

## 东方航空(600115)/航空运输

## 国际线客座率承压 汇兑收益有望增厚业绩

**评级：增持(首次)**

市场价格：7.32

目标价格：8.20

分析师：焦俊

执业证书编号：S0740517050001

电话：

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

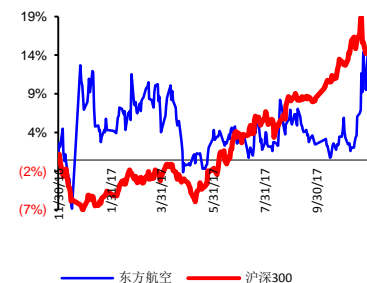
联系人：扈世民

电话：010-59013814

Email: husm@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	14,468
流通股本(百万股)	14,468
市价(元)	7.32
市值(百万元)	105,906
流通市值(百万元)	105,906

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,844	98,560	104,769	116,503	128,340
增长率 yoy%	4.6	5.0	6.3	11.2	10.2
净利润	4,541	4,508	7,017	7,154	7,356
增长率 yoy%	32.9	-0.7	55.6	2.0	2.8
每股收益(元)	0.35	0.31	0.49	0.49	0.51
每股净资产(元)	2.4	3.3	3.8	4.1	4.4
净资产收益率	12.9	9.6	14.1	12.0	11.4
P/E	20.9	23.6	14.9	14.6	14.4
P/B	3.0	2.2	1.9	1.8	1.6

备注：股价为2017年12月18日收盘价

**投资要点**

- **事件：东方航空 11 月经营数据：2017 年 1-11 月月公司可用座公里 ASK 同比增速 9.6%，其中国内线 8.7%、国际线 11.5%。同期收入客公里 RPK 增速 9.3%，其中国内线 9.7%、国际线 8.4%。同期整体客座率 81.2%，同比下降 0.3pct。**
- **重点布局三大核心枢纽，北京新机场投产带来机遇。**以上海浦东、虹桥机场为主基地，西安、昆明为区域枢纽，布局国内外航线网络。出境旅客吞吐量全国第一，上海主基地区位优势显著。北京新机场计划 2019 年投入使用，有望改变北京枢纽竞争格局。公司计划承担北京新机场旅客业务量 40%，有利于提高公司市占率水平。
- **国内线需求增速反弹，国际线运力供给承压。**2016 年公司国际线运力增速领跑三大航，国际线运力投放供给承压。国内线需求反弹推动公司运力结构调整，部分运力转投国内线。我们预计 2018 年公司整体可用座公里 ASK、RPK 增速 9.7%、10%。2017H1 公司客公里收益介于同期国航和南航之间，考虑供给侧收缩和国际线回暖，我们预计 2018 年公司客公里收益降幅有望进一步收窄。
- **国际线承压拖累客座率，供给侧新政有望释放票价弹性。**受益国内线需求增速反弹，2017 年 1-11 月公司国内线客座率同比提升 0.7pct。公司国际线承压拖累整体客座率提升，17Q3 国际线客座率同比下降 3.4pct。2017、18 年冬春航季 21 个主协调机场航线航班占公司总航班量 36%，供给端收缩有望释放主协调机场相关航线票价弹性。我们预计公司客公里收益每提升 1%，对应收入增量 7.4 亿。
- **混改加速引领行业，汇兑收益增厚业绩。**作为第一批混改试点民航企业，公司混改加速引领行业。2015 年引入战略投资者达美航空，截至 2017H1 实现代码共享航线 123 条，其中中美航线 114 条，联手达美有利于公司提高中美航线市占率。油价压力有望趋缓，我们预计上半年成本增量占全年 61%，航油成本压力主要集中在上半年。我们预计 2017 年人民币升值带来汇兑收益 12.9 亿，对应业绩弹性 17.9%。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 1047.7、1165.0、1283.4 亿元，同比增长 6.3%、11.2%、10.2%，归属于母公司净利润为 70.2、71.5、73.6 亿元，同比增长 55.6%、2.0%、2.8%，对应的每股收益 EPS 分别为 0.49、0.49、0.51 元，给予 8.2 元目标价，对应 2017 年 14.9XPE。上海主基地区位优势显著，国际线供给端承压拖累客座率。汇兑收益有望增厚公司业绩，供给端收缩干线票价有望释放弹性。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**航油成本增长超预期、需求增长不及预期、供给侧收缩不及预期、收益预测假设局限性。

## 内容目录

重点布局三大核心枢纽 北京新机场投产带来机遇.....	- 4 -
依托上海主基地 区位优势显著 .....	- 4 -
重点布局三大核心枢纽 北京新机场投产带来机遇 .....	- 5 -
国际线承压拖累客座率 供给侧新政有望释放票价弹性 .....	- 6 -
供给端：国际线运力供给承压 2017 运力结构优化调整 .....	- 6 -
需求端：国内线需求增速反弹 18 年客公里收益有望改善 .....	- 7 -
国际线承压拖累客座率 供给侧新政有望释放票价弹性 .....	- 9 -
混改加速引领行业 汇兑收益增厚业绩 .....	- 11 -
混改加速引领行业 联手达美拓展中美航线 .....	- 11 -
油价趋稳压力减弱 汇兑收益增厚业绩 .....	- 12 -
盈利预测和投资建议：目标价：8.2 元，首次覆盖给予“增持”评级 .....	- 14 -
风险提示 .....	- 15 -

## 图表目录

图表 1：第一大股东东航集团持股 35.06%.....	- 4 -
图表 2：2016 年上海浦东机场出境旅客吞吐量全国第一.....	- 4 -
图表 3：21 个主协调机场公司市场份额占比最大机场 6 个.....	- 5 -
图表 4：2025 年北京新机场计划旅客吞吐量 7200 万人次.....	- 6 -
图表 5：公司计划承担北京新机场旅客业务量 40%.....	- 6 -
图表 6：17 年 1-11 月公司整体 ASK 同比增速 9.6%.....	- 7 -
图表 7：17 年 1-11 月公司国内线 ASK 同比增速 8.7%.....	- 7 -
图表 8：17 年 1-11 月公司国际线 ASK 同比增速 11.5%.....	- 7 -
图表 9：截至 17 年 11 月公司净引进飞机 47 架.....	- 7 -
图表 10：根据公司公告 2018 年公司运力引进增速 8%.....	- 7 -
图表 11：17 年 1-11 月公司整体 RPK 同比增速 9.3%.....	- 8 -
图表 12：17 年 1-11 月公司国内线 RPK 同比增速 9.7%.....	- 8 -
图表 13：17 年 1-11 月公司国际线 RPK 同比增速 8.4%.....	- 8 -
图表 14：17H1 公司整体客公里收益 0.51 元/人公里.....	- 9 -
图表 15：17H1 公司国内线客公里收益 0.53 元/人公里.....	- 9 -
图表 16：17H1 公司国际线客公里收益 0.44 元/人公里.....	- 9 -
图表 17：2017 年 1-11 月供给增速略大于需求.....	- 10 -
图表 18：国际线承压拖累公司客座率提升.....	- 10 -
图表 19：21 个主协调机场周航班公司市场占比 19.9%.....	- 10 -
图表 20：我们预计公司客公里收益每提升 1%对应收入增量 7.4 亿.....	- 11 -
图表 21：公司混改加速引领行业.....	- 12 -

图表 22: 我们预计上半年成本增量占全年 61%.....	- 12 -
图表 23: 2017 年 1-9 月公司美元负债比率降至 34% .....	- 13 -
图表 24: 我们预计 17 年汇兑收益业绩弹性 15.8%.....	- 13 -
图表 25: 可比公司估值 .....	- 14 -
图表 26: 财务报表摘要 .....	- 16 -

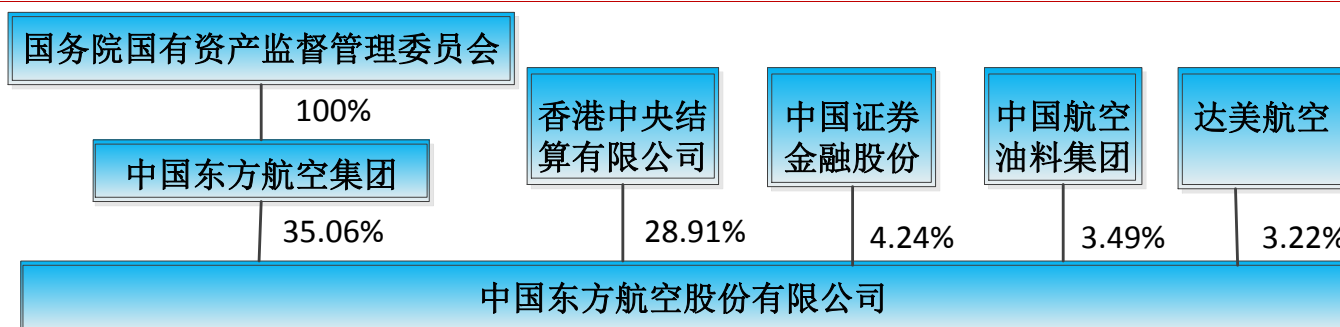
## 重点布局三大核心枢纽 北京新机场投产带来机遇

依托上海主基地 区位优势显著

### ■ 第一大股东东航集团持股 35.06%

东方航空是我国国有控股三大航空公司之一，2017H1 完成旅客运输量 5332 万人次，排名第二位。截至 2017 年 11 月公司运营客货运飞机 618 架，机队规模仅次于南方航空。依托天合联盟合作平台构建联接 177 个国家、1074 个目的地的航空运输网络。截至 2017Q3 第一大股东东航集团持股 35.06%，实际控制人国务院国资委。

图表 1：第一大股东东航集团持股 35.06%

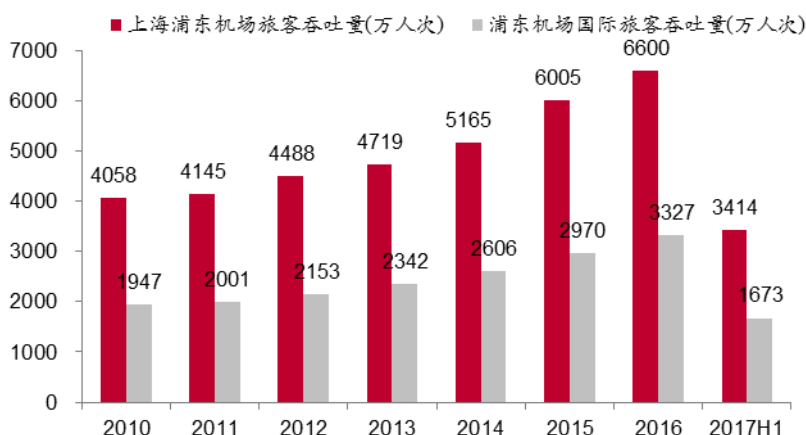


来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ 主基地区位优势显著、出境旅客吞吐量全国第一

公司以上海浦东、虹桥机场为主基地，西安、昆明为区域枢纽，布局国内外航线网络。2017、18年冬春航季公司在上海浦东、虹桥主基地机场时刻占比分别为35.9%、51.9%，排名第一位。近年来上海浦东机场出境旅客吞吐量持续全国第一，根据年报数据，2016年上海浦东机场旅客吞吐量6600万人次、其中出境旅客3327万人次，比排名第二首都机场高34%。上海主基地区位优势明显，2小时飞行圈涵盖我国80%前100大城市、90%人口、93%GDP产出。

图表 2：2016 年上海浦东机场出境旅客吞吐量全国第一



来源：wind，中泰证券研究所

## 重点布局三大核心枢纽 北京新机场投产带来机遇

**重点布局上海、西安和昆明三大核心枢纽**

公司在上海浦东、虹桥机场时刻资源占比最高，2016年公司在上海两机场旅客周转量占比40.5%。受益于长江经济带和上海自贸区建设推进，公司积极布局上海核心枢纽建设、优化航线网络。除上海主基地外，公司以西安咸阳和昆明长水机场作为区域核心枢纽。2017、18年冬春航季，公司在西安咸阳和昆明长水机场时刻资源占比30.2%、40.7%，处于领先地位。除三大核心枢纽外，公司在南京、青岛等城市机场时刻资源占比排名第一。

**图表 3： 21 个主协调机场公司市场份额占比最大机场 6 个**

排名	机场名称	国航	南航	东航	海航	春秋	吉祥	其他	三大航合计
1	北京首都	40.6%	17.2%	13.4%	9.7%	0.0%	0.2%	18.9%	71.2%
2	上海浦东	8.4%	9.2%	35.9%	5.0%	6.2%	8.9%	26.4%	53.5%
3	广州白云	14.3%	48.1%	9.7%	7.7%	1.3%	1.6%	17.3%	72.1%
4	成都双流	33.4%	10.7%	13.7%	5.4%	0.8%	0.6%	35.4%	57.8%
5	昆明长水	13.3%	9.3%	40.7%	14.1%	0.9%	1.4%	20.3%	63.3%
6	深圳宝安	32.3%	25.5%	7.9%	11.1%	2.5%	1.0%	19.7%	65.7%
7	上海虹桥	8.3%	13.2%	51.9%	2.0%	9.3%	9.5%	5.8%	73.4%
8	西安咸阳	10.4%	13.8%	30.2%	21.5%	1.1%	2.8%	20.2%	54.4%
9	重庆江北	17.8%	22.3%	9.5%	8.2%	1.5%	0.9%	39.8%	49.6%
10	杭州萧山	17.1%	25.1%	9.7%	10.9%	1.2%	1.4%	34.6%	51.9%
11	厦门高崎	6.1%	44.7%	11.7%	6.9%	3.2%	1.8%	25.6%	62.5%
12	南京禄口	16.8%	17.7%	25.2%	6.3%	0.0%	9.2%	24.8%	59.7%
13	长沙黄花	8.1%	30.9%	10.1%	15.9%	0.4%	2.3%	32.3%	49.1%
14	武汉天河	11.3%	35.1%	21.5%	11.5%	0.1%	0.8%	19.7%	67.9%
15	郑州新郑	9.5%	29.4%	7.6%	21.1%	0.2%	1.3%	30.9%	46.5%
16	青岛流亭	5.7%	15.5%	22.7%	5.1%	0.6%	3.0%	47.4%	43.9%
17	乌鲁木齐地窝堡	7.5%	44.4%	5.6%	26.8%	0.6%	1.5%	13.6%	57.5%
18	海口美兰	8.1%	22.5%	5.5%	38.6%	0.0%	1.8%	23.5%	36.1%
19	三亚凤凰	9.3%	23.8%	11.0%	20.2%	2.4%	4.9%	28.4%	44.1%
20	天津滨海	20.7%	12.2%	5.6%	27.5%	1.6%	1.5%	30.9%	38.5%
21	哈尔滨太平	14.7%	25.9%	11.2%	8.7%	2.7%	5.5%	31.3%	51.8%

来源：民航预先飞行计划管理系统，中泰证券研究所

**2025年北京新机场计划旅客吞吐量7200万人次**

北京新机场计划2019年开始运营，按照分联盟运营原则，东航、南航整体搬迁至北京新机场。作为主基地航空公司，在国际航权、航线航班资源分配、机场收费和地面服务业务等方面具有先发优势。根据建设规划，截至2025年北京新机场计划建设4条跑道，计划年旅客吞吐量7200万人次。北京新机场定位国际枢纽航空港，远期旅客吞吐量将超越首都机场。

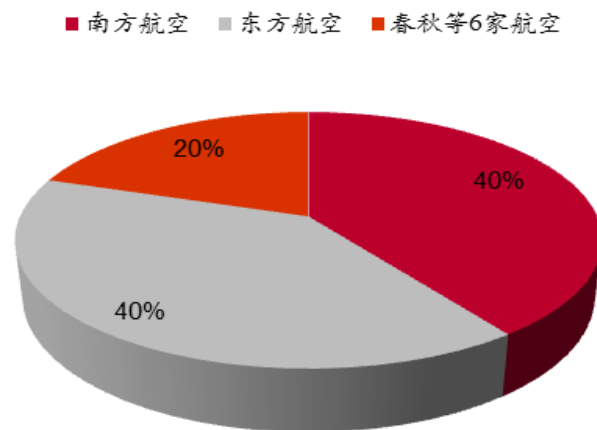
**图表4：2025年北京新机场计划旅客吞吐量7200万人次**

规划分期	时间	计划旅客吞吐量 (万人次)	计划飞机起降架次 (万架次)	航站楼面积 (万平方米)	计划跑道数量 (条)
一期	2019	4500		70	4
二期	2025	7200	62	82	4
远期	2040	10000	80	140	7
终端	2050	12000	100		9

来源：首都机场官网，中泰证券研究所

#### ■ 新机场投产有望改变北京枢纽竞争格局

2017年4月，国家发改委发布《关于北京新机场东航基地项目核准的批复》，根据批复意见公司按照承担北京新机场旅客业务量40%设计目标进行建设、计划投资总额132亿。作为基地航空公司迁入北京新机场，东航计划优化布局京沪两地航线网络，建成上海-北京进出通道。目前东航在北京首都机场时刻占比13.4%，北京新机场计划2019年投入使用，有望改变北京枢纽竞争格局，提高公司市占率水平。

**图表5：公司计划承担北京新机场旅客业务量40%**


来源：《北京新机场航空公司基地建设合作协议》，中泰证券研究所

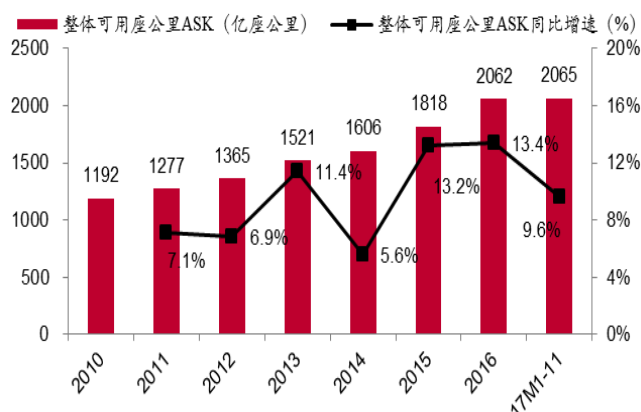
## 国际线承压拖累客座率 供给侧新政有望释放票价弹性

供给端：国际线运力供给承压 2017 运力结构优化调整

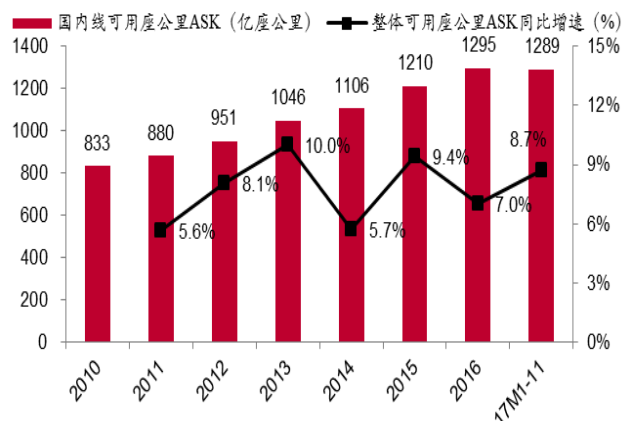
#### ■ 我们预计 2017、18 年公司整体可用座公里 ASK 增速 9.4%、9.7%

2017年1-11月公司整体可用座公里ASK为2065亿座公里，同比增速9.6%，其中国内线和国际线同比增速分别为8.7%和11.5%。2016年公司国际线运力增速领跑三大航，其中欧洲、北美及澳洲运力同比增速分别为26.8%、63.8%和43.1%。国际线运力投放供给承压，2017年1-11月公司国际线客座率下降2.2pct。受国内线需求增速反弹影响，2017年公司运力结构优化调整，将部分国际运力转投国内航线。考虑未来两年国内线需求增速有望10%+，我们预计2017、18年公司整体可用座公

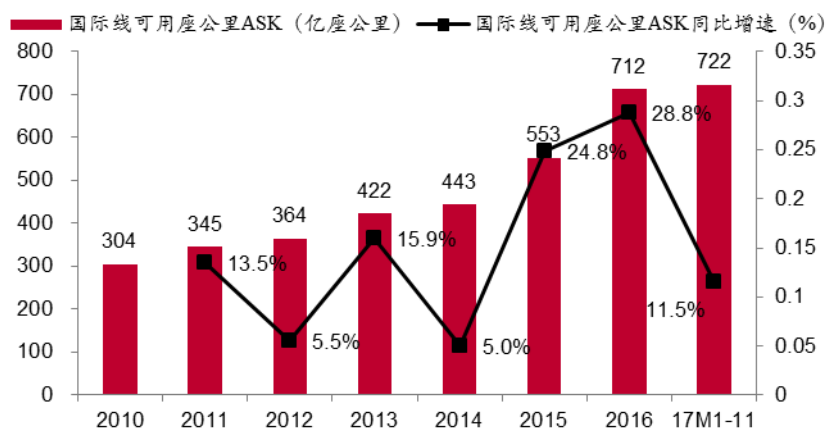
里 ASK 增速 9.4%、9.7%。

**图表 6: 17 年 1-11 月公司整体 ASK 同比增速 9.6%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 17 年 1-11 月公司国内线 ASK 同比增速 8.7%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 17 年 1-11 月公司国际线 ASK 同比增速 11.5%**


来源: wind, 中泰证券研究所

**■ 根据公司公告 2018 年公司运力引进增速 8%**

截至 2017 年 10 月公司机队规模 611 架, 其中窄体机占比 86.6%。公司机队主力机型平均机龄 5.4 年, 机龄优势处于领先地位。截至 2017 年 10 月公司合计净引进飞机 47 架。根据公司公告 2018 年公司运力引进增速 8%, 较 17 年增速下降 1.2pct。

**图表 9: 截至 17 年 11 月公司净引进飞机 47 架**

2017 年	一季度	二季度	三季度	10 月	11 月
引进(架)	5	18	26	6	8
退出(架)	3	8	2	2	1
净引进(架)	2	10	24	4	7

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

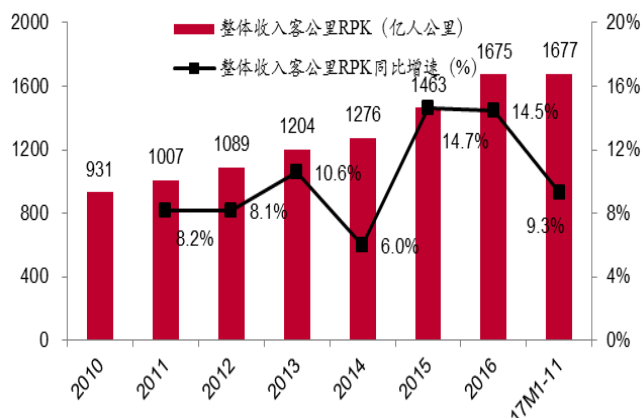
**图表 10: 根据公司公告 2018 年公司运力引进增速 8%**

	2014	2015	2016	2017E	2018E
引进(架)	75	80	72	73	67
退出(架)	43	42	26	18	15
净引进(架)	32	38	46	55	52

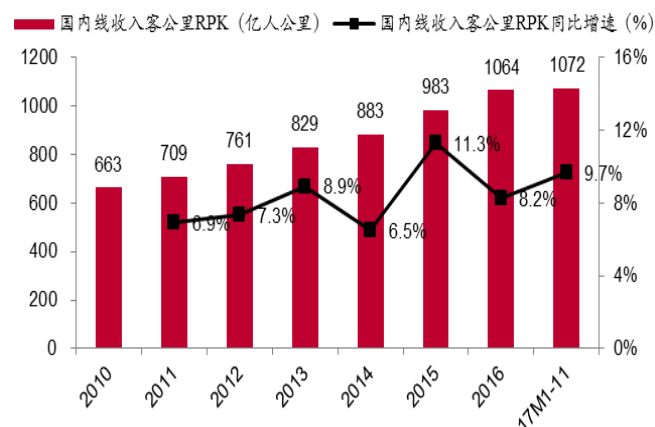
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

**需求端: 国内线需求增速反弹 18 年客公里收益有望改善**
**■ 我们预计 2017、18 年公司整体 RPK 同比增速 9.5%、10%**

根据民航局公布数据,2017H1 我国民航旅客运量需求同比增速 13.4%, 其中国内线需求同比增速 14.2%, 较 16 年同期提升 5pct。国内线需求反弹推动公司运力结构调整, 部分运力转投国内线。2017 年 1-11 月公司实现整体收入客公里 (RPK) 1677 亿人公里, 同比增速 9.3%, 其中国内线 RPK 同比增速 9.7%。考虑政策带来供给端收缩和国内线需求增速有望 10%+, 我们预计 2017、18 年公司整体 RPK 同比增速 9.5%、10%。

**图表 11: 17 年 1-11 月公司整体 RPK 同比增速 9.3%**


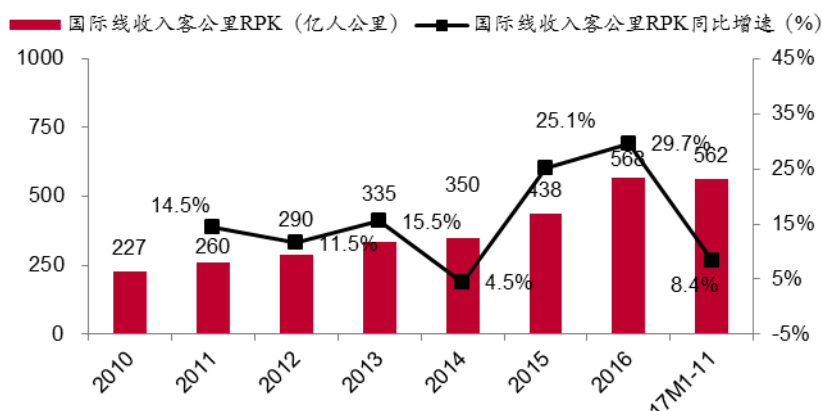
来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 12: 17 年 1-11 月公司国内线 RPK 同比增速 9.7%**


来源: wind, 中泰证券研究所

### ■ 我们预计 2018 年公司国际线 RPK 同比增速 12%

上海位于亚欧美大三角航线端点, 飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时, 飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时。近年来浦东机场国际旅客运输量继续保持全国第一, 主基地区位优势显著。根据统计局数据 2010-16 年我国居民出境游人数复合增速 11.4%, 2015、16 年出境游推动公司国际线 RPK 增速 25.1%、29.7%。随着我国主要航空公司加大运力投放, 国际线竞争格局恶化, 拖累客座率下滑。2017 年 1-11 月公司国际线 RPK 增速 8.4%, 运力投放增速趋缓。考虑到中韩关系回暖及欧美航权竞争结束, 我们预计 2018 年公司国际线 RPK 同比增速 12%。

**图表 13: 17 年 1-11 月公司国际线 RPK 同比增速 8.4%**


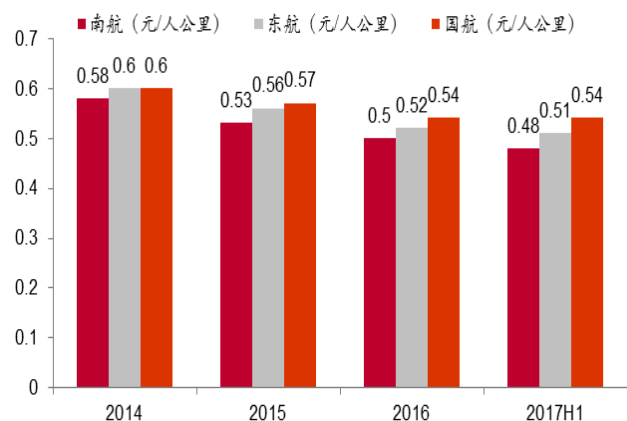
来源: wind, 中泰证券研究所

### ■ 我们预计 2018 年公司客公里收益降幅有望进一步收窄

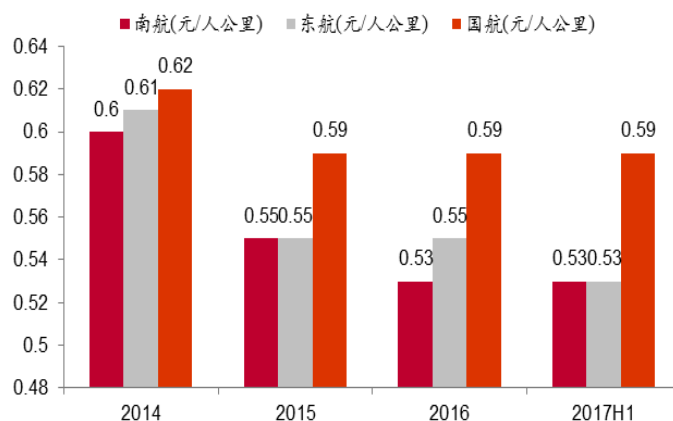
2010 年以来公司加大国际线运力投放, 2016 年国际线运力增速 29.7%,



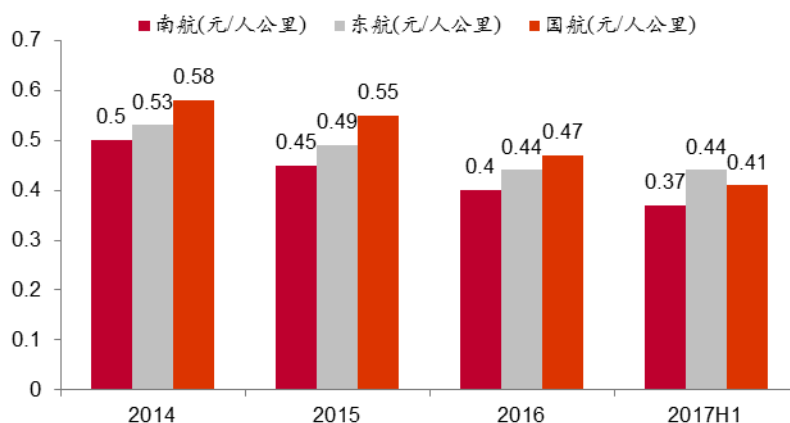
运力高速投放稀释客公里收益。2017H1 公司整体、国内线、国际线客公里收益分别为 0.51、0.53、0.44 元/人公里，介于同期国航和南航之间。考虑供给侧收缩和国际线回暖，我们预计 2018 年公司客公里收益降幅有望进一步收窄。

**图表 14: 17H1 公司整体客公里收益 0.51 元/人公里**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 15: 17H1 公司国内线客公里收益 0.53 元/人公里**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 16: 17H1 公司国际线客公里收益 0.44 元/人公里**


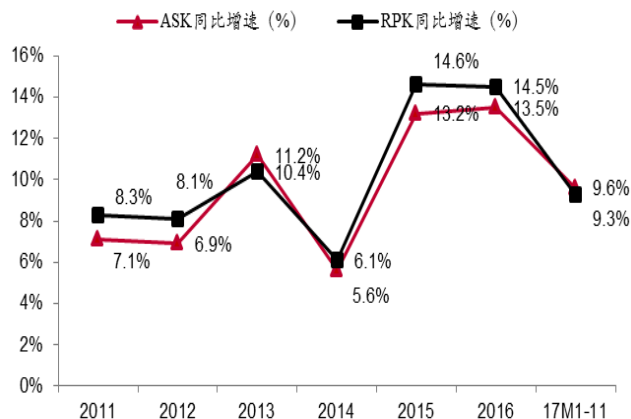
来源: wind, 中泰证券研究所

### 国际线承压拖累客座率 供给侧新政有望释放票价弹性

#### ■ 国际线承压拖累公司客座率提升

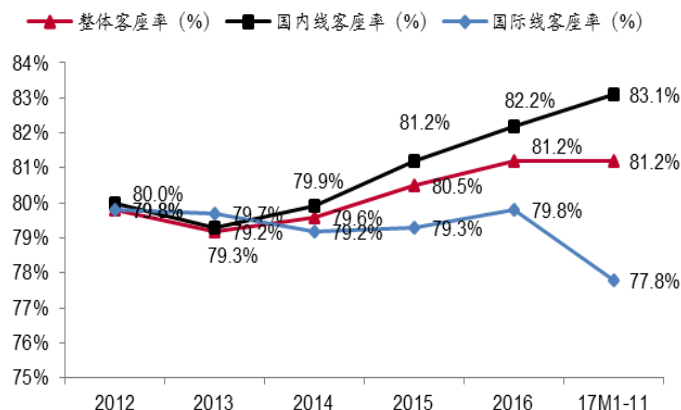
2017 年 1-11 月供给增速略大于需求，领先 0.3pct。国内线需求增速反弹推动公司客座率上升，2017 年 1-11 月整体客座率、国内线客座率较 16 年分别提升 0.9pct、0.1pct。公司国际线承压拖累整体客座率提升，2017 年 1-11 月国际线客座率较 16 年下降 2.2pct，其中 11 月国际线客座率同比下降 1.3pct。考虑国际线需求有望回暖，我们预计 2018 年整体客座率有望提升 0.8pct。

图表 17: 2017 年 1-11 月供给增速略大于需求



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 国际线承压拖累公司客座率提升

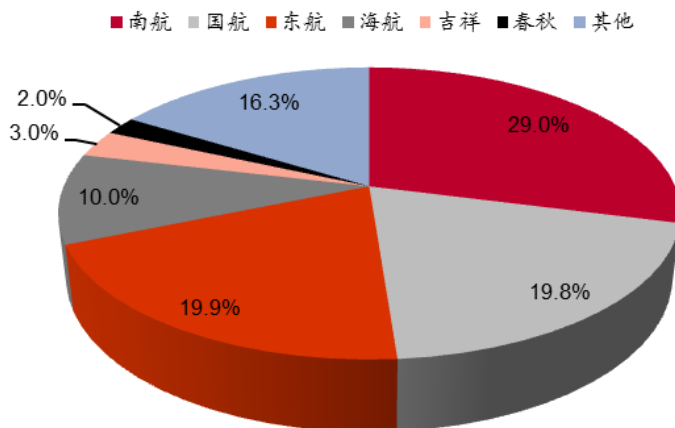


来源: wind, 中泰证券研究所

■ 供给侧新政有望释放干线票价弹性

2017 年 9 月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构, 提升航班正点率的若干政策措施》, 重点严控航班总量、提升正点率。10 月 29 日 2017、18 年冬春航季计划开始执行, 根据民航数据新冬春航季航班增速 5.7%, 按可比口径较去年同期下滑 1.7pct。2017、18 年冬春航季 21 个主协调机场周航班量 26761 班次, 其中公司航班量占比 19.9%, 排名第二。供给侧收缩有望助力 21 个主协调机场航线票价弹性释放、有望增厚公司业绩。

图表 19: 21 个主协调机场周航班公司市场占比 19.9%



来源: 民航预先飞行计划管理系统, 中泰证券研究所

■ 我们计算公司客公里收益每提升 1%, 对应收入增量 7.4 亿。

根据民航数据, 2017、18 年冬春航季 21 个主协调机场航线航班占公司总航班量 36%, 供给端收缩有望释放主协调机场相关航线票价弹性。我们预计公司客公里收益每提升 1%, 对应收入增量 7.4 亿。

**图表 20: 我们预计公司客公里收益每提升 1% 对应收入增量 7.4 亿**

	国航	南航	东航
2016年ASK(百万座公里)	233218	255912	206249
2016年客座率	80.7%	80.7%	81.2%
2016年客公里收益(元/人公里)	0.54	0.5	0.48
2017年ASK增速(预测)	8.5%	10.1%	10.1%
2018年ASK增速(预测)	8.00%	10%	10%
2018年预测ASK(百万座公里)	273285	309841	249857
2018年预测客座率	82.2%	83.2%	82.7%
21个主协调机场航线在公司占比	40%	44%	36%
客公里收益提升1%带来收入增量(亿元)	9.0	11.3	7.4

来源: wind, 中泰证券研究所

## 混改加速引领行业 汇兑收益增厚业绩

### 混改加速引领行业 联手达美拓展中美航线

#### ■ 联手达美提高中美航线市占率

2015年9月国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，民航成为推进混合所有制改革的7大重点领域之一。作为国家第一批混改试点民航企业，公司混改加速引领行业。2015年引入战略投资者达美航空，截至2017年9月达美航空持股比例3.22%。达美航空是美国第三大航空公司，总部位于亚特兰大。公司和达美航空建立战略合作伙伴，在代码共享、舱位共享和联合销售等领域展开合作，截至2017H1实现代码共享航线123条，其中中美航线114条，联手达美有利于公司提高中美航线市占率。

**图表 21: 公司混改加速引领行业**

时间	事件	内容
2015年9月	引入战略投资者达美航空，截止2017年9月达美航空持股比例3.22%	达美航空以4.5亿美元认购东航H股4.66亿股票，占总股本3.22%，达美航空将成为东方航空除集团及关联公司外第一大外部股东。
2016年4月	携程将以30亿元人民币定增东航，截止2017年9月达美航空持股比例3.22%	携程将以30亿元人民币定增东航，占总股本的3.22%，成为东方航空第五大股东。同时双方未来将在IT服务、低成本出行、电子商务等方面实现合作。
2016年10月	公司成为央企混改第一批试点项目	东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等中央企业列入第一批混合所有制改革试点项目。
2017年4月	东航集团旗下东航物流混改计划启动	2016年12月，公司发布公告将东航物流100%股权转让集团旗下东航产业投资；2017年4月，集团推动东航物流混改，非国有战略投资人和财务投资人合计持有45%股权；10%股份将由核心员工持有；引入联想、普洛斯、德邦和绿地等四家战略投资者。

来源：公司公告，中泰证券研究所

**油价趋稳压力减弱 汇兑收益增厚业绩**
**■ 我们预计上半年航油成本增量占全年61%**

2017年1-9月布伦特原油均价52.17美元/桶，同比增长11%；较17Q1同比增速55%明显改善。按照可用客公里ASK增速考虑航油消耗量增加，假设2017年布伦特原油均价55美元/桶，我们预计2017年公司航油成本同比增长31.8%，相应成本增量62.4亿元。根据公司半年报数据，17H1航油成本增量37.8亿，我们预计上半年成本增量占全年61%，航油成本压力主要集中在上半年。

**图表 22: 我们预计上半年成本增量占全年61%**

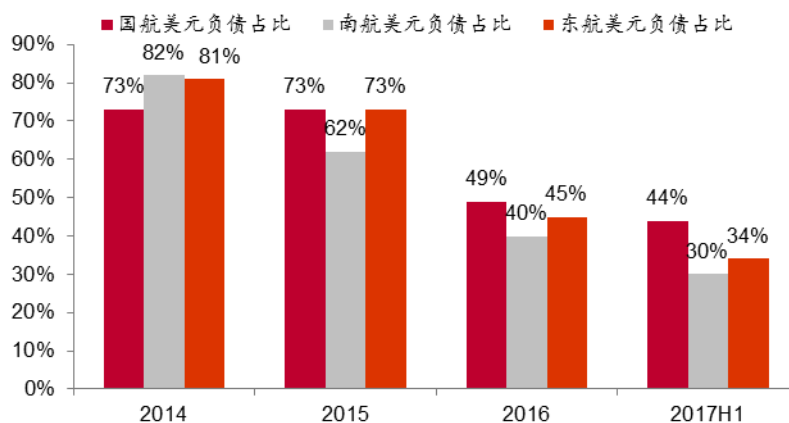
	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2016年营业成本 (亿元)	872.0	963.6	825.9	72.6	77.4
2016年燃油成本 (亿元)	219.8	238.0	196.3	18.8	19.2
平均油价 (美元/桶)	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0
平均航油成本 (元/吨)	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7	3324.7
预计航油消耗量 (万吨)	661.2	715.8	590.3	56.5	57.7
预测2017年航油消耗量 (万吨)	716.6	780.8	648.4	67.1	68.0
预测2017年平均航油成本 (元/吨)	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6	3989.6
预测2017年航油成本 (亿元)	285.9	311.5	258.7	26.8	27.1
预测2017年燃油成本弹性 (%)	30.1%	30.9%	31.8%	42.4%	41.5%

来源：wind，中泰证券研究所

■ **截至2017年9月公司汇兑损益敏感性同比下降15.8%**

2016年人民币兑美元汇率贬值2.5%，公司优化债务结构，降低美元负债比例。2016年公司、国航、南航美元负债比例下降28pct、24pct、22pct，调整幅度领先三大航。截至2017年9月，公司美元负债比率降至34%，汇兑损益敏感性较16年下降15.8%。

**图表 23： 2017 年 1-9 月公司美元负债比率降至 34%**



来源：公司半年报，中泰证券研究所

■ **我们预计17年公司汇兑收益业绩弹性17.9%**

2017年1-9月人民币兑美元汇率升值幅度4.4%，汇兑收益显著增厚公司业绩。假设2017年公司美元负债比率34%，人民币升值幅度4.4%，我们预计人民币升值带来汇兑收益12.9亿，对应业绩弹性17.9%。

**图表 24： 我们预计17年汇兑收益业绩弹性15.8%**

	南航	国航	东航
2017H1 美元带息负债(亿元)	377.5	425.8	445.2
假设2017年人民币升值幅度	4.4%	4.4%	4.4%
人民币汇率浮动1%对应损益(亿元)	2.65	2.91	3.22
预计2017年汇兑损益(亿元)	10.6	11.6	12.9
预计2017年净利润(亿元)	67	96	72
对应2017年业绩弹性	15.8%	12.1%	17.9%
2018年美元负债增速	7.5%	7.5%	7.5%
假设2017年人民币升值幅度	-2.0%	-2.0%	-2.0%
预计2017年汇兑损益(亿元)	-5.70	-6.26	-6.92

来源：wind, 公司半年报, 中泰证券研究所

**盈利预测和投资建议：目标价：8.2 元，首次覆盖给予“增持”评级**
**图表 25：可比公司估值**

证券代码	证券简称	股价	EPS (元)			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600115.SH	东方航空	7.32	0.31	0.49	0.50	23.6	14.9	14.6
600029.SH	南方航空	10.84	0.50	0.71	0.79	21.7	15.3	13.7
601111.SH	中国国航	10.84	0.47	0.63	0.65	23.1	17.2	16.7
601021.SH	春秋航空	36.54	1.19	1.45	1.85	30.7	25.2	19.8
603885.SH	吉祥航空	14.27	0.95	0.98	1.04	15.0	14.6	13.7
	平均值					22.8	17.4	15.7

备注：股价为 2017 年 12 月 18 日收盘价

来源：wind，中泰证券研究所

- **重要假设：**(1) 2017、18 年可用座公里 ASK 增速 9.4%、9.7%；(2) 2017、18 年可用座公里 ASK 增速 9.5%、10%；相关分析详前面章节。
- **重点布局三大核心枢纽，北京新机场投产带来机遇。**以上海浦东、虹桥机场为主基地，西安、昆明为区域枢纽，布局国内外航线网络。出境旅客吞吐量全国第一，上海主基地区位优势显著。北京新机场计划 2019 年投入使用，有望改变北京枢纽竞争格局。公司计划承担北京新机场旅客业务量 40%，有利于提高公司市占率水平。
- **国内线需求增速反弹，国际线运力供给承压。**2016 年公司国际线运力增速领跑三大航，国际线运力投放供给承压。国内线需求反弹推动公司运力结构调整，部分运力转投国内线。我们预计 2018 年公司整体可用座公里 ASK、RPK 增速 9.7%、10%。2017H1 公司客公里收益介于同期国航和南航之间，考虑供给侧收缩和国际线回暖，我们预计 2018 年公司客公里收益降幅有望进一步收窄。
- **国际线承压拖累客座率，供给侧新政有望释放票价弹性。**受益国内线需求增速反弹，2017 年 1-11 月公司国内线客座率同比提升 0.7pct。公司国际线承压拖累整体客座率提升，17Q3 国际线客座率同比下降 3.4pct。2017、18 年冬春航季 21 个主协调机场航线航班占公司总航班量 36%，供给端收缩有望释放主协调机场相关航线票价弹性。我们预计公司客公里收益每提升 1%，对应收入增量 7.4 亿。
- **混改加速引领行业，汇兑收益增厚业绩。**作为国家第一批混改试点民航企业，公司混改加速引领行业。2015 年引入战略投资者达美航空，截至 2017H1 实现代码共享航线 123 条，其中中美航线 114 条，联手达美有利于公司提高中美航线市占率。油价压力有望趋缓，我们预计上半年成本增量占全年 61%，航油成本压力主要集中在上半年。我们预计 2017 年人民币升值带来汇兑收益 12.9 亿，对应业绩弹性 17.9%。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 1047.7、1165.0、1283.4 亿元，同比增长 6.3%、11.2%、10.2%，归属于母公司净利润为 70.2、71.5、73.6 亿元，同比增长 55.6%、2.0%、2.8%，对应的每股收益 EPS 分别为 0.49、0.49、0.51 元，

给予 8.2 元目标价，对应 2017 年 14.9XPE。上海主基地区位优势显著，国际线供给端承压拖累客座率。汇兑收益有望增厚公司业绩，供给端收缩干线票价有望释放弹性。首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### ■ 航油成本增长超预期

2017H1 公司航油成本同比上升 45.2%，航油成本拖累业绩增长。主要由于平均油价同比增长 38.2%，增加航油成本人民币 33.5 亿元，同时本公司加油量同比增长 5.1%，增加航油成本人民币 4.2 亿元。按照 2017H1 公司燃油消耗量，我们预计航油价格每上升 1%，对应公司成本增量 1.2 亿。

### ■ 需求增长不及预期

2016 年以来国内需求高增长推动主要航司的业绩增长，全国航空客运需求 10%+ 成为供需结构边际改善的重要因素。地震、地缘政治和恐怖袭击等突发事件成为影响航空需求重要因素。

### ■ 供给侧收缩不及预期、收益预测假设局限性

2017 年 9 月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，我们预计未来两个航季 21 个主协调机场供给端受限，干线航线票价弹性有望打开。供给侧收缩和收益预测假设局限性成为影响业绩重要因素。

图表 26: 财务报表摘要

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	93,844	98,560	104,769	116,503	128,340	货币资金	9115	1738	15669	33845	54149
营业成本	77,146	82,587	92,302	100,659	111,399	存货	2056	2248	2840	2635	3366
毛利率	17.79%	16.21%	11.90%	13.60%	13.20%	应收账款	7748	6843	8751	8893	10287
营业税金及附加	178.0	237.0	314.3	349.5	385.0	其他流动资产	3406	2267	4086	3253	3202
营业费用	6,136	5,693	5,762	6,175	6,802	流动资产合计	23078	15888	32704	50448	73043
营业费用率	6.54%	5.78%	5.50%	5.30%	5.30%	固定资产	131430	150751	139617	128484	117350
管理费用	2,914	3,019	3,038	3,262	3,529	长期股权投资	2061	2060	2060	2060	2060
管理费用率	3.11%	3.06%	2.90%	2.80%	2.75%	无形资产	2346	2418	2223	2028	1833
财务费用	7,269	6,393	363	1,450	1,360	其他长期资产	13070	12213	11935	11745	11181
财务费用率	7.75%	6.49%	0.35%	1.24%	1.06%	非流动资产合计	172631	194163	182421	170929	159064
投资收益	239.0	322.0	1,942.0	300.0	350.0	<b>资产总计</b>	<b>195709</b>	<b>210051</b>	<b>215125</b>	<b>221377</b>	<b>232107</b>
营业利润	218.0	926.0	4,931.6	4,908.2	5,214.5	短期借款	7537	9983	0	0	0
营业利润率	0.23%	0.94%	4.71%	4.21%	4.06%	应付账款	13875	14266	18571	16993	21990
营业外收入	5,486	5,687	5,261	5,478	5,475	其他流动负债	52172	42710	50027	50611	48609
营业外支出	33.0	106.0	76.0	71.7	84.6	流动负债合计	74384	68079	69123	68588	71457
利润总额	5,671	6,507	10,116	10,314	10,605	长期借款	20408	10604	10604	10604	10604
所得税	624.0	1,542.0	2,397.3	2,444.3	2,513.2	其他长期负债	55176	63986	65266	65918	66578
所得税率	11.00%	23.70%	23.70%	23.70%	23.70%	非流动性负债合计	83674	91876	87757	88943	91046
少数股东损益	506.0	457.0	702.4	716.2	736.4	负债合计	158058	159955	156880	157532	162503
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>4,541</b>	<b>4,508</b>	<b>7,017</b>	<b>7,154</b>	<b>7,356</b>	股本	13140	14467	14467	14467	14467
净利率	4.84%	4.57%	6.70%	6.14%	5.73%	资本公积	19547	26760	26625	26651	26679
每股收益(元)	<b>0.35</b>	<b>0.31</b>	<b>0.49</b>	<b>0.50</b>	<b>0.51</b>	股东权益合计	35137	47186	54633	59516	64539
						少数股东权益	2514	2910	3612	4329	5065
						<b>负债股东权益总计</b>	<b>195709</b>	<b>210051</b>	<b>215125</b>	<b>221377</b>	<b>232107</b>

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	4,541	4,508	7,017	7,154	7,356
少数股东损益	506.0	457.0	702.4	716.2	736.4
折旧和摊销	10,855	12,538	11,329	11,329	11,329
营运资金变动	29,117.0	16,256.0	2,990.9	872.8	3,948.2
财务费用	7,488.0	5,791.0	363.0	1,450.0	1,360.0
<b>经营现金流</b>	<b>24,325.0</b>	<b>24,893.0</b>	<b>20,459.4</b>	<b>21,221.5</b>	<b>24,378.7</b>
可出售金融资产变动	-19.0	-193.0	135.0	-25.7	-27.9
投资收益	239.0	322.0	1,942.0	300.0	350.0
资产变卖	-294.0	-27.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资现金流</b>	<b>-27,800.0</b>	<b>-37,180.0</b>	<b>-8,725.4</b>	<b>-13,263.9</b>	<b>-14,325.5</b>
资本公积变动	2,434.0	6,952.0	2,682.0	25.7	27.9
财务费用	-7,269.0	-6,393.0	-363.0	-1,450.0	-1,360.0
股息支出	0.0	-1,446.8	-2,251.8	-2,295.9	-2,360.6
短期借款变动	-6,442.0	2,446.0	-9,983.0	0.0	0.0
<b>融资现金流</b>	<b>11,083.0</b>	<b>4,634.0</b>	<b>-8,616.5</b>	<b>-3,308.8</b>	<b>-4,400.2</b>
现金净流量	7,608	-7,653	3,117	4,649	5,653

盈利预测分析					
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>成长性指标</b>					
营业收入增长率(%)	4.6	5.0	6.3	11.2	10.2
净利润增长率(%)	32.9	-0.7	55.6	2.0	2.8
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率(%)	17.8	16.2	11.9	13.6	13.2
EBIT Margin(%)	8.0	7.1	3.2	5.2	4.8
EBITDA Margin(%)	19.5	19.8	14.0	14.9	13.7
净利率(%)	4.8	4.6	6.7	6.1	5.7
PEG	0.6	-32.5	0.3	7.5	5.1
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率(%)	80.8	76.2	72.9	71.2	70.0
流动比率	0.3	0.2	0.5	0.7	1.0
<b>估值指标</b>					
净资产收益率(%)	12.9	9.6	14.1	12.0	11.4
P/E(倍)	20.9	23.6	14.9	14.6	14.4
P/B(倍)	3.0	2.2	1.9	1.8	1.6

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。