20,638
%销售收入	11.3%	17.8%	16.2%	12.8%	13.1%	13.1%	%总资产	11.2%	11.8%	7.6%	7.8%	8.3%	8.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-107</b>	<b>-178</b>	<b>-237</b>	<b>-216</b>	<b>-239</b>	<b>-263</b>	长期投资	2,024	2,807	3,026	3,027	3,026	3,026
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定投资	129,684	154,453	176,643	183,932	187,908	190,524
<b>营业费用</b>	<b>-5,788</b>	<b>-6,136</b>	<b>-5,693</b>	<b>-5,938</b>	<b>-6,564</b>	<b>-7,223</b>	%总资产	79.3%	78.9%	84.1%	80.8%	80.8%	80.6%
%销售收入	6.4%	6.5%	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	12,808	13,278	13,325	13,842	14,141	14,054
<b>管理费用</b>	<b>-2,451</b>	<b>-2,914</b>	<b>-3,019</b>	<b>-3,239</b>	<b>-3,580</b>	<b>-3,940</b>	非流动资产	145,299	172,631	194,163	209,901	213,448	215,704
%销售收入	2.7%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	88.8%	88.2%	92.4%	92.2%	91.7%	91.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,755</b>	<b>7,470</b>	<b>7,024</b>	<b>4,373</b>	<b>5,256</b>	<b>5,738</b>	<b>资产总计</b>	<b>163,537</b>	<b>195,709</b>	<b>210,040</b>	<b>227,759</b>	<b>232,651</b>	<b>236,342</b>
%销售收入	2.0%	8.0%	7.1%	4.1%	4.4%	4.4%	短期借款	31,334	30,855	20,272	34,304	28,869	19,609
<b>财务费用</b>	<b>-2,286</b>	<b>-7,269</b>	<b>-6,393</b>	<b>-2,081</b>	<b>-2,890</b>	<b>-2,407</b>	应付款项	15,004	15,734	16,352	16,735	18,432	21,853
%销售收入	2.5%	7.7%	6.5%	1.9%	2.4%	1.8%	其他流动负债	14,789	27,795	31,455	34,329	34,975	35,678
<b>资产减值损失</b>	<b>-22</b>	<b>-228</b>	<b>-29</b>	<b>-35</b>	<b>-43</b>	<b>-51</b>	流动负债	61,127	74,384	68,079	85,368	82,276	77,140
<b>公允价值变动收益</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	20,228	20,408	10,604	10,604	10,604	10,605
<b>投资收益</b>	<b>142</b>	<b>239</b>	<b>322</b>	<b>1,800</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	其他长期负债	52,700	63,266	81,272	72,621	72,621	72,621
%税前利润	3.4%	4.2%	4.9%	17.9%	2.8%	2.5%	<b>负债</b>	<b>134,055</b>	<b>158,058</b>	<b>159,955</b>	<b>168,593</b>	<b>165,501</b>	<b>160,366</b>
<b>营业利润</b>	<b>-400</b>	<b>218</b>	<b>926</b>	<b>4,057</b>	<b>2,574</b>	<b>3,530</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>27,696</b>	<b>35,137</b>	<b>47,186</b>	<b>55,656</b>	<b>62,941</b>	<b>70,967</b>
营业利润率	n.a	0.2%	0.9%	3.8%	2.2%	2.7%	少数股东权益	1,791	2,514	2,910	3,510	4,210	5,010
<b>营业外收支</b>	<b>4,520</b>	<b>5,453</b>	<b>5,581</b>	<b>6,000</b>	<b>6,500</b>	<b>6,500</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>163,542</b>	<b>195,709</b>	<b>210,051</b>	<b>227,759</b>	<b>232,651</b>	<b>236,342</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,120</b>	<b>5,671</b>	<b>6,507</b>	<b>10,057</b>	<b>9,074</b>	<b>10,030</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.6%	6.0%	6.6%	9.3%	7.6%	7.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-573</b>	<b>-624</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,207</b>	<b>-1,089</b>	<b>-1,204</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.9%	11.0%	23.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.270	0.346	0.312	0.570	0.504	0.555
