

2018年01月15日

王奕超

H98072@capital.com.tw

目标价(元)

9.5

东方航空(600115.SH/0670.HK)

Buy 买入

票价开放提升盈利空间，看好航空巨头未来业绩表现

公司基本资讯

产业别	交通运输		
A 股价(2018/1/15)	8.25		
上证指数(2018/1/15)	3410.49		
股价 12 个月高/低	8.85/6.37		
总发行股数(百万)	14467.59		
A 股数(百万)	9808.49		
A 市值(亿元)	809.20		
主要股东	中国东方航空集团 有限公司 (35.06%)		
每股净值(元)	3.77		
股价/账面净值	2.17		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	9.1	21.0	18.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

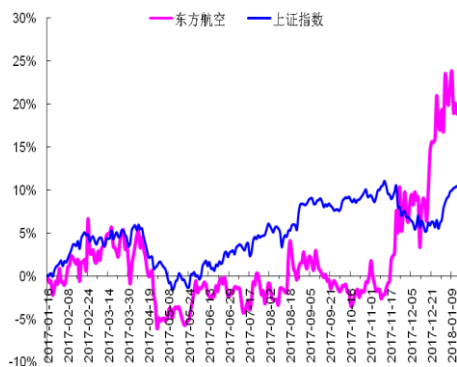
产品组合

客运	91.42%
货运收入	6.53%
其他	2.05%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.2%
一般法人	74.9%

股价相对大盘走势



结论与建议:

民航局票价市场化力度超预期，许多热点航线纳入开放名单，大幅提高公司盈利空间。预计公司 2017-2019 年净利润分别实现 67 亿 (yoy+49%，EPS 为 0.46 元)，81 亿 (yoy+20.5%，EPS 为 0.56 元) 和 95.1 亿 (yoy+17.5%，EPS 为 0.66 元)。当前 A 股股价对应 PE 为 18 倍，15 倍，和 13 倍，维持买入的投资建议。

■ **民航政策利好航空企业盈利空间:** 近期，民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，再次将国内航线机票价格市场化，开放 306 条航线票价从政府定价转为市场定价。《通知》规定，航空企业调整航班的条数不得超过上航季市场价运营航线总量的 15%，上调价格不得超过 10%。结合已经开放的 724 条航线，市场化定价航线总量到达 1030 条，占总航线量 35%。这次的市场化力度高于预期；306 条航线中包括北京-上海，北京-深圳，广州-北京，广州-上海这四个高客流量，高收益的热点航线，打开航空公司的盈利瓶颈。从 2016 年民航局开始对民航行业收费模式进行市场化，政策不断向往 2020 年全航线市场化的目的。市场化的大趋势将提升整体行业中长期盈利空间，我们看好航空企业未来盈利能力。

■ **年内运力增长稳健, 18 年预计维持稳趋:** 公司发布 11 月经营数据; 运力方面，公司年内累计可用座公里 (ASK) 实现 2065 亿人公里，yoy+9.6%，其中国内航线 ASK 1288 亿人公里，yoy+8.7%，国际航线 ASK 722 亿人公里，yoy+11.5%。客运方面，公司年内累计旅客周转量 (RPK) 1676 亿人公里，yoy+9.3%，国内航线 RPK 1071 亿人公里，yoy+9.7%，国际航线 RPK 561 亿人公里，yoy+8.4%。公司全年客座率 81.19%，较去年同期略降 0.26 个百分点。展望 18 年，我们预计公司运力维持稳定投入的趋势，整体 ASK 增速维持 10%。

■ **人民币汇率强势减少费用:** 年内人民币汇率出乎意料走强，汇兑美元升值幅度 6%。公司近期为了减少汇率波动风险，对债务结构做出调整，2016 年美元带息债务降至 528 亿元，占带息债务 45%，占比水平减少将近 30%。预计公司 17 年将持续优化债务结构的背景下，我们测算人民币汇率变动将带给公司 27 亿的汇兑收益，全年财务费用 20 亿，yoy-68%，财务费用率 1.8%，较去年下降 4.7 个百分点，利好公司利润。假设公司债务结构维持现在的水平，我们预期 18 年人民币将贬值 3%，对公司带来汇兑损失 11 亿，预计 18 年财务费用 37.6 亿元，yoy+88%，财务费用率 3.02%，提升 1.2 个百分点。

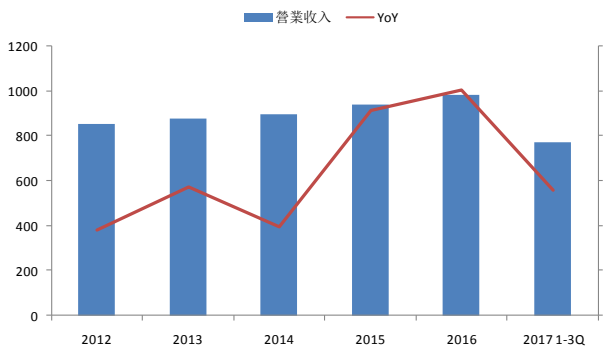
■ **原油价格下半年加速上涨:** 布伦特原油价格年内价格上涨，带给公司一定的成本压力。2017 年原油全年平均价格为 54 美元/桶，yoy+24%。考虑公司全年 ASK 增速大约 10% 左右，油价上涨为公司原油成本增加 70 亿元左右。假设原油价格在 18 年维持现在水平 (布伦特原油价格 69 美元/桶，yoy+27%) 及公司 ASK 维持 10% 的增速，我们预计 18 年公司原油成本将增加 90-100 亿元。短期内，油价上涨会收窄公司盈利空间，但油价上涨公司能透过燃油附加费来覆盖 70% 航油成本，长期油价上涨对公司负面影响是有限的。

■ **盈利预测:** 预计公司 2017、2018、2019 年可分别实现净利润 67 亿元 (YoY+49%，EPS 为 0.46 元)、81 亿元 (YoY+20.5%，EPS 为 0.56 元) 和 95.1 亿元 (YoY+17.5%，EPS 为 0.66 元)。目前股价对应 2017、2018 年 PE 为 18x，15x，和 13x，我们看好公司中长期发展，给予买入的投资建议。

..... 接续下页

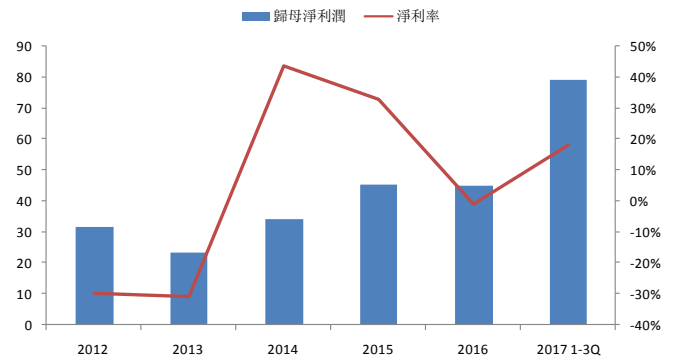
年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3,417.00	4,541.00	4,508.00	6,713.55	8,030.95	9,484.60
同比增减	%	44.91%	32.89%	-0.73%	48.93%	19.62%	18.10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.27	0.35	0.31	0.46	0.56	0.66
同比增减	%	44.91%	28.18%	-9.83%	48.93%	19.62%	18.10%
A 股市盈率(P/E)	倍	30.60	23.87	26.48	17.78	14.86	12.58
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.71%	0.61%	0.61%	0.61%

图 1: 营业收入 (单位: 亿元)



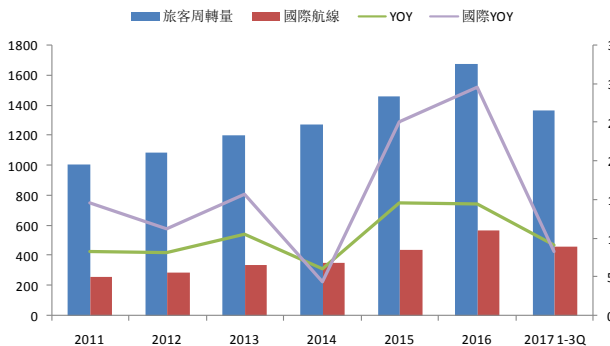
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 2: 归母净利润 (单位: 亿元)



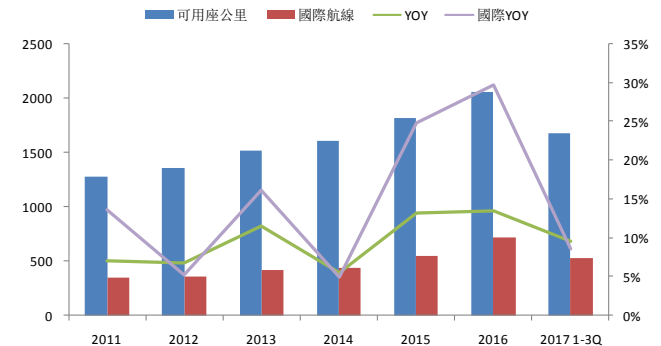
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 3: 旅客周转量 (单位: 亿客公里)



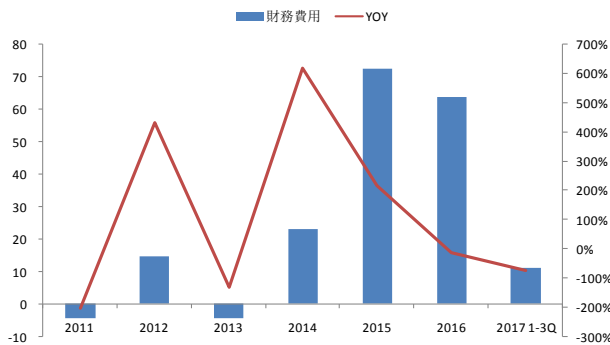
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 4: 可用座公里 (单位: 亿客公里)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 5: 财务费用 (单位: 亿元)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

表 1: 汇兑损失 17 年敏感性分析 (单位: 亿元)

匯兌損失		匯率波動幅度								
		-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
美元 債務 波動	0%	-42.3	-37.0	-31.7	-26.4	-21.1	-15.9	-10.6	-5.3	0.0
	-10%	-40.2	-35.2	-30.1	-25.1	-20.1	-15.1	-10.0	-5.0	0.0
	-20%	-38.1	-33.3	-28.5	-23.8	-19.0	-14.3	-9.5	-4.8	0.0
	-30%	-35.9	-31.5	-27.0	-22.5	-18.0	-13.5	-9.0	-4.5	0.0
	-40%	-33.8	-29.6	-25.4	-21.1	-16.9	-12.7	-8.5	-4.2	0.0
	-50%	-31.7	-27.8	-23.8	-19.8	-15.9	-11.9	-7.9	-4.0	0.0

数据来源:Choice, 群益金鼎证券整理

表 2: 财务费用 17 年敏感性分析 (单位: 亿元)

財務費用		匯率波動幅度								
		-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
美元 債務 波動	0%	2.8	7.9	13.0	18.2	23.3	28.4	33.5	38.7	43.8
	-10%	5.6	10.5	15.4	20.2	25.1	30.0	34.9	39.7	44.6
	-20%	8.5	13.1	17.7	22.3	26.9	31.5	36.2	40.8	45.4
	-30%	11.3	15.7	20.0	24.4	28.7	33.1	37.5	41.8	46.2
	-40%	14.2	18.3	22.4	26.5	30.6	34.7	38.8	42.9	47.0
	-50%	17.0	20.8	24.7	28.5	32.4	36.2	40.1	43.9	47.8

数据来源:Choice, 群益金鼎证券整理

表 3: 航油成本 17 年敏感性分析 (单位: 亿元)

航油成本變動		油價波動幅度								
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
運力 增長	4%	-12.6	-2.4	7.9	18.1	28.3	38.5	48.7	58.9	69.1
	6%	-9.0	1.4	11.8	22.2	32.6	43.0	53.4	63.8	74.2
	8%	-5.5	5.1	15.7	26.3	36.9	47.5	58.1	68.7	79.3
	10%	-2.0	8.8	19.6	30.4	41.2	52.0	62.8	73.6	84.4
	12%	1.6	12.6	23.6	34.5	45.5	56.5	67.5	78.5	89.5
	14%	5.1	16.3	27.5	38.7	49.9	61.0	72.2	83.4	94.6

数据来源:Choice, 群益金鼎证券整理

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	89746	93844	98560	109621	122556	134363
经营成本	79645	77146	82587	96027	102407	112057
毛利	10101	16698	15973	13594	20149	22306
营业税金及附加	107	178	237	219	245	269
销售费用	5788	6136	5693	6029	6741	7390
管理费用	2451	2914	3019	3289	3677	4031
财务费用	2286	7269	6393	2000	3700	4000
资产减值损失	22	228	29	200	200	200
投资收益	142	239	322	2500	500	10
营业利润	(400)	218	926	4367	11597	12927
税前利润	4120	5671	6507	9837	11767	13897
所得税	573	624	1542	2459	2942	3474
少数股东权益	130	506	457	664	794	938
净利润	3417	4541	4508	6714	8031	9485

附二: 合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金	1393	9115	1738	3084	7913	12336
存货	2259	2056	2248	2360	2478	2602
应收帐款	3862	2867	2630	2762	2900	3045
流动资产合计	18243	23078	15888	15205	13991	18683
长期投资净额	1591	2061	2060	2163	2271	2385
固定资产合计	107278	131430	150751	158289	166203	174513
在建工程	22376	22978	25755	27043	28395	29815
无形资产及其他资产合计	2436	2346	2418	2539	2666	2799
资产总计	163542	195709	210051	223196	235131	248380
流动负债合计	61127	74384	68079	70640	70444	69867
长期负债合计	72928	83674	91876	96470	101293	106358
负债合计	134055	158058	159955	167110	171737	176225
少数股东权益	1791	2514	2910	3056	3208	3369
股东权益合计	29487	37651	50096	56086	63394	72155
负债和股东权益总计	163542	195709	210051	223196	235131	248380

附三: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	12252	24325	24893	27382	30121	33133
投资活动产生的现金流量净额	(24033)	(27800)	(37180)	(29744)	(28257)	(31082)
筹资活动产生的现金流量净额	11112	11083	4634	3707	2966	2373
现金及现金等价物净增加额	(684)	7725	(7385)	1346	4829	4423

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。