

东方航空 (600115)

证券研究报告

2017年08月30日

主营盈利略降，物流处置收益及汇兑收益提振业绩

事件

东方航空披露中报，2017上半年实现营业收入480.2亿元，同比增长3.64%，实现归母净利润43.47亿元，同比提高34.46%，扣非归母净利润22.81亿元，同比下降21.7%，EPS 0.30元。

国内线经营状况良好，国际线承压，剥离物流导致收入增速有所下降

上半年公司ASK1084.04亿，提高9.6%，RPK881.47亿，同比提高10.2%，客座率81.31%，同比上升0.44个百分点，总体客公里收益下降0.98%。细分市场方面，国内线客公里收益及客座率双升，其中客公里收益水平提高1.14%，客座率上升1.67个百分点，而国际线仍存一定压力，客公里收入下降5.36%，客座率下降1.85个百分点。剥离东航物流导致上半年货运营收同比下降34%，进而拉低了整体收入增速。

航油成本大增造成毛利率下滑，费用率进一步降低

国际油价重回50美元/桶区间导致公司航油成本达到121.39亿元，同比大增45%，航油成本占营业成本比重由2016年同期的20%提高至26%，直接造成主业盈利空间缩窄，毛利率11.24%，同比下降7.32个百分点。费用方面，得益于直销能力的不断提升及成本管控的优化，销售费用率及管理费用率同比分别下降0.44、0.05个百分点，而由于人民币对美元升值产生的6.74亿汇兑收益，财务费用率大幅下降4.41个百分点至1.62%。

剥离东航物流带来投资收益，补贴收入明显增长，业绩基本符合预期

为聚焦客运，突出主业，2017年2月公司完成对旗下东航物流的剥离，带来17.54亿的投资收益，占当期利润总额的30%，补贴收入同比明显增长，合作航线收入及补贴收入合计27.39亿，同比增长15.9%，占当期利润总额的47%，多种因素共同作用，公司净利率达到9.64%，同比提高2.01个百分点，在行业国内线回暖复苏，国际线供给压力犹存，油涨汇升的市场环境下，业绩基本符合预期。

投资建议

我们认为行业景气度仍将处于较高区间，公司作为民航领域三大央企之一，扎根上海，拓展北京，将进一步推进国际化战略，深化改革，提高运营效率，努力改善提升收益水平，期待其在引入达美、携程，剥离物流后能够在改革领域再当排头兵。预计2017-2018年公司收入增速为4.7%、9.3%，归母净利为73.1亿、62.1亿，同比分别增长62.1%、-15.0%，EPS为0.55元、0.47元，维持“增持”评级，维持目标价8.2元，对应2017-2018年EPS的估值分别为14.9倍、17.4倍。

风险提示：宏观经济下滑，油价大幅上涨，汇率剧烈波动，安全事故

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,844.00	98,560.00	103,146.67	112,739.64	124,059.59
增长率(%)	4.57	5.03	4.65	9.30	10.04
EBITDA(百万元)	17,954.00	19,463.00	20,148.44	22,950.34	27,671.31
净利润(百万元)	4,541.00	4,508.00	7,307.56	6,208.55	7,368.84
增长率(%)	32.89	(0.73)	62.10	(15.04)	18.69
EPS(元/股)	0.37	0.37	0.55	0.47	0.55
市盈率(P/E)	22.27	22.43	12.73	14.98	12.62
市净率(P/B)	2.88	2.14	1.80	1.66	1.52
市销率(P/S)	1.08	1.03	0.98	0.90	0.82
EV/EBITDA	8.23	7.57	7.43	7.08	6.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空运输
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	6.99元
目标价格	8.2元
上次目标价	8.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	9,808.49
流通A股股本(百万股)	9,808.49
A股总市值(百万元)	68,561.31
流通A股市值(百万元)	68,561.31
每股净资产(元)	3.57
资产负债率(%)	75.44
一年内最高/最低(元)	7.75/6.02

作者

姜明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《东方航空-季报点评:剥离东航物流获明显收益，业绩保持增长》 2017-04-28
- 《东方航空-年报点评报告:四季度多因素叠加拖累全年表现，17年业绩或将释放》 2017-04-01
- 《东方航空-公司点评:春运提前促运量高速增长，客座率创历史同期新高》 2017-02-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,115.00	1,738.00	6,188.80	3,382.19	3,721.79
应收账款	7,748.00	6,843.00	8,044.50	8,227.59	9,678.35
预付账款	753.00	2,762.00	1,028.59	1,111.74	1,202.91
存货	2,056.00	2,248.00	1,372.05	2,473.02	1,681.62
其他	3,406.00	2,297.00	3,887.16	4,217.15	4,496.55
流动资产合计	23,078.00	15,888.00	20,521.10	19,411.68	20,781.21
长期股权投资	2,061.00	2,060.00	2,613.07	2,994.65	3,482.25
固定资产	131,430.00	150,751.00	165,811.88	179,813.61	192,295.53
在建工程	22,978.00	25,755.00	27,820.30	28,267.61	30,104.18
无形资产	2,346.00	2,418.00	2,598.67	2,789.43	2,999.67
其他	13,816.00	13,179.00	16,443.85	16,908.65	16,957.07
非流动资产合计	172,631.00	194,163.00	215,287.77	230,773.95	245,838.70
资产总计	195,709.00	210,051.00	235,808.87	250,185.64	266,619.91
短期借款	7,537.00	9,983.00	5,164.62	12,007.47	18,140.61
应付账款	13,875.00	14,266.00	17,300.82	15,884.67	19,608.37
其他	52,972.00	43,830.00	50,647.13	50,886.68	50,347.69
流动负债合计	74,384.00	68,079.00	73,112.56	78,778.81	88,096.67
长期借款	20,408.00	10,604.00	17,853.17	20,063.40	17,553.21
应付债券	8,090.00	17,286.00	22,195.29	24,298.00	25,697.00
其他	55,176.00	63,986.00	63,253.30	62,362.20	64,323.20
非流动负债合计	83,674.00	91,876.00	103,301.76	106,723.60	107,573.41
负债合计	158,058.00	159,955.00	176,414.32	185,502.41	195,670.08
少数股东权益	2,514.00	2,910.00	3,333.81	3,875.16	4,529.01
股本	13,140.00	14,467.00	14,467.00	14,467.00	14,467.00
资本公积	19,547.00	26,760.00	27,337.06	27,427.98	27,514.10
留存收益	24,553.00	35,536.00	41,593.73	46,341.07	51,953.82
其他	(22,103.00)	(29,577.00)	(27,337.06)	(27,427.98)	(27,514.10)
股东权益合计	37,651.00	50,096.00	59,394.55	64,683.22	70,949.82
负债和股东权益总	195,709.00	210,051.00	235,808.87	250,185.64	266,619.91

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,047.00	4,965.00	7,307.56	6,208.55	7,368.84
折旧摊销	10,855.00	12,538.00	14,024.94	16,678.04	19,431.93
财务费用	7,488.00	5,791.00	2,326.07	4,392.21	4,766.07
投资损失	(239.00)	(322.00)	(2,039.00)	(258.00)	(323.00)
营运资金变动	29,117.00	16,256.00	(1,813.56)	(3,228.88)	5,179.45
其它	(27,943.00)	(14,335.00)	424.26	541.33	653.83
经营活动现金流	24,325.00	24,893.00	20,230.28	24,333.25	37,077.12
资本支出	22,840.00	25,503.00	32,617.56	32,590.52	32,487.25
长期投资	470.00	(1.00)	553.07	381.58	487.60
其他	(51,110.00)	(62,682.00)	(63,448.45)	(64,532.42)	(67,202.18)
投资活动现金流	(27,800.00)	(37,180.00)	(30,277.82)	(31,560.32)	(34,227.33)
债权融资	59,353.00	48,162.00	58,896.08	68,671.87	72,415.82
股权融资	(4,369.00)	1,886.00	1,067.99	(4,301.29)	(4,679.95)
其他	(43,901.00)	(45,414.00)	(45,465.72)	(59,950.12)	(70,246.06)
筹资活动现金流	11,083.00	4,634.00	14,498.34	4,420.46	(2,510.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,608.00	(7,653.00)	4,450.80	(2,806.61)	339.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	93,844.00	98,560.00	103,146.67	112,739.64	124,059.59
营业成本	77,146.00	82,587.00	89,877.05	96,798.93	105,477.52
营业税金及附加	178.00	237.00	226.92	248.03	272.93
营业费用	6,136.00	5,693.00	5,737.95	6,106.34	6,597.49
管理费用	2,914.00	3,019.00	3,188.50	3,389.84	3,612.01
财务费用	7,269.00	6,393.00	2,326.07	4,392.21	4,766.07
资产减值损失	228.00	29.00	32.20	182.20	183.23
公允价值变动收益	6.00	2.00	0.45	(0.01)	(0.02)
投资净收益	239.00	322.00	2,039.00	258.00	323.00
其他	(490.00)	(648.00)	(4,078.90)	(515.98)	(645.96)
营业利润	218.00	926.00	3,797.42	1,880.09	3,473.31
营业外收入	5,486.00	5,687.00	6,106.00	6,800.63	7,000.85
营业外支出	33.00	106.00	24.00	125.72	254.18
利润总额	5,671.00	6,507.00	9,879.42	8,555.00	10,219.99
所得税	624.00	1,542.00	2,148.04	1,805.11	2,197.30
净利润	5,047.00	4,965.00	7,731.38	6,749.90	8,022.69
少数股东损益	506.00	457.00	423.81	541.34	653.85
归属于母公司净利润	4,541.00	4,508.00	7,307.56	6,208.55	7,368.84
每股收益(元)	0.37	0.37	0.55	0.47	0.55

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.57%	5.03%	4.65%	9.30%	10.04%
营业利润	-154.50%	324.77%	310.09%	-50.49%	84.74%
归属于母公司净利润	32.89%	-0.73%	62.10%	-15.04%	18.69%
获利能力					
毛利率	17.79%	16.21%	12.86%	14.14%	14.98%
净利率	4.84%	4.57%	7.08%	5.51%	5.94%
ROE	12.92%	9.55%	13.04%	10.21%	11.09%
ROIC	7.64%	6.73%	5.20%	4.53%	5.09%
偿债能力					
资产负债率	80.76%	76.15%	74.81%	74.15%	73.39%
净负债率	188.08%	178.84%	185.29%	165.12%	152.82%
流动比率	0.31	0.23	0.28	0.25	0.24
速动比率	0.28	0.20	0.26	0.22	0.22
营运能力					
应收账款周转率	12.70	13.51	13.86	13.86	13.86
存货周转率	43.50	45.80	56.99	58.64	59.72
总资产周转率	0.52	0.49	0.46	0.46	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.37	0.55	0.47	0.55
每股经营现金流	1.68	1.72	1.40	1.68	2.56
每股净资产	2.43	3.26	3.88	4.20	4.59
估值比率					
市盈率	22.27	22.43	12.73	14.98	12.62
市净率	2.88	2.14	1.80	1.66	1.52
EV/EBITDA	8.23	7.57	7.43	7.08	6.01
EV/EBIT	19.74	20.13	24.45	25.89	20.20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com