<b>净利润</b>	<b>3,547</b>	<b>5,047</b>	<b>4,965</b>	<b>8,850</b>	<b>7,985</b>	<b>8,826</b>	每股净资产	2.185	2.674	3.262	3.847	4.351	4.905
少数股东损益	130	506	457	600	700	800	每股经营现金净流	0.923	1.821	1.693	1.303	1.405	1.640
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,417</b>	<b>4,541</b>	<b>4,508</b>	<b>8,250</b>	<b>7,285</b>	<b>8,026</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.8%	4.8%	4.6%	7.6%	6.1%	6.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.34%	12.92%	9.55%	14.82%	11.57%	11.31%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.09%	2.32%	2.15%	3.62%	3.13%	3.40%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	1.65%	6.85%	5.45%	3.17%	3.73%	4.09%
<b>净利润</b>	<b>3,547</b>	<b>5,047</b>	<b>4,965</b>	<b>8,850</b>	<b>7,985</b>	<b>8,826</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>9,202</b>	<b>10,691</b>	<b>12,162</b>	<b>13,760</b>	<b>15,204</b>	<b>16,565</b>	主营业务收入增长率	1.97%	4.57%	5.03%	9.54%	10.55%	10.04%
<b>非经营收益</b>	<b>1,738</b>	<b>6,752</b>	<b>5,536</b>	<b>-5,268</b>	<b>-3,819</b>	<b>-4,302</b>	EBIT增长率	N/A	325.64%	-5.97%	-37.74%	20.20%	9.16%
<b>营运资金变动</b>	<b>-2,790</b>	<b>1,443</b>	<b>1,825</b>	<b>1,515</b>	<b>954</b>	<b>2,637</b>	净利润增长率	43.81%	32.89%	-0.73%	83.00%	-11.69%	10.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11,697</b>	<b>23,933</b>	<b>24,488</b>	<b>18,857</b>	<b>20,324</b>	<b>23,726</b>	总资产增长率	18.70%	19.67%	7.33%	8.43%	2.15%	1.59%
<b>资本开支</b>	<b>-23,927</b>	<b>-28,005</b>	<b>-37,451</b>	<b>-23,441</b>	<b>-12,208</b>	<b>-12,269</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	-84	-329	12	-1	0	0	应收账款周转天数	15.0	13.1	10.2	12.0	12.0	12.0
其他	-22	534	259	1,800	250	250	存货周转天数	10.5	10.2	9.5	10.0	10.0	10.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-24,033</b>	<b>-27,800</b>	<b>-37,180</b>	<b>-21,642</b>	<b>-11,958</b>	<b>-12,019</b>	应付账款周转天数	54.3	49.6	45.6	45.0	45.0	50.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>2,855</b>	<b>8,540</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	436.3	511.2	558.3	524.6	477.6	432.9
<b>债权募资</b>	<b>16,374</b>	<b>17,681</b>	<b>8,702</b>	<b>5,467</b>	<b>-5,435</b>	<b>-9,259</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-5,277</b>	<b>-9,336</b>	<b>-12,340</b>	<b>-2,419</b>	<b>-2,931</b>	<b>-2,448</b>	净负债/股东权益	205.02%	133.43%	92.67%	101.74%	81.55%	59.89%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>11,097</b>	<b>11,200</b>	<b>4,902</b>	<b>3,048</b>	<b>-8,366</b>	<b>-11,707</b>	EBIT利息保障倍数	0.8	1.0	1.1	2.1	1.8	2.4
<b>现金净流量</b>	<b>-1,239</b>	<b>7,333</b>	<b>-7,790</b>	<b>262</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	81.97%	80.76%	76.15%	74.02%	71.14%	67.85%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	0	1	1	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.75	1.75	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-31	增持	6.11	N/A
2	2016-04-14	增持	6.09	N/A
3	2016-04-21	增持	6.62	N/A
4	2016-05-28	买入	6.65	8.00~8.50
5	2016-08-31	买入	6.57	N/A
6	2016-10-28	买入	6.35	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD