

东方航空 (600115.SH) 航空机场

评级：增持 下调评级

公司点评

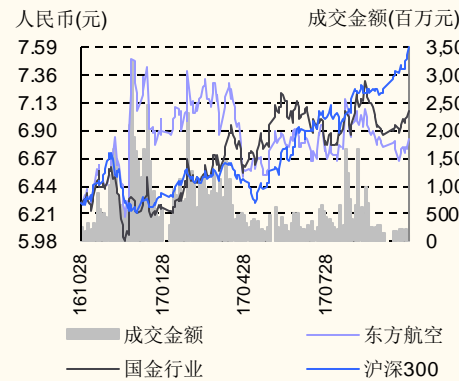
市场价格 (人民币): 6.83 元

货运剥离拉低营收增速，航油成本压力仍在

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)	98,813.61
年内股价最高最低(元)	7.49/6.18
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

- 《多项成本快速增长，投资收益贡献业绩-东方航空公司点评》，2017.8.30
- 《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

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	0.471	0.399	0.457
每股净资产(元)	2.67	3.26	3.75	4.15	4.60
每股经营性现金流(元)	1.82	1.69	1.17	1.29	1.56
市盈率(倍)	22.02	22.69	14.49	17.11	14.93
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%	51.25%	-15.28%	14.56%
净资产收益率(%)	12.92%	9.55%	12.57%	9.63%	9.93%
总股本(百万股)	13,140.18	14,467.59	14,467.59	14,467.59	14,467.59

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年前三季度实现营业收入 775.1 亿元，同比增长 2.78%；归母净利润 79.2 亿元，同比增加 18.24%，基本每股收益 0.55 元。

经营分析

- 货运剥离叠加旺季客座率下滑，营收增速缓慢：**2017 年 Q3 东航 ASK 同增 9.3% (-2.1pts)，需求端放缓明显，RPK 同增 7.2% (-5.2pts)，客座率为 81.6%，相比 2016 年同期下滑 1.6pts，其中国内和国际航线分别同减 0.8pts 和 3.3pts。旺季受天气和上海主基地处罚等因素影响，并未带来客座率的提升，国际线成为拖累整体客座率主要原因。客公里收益方面，Q3 国内线同比基本持平，国际线略有下滑，整体业务增速低于预期。另外剥离东航物流，Q3 录得营业收入 294.9 亿元，同比仅增长 1.4%。
- 航油成本压力依然存在，汇兑改善拉高业绩：**2017 年 Q1~Q3 布伦特原油均价同比增长 55%/8%/11%，燃油价格增速相较上半年边际大幅降低，使得扣非净利润逐步恢复正常，Q1~Q3 增速分别为 -53%/150%/1%，但燃油成本压力依然存在，Q3 毛利率同比下降 2.0pts，另外销售费用率同增 0.6pts。不过人民币升值使得汇兑损益改善 10.3 亿，大幅增厚业绩，Q4 人民币相比去年预计仍将迎来改善。Q3 东航录得归母净利润 35.7 亿，同增 3.1%。
- 明年经营状况预计向上，但油价汇率扰动不可忽略：**展望 2018 年，东航预计净增 52 架飞机，全为窄体机，静态座位数可达 10% 增长。国内受一线机场准点率新规以及国际受航权限制，航班新增或将放慢，行业供给放缓预计将促进收益水平提高。公司同时积极进行国际扩张，与法荷航的合作从经营层面上升至资本层面，形成东航、达美、法荷航的航空网络深层次合作。但是 2018 年油价的不确定性以及人民币或将相对今年表现疲软，对航空公司业绩将产生较大负面影响。经敏感性测算，航油价格波动 5%，影响全年净利润约 8.7 亿，人民币贬值 1%，影响全年净利润约 5 亿元。

