

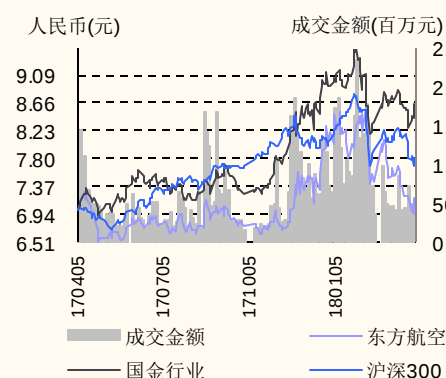
东方航空 (600115.SH) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.21 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,808.49
总市值(百万元)	104,311.29
年内股价最高最低(元)	8.59/6.51
沪深 300 指数	3898.50
上证指数	3168.90

**东航物流转让增厚业绩，收益水平改善明显**

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.312	0.439	0.564	0.754	1.017
每股净资产(元)	3.26	3.67	4.17	4.82	5.70
每股经营性现金流(元)	1.69	1.32	1.30	1.55	2.01
市盈率(倍)	22.69	18.70	12.78	9.57	7.09
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	-0.73%	40.91%	28.52%	33.55%	34.88%
净资产收益率(%)	9.55%	11.96%	13.55%	15.64%	17.85%
总股本(百万股)	14,467.59	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 年实现营业收入 1017.2 亿元，同比增长 3.21%；归母净利润 63.5 亿元，同比增加 40.91%，基本每股收益 0.44 元。基本符合预期。

经营分析

- 剥离东航物流大幅增厚业绩，收益水平微增领跑三大航：2017 年公司归母净利润高速增长，主要是因为转让东航物流 100% 股权，实现投资收益 17.54 亿。运营方面，运力投入稍有放缓，ASK 同增 9.6% (国内 9.0%/国际 11.0%)；需求平稳增长，RPK 同增 9.3% (国内 10.0%/国际 8.0%)，客座率 81.1%，同减 0.2pct (国内 0.8pct/国际-2.1pct)；下半年单位客公里收益改善明显，使得全年同增 0.39%，明显高于国航-0.45%和南航-2.0%，其中国内线增幅转正，同增 1.13%，国际同比仅下滑 1.49%，而公司 2016 年国际线下滑 14.88%，下滑幅度显著收窄。
- 成本控制战略卓有成效，中联航成为亮点：2017 年，由于国际油价均价同增 21% 以及耗油量增长，公司航油成本同比大涨 28.1%，占比 27.8%，提升 4.1pct，营业成本达到 902.9 亿元，同增 9.3%。不过公司成本控制战略效果显著，通过精简机队种类、降低人机比、提高资源使用效率等方式，单位 ASK 扣油成本同减 1.8%，同样在三大航中领先。同时，东航旗下全资子公司中联航表现亮眼，受益首都机场的溢出效应，并积极转型低成本航空公司，使得公司 2017 年实现净利润 8.1 亿元，同增 72.9%，2019 年搬迁至北京新机场后，有望进一步发挥低成本优势，贡献业绩增量。
- 飞机引进按部就班，美元负债结构进一步改善：公司截止 2017 年末，机队规模 637 架，计划 2018-20 年净增 52/62/51 架，增速为 8.2%/9.0%/6.8%。公司将注意力更多投向自身运营本身，在 2017 年进一步优化美元负债结构，减少美元负债敞口，降低汇率风险，美元带息负债比重由 44.9% 降至 28.2%，汇率敏感性为美元波动 1%，影响公司净利润 2.6 亿。

投资建议

- 公司坐拥上海两场，航线收益水平改善迅速，将充分受益于政策带来的行业供需改善，票价上涨。预测公司 2018-2020 年归母净利润 81.6 亿/109.0 亿/147.1 亿，对应 EPS 为 0.56 元/0.75 元/1.02 元，对应 PE 分别为 13 倍/10 倍/7 倍，并上调至“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。

相关报告

1. 《货运剥离拉低营收增速，航油成本压力仍在-东方航空公司点评》，2017.10.30
2. 《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

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

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	93,844	98,560	101,721	115,840	130,298	145,752
增长率		5.0%	3.2%	13.9%	12.5%	11.9%
主营业务成本	-77,146	-82,587	-90,285	-101,073	-110,186	-119,944
%销售收入	82.2%	83.8%	88.8%	87.3%	84.6%	82.3%
毛利	16,698	15,973	11,436	14,767	20,112	25,808
%销售收入	17.8%	16.2%	11.2%	12.7%	15.4%	17.7%
营业税金及附加	-178	-237	-263	-290	-326	-364
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-6,136	-5,693	-5,753	-6,371	-7,166	-8,016
%销售收入	6.5%	5.8%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-2,914	-3,019	-3,143	-3,475	-3,909	-4,373
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	7,470	7,024	2,277	4,631	8,711	13,054
%销售收入	8.0%	7.1%	2.2%	4.0%	6.7%	9.0%
财务费用	-7,269	-6,393	-1,261	-1,273	-2,109	-1,878
%销售收入	7.7%	6.5%	1.2%	1.1%	1.6%	1.3%
资产减值损失	-228	-29	-491	-29	-36	-44
公允价值变动收益	6	2	-311	0	0	0
投资收益	239	322	7,032	6,000	6,250	6,500
%税前利润	4.2%	4.9%	81.6%	55.4%	43.7%	34.0%
营业利润	218	926	7,246	9,330	12,816	17,633
营业利润率	0.2%	0.9%	7.1%	8.1%	9.8%	12.1%
营业外收支	5,453	5,581	1,374	1,500	1,500	1,500
税前利润	5,671	6,507	8,620	10,830	14,316	19,133
利润率	6.0%	6.6%	8.5%	9.3%	11.0%	13.1%
所得税	-624	-1,542	-1,800	-2,166	-2,863	-3,827
所得税率	11.0%	23.7%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	5,047	4,965	6,820	8,664	11,453	15,306
少数股东损益	506	457	468	500	550	600
归属于母公司的净利润	4,541	4,508	6,352	8,164	10,903	14,706
净利率	4.8%	4.6%	6.2%	7.0%	8.4%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,047	4,965	6,820	8,664	11,453	15,306
非现金支出	10,691	12,162	14,036	13,961	15,485	16,930
非经营收益	6,752	5,536	-1,228	-5,053	-5,589	-6,023
营运资金变动	1,443	1,825	-470	1,264	1,093	2,814
经营活动现金净流	23,933	24,488	19,158	18,836	22,442	29,028
资本开支	-28,005	-37,451	-23,642	-21,090	-19,262	-19,312
投资	-329	12	1,850	-1	0	0
其他	534	259	480	6,000	6,250	6,500
投资活动现金净流	-27,800	-37,180	-21,312	-15,091	-13,012	-12,812
股权募资	2,855	8,540	0	0	0	0
债权募资	17,681	8,702	19,770	-2,945	-4,822	-8,674
其他	-9,336	-12,340	-15,109	-3,456	-3,608	-4,002
筹资活动现金净流	11,200	4,902	4,661	-6,400	-8,430	-12,676
现金净流量	7,333	-7,790	2,507	-2,656	1,000	3,539

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,115	1,738	4,656	2,000	3,000	6,539
应收账款	7,748	6,873	6,798	7,588	8,503	9,476
存货	2,056	2,248	2,185	2,492	2,717	2,958
其他流动资产	4,159	5,018	4,654	4,607	4,662	4,721
流动资产	23,078	15,877	18,293	16,688	18,882	23,693
%总资产	11.8%	7.6%	8.0%	7.1%	7.8%	9.4%
长期投资	2,807	3,026	3,313	3,314	3,313	3,313
固定资产	154,453	176,643	192,061	201,160	206,789	210,979
%总资产	78.9%	84.1%	84.4%	85.8%	85.4%	84.1%
无形资产	13,278	13,325	12,614	12,233	11,918	11,654
非流动资产	172,631	194,163	209,171	217,807	223,120	227,046
%总资产	88.2%	92.4%	92.0%	92.9%	92.2%	90.6%
资产总计	195,709	210,040	227,464	234,495	242,002	250,739
短期借款	30,855	20,272	40,350	38,496	23,674	15,000
应付款项	15,734	16,352	16,406	17,958	19,627	23,058
其他流动负债	27,795	31,455	23,569	24,360	25,013	25,713
流动负债	74,384	68,079	80,325	80,814	68,315	63,771
长期贷款	20,408	10,604	4,924	4,924	9,924	9,924
其他长期负债	63,266	81,272	85,697	84,588	89,588	89,588
负债	158,058	159,955	170,946	170,326	167,827	163,283
普通股股东权益	35,137	47,186	53,106	60,257	69,713	82,394
少数股东权益	2,514	2,910	3,412	3,912	4,462	5,062
负债股东权益合计	195,709	210,051	227,464	234,495	242,002	250,739

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.346	0.312	0.439	0.564	0.754	1.017
每股净资产	2.674	3.262	3.671	4.165	4.819	5.695
每股经营现金净流	1.821	1.693	1.324	1.302	1.551	2.006
每股股利	0.000	0.100	0.051	0.070	0.100	0.140
回报率						
净资产收益率	12.92%	9.55%	11.96%	13.55%	15.64%	17.85%
总资产收益率	2.32%	2.15%	2.79%	3.48%	4.51%	5.87%
投入资本收益率	6.85%	5.45%	1.48%	2.91%	5.26%	7.61%
增长率						
主营业务收入增长率	4.57%	5.03%	3.21%	13.88%	12.48%	11.86%
EBIT增长率	325.64%	-5.97%	-67.58%	103.39%	88.09%	49.86%
净利润增长率	32.89%	-0.73%	40.91%	28.52%	33.55%	34.88%
总资产增长率	19.67%	7.33%	8.29%	3.09%	3.20%	3.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.1	10.2	8.5	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	10.2	9.5	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转天数	49.6	45.6	44.2	45.0	45.0	50.0
固定资产周转天数	511.2	558.3	585.4	533.4	481.6	433.5
偿债能力						
净负债/股东权益	133.43%	92.67%	106.88%	95.38%	74.67%	49.36%
EBIT利息保障倍数	1.0	1.1	1.8	3.6	4.1	7.0
资产负债率	80.76%	76.15%	75.15%	72.64%	69.35%	65.12%

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	1	2	4	12	23
增持	0	1	5	10	16
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.56	1.52	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-14	增持	6.09	N/A
2	2016-04-21	增持	6.62	N/A
3	2016-05-28	买入	6.65	8.00~8.50
4	2016-08-31	买入	6.57	N/A
5	2016-10-28	买入	6.35	N/A
6	2017-08-30	买入	6.99	N/A
7	2017-10-30	增持	6.83	N/A

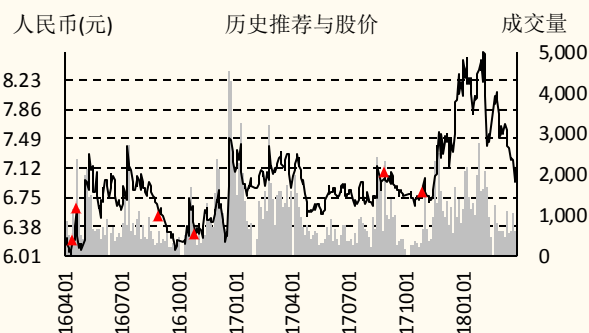
来源：国金证券研究所

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


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为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