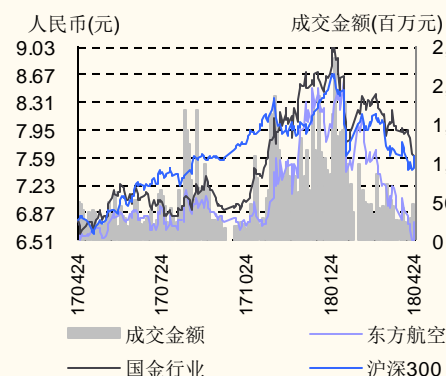


市场价格 (人民币): 6.74 元

市场培育初见雏形, 收益管理初显成效

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)	97,511.53
年内股价最高最低(元)	8.59/6.51
沪深 300 指数	3843.49
上证指数	3128.93



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	0.531	0.710	0.988
每股净资产(元)	3.26	3.67	4.13	4.74	5.59
每股经营性现金流(元)	1.69	1.32	1.28	1.52	1.99
市盈率(倍)	22.69	18.70	12.68	9.49	6.82
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%	21.02%	33.71%	39.05%
净资产收益率(%)	9.55%	11.96%	12.86%	14.98%	17.67%
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

投资逻辑

- **三大枢纽辐射全球, 倚仗基地前景广阔:** 东方航空形成了以上海两场为核心枢纽, 西安昆明为区域枢纽的基地格局, 航线覆盖全国, 依托天合联盟辐射全球。上海两场区位优势明显, 作为国际门户枢纽, 流量无需担忧, 公司在上海两场市占率达到 41%。近期上海两场准点率提升明显, 叠加 2019 年卫星厅将建成投产, 均有助于浦东机场的流量增速回升, 同时市场化全票价上涨将推升上海市场收益水平。另外两座区域枢纽不仅流量增速较快, 复合增速超过 12%, 运营效率同样行业领先, 为流量增速维持高位奠定基础。东方航空作为基地公司, 将充分受益于三大枢纽的高速发展。
- **供给增速收紧, 航线盈利改善明显:** 东航国际市场培育初见雏形, 2018 年夏秋航季国际航线投放最为谨慎, 国际线收益水平有望进一步提高。国际线 2016 年 ASK 爆发式增长, 使得收益水平大幅下降, 2017 年一区航权基本分配完毕, 国际航线供给增速放缓, 收益水平降幅大幅缩窄, 东航改善最为明显, 单位座公里收益同降 4.1% (前值-14.4%)。国内线东航将充分受益政策引导的景气度上升, 供需缺口扩大, 17 年国内座公里收益水平同增 2.1%, 并且公司开始将工作重点转向收益精细化管理, 实现客座率与票价双升。
- **油价扰动不容忽视, 汇率影响渐小:** 燃油成本是占比最大的成本项, 航司面临较大的燃油风险, 若油价上涨 20%, 东航对应 2017 年归母净利润敏感性达到 61.7%。当前时点, 油价成为航空股主要担心因素, 多项短期利多因素, 推动油价不断攀升, 征收燃油附加费预计将要到来。由于飞机燃油使用效率更高, 东航燃油附加费约可覆盖航油成本上升 81%, 高于国航和南航。汇率方面, 航司开始逐步减少美元负债比例, 试图减小汇率波动风险, 航司净利润对于汇率的敏感性正在逐步减小。

投资建议

- 东航 ROE、净利率在三大航居中, 但 PB 估值明显低估, 具有修复动力。三大基地枢纽前景广阔, 国际线前期投入进入收获期, 收益水平预计转正, 国内线受益于行业供需改善, 并开始注重收益管理, 业绩增长加速。公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.53 元/0.71 元/0.99 元, 对应 PE 分别为 13/9/7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下滑, 民航局供给超预期, 极端事件发生, 油价上涨超预期。

相关报告

1. 《东航物流转让增厚业绩, 收益水平改善明显-东方航空公司点评》, 2018.4.1
2. 《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
3. 《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

内容目录

1. 三大枢纽辐射全球，倚仗基地前景广阔.....	4
1.1 历史悠久，三大基地支撑全球网络.....	4
1.2 上海两场基地为核心，区域枢纽高效发展.....	4
2. 供给增速收紧，航线盈利改善明显.....	8
2.1 国际市场培育初见雏形，收益水平行业领先.....	8
2.2 国内线受益行业景气度改善，开始转向收益管理.....	12
3. 油价扰动不容忽视，汇率影响渐小.....	16
4. 东航航空主要财务指标三大航居中.....	19
5. 估值与盈利预测.....	20
6. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：东方航空基地示意图.....	4
图表 2：上海两场时刻市占率东航绝对领先.....	5
图表 3：上海两场旅客吞吐量超越北京.....	5
图表 4：浦东机场国际旅客吞吐量长期高于首都机场.....	5
图表 5：上海两场准点率提升明显（单位：%）.....	6
图表 6：2018 年夏秋航季航司可上调全票价航线条数.....	6
图表 7：上海航线提价东航敏感性测算.....	7
图表 8：西安咸阳机场时刻市占率.....	7
图表 9：昆明长水机场时刻市占率.....	7
图表 10：西安和昆明机场流量增速较快.....	7
图表 11：西安和昆明机场流量排名靠前.....	7
图表 12：调增机场容量标准.....	8
图表 13：调减机场容量标准.....	8
图表 14：西安和昆明机场准点率不低于 80%的月份全国排名靠前.....	8
图表 15：三大航国际线 ASK 增速.....	9
图表 16：三大航座公里收益.....	9
图表 17：东航国际线单位座公里收益长期领先.....	9
图表 18：东航国际线短距离航班占比较高.....	10
图表 19：2018 年夏秋航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算.....	10
图表 20：中美航权允许航班班数.....	11
图表 21：中国航司美国航线班数分布情况.....	11
图表 22：2018 年夏秋航季三大航国际航线 ASK 计划增速.....	11
图表 23：东方航空 2018 年夏秋航季国际航班航程分布.....	12
图表 24：三大航近两年客座率.....	12
图表 25：2017 年三大航国内单位座公里收益水平转正.....	13

图表 26: 2018 年夏秋航季三大航国内航线 ASK 计划增速.....	13
图表 27: 2018 夏秋航季主要一线航线机型比例.....	14
图表 28: 东方航空运力投入占比.....	15
图表 29: 航空业航班执行率稳步上升.....	15
图表 30: 2017 年东方航空暑运客座率同比下降.....	15
图表 31: 三大航整体单位客公里收益东航转正.....	16
图表 32: 三大航整体单位座公里收益增速东航领先.....	16
图表 33: 三大航燃油成本占比.....	17
图表 34: 布伦特油价.....	17
图表 35: 三大航燃油敏感性测算.....	17
图表 36: 东方航空国际航线燃油附加费征收情况.....	18
图表 37: 东方航空国际人均航线燃油附加费.....	18
图表 38: 燃油附加费可覆盖东方航空航油成本上涨 81%.....	18
图表 39: 三大航汇率敏感性逐步减弱.....	19
图表 40: 三大航杜邦分析相关指标.....	19
图表 41: 东方航空 pe band.....	20
图表 42: 东方航空 pb band.....	20
图表 43: 2018 年国内线单位客公里收益预测.....	21
图表 44: 东方航空内生增长测算.....	21

1. 三大枢纽辐射全球，倚仗基地前景广阔

1.1 历史悠久，三大基地支撑全球网络

- 东方航空总部位于上海，作为中国国有控股三大航空公司之一，前身可追溯到 1957 年原民航上海管理处成立的第一支飞行中队。在经历了多次飞行队伍整编后，1988 年中国东方航空公司成立。1994 年 12 月，原东方航空上海总部和子、分公司整体改制为股份公司，成立东方航空集团公司。2002 年，原东航集团与中国西北航空公司、云南航空公司联合重组，分别获得西安和昆明基地，组建中国东方航空集团公司，成为我国三大骨干航空运输集团之一。2010 年，东方航空吸收合并上海航空，消除了同城竞争，使得东方航空在上海两场的份额占据绝对优势。

目前，东方航空形成了以上海两场为核心枢纽，西安昆明为区域枢纽的基地格局，航线覆盖全国，并依托天合联盟合作平台构建起辐射至 177 个国家、1074 个目的地的航空运输网络，为全球旅客提供优质便捷的航空运输及延伸服务。

图表 1：东方航空基地示意图

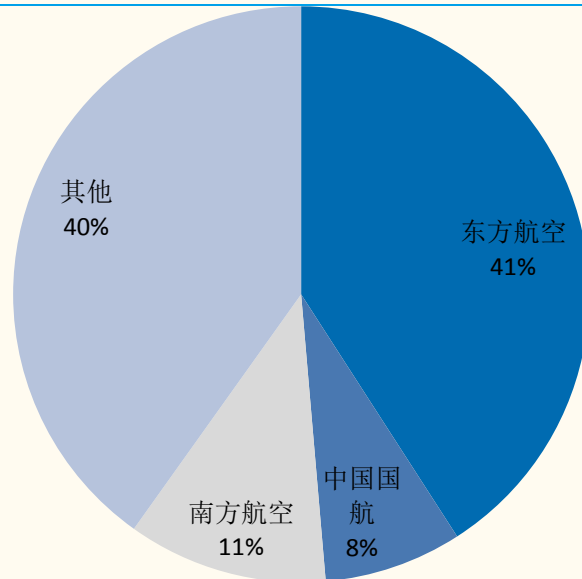


来源：Variflight、公司公告、国金证券研究所

1.2 上海两场基地为核心，区域枢纽高效发展

- 以上海两场作为核心枢纽和主基地，东方航空在虹桥和浦东机场市占率处于绝对领先地位，坐拥上海优良地理位置，公司上游资源质量在行业内数一数二。通过计算 2018 年夏秋航季航班时刻计划表，东方航空在上海两场市占率达到 41%，中国国航和南方航空仅为 8% 和 11%（此计算以时刻为口径，包含国内、国际航班以及国外航空公司在上海两场所经营航班，以下时刻市占率计算相同）。

图表 2：上海两场时刻市占率东航绝对领先

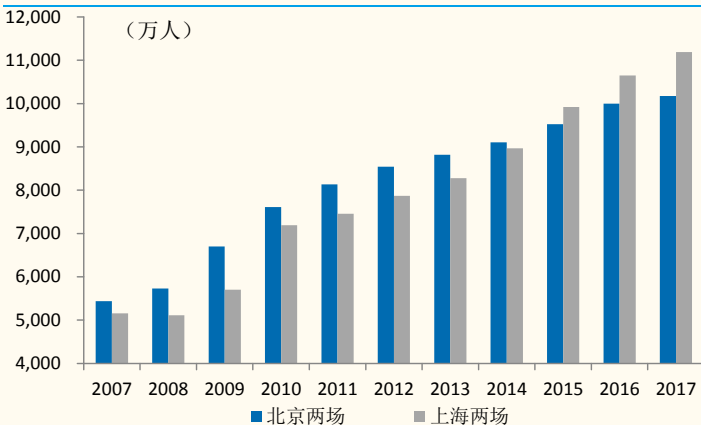


来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

- **上海机场区位优势明显。**作为国际特大型城市以及我国门户枢纽，拥有巨大的旅客体量，上海两场的流量无需担忧，作为主基地的东方航空将充分受益于上海两场的巨大航空出行需求。2017年，上海两场旅客吞吐量1.12亿人次，早已超过北京首都和南苑机场旅客吞吐量之和，成为我国航空出行需求人次最多的城市。

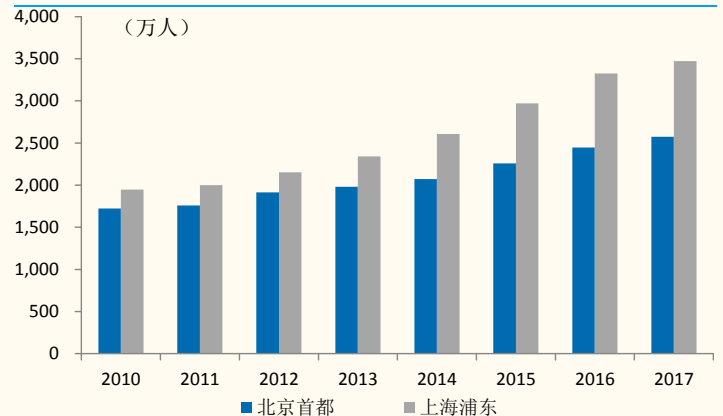
与此同时，浦东机场作为国际复合枢纽，国际旅客吞吐量全国领先，为东方航空打造国际航线网络奠定良好基础。2017年，浦东机场国际和地区旅客吞吐量3472万人次，同比增长4.4%，而北京首都为2574万人次，上海及长三角区域的国际出行需求成为东方航空发展国际航线的有力保障。

图表 3：上海两场旅客吞吐量超越北京



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：浦东机场国际旅客吞吐量长期高于首都机场



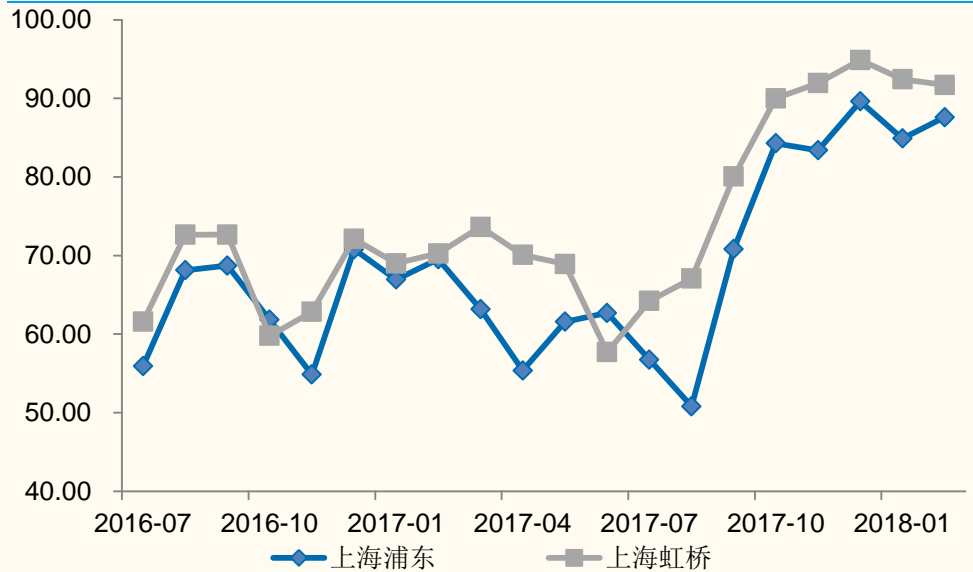
来源：Wind、国金证券研究所

- 2017年，上海两场流量增速放缓。由于浦东机场经营数据长期不达标，受到民航局处罚，停止受理航空公司在浦东机场的客运加班、包机和新增航线航班申请，并且虹桥机场由于产能饱和，时刻增量稀少，上海两场整体流量增速较慢，2017年旅客吞吐量同比增长5.1%，相比2016年下降2.2pct。

但是预计2018年浦东机场的流量增速会有所回升。在2017年10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》后，浦东机场准点率等经营指标有明显提升，从2017年8月51%跳升至10月84%，并保持在83%以上水平。预计2018年5月处罚将取消，

有助于浦东机场的流量增速回升。另外，2019 年末，浦东机场卫星厅将建成投产，届时我们预计流量增速将进一步提高，东方航空优势将更为明显。

图表 5：上海两场准点率提升明显（单位：%）



来源：Wind、国金证券研究所

- 市场化全票价上涨将推升上海市场收益水平。2018 年 1 月，国家发改委、民航局发布的最新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出台后，将新增市场调节航线 306 条，总计达到 1030 条，并且所有一线城市（北上广深）互飞航线均由市场调节，21 个主协调机场的互市场调节飞航线超过 85%。

根据飞常准数据，目前从上海出发直飞国内航线共 231 条，本次票价市场化新增航线之前，共有 31 条上海航线处于可提高全票价航线池中，本次市场化改革，新增 21 条。至此，上海通往 21 个主协调机场航线均进入市场化票价池，市场化航线质量明显提高（除上海-杭州距离较近，无航线开通外）。按客流量计算，新增的 21 条航线占比达到浦东机场旅客吞吐量 43%。

根据民航局票价市场化新规则，每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本航司上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%，每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。按此计算，东航 2018 年可上调共 46 条航线。我们认为，上海市场需求旺盛，目前全票价均远低于均衡价格约 50%，提价确定性较高，东航上海市场收益水平将有明显提高。

东航目前收入最高的 46 条航线中，上海市场占据 8 条。票价敏感性测算中，我们假设目前票价折扣平均为 8 折，各航线旅客量为 2015 年数据按上海两场增速计算。如果此 8 条航线全票价提价 10%，并且折扣率不变，将增厚东航收入 10.6 亿元，对应 2017 年净利润弹性达到 12.6%。

- 东方航空在上海两场的优势，将为公司带来航空需求的保障以及未来 2~3 年不断提升的收益水平。

图表 6：2018 年夏秋航季航司可上调全票价航线条数

	中国国航	南方航空	东方航空	春秋航空	吉祥航空
2018年之前放开航线	147	157	168	12	37
2018年放开航线	162	203	141	21	44
共放开航线	309	360	309	33	81
2018夏秋可上调航线	46	54	46	10	20

来源：CAAC、国金证券研究所

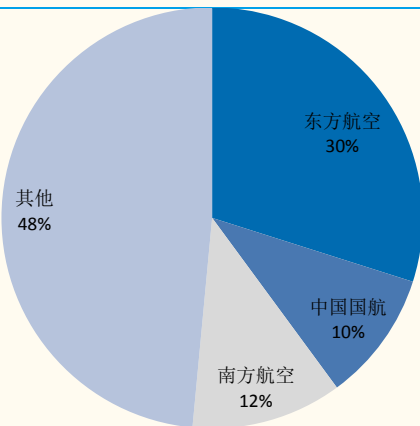
图表 7：上海航线提价东航敏感性测算

	市占率	全票价	旅客人数 (万)	折扣票价	提价10%	增厚收入 (百万)
上海-北京	51%	1240	428.7	868	954.8	372.11
深圳-上海	23%	1400	126.0	980	1078	123.51
上海-昆明	45%	2340	94.6	1638	1801.8	155.03
上海-成都	31%	1760	111.5	1232	1355.2	137.35
上海-广州	18%	1350	92.1	945	1039.5	87.01
西安-上海	41%	1390	107.2	973	1070.3	104.29
上海-重庆	22%	1550	61.8	1085	1193.5	67.09
珠海-上海	17%	1510	16.2	1057	1162.7	17.17
合计			1038.2			1063.57
2017年净利润敏感性						12.6%

来源：CAAC、OTA 网站、国金证券研究所

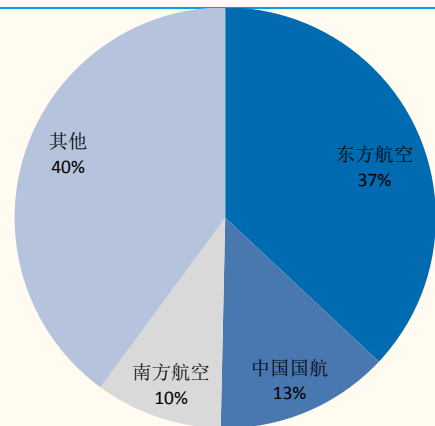
- 东方航空在区域枢纽基地优势同样明显。以时刻为口径计算 2018 年夏秋航季航班时刻计划表，东方航空在西安咸阳机场和昆明长水机场市占率分别达到 30%和 37%，远远高于国航的 10%和 13%以及南航的 12%和 10%。

图表 8：西安咸阳机场时刻市占率



来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

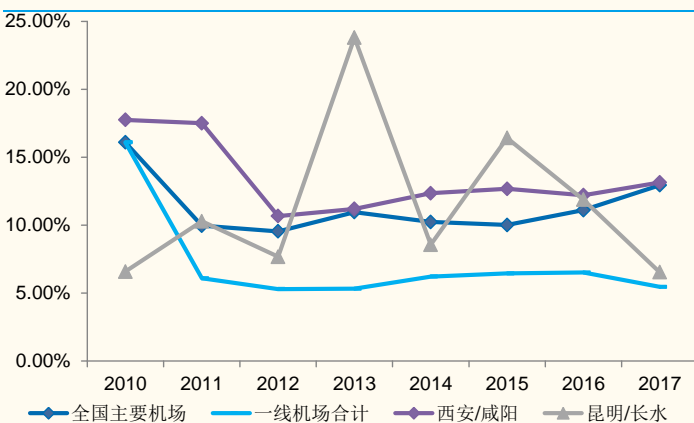
图表 9：昆明长水机场时刻市占率



来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

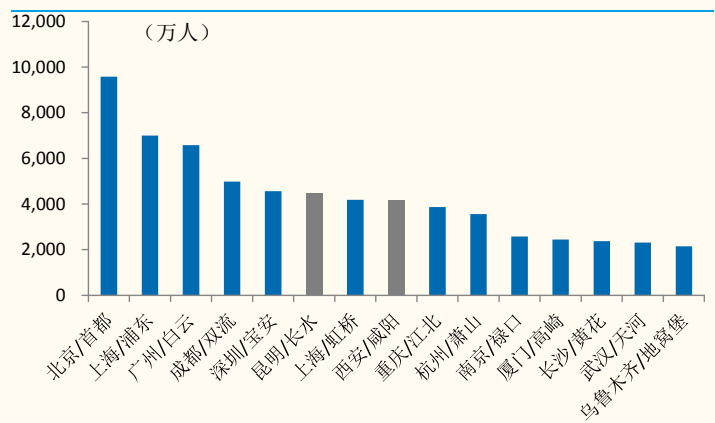
- 西安咸阳机场和昆明长水机场虽然在胡焕庸线东南侧，并且属于 21 个主协调机场，但地理位置仍处于空域资源较为剩余的偏西部区域，西安为国家“一带一路”战略的西北门户，昆明为东南亚门户，流量增速明显高于主要一线机场和行业水平。2010 年以来，旅客吞吐量复合增速达到 12.0%和 12.8%，远远高于北上广深一线机场 5.9%的复合增速，同样也快于全国主要机场，其旅客吞吐量复合增速为 10.7%。目前，昆明长水机场和西安咸阳机场旅客吞吐量以超过 4000 万人次，分别排名第 6 和第 8。

图表 10：西安和昆明机场流量增速较快



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：西安和昆明机场流量排名靠前



来源：Wind、国金证券研究所

- **两座区域枢纽不仅流量增速较快，运营效率同样行业领先，为流量增速维持高位奠定基础。**民航局 2017 年 10 月发布的《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》（以下简称《措施》）中，确定了机场容量增减标准，若要调整机场高峰小时容量，需要最近一年内未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件，并且机场航班放行正常率至少有 9 个月不低于 80%。

图表 12：调增机场容量标准

条件1	最近一年内未发生机场、空管等原因导致的严重不安全事件。
条件2	机场航班放行正常率至少有9个月不低于80%。
备注：必须同时满足两个条件方可调增机场容量	

来源：CAAC，国金证券研究所

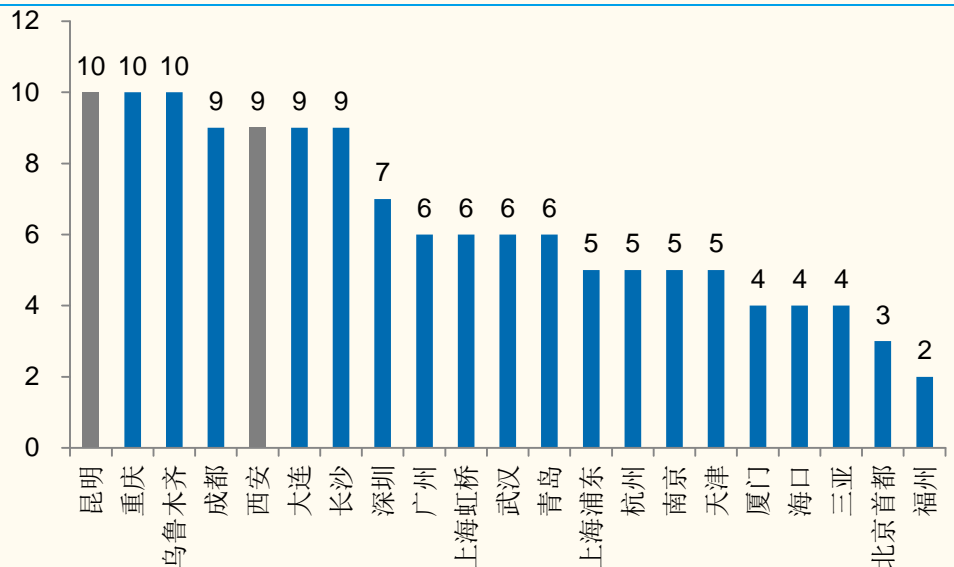
图表 13：调减机场容量标准

情形1	机场航班放行正常率在最近一年内、有9个月低于70%。
情形2	因机场不停航施工、机场净空环境受到破坏等原因导致机场保障能力明显下降。
备注：存在其中一个情形应该调减机场容量	

来源：CAAC，国金证券研究所

西安和昆明机场长期维持高位，在《措施》颁布之前，准点率水平就多数超过 80%。2017 年 3 月至 2018 年 2 月间，西安和昆明机场准点率不低于 80% 的月份分别为 9 个月和 10 个月，达到调增机场容量的标准。若西安和昆明机场容量调整，有利于流量增速高速增长，市占率绝对领先的东方航空将充分受益，推动公司航空需求进一步增长。

图表 14：西安和昆明机场准点率不低于 80% 的月份全国排名靠前



来源：Wind、国金证券研究所

- **总结：**东方航空以上海两场为核心枢纽，西安昆明为区域枢纽，航线覆盖全国。上海枢纽地域优势显著，客流量全国领先，准点率改善后，流量增速将会回暖，航空需求旺盛，为票价上涨提供保证；区域枢纽流量增速优于全国水平，运营效率长期维持高位。东方航空作为基地公司，将充分受益于枢纽的高速发展，有利于公司持续提升收入和盈利水平。

2. 供给增速收紧，航线盈利改善明显

2.1 国际市场培育初见雏形，收益水平行业领先

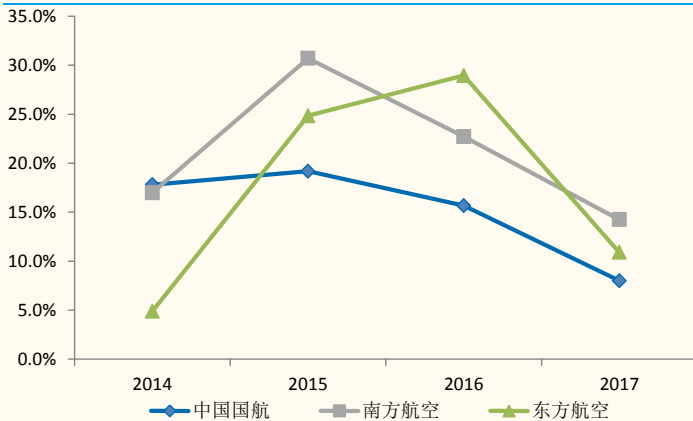
- 2016 年由于我国出境游爆发以及航司抢占中美中欧航权，各大航空公司均加大国际长航线的投入，国际航线 ASK 爆发式增长，使得国际线收益水平大幅下降。2017 年，伴随航权逐渐分配完毕，航司逐渐将新增运力投放至国内以及亚洲等短距离国际航线，航司国际航线供给增速限制放缓，收益水平降幅大幅缩窄，这其中以东航表现最为明显。

- 2016 年，东方航空国际航线 ASK 同比增长 28.9%，但由于供给增长过快，为了培育市场，吸引流量，东航国际航线收益水平下降幅度在三大航中最大，单位座公里收益同比下降 14.4%。

进入 2017 年，随着一区中美航线航权分配完毕，我国航司国际线运力投放放缓，东航国际长航线培育已接近成熟，国际线 ASK 增速下降至 10.9%，相比 2016 年增速下降 18.0pct，下降幅度在三大航中最大。

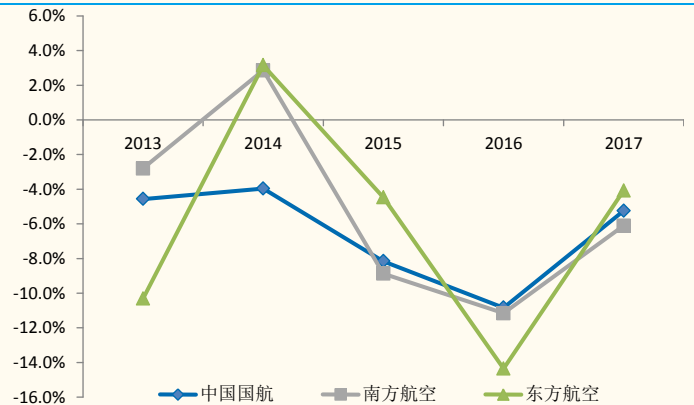
供给增速下降使得国际航线供需情况得到改善，三大航国际线收益水平降幅明显缩窄。通过之前抢占以及培育国际市场，东航是三大航中国际线收益水平改善最为明显的航司。2017 年，东航国际线单位座公里同比下降 4.1%，与 2016 年相比降幅缩窄 10.3pct，国航与南航分别同比下降 5.3% 和 6.1%。

图表 15：三大航国际线 ASK 增速



来源：公司公告，国金证券研究所

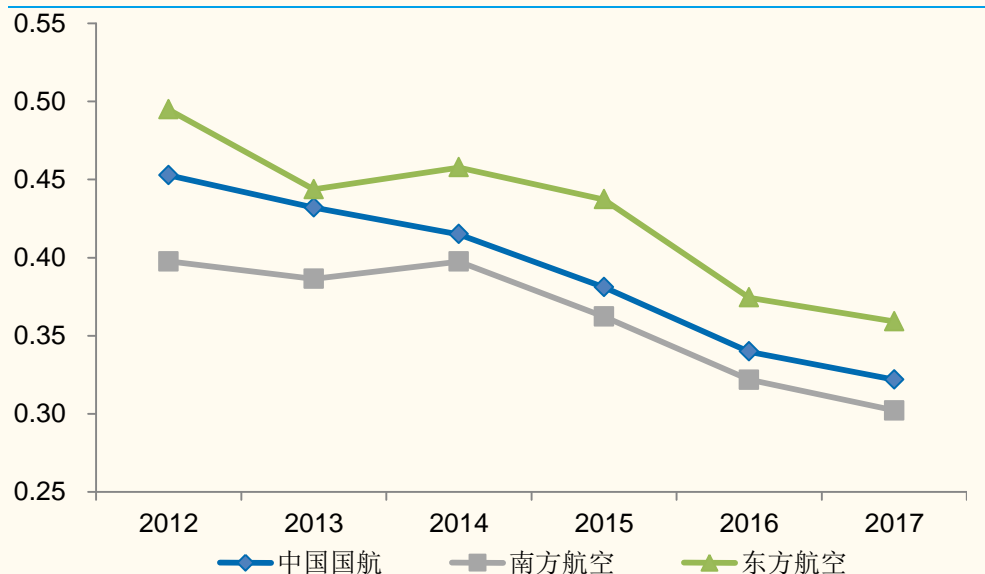
图表 16：三大航座公里收益



来源：公司公告，国金证券研究所

- 不仅国际线单位座公里收益增速东航改善最为明显，从绝对值角度东航长期在三大航中领先。2017 年，东航国际线单位座公里收益 0.36 元，高于国航的 0.32 元和南航的 0.3 元。

图表 17：东航国际线单位座公里收益长期领先



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，这或是因为东航短航距国际航班占比较高，带动单位收益水平高于兄弟航司。虽然在近年增大中美等长航距航线运力投放，但国际航班中，4 小时以内航班占比仍然是三大航中最高的，2017 年夏秋航季每周

1696 班，航班量占比国际航班达到 64.4%，国航和南航为 52.3%和 61.1%。这些航班多为日韩航班或飞往东南亚相邻国家。

图表 18：东航国际线短距离航班占比较高

	中国国航	南方航空	东方航空
4小时以内	982	1556	1696
占比	52.3%	61.1%	64.4%
4-10小时	454	741	570
占比	24.2%	29.1%	21.6%
10小时以上	440	248	367
占比	23.5%	9.7%	13.9%
合计	1876	2545	2633

来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

- 展望 2018 年，我国民航国际航线运力投放速度将进一步降低，供需改善继续，国际航线收益水平或将转正，有利于东航国际航线收益水平继续好转。

通过计算 2018 年夏秋国内航空公司国际航班正班计划表，我们可以很明显的发现民航业国际航线供给增速下滑。计算过程中，为了得到航班计划表中实际的 ASK 增速，我们进行了进一步的测算。关于计算座位数，我们假设宽体机平均座位数为窄体机的 2 倍，得出冬春航季座位数总和，再除以航班量，得到平均座位数，再计算得出座位数增速；关于航距，我们借用航行时间作为替代指标计算航距，在计算时每段航班减去 30 分钟作为起飞和降落的盘旋时间，加总所有航班航距后，同样除以航班量，得到平均航距，再计算得出航距增速。按照以上算法，我们分别得出了国内航空公司的国际航线 ASK 供给增速。

2018 年夏秋航季国际航线 ASK 同比增速预计为 12.6%，相比 2017 年夏秋 22.5%的增速下降 9.9pct，其中下降的主要原因是航班量和航距增速的下滑。2018 年夏秋航季预计航班增速为 7.4%，与 2017 年同期相比下降 3.8pct，航司将更多的国际航班投放至一线机场（北上广深），此类机场国际航班增速维持高位，意图在需求更旺盛的市场获得更高的收益；2018 年夏秋航季航距同比增长 4.2%，与 2017 年同期相比下降 4.1pct，可以看到一线机场与其余机场存在分化，一线机场 2018 年夏秋航季航距预计同比下降 3.5%，2017 年同期增速为 5.9%，说明 2018 年一线机场长距离航班增量较少，航司将更多的国际运力投放到了日韩泰等短距离航线，而在其余机场，航距增速有明显提升，从 2017 年夏秋航季的 11.6%，预计提高至 19.4%，说明在其余机场仍有部分长航距航权可供使用。

图表 19：2018 年夏秋航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算

国际航线	2018 夏秋				2017 夏秋			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK 增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK 增速
全国机场	7.4%	1.9%	4.2%	12.6%	11.2%	0.8%	8.3%	22.5%
一线机场	12.7%	2.9%	-3.5%	8.6%	13.7%	-0.5%	5.9%	20.6%
其余机场	-0.2%	-2.4%	19.4%	24.5%	7.9%	2.2%	11.6%	28.5%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 以中美和中欧航权为例，民航局将中国大陆分为三个区，将航权分配至三个大区。一区包括北上广；二区为除广州外的广东地区、浙江、江苏、天津、山东、河北、福建；三区为中国大陆一区与二区以外其他所有地区。

目前中美航权中，一区中方共有 180 班/周，美方 160 班/周，二区中方与美方各有 28 班/周，三区无班次限制。中方一区中美航权已全部分配完毕，根据 2018 年夏秋航季航班计划表，其中一区国航 68 班/周、东航 46 班/周、南航 33 班/周、海航 33 班每周，美方已实际在一区开辟 156 班/周，剩余航权较少。二区方面，中方 28 班的航权同样已经分配完毕，其中中国航 3 班/周、厦航（南航控股）12 班/周、东航 6 班/周、川航 7 班/周，但美方在二

区航权还有约 25 班/周剩余，目前并无大量开设新航班计划。由于三区无中美航班限制，这或是其余机场航距高速增长的原因。

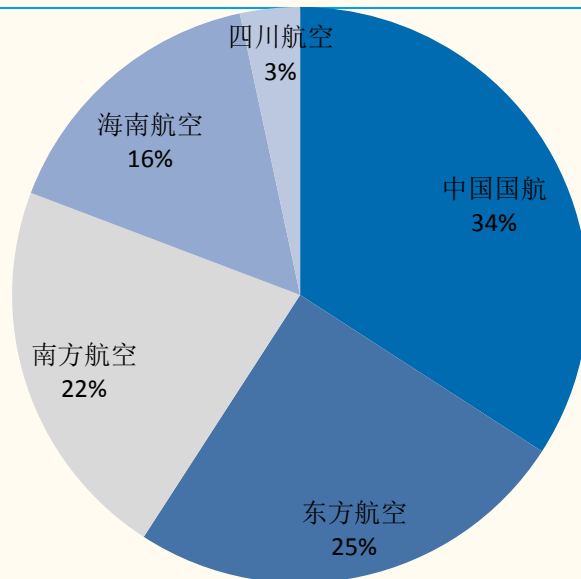
中英航权方面，中英各有 100 班/周的航权份额，目前中方 2018 年夏秋航季共执行 53 班/周，尚有部分余额，每年约新开一条航线，即每周 7 班。中法两国航空公司每周约 300 班，中德每周约 100 班，均已保持较为稳定的增速。

图表 20：中美航权允许航班班数

中国大陆分区		中方（班/周）	美方（班/周）
一区	北京、上海、广州	180	160
二区	广东（除广州）、浙江、江苏、天津、河北、福建	28	28
三区	除一区/二区外所有地区	无限制	无限制

来源：CAAC、国金证券研究所

图表 21：中国航司美国航线班数分布情况



来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

- 对于东航来说，2018 年夏秋航季国际航线投放最为谨慎，计算 2018 年夏秋航季国际航线计划表，预计 ASK 国际线同比增长仅为 2.3%，三大航中最低，我们预计将把工作重点转移至收益精细化管理，提高收益水平。同时，将所有航班投放至 4~10 小时航程的航线，并大幅减少 4 小时以内竞争过于激烈的航线和 10 小时以上航线，优化航线网络，将运力投放至回暖的日韩泰航线，有利于公司国际线座公里收益水平领先优势进一步拉大。

图表 22：2018 年夏秋航季三大航国际航线 ASK 计划增速

国际航线	2018夏秋				2017夏秋			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速
中国国航	4.1%	2.8%	3.7%	9.3%	7.5%	-0.8%	5.7%	13.3%
南方航空	5.6%	1.0%	4.9%	10.3%	7.2%	1.7%	6.7%	17.9%
东方航空	1.5%	0.4%	1.3%	2.3%	8.1%	1.0%	12.4%	24.1%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 23：东方航空 2018 年夏秋航季国际航班航程分布

	中国国航	南方航空	东方航空
4小时以内	947	1606	1629
增加	-35	50	-67
4~10小时	558	798	687
增加	104	57	117
10小时以上	447	283	357
增加	7	35	-10
合计	1952	2687	2673
增加	76	142	40

来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

- 总体来说，经过 2016-2017 年的长航线航权抢占以及国际线运力高速投放之后，中美中欧市场格局趋于稳定，日韩泰航线票价回暖，国际市场整体收益水平止跌企稳，东航 2018 年国际线投入趋于稳健，充分享受行业国际线 ASK 增速大幅收窄，供需改善带来的盈利改善，收益水平或将转正。国际线偏弱的是澳洲航线，或由于航司运力投放过快，导致澳洲市场收益水平下降，部分拉低国际线盈利。

2.2 国内线受益行业景气度改善，开始转向收益管理

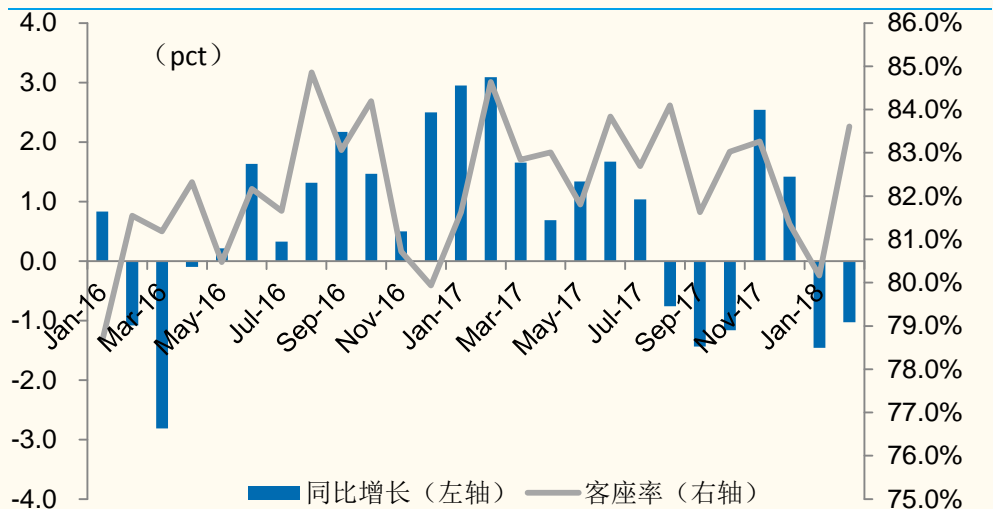
- 2017 年上半年，航空业需求旺盛，国内市场客座率提升明显，景气度的提高同样带动了国内线收益水平的上升。但进入下半年，由于天气和准点率等原因，民航需求下降，拖累了 2017 年全年客座率和单位客公里收益。

之后在 2017 年 10 月底民航局出台了 115 号文，从政策上为航空业景气度再次提升提供了帮助。由于对一线机场时刻总量进行控制，间接限制了航空公司国内线运力投放，同时需求回到高位，航空业景气度将不断提升。我们认为，此轮由政策引导的景气度上升将在今年夏秋航季充分体现，届时客座率与票价双升，航空公司业绩将进入上行通道。

东方航空作为上海两场主要基地公司，此轮供需改善的行业大环境将对公司收益水平形成利好，并且公司开始将工作重点偏向收益管理，试图将盈利最大化，同样将使得公司收益水平得到明显提升。

- 三大航客座率从 2016 年 5 月转正后，涨幅持续攀升，航空业景气度好转，2017 年上半年，三大航国内线客座率达到 82.9%，同比增长 1.9pct，并且创下了 2013 年来最高水平。国航、南航、东航分别同比增长 1.0pct、2.7pct、1.7pct。

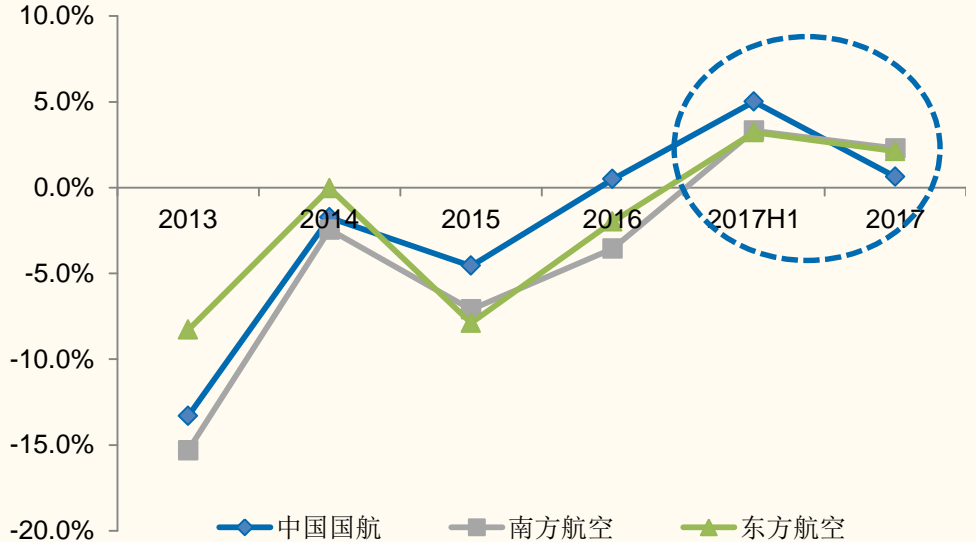
图表 24：三大航近两年客座率



来源：Wind、国金证券研究所

景气度的上升部分传导到航司的收益水平，单位座公里收益在 2017 年上半年转正，并实现了较大涨幅，国航、南航、东航 2017 年上半年单位座公里收益分别同比增长 5.0%、3.3%、3.2%。不过由于 2017 年旺季准点率和天气等外部原因，国内线景气度下降，客座率同比为负，拉低了 2017 年全年的收益水平。2017 年国航、南航、东航单位座公里收益分别同比增长 0.6%、2.3%和 2.1%。

图表 25：2017 年三大航国内单位座公里收益水平转正



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2018 年东方航空将继续借助行业景气度向上的背景，收益水平进一步上升。由于民航局对一线机场时刻总量进行控制，间接限制了航空公司国内线运力投放，供需改善将在暑运旺季得到充分体现。

在分析国内航线供需时，因为民航局时刻供给主要是针对较为饱和的一线机场，所以我们将国内市场分为一线机场航线（起飞或降落有一端在北上广深机场的航班）和其余机场航线，探讨不同类型机场的航司供给情况是否会有不同。

我们发现，2018 年夏秋航季国内航线整体计划 ASK 同比增长 8.9%，并未有收缩，反而同比增加 0.4pct，一线机场和其余机场的航司国内航线 ASK 计划投入存在分化。

图表 26：2018 年夏秋航季三大航国内航线 ASK 计划增速

国内航线	2018 夏秋				2017 夏秋			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK 增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK 增速
全国机场	6.1%	0.4%	2.6%	8.9%	8.3%	-0.1%	0.1%	8.5%
一线机场	-0.1%	1.2%	0.8%	2.2%	1.9%	0.1%	1.5%	3.2%
其余机场	10.0%	0.2%	4.4%	14.2%	12.8%	0.1%	-0.5%	13.1%

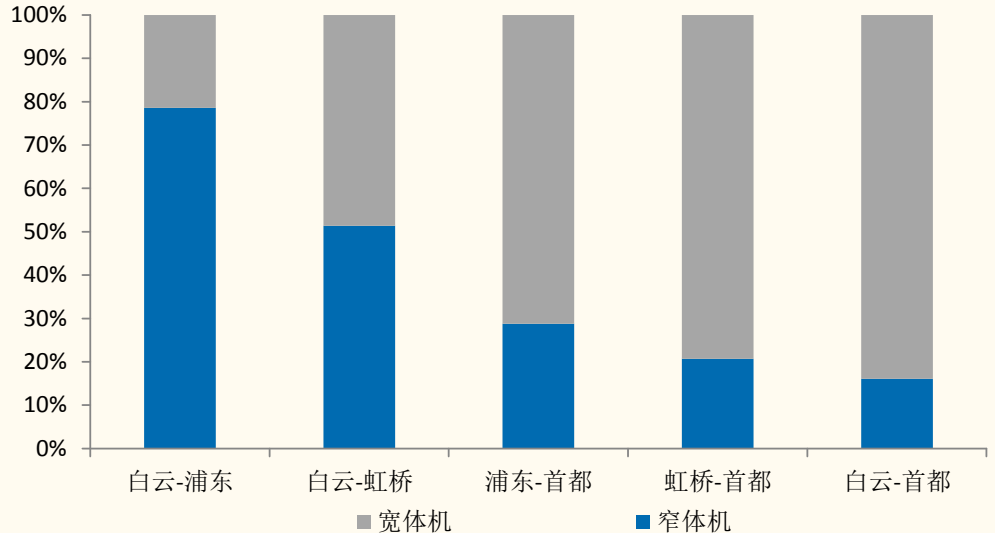
来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

对于在一线市场的国内航线，ASK 供给增速由 2017 夏秋航季的 3.2% 下降至 2018 夏秋航季的 2.2%，降幅较大，基本符合预期。细看增幅下降原因，1) 航班量增速下降是主要原因，同比下降 0.1%（前值 1.9%），虽然受到首都机场 2017 年 4 月中跑道大修低基数影响，但时刻增速放缓为国内一线机场 ASK 增速缩窄奠定基础。2) 平均座位数增速明显提升，同比上升 1.2%（前值 0.1%），弥补了部分由于航班量增速下滑带来的 ASK 增速下降。我们认为，这是由于国内一线市场需求旺盛，航空公司希望通过更多的使用大飞机满足国内出行需求，并且 2017 年是三大航宽体机净引进高峰，有较多飞机可以投放至国内线。不过伴随宽体机引进速度放缓、国内航线宽体机继续投放比例有限以及国际线需求复苏，投放至国内航线的宽体机比例将逐渐减小，平均座位数增速下滑，进一步拉低 ASK 增速。3)

平均航距增速为 0.8% (前值 1.5%)，略有下降，说明航司在一线机场更多的考虑航线网络结构和经济效益的优化，对于开辟长航线意愿降低。

整体来看，航班量下降较多，是 2018 夏秋航季一线机场国内航线供给收缩主要原因，并且在准点率提升以及航空基础设施大幅投产前，此趋势存在延续性。虽然航空公司提高一线市场宽体机比例，但考虑到一线机场 2017 年 5.4% 的旅客吞吐量同比增速供不应求，一线机场国内航线仍存在较大供需缺口。

图表 27：2018 夏秋航季主要一线航线机型比例



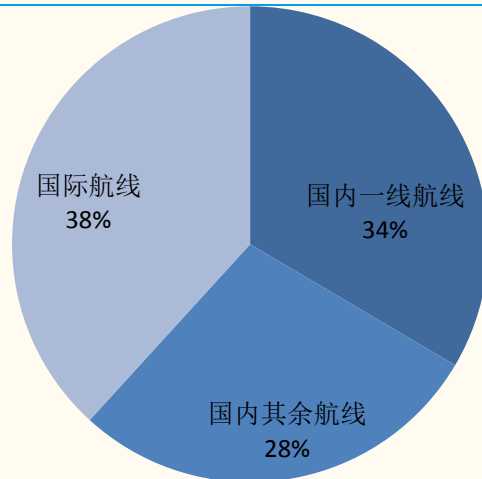
来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

对于其余机场航线，ASK 供给增速由 2017 年夏秋航季的 13.1% 提升至 2018 夏秋航季的 14.2%。分析原因：1) 对于二三线机场，航班增速高位稍有回落，2018 夏秋航季计划时刻增速为 10.0% (前值 12.8%)。2) 平均座位数增速稍有提高，本航季同比增长 0.2%，2016/17 冬春航季为 0.1%。3) 平均航距增速较大，本航季同比增长 4.4% (前值-0.5%)。说明在二三线市场，航空公司希望在国内新增一些与高铁竞争较少的长航线，减弱高铁分流的影响。

整体来看，国内航线其余机场 2017/18 冬春航季计划供给增速略有上升，维持高位，14.2% 的 ASK 同比增速，相比 2017 年其余机场旅客吞吐量增速 14.2%，并没有呈现明显的供需缺口。航司在一线机场航班总量受限的背景下，投入更多运力在二三线市场，并且目前宽体机比例较低，短距离航线与高铁竞争激烈，二三线市场 ASK 增速继续缩窄趋势有限。

- 所以国内一线机场航线供需缺口较大，票价提升确定性较高，而其余航线票价上涨并没有足够的支撑。对于东航来说，国内一线航线运力投入占比自身预计 2018 年夏秋航季达到 33.5%，将充分受益于一线市场的供需缺口，在航空旺季量价双升，收益水平进一步提高。

图表 28：东方航空运力投入占比



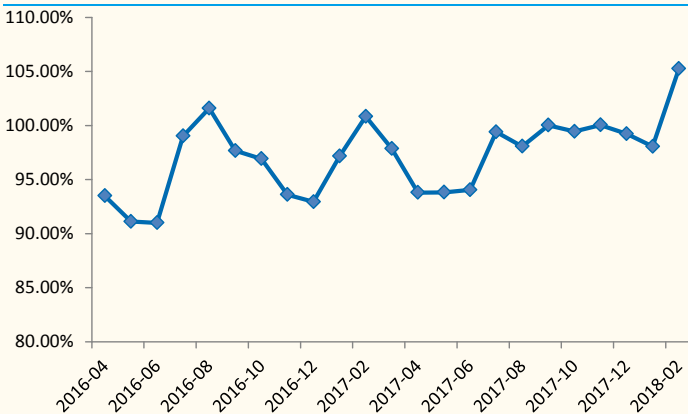
来源：民用航空预先飞行计划管理系统、国金证券研究所

- 对于 2018 年暑运旺季来说，低基数效应将为东方航空量价锦上添花。2017 年暑运期间，由于天气等原因准点率较低，虽然影响了航班执行率，ASK 增速处于全年较低水平（2 月由于春节错峰原因 ASK 同比增长仅 2.4%），但对于旅客需求的影响更为负面，三大航 2015 年来首次出现三季度客座率同比下降的局面，降幅达 0.7pct。东方航空 2017 年 7~9 月 ASK 同比增长 9.3%，RPK 同比增长 7.2%，使得客座率仅为 81.6%，同比下降 1.6pct，2015 年和 2016 年同期分别同比提升 2.4pct 和 0.7pct。

市场存在担心之心率提升拉高行业 ASK 增速。但我们发现，若将执行率因素时间范围拉长到整个夏秋航季，我们可以发现，在民航新政实行之前，航空业整体执行率即维持上升趋势，2016 年夏秋航季执行率为 96%，2017 年夏秋航季为 97%，实际航班增速为 9.4%，小幅高于计划增速 8.3%，即使 2018 年夏秋航季执行率达到 99%，实际航班增速仍将下降 1.1pct，为 8.3%。

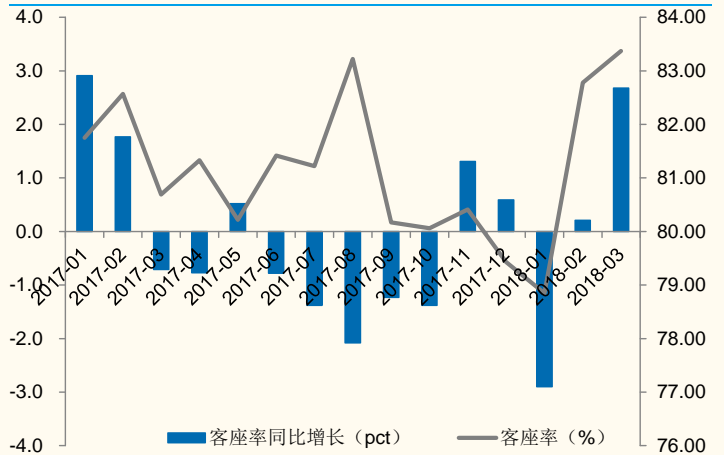
由于 2017 年暑运需求下降造成的低基数，将进一步推动东航客座率和收益水平在 2018 年夏秋有比较好的表现。

图表 29：航空业航班执行率稳步上升



来源：民航局，国金证券研究所

图表 30：2017 年东方航空暑运客座率同比下降



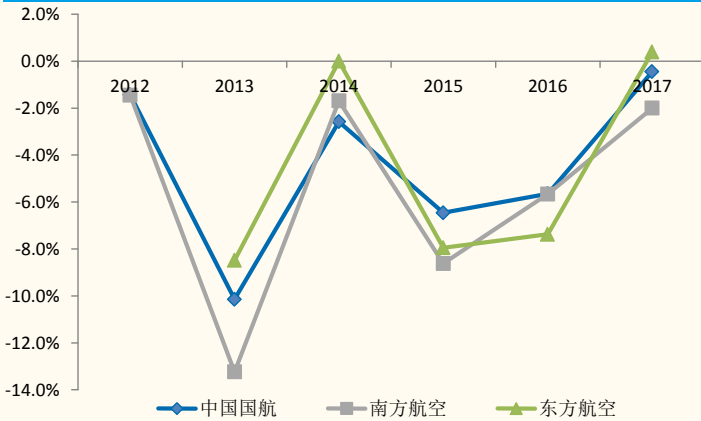
来源：Wind，国金证券研究所

- 东方航空国内线在受益于行业供给收缩、供需缺口的影响外，公司开始加强精细化收益管理，优化航线结构与不同价格机票投放结构，在客座率牺牲控制在可承受范围内，试图将较高的客座率转化为收益水平的提高，实现盈利最大化。

2017 年以前，东航工作重点更多的放在扩张市场与开辟培育新航线，收益水平下降幅度较大，2016 年单位座公里收益同减 6.5%，国航和南航分别

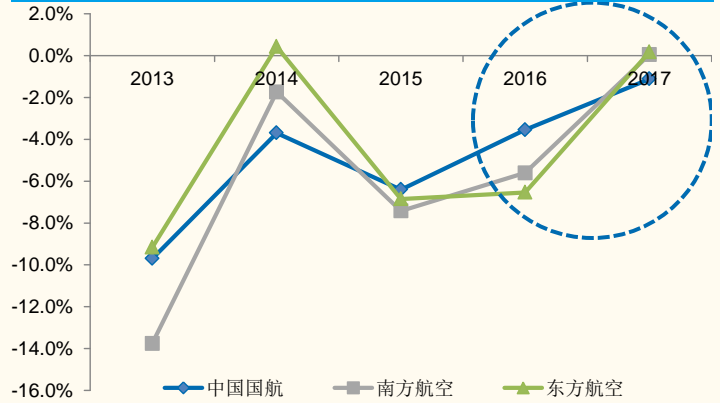
为同减 3.6%和 5.6%。精细化管理工作在 2017 年已经初见成效，东航是三大航中唯一整体单位客公里收益正增长的航司，并且客座率仅有小幅下降，最终录得了座公里收益最大涨幅。2017 年东航单位客公里收益同比增长 0.4%，客座率同降 0.15%，单位座公里收益同增 0.2%，国航和南航分别为-1.1%和 0.1%。我们认为东航收益精细化管理将持续，公司盈利能力会得到进一步增长。

图表 31：三大航整体单位客公里收益东航转正



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：三大航整体单位座公里收益增速东航领先



来源：公司公告，国金证券研究所

- **总结：**2017 年，伴随航权逐渐分配完毕，航司国际航线供给增速限制放缓，收益水平降幅大幅缩窄，其中东航国际线单位座公里收益增速改善最为明显。东航 2018 年夏秋航季国际航线投放最为谨慎，同时优化航线网络，有利于公司国际线座公里收益水平领先优势进一步拉大。

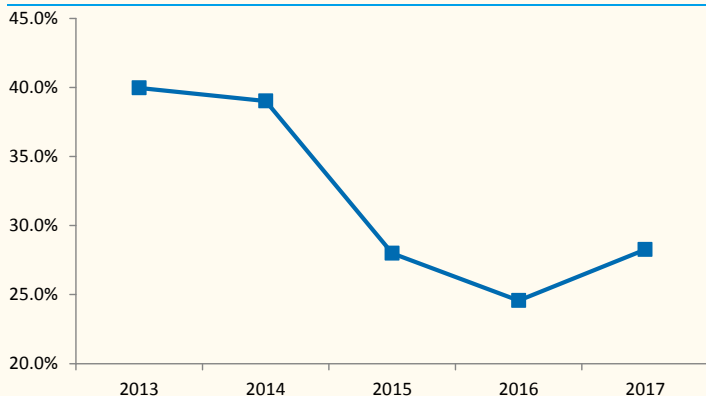
国内线，东航将充分受益政策引导的景气度上升，作为上海两场主要基地公司，航空需求旺盛，并且公司开始将工作重点偏向收益精细化管理，试图将盈利最大化。东航夏秋航季有望录得客座率与票价双升，业绩将进入上行通道。

3. 油价扰动不容忽视，汇率影响渐小

- 当前时点，油价成为航空股主要担心因素。沙特阿美预期上市、叙利亚地缘政治以及国际原油库存下行等多项短期利多因素，推动油价不断攀升，航空公司燃油成本压力升高。

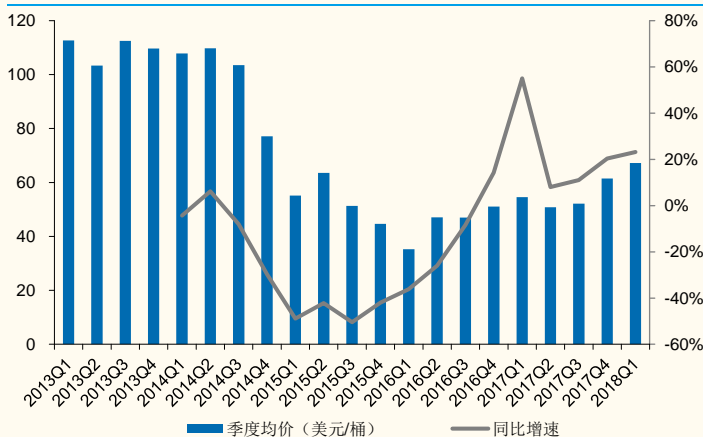
燃油成本是航空公司占比最大的成本项，但由于油价航司不可控，航油用油量相对刚性，航空公司面临较大的燃油风险，对于业绩的扰动影响不可忽略。燃油成本大约占航司营业成本 25%-40%，2017 年布伦特原油均价 54.8 美元/桶，对应航空煤油进口到岸完税价格 4204 元/吨。对于东航来说，2017 年 251.3 亿元，耗油量 622 万吨，若油价上涨 20%，即 841 元/吨，将提高燃油成本 52.3 亿元，对应 2017 年归母净利润敏感性达到 61.7%。

图表 33: 三大航燃油成本占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 布伦特油价



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 三大航燃油敏感性测算

	中国国航	南方航空	东方航空
2017年耗油量(万吨)	696	794.01	621.67
2017年航空煤油进口到岸完税价格均价(元/吨)	4204		
2018年航油均价上涨20%(元/吨)	5045		
预计2018年航油成本增加(百万元)	5852.0	6676.0	5227.0
税率	25%		
2018年净利润	7240.3	5914.0	6352.0
净利润敏感性	60.6%	84.7%	61.7%

来源: Wind、公司公告、国金证券研究所

- 目前布伦特油价已经超过 74 美元/桶, 面对不断攀升的油价, 征收燃油附加费预计将要到来。2017 年 1 月布伦特均价 69.1 美元/桶, 对应的 2 月进口到岸完税价格为 5127 元/吨。

航空国内燃油附加费的收取, 遵循 2009 年 11 月发改委和民航局联合发布的《关于建立民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制有关问题的通知》。将民航国内航线旅客运输燃油附加, 由现行统一规定收取标准的方式, 改为由航空公司在规定范围内自主确定具体收取标准。民航局通过规定单位收取率以及征收起点, 限制收取最高标准。

具体标准中, 燃油附加以航线为单位、区分长短航线分两档定额计算。其中: 800 公里(含)以下短途航线, 燃油附加最高标准统一按 800 公里计算; 800 公里以上长途航线, 统一按 1500 公里计算。2017 年收取率为国内航空煤油综合采购成本每吨每超出基准油价 100 元, 燃油附加单位收取率最高不超过每客公里 0.0002566 元。2015 年 3 月, 为进一步促进航空运输企业节能降耗, 有序推进国内民航旅客票价改革, 收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格, 由每吨 4140 元提高到每吨 5000 元。

燃油附加最高标准计算公式相应调整为:

800 公里(含)以下航线燃油附加最高标准

$$=0.00002566 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本}-5000) \times 800$$

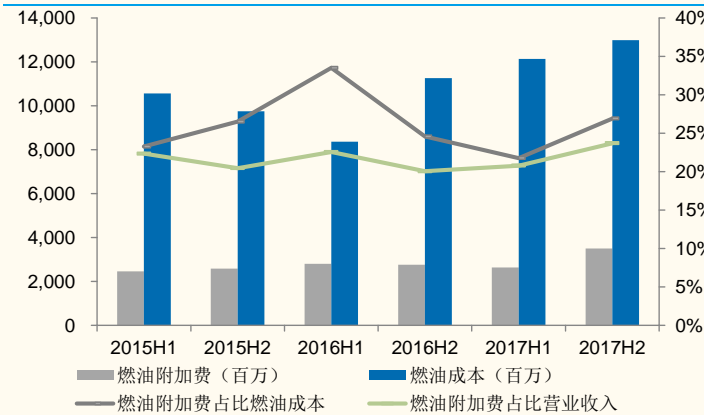
800 公里以上航线燃油附加最高标准

$$=0.00002566 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本}-5000) \times 1500$$

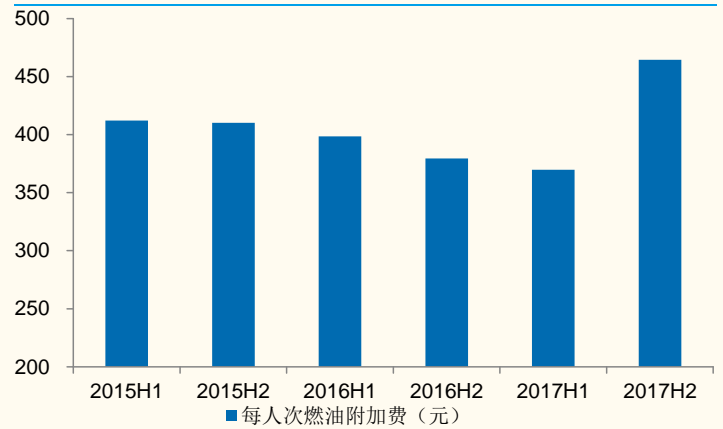
- 国际航线燃油附加费方面, 由每家航空公司在不同航线, 根据油价向民航局和发改委报备即可, 一直处于征收状态。从东方航空数据, 我们可以发现, 国际航线燃油附加费与国际油价关系不高, 更多的是作为国际航线定价策略一部分。伴随近年国际航线票价不断降低, 单人次燃油附加费 2015 年上半年的 413 元下降至 2017 年上半年的 370 元, 降幅小于油价降幅,

对冲裸票价下降过快带来的损失。2017 年下半年，燃油附加费每人达到 464 元，同比增长 22%，这是在票价提升过程中，首先选择提高燃油附加费，试图减少裸票价上涨过快带来的需求下降。

图表 36：东方航空国际航线燃油附加费征收情况



图表 37：东方航空国际人均航线燃油附加费



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们同样对燃油附加费可以覆盖航司航油成本增加的比例进行了测算。当航煤油综合采购成本达到 5500 元/吨时，800 公里以上及以下国内航线将分别征收 10 元/人次和 20 元/人次的燃油附加费，此时对应的布伦特油价约为 75.5 美元/桶。我们假设三大航 800 公里以下旅客人次占比 30%，由于国际线一直收取燃油附加费，并且货运运价由市场调节，可以通过提价覆盖航油成本增加，我们认为油价上涨仅对国内客运有所影响，收取的国内航线燃油附加费仅为覆盖国内客运航线的航油成本上升所用。按照 2017 年国内旅客人次、国内 ASK 占比以及耗油量，计算可得东航燃油附加费约可覆盖航油成本上升 81%，明显高于国航和南航，我们认为这或是由于飞机燃油使用效率更高，东航每座公里耗油 0.027 千克，国航和南航分别高 2.1%和 2.9%。

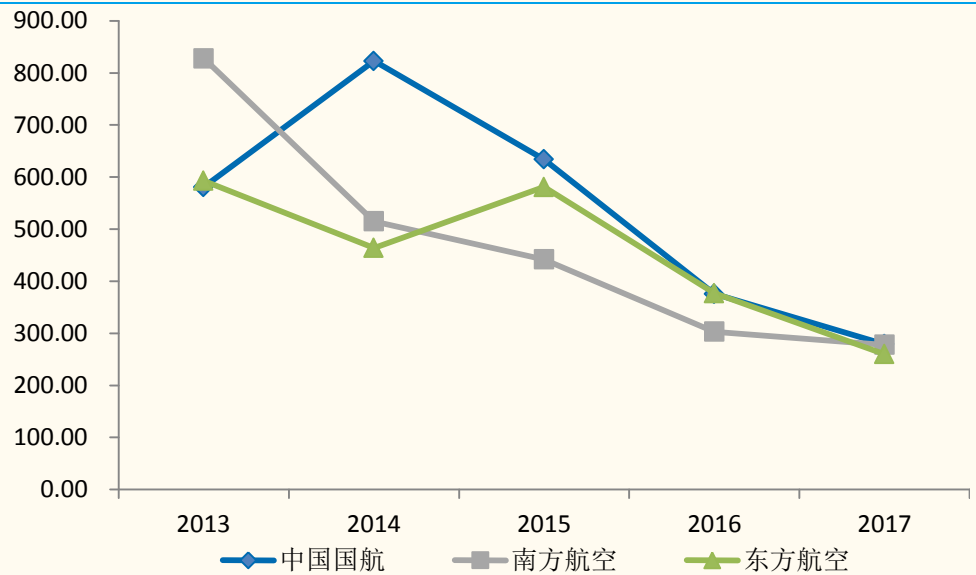
图表 38：燃油附加费可覆盖东方航空航油成本上涨 81%

	中国国航	南方航空	东方航空
国内旅客人次 (千)	83,524.1	108,616.7	92,621.4
800公里以下旅客人次 (千)	25,057.2	32,585.0	27,786.4
800公里以上旅客人次 (千)	58,466.9	76,031.7	64,835.0
2017年预计耗油量 (万吨)	696.0	794.0	621.7
国内ASK占比	59.7%	69.3%	62.4%
国内耗油量 (万吨)	415.5	549.9	388.0
航油成本增加 (百万)	2,077.7	2,749.4	1,940.2
燃油附加费收入 (百万)	1,419.9	1,846.5	1,574.6
覆盖航油成本增加比例	68.3%	67.2%	81.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 汇率方面，近年人民币汇率波动较大，使得航司每年产生较大汇兑收益或损失。不过航司开始逐步减少美元负债比例，试图减小汇率波动风险，我们可以发现航司净利润对于汇率的敏感性正在逐步减小。2016 年人民币兑美元贬值 6.0%，东方航空录得汇兑损失 35.4 亿元，2017 年人民币兑美元升值 6.2%，东方航空录得汇兑收益 20.0 亿元，可以看出公司对于汇率波动的敏感性正在减弱。根据 2017 年年报，如美元兑人民币升值或贬值 1%，东航净利润影响 2.6 亿元，2016 年为 3.8 亿元。

图表 39：三大航汇率敏感性逐步减弱



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

4. 东航航空主要财务指标三大航居中

- 2017 年度，中国国航、南方航空和东方航空的净资产收益率 ROE 分别为 9.34%、12.75%和 12.67%。通过杜邦分析，我们发现东航 2017 年的净资产收益率和负债水平居于三大航中间位置，盈利能力高于国航和南航，资产周转率较低。
- 从公司盈利能力来看，中国国航、南方航空和东方航空的净利率分别为 5.97%、4.64%和 6.24%。东航的净利率略高于国航和南航，盈利能力较强，但若除去东航物流股权转让获得的 17.54 亿元投资收益，东方航空净利率为 4.95%，ROE 为 9.48%，均居于国航和南航之间。

从资产的运营效率来看，中国国航、南方航空和东方航空的资产周转率分别为 0.53、0.61 和 0.47，东航的资产运营效率相对较低。从负债水平来看，中国国航、南方航空和东方航空的权益乘数分别为 2.97、4.51 和 4.36，对应的资产负债率分别为 66.33%、77.83%和 77.06%。

根据 2015-2017 年经营数据比较来看，东航净利率稳步增长，与 2015 年相比增长了 1.4pct（扣除东航物流投资收益后增长 0.1pct）。相比之下，南航的净利率增长较快，而国航的净利率保持平稳。另外，三大航资产负债率均在下降中，长期偿债能力有所提升，资产结构更加健康。

整体来看，东航 ROE、净利率、资产周转率等主要指标处于三大航中间位置，其中 ROE 高于国航、净利率高于南航、资产负债率低于南航，公司运行较为稳健。对于未来由于票价市场化提高票价上限，我们认为航司净利率仍有上升空间。

图表 40：三大航杜邦分析相关指标

	东方航空			中国国航			南方航空		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
净利率	4.84%	4.57%	6.24%	5.98%	5.98%	5.97%	3.45%	4.40%	4.64%
资产周转率	0.52	0.49	0.47	0.52	0.52	0.53	0.59	0.59	0.61
权益乘数	5.72	4.93	4.36	3.71	3.40	2.97	5.04	4.71	4.51
资产负债率	82.52%	79.72%	77.06%	73.05%	70.59%	66.33%	80.16%	78.77%	77.83%
ROA	2.52%	2.24%	2.93%	3.11%	3.11%	3.16%	2.04%	2.60%	2.83%
ROE	14.45%	10.95%	12.67%	11.87%	10.59%	9.34%	10.34%	12.31%	12.75%

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 估值与盈利预测

- 东方航空和上海航空于 2010 年合并后，业绩先低后高，总资产稳步上升，PE 和 PB 估值区间内震荡。

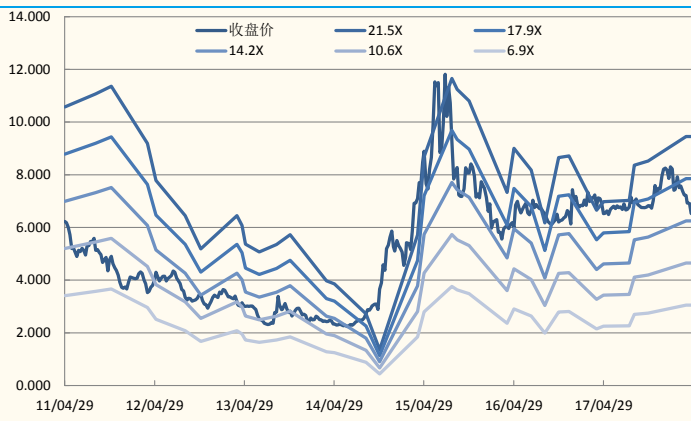
东方航空自 2011 年至今 PE 估值在 10 倍至 25 倍区间之内，除去 2014 年一季度由于业绩受油价影响过低外，PE 均值约为 15 倍，目前东航股价对应 18 年 PE 估值约为 13 倍，处于低估水平。

作为周期股，航空用 PB 估值更加准确。东航 PB 估值自 2011 年至今在 1 倍至 3 倍区间之间，均值约为 2.2 倍，目前东航股价对应 PB 估值约为 1.8 倍，同样处于低估水平。

与兄弟公司相比，东方航空 PB 低估明显。中国国航 2011 年至今 PB 均值为 1.7 倍，但目前 PB 估值 1.9 倍，略高于历史平均估值。南航航空同期历史均值为 1.6 倍，目前 PB 估值 2.0 倍，同样高于历史均值。

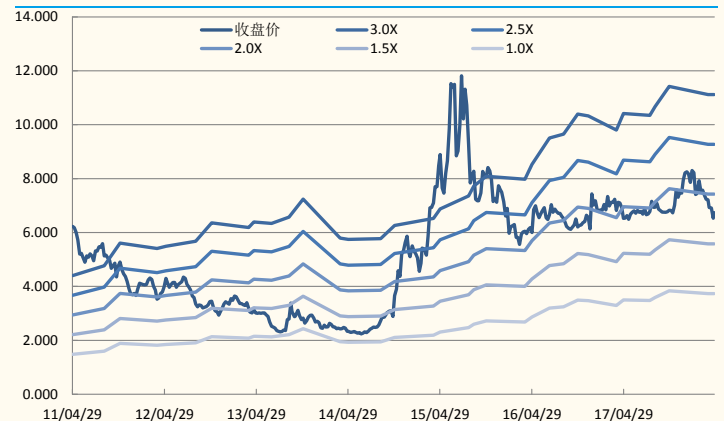
结合 ROE 水平，东方航空处于三大航中间位置，但 PB 估值最低，存在修复动力。

图表 41：东方航空 pe band



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：东方航空 pb band



来源：Wind，国金证券研究所

- **出行需求 (RPK)**: 航空需求继续平民化，2018 年国内需求上升，出境游需求维持，并且由于 2019 年北京二机场和上海卫星厅投产，需求或有进一步提升。2018~2020 年整体 RPK 增速为 9.9%、10.6%、11.2%；国内线 RPK 增速为 11.0%、12.0%、13.0%；国际线 RPK 增速 8.0%、8.0%、8.0%。
- **运力投放 (ASK)**: 由于国内航空需求旺盛，国际需求存在目的地国政策等风险影响，并且中美中欧航权紧张，预计公司会将更多的运力投入国内，国际线 ASK 增速维持 2018 年公司指引水平。2018~2020 年整体 ASK 增速为 9.5%、10.0%、10.7%；国内线 ASK 增速为 10.7%、11.5%、12.5%；国际线 ASK 增速 7.5%、7.5%、7.5%。
- **单位客公里收益**: 国际航线景气度提升，票价涨幅有望转正，国内一线航线供需缺口较大并且票价市场化放开航线除超预期，预计 2018 年一线航线单位客公里收益同增 6.0%，其余航线需求快速增长，通过收益管理，预测单位客公里收益小幅同增 1%，2019 年后由于供给限制或将有所放松，单位客公里收益增幅小幅放缓。预测 2018-2020 年单位客公里收益国内线同比增长 3.7%、3.0%、2.0%，国际线同比增长 2.0%、1.0%、1.0%。

图表 43: 2018 年国内线单位客公里收益预测

	ASK 占比	预计涨幅
一线航线	54%	6.0%
其余航线	46%	1.0%
合计	3.7%	

来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 国金证券研究所

- **燃油成本:** 假设 2018-2020 年的全年布伦特油价均价分别为 68 美元/桶、70 美元/桶、72 美元/桶。
- 基于以上假设, 公司 2018-2020 年归母净利润 76.9 亿、102.8 亿、143.0 亿, 同比增长 21.0%、33.8%、39.1%, EPS 分别为 0.53 元、0.71 元、0.99 元, 对应 PE 分别为 13 倍、9 倍、7 倍, 维持“买入”评级。
- 公司股价将首先向 PB 历史估值中枢 2.2 倍靠拢, 目标价 8.1 元, 对应 2018 年 PE 估值为 15 倍, 仍有约 20% 空间。
- 另外, 为了得到公司内生增长速度, 我们测算了将油价与汇率影响消除后, 按照以上假设得出的公司业绩增速。计算过程中, 我们假设耗油量以 ATK 增速增长, 油价单位成本自 2015 年后不变, 为 3822.1 元/吨, 人民币汇率 2019 年和 2020 年没有波动。预计 2015~2020 年东方航空内生增速将达到 17.6%。2018 年 PE 估值 17.6 倍对应的目标价为 9.3 元, 股价存在约 38% 的空间。

图表 44: 东方航空内生增长测算

百万元	利润总额	燃油成本	耗油量 (万吨)	平均油价 (元/吨)	假设平均油价不变燃油成本	汇兑损失	去除油价汇率影响后的利润总额	同比增速
2015	5671.0	20312.0	531	3822.4	20312.0	4987.0	10658.0	
2016	6507.0	19626.0	594	3822.4	22708.6	3543.0	6967.4	-34.6%
2017	8620.0	25131.0	622	3822.4	23775.1	-2001.0	7974.9	14.5%
2018E	10232.7	31508.2	691	3822.4	26412.5	-1104.2	14224.3	78.4%
2019E	13541.9	36095.6	766	3822.4	29279.2	0.0	20358.3	43.1%
2020E	18629.2	41610.8	855	3822.4	32681.1	0.0	27558.9	35.4%
近六年复合增速							17.6%	

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

6. 风险提示

- **宏观经济下滑。** 将对于航空客运和货运需求带来明显削弱, 并且抑制运价提升, 对公司业绩将产生利空影响。
- **民航局供给超预期。** 准点率若提升较快, 或将造成民航局过早放松民航供给限制, 航空业供给收缩幅度较小或继续加大运力投放力度, 可能会对票价造成压力甚至产生价格战。
- **极端事件发生。** 疾病爆发和恶劣天气等影响, 将对于航空业需求带来较大打击。
- **油价上涨超预期。** 若国际油价上涨速度与幅度超预期, 或将大幅度拉低航空公司业绩, 并扭转市场对于航空公司预期。

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	115,638	130,838	148,121
增长率		5.0%	3.2%	13.7%	13.1%	13.2%
主营业务成本	-77,146	-82,587	-90,285	-101,479	-111,433	-122,593
%销售收入	82.2%	83.8%	88.8%	87.8%	85.2%	82.8%
毛利	16,698	15,973	11,436	14,160	19,406	25,529
%销售收入	17.8%	16.2%	11.2%	12.2%	14.8%	17.2%
营业税金及附加	-178	-237	-263	-289	-327	-370
%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	-6,360	-7,196	-8,147
%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	-3,469	-3,925	-4,444
%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	4,041	7,957	12,568
%销售收入	8.0%	7.1%	2.2%	3.5%	6.1%	8.5%
财务费用	-7,269	-6,393	-1,261	-1,279	-2,135	-1,907
%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	-45
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%	58.6%	46.2%	34.9%
营业利润	218	926	7,246	8,734	12,036	17,116
营业利润率	0.2%	0.9%	7.1%	7.6%	9.2%	11.6%
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	10,234	13,536	18,616
利润率	6.0%	6.6%	8.5%	8.9%	10.3%	12.6%
所得税	-624	-1,542	-1,800	-2,047	-2,707	-3,723
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	8,187	10,829	14,893
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	7,687	10,279	14,293
净利率	4.8%	4.6%	6.2%	6.6%	7.9%	9.6%

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	8,187	10,829	14,893
非现金支出	10,691	12,162	14,036	13,961	15,485	16,932
非经营收益	6,752	5,536	-1,228	-5,043	-5,563	-6,005
营运资金变动	1,443	1,825	-470	1,341	1,214	3,032
经营活动现金净流	23,933	24,488	19,158	18,446	21,965	28,851
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	-2,545	-4,319	-9,577
其他	-9,336	-12,340	-15,109	-3,466	-3,634	-4,020
筹资活动现金净流	11,200	4,902	4,661	-6,010	-7,953	-13,597
现金净流量	7,333	-7,790	2,507	-2,656	1,000	2,441

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	5,441
应收账款	7,748	6,873	6,798	7,575	8,539	9,630
存货	2,056	2,248	2,185	2,502	2,748	3,023
其他流动资产	4,159	5,029	4,654	4,610	4,670	4,737
流动资产	23,078	15,877	18,293	16,687	18,956	22,831
%总资产	11.8%	7.6%	8.0%	7.1%	7.8%	9.1%
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%	84.4%
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%	90.9%
资产总计	195,709	210,051	227,464	234,494	242,076	249,876
短期借款	30,855	20,272	40,350	38,896	24,577	15,000
应付款项	15,734	16,352	16,406	18,021	19,838	23,556
其他流动负债	27,795	31,455	23,569	24,372	25,074	25,866
流动负债	74,384	68,079	80,325	81,290	69,489	64,422
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	170,802	169,001	163,934
普通股股东权益	35,137	47,186	53,106	59,781	68,613	80,880
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	234,494	242,076	249,876

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.346	0.312	0.439	0.531	0.710	0.988
每股净资产	2.674	3.262	3.671	4.132	4.743	5.591
每股经营现金净流	1.821	1.693	1.324	1.275	1.518	1.994
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%	12.86%	14.98%	17.67%
总资产收益率	2.32%	2.15%	2.79%	3.28%	4.25%	5.72%
投入资本收益率	6.85%	5.45%	1.48%	2.54%	4.81%	7.41%
增长率						
主营业务收入增长率	4.57%	5.03%	3.21%	13.68%	13.14%	13.21%
EBIT增长率	325.64%	-5.97%	-67.58%	77.48%	96.90%	57.95%
净利润增长率	32.89%	-0.73%	40.91%	21.02%	33.71%	39.05%
总资产增长率	19.67%	7.33%	8.29%	3.09%	3.23%	3.22%
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	534.3	479.6	426.5
偿债能力						
净负债/股东权益	133.43%	92.67%	106.88%	96.73%	77.03%	51.51%
EBIT利息保障倍数	1.0	1.1	1.8	3.2	3.7	6.6
资产负债率	80.76%	76.15%	75.15%	72.84%	69.81%	65.61%

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
	0	4	5	8	25
	0	3	6	8	19
	0	1	1	1	4
	0	0	0	0	0
	0.00	1.63	1.67	1.59	1.56

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。

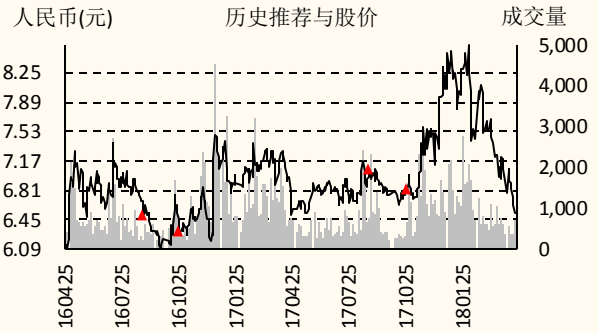
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-05-28	买入	6.65	8.00~8.50
2	2016-08-31	买入	6.57	N/A
3	2016-10-28	买入	6.35	N/A
4	2017-08-30	买入	6.99	N/A
5	2017-10-30	增持	6.83	N/A
6	2018-04-01	买入	7.21	N/A

来源：国金证券研究所



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