投资建议

- 考虑到油价近期走势超预期以及未来的不确定性，同时由于投资收益下降导致 18 年业绩下滑，我们调减了东航 2017~19 年归母净利润至 68.2 亿/57.8 亿/66.2 亿，同增 51.3%/-15.3%/14.6%，对应 EPS 为 0.47 元/0.40 元/0.46 元，对应 PE 分别为 14 倍/17 倍/15 倍，并下调至“增持”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
主营业务收入	89,746	93,844	98,560	104,009	115,537	128,000	货币资金	1,393	9,115	1,738	2,000	2,000	2,000
增长率		4.6%	5.0%	5.5%	11.1%	10.8%	应收款项	7,027	7,748	6,873	7,660	8,471	9,342
主营业务成本	-79,645	-77,146	-82,587	-92,701	-102,109	-112,444	存货	2,259	2,056	2,248	2,540	2,797	3,081
%销售收入	88.7%	82.2%	83.8%	89.1%	88.4%	87.8%	其他流动资产	7,559	4,159	5,018	5,282	5,564	5,874
毛利	10,101	16,698	15,973	11,308	13,428	15,557	流动资产	18,238	23,078	15,877	17,481	18,832	20,297
%销售收入	11.3%	17.8%	16.2%	10.9%	11.6%	12.2%	%总资产	11.2%	11.8%	7.6%	7.7%	8.1%	8.6%
营业税金及附加	-107	-178	-237	-208	-231	-256	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
营业费用	-5,788	-6,136	-5,693	-5,720	-6,355	-7,040	%总资产	79.3%	78.9%	84.1%	80.9%	80.9%	80.7%
%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	21,842	21,414	21,054
管理费用	-2,451	-2,914	-3,019	-3,120	-3,466	-3,840	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%	92.3%	91.9%	91.4%
息税前利润 (EBIT)	1,755	7,470	7,024	2,260	3,376	4,421	资产总计	163,537	195,709	210,040	227,382	232,281	236,002
%销售收入	2.0%	8.0%	7.1%	2.2%	2.9%	3.5%	短期借款	31,334	30,855	20,272	25,786	31,883	24,097
财务费用	-2,286	-7,269	-6,393	-1,596	-2,225	-2,191	应付款项	15,004	15,734	16,352	16,442	18,123	21,507
%销售收入	2.5%	7.7%	6.5%	1.5%	1.9%	1.7%	其他流动负债	14,789	27,795	31,455	34,195	34,838	35,542
资产减值损失	-22	-228	-29	-34	-42	-50	流动负债	61,127	74,384	68,079	76,423	84,845	81,147
公允价值变动收益	11	6	2	0	0	0	长期贷款	20,228	20,408	10,604	10,604	10,604	10,605
投资收益	142	239	322	1,800	250	250	其他长期负债	52,700	63,266	81,272	82,621	72,621	72,621
%税前利润	3.4%	4.2%	4.9%	21.4%	3.4%	3.0%	负债	134,055	158,058	159,955	169,648	168,070	164,373
营业利润	-400	218	926	2,430	1,360	2,429	普通股股东权益	27,696	35,137	47,186	54,224	60,001	66,619
营业利润率	n.a	0.2%	0.9%	2.3%	1.2%	1.9%	少数股东权益	1,791	2,514	2,910	3,510	4,210	5,010
营业外收支	4,520	5,453	5,581	6,000	6,000	6,000	负债股东权益合计	163,542	195,709	210,051	227,382	232,281	236,002
税前利润	4,120	5,671	6,507	8,430	7,360	8,429							
利润率	4.6%	6.0%	6.6%	8.1%	6.4%	6.6%							
所得税	-573	-624	-1,542	-1,012	-883	-1,012	比率分析						
所得税率	13.9%	11.0%	23.7%	12.0%	12.0%	12.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,547	5,047	4,965	7,418	6,477	7,418	每股指标						
少数股东损益	130	506	457	600	700	800	每股收益	0.270	0.346	0.312	0.471	0.399	0.457
归属于母公司的净利润	3,417	4,541	4,508	6,818	5,777	6,618	每股净资产	2.185	2.674	3.262	3.748	4.147	4.605
净利率	3.8%	4.8%	4.6%	6.6%	5.0%	5.2%	每股经营现金净流	0.923	1.821	1.693	1.168	1.288	1.558
							每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	12.34%	12.92%	9.55%	12.57%	9.63%	9.93%
							总资产收益率	2.09%	2.32%	2.15%	3.00%	2.49%	2.80%
							投入资本收益率	1.65%	6.85%	5.45%	1.78%	2.40%	3.15%
							增长率						
							主营业务收入增长率	1.97%	4.57%	5.03%	5.53%	11.08%	10.79%
							EBIT增长率	N/A	325.64%	-5.97%	-67.83%	49.43%	30.93%
							净利润增长率	43.81%	32.89%	-0.73%	51.25%	-15.28%	14.56%
							总资产增长率	18.70%	19.67%	7.33%	8.25%	2.15%	1.60%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	15.0	13.1	10.2	12.0	12.0	12.0
							存货周转天数	10.5	10.2	9.5	10.0	10.0	10.0
							应付账款周转天数	54.3	49.6	45.6	45.0	45.0	50.0
							固定资产周转天数	436.3	511.2	558.3	544.5	493.3	444.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	205.02%	133.43%	92.67%	89.51%	89.97%	69.79%
							EBIT利息保障倍数	0.8	1.0	1.1	1.4	1.5	2.0
							资产负债率	81.97%	80.76%	76.15%	74.61%	72.36%	69.65%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,547	5,047	4,965	7,418	6,477	7,418
非现金支出	9,202	10,691	12,162	13,758	15,203	16,564
非经营收益	1,738	6,752	5,536	-5,750	-3,984	-4,018
营运资金变动	-2,790	1,443	1,825	1,466	931	2,573
经营活动现金净流	11,697	23,933	24,488	16,892	18,627	22,537
资本开支	-23,927	-28,005	-37,451	-23,441	-12,708	-12,769
投资	-84	-329	12	-1	0	0
其他	-22	534	259	1,800	250	250
投资活动现金净流	-24,033	-27,800	-37,180	-21,642	-12,458	-12,519
股权募资	0	2,855	8,540	0	0	0
债权募资	16,374	17,681	8,702	6,949	-3,903	-7,785
其他	-5,277	-9,336	-12,340	-1,937	-2,266	-2,232
筹资活动现金净流	11,097	11,200	4,902	5,012	-6,169	-10,017
现金净流量	-1,239	7,333	-7,790	262	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	6	7
增持	3	3	12	12	13
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.75	1.78	1.80	1.77

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
7	2017-08-30	买入	6.99	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH