

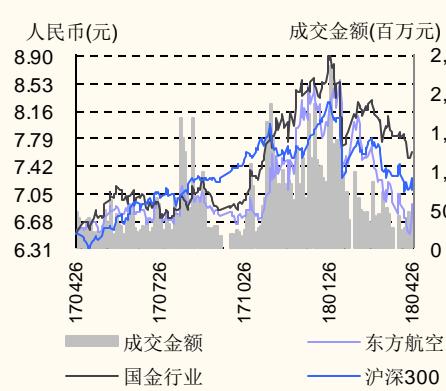
**东方航空 (600115.SH) 买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 6.90元

**扣非净利润超预期，期待票价放开落地****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)	99,826.34
年内股价最高最低(元)	8.59/6.51
沪深300指数	3755.49
上证指数	3075.03

**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	0.711	0.989
每股净资产(元)	3.26	3.67	4.13	4.76	5.64
每股经营性现金流(元)	1.69	1.32	1.27	1.52	1.99
市盈率(倍)	22.69	18.70	12.99	9.71	6.98
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%	21.00%	33.79%	39.09%
净资产收益率(%)	9.55%	11.96%	12.86%	14.92%	17.52%
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**

- 2018Q1 实现营业收入 267.5 亿元, 同比增长 9.0%; 归母净利润 19.8 亿元, 同比减少 -29.6%, 基本每股收益 0.14 元。

**经营分析**

- 运力投放按部就班, 预计单位客公里收益小幅上涨: 2018Q1 公司净引进 7 架飞机, ASK 同增 9.1% (国内 8.7%/国际 10.2%)。虽然受到春节错期影响, 但 Q1 整体需求稳步提升, RPK 同增 9.2% (国内 8.5%/国际 10.5%), 客座率 81.7%, 同比持平, 预测整体单位客公里收益小幅上涨 0.5% 左右。
- 成本控制超预期, 扣非净利润大幅增长: 2018Q1 公司营业成本 235.6 亿, 同增 9.7%, 考虑到 2018Q1 航空煤油进口到岸完税价格同增 16%, 若耗油量按照 ATK 增速 12% 计算, 非油成本预计增幅小于 5%, 成本控制效果超预期, 或是由于公司不断降低人机比, 严控人工成本以及其他成本支出。公司 2018Q1 毛利率仅下滑 0.5%, 毛利提升 1.4 亿。另外 2018Q1 人民币升值 3.4%, 预计汇兑收益 11.8 亿, 使得财务费用减少 9.7 亿。最终公司扣非归母净利润 19.0 亿, 增速达到 62.4%。
- 期待票价上涨, 收益水平继续改善: 公司以上海两场为核心枢纽, 国内线东航将充分受益政策引导的景气度上升。夏秋航空旺季一线航线需求旺盛, 将持续推动公司票价上涨。同时, 一线航线全票价提价开始逐渐落地, 公司在上海两场市占率绝对领先, 若上海航线全票价提价, 预计将增厚公司营收 10.6 亿, 对应 2017 年净利润弹性达到 12.6% (图 4)。另外, 东航国际市场培育初见雏形, 2017 年国际航线供给增速放缓, 东航国际线收益水平改善最为明显。并且公司开始将工作重点转向收益精细化管理, 行业供需缺口维持, 预计将实现客座率与票价双升。

**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 13/10/7 倍, 维持“买入”评级。

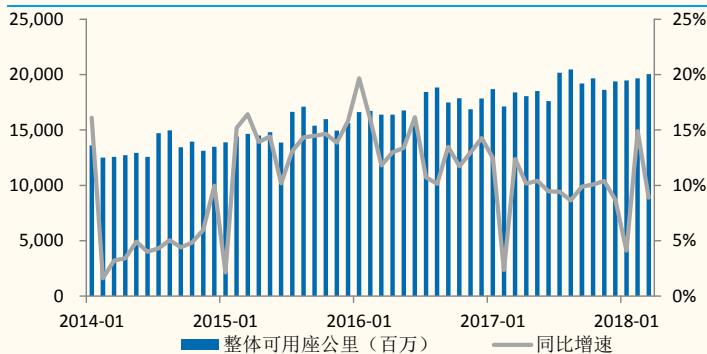
**风险提示**

- 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。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subao liang@gjzq.com.cn

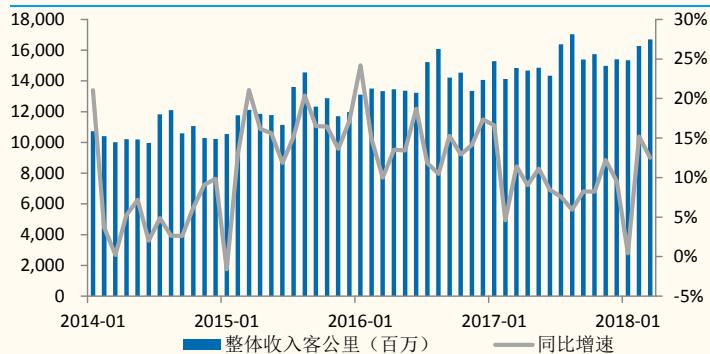
黄凡洋 联系人  
 (8621)61038274  
 huangfanyang@gjzq.com.cn

图表 1：东方航空整体 ASK 及其增速



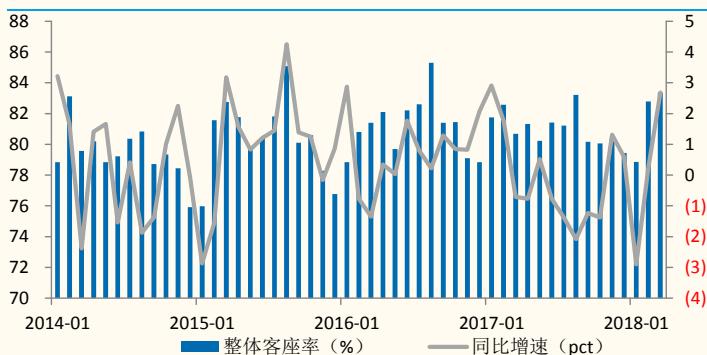
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：东方航空整体 RPK 及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：东方航空整体客座率及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：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
<b>2017年净利润敏感性</b>						<b>12.6%</b>

来源：CAAC、OTA 网站、国金证券研究所

### 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)						
主营业务收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	货币资金	2015	2016	2017	2018E	2019E	
	93,844	98,560	101,721	115,638	130,838	148,121	应收账款						
增长率		5.0%	3.2%	13.7%	13.1%	13.2%	存货						
主营业务成本	-77,146	-82,587	-90,285	-101,479	-111,433	-122,593	其他流动资产						
%销售收入	82.2%	83.8%	88.8%	87.8%	85.2%	82.8%	流动资产	23,078	15,888	18,293	16,687	18,956	
毛利	16,698	15,973	11,436	14,160	19,406	25,529	%总资产	11.8%	7.6%	8.0%	7.1%	7.8%	
%销售收入	17.8%	16.2%	11.2%	12.2%	14.8%	17.2%	长期投资	2,807	3,026	3,313	3,314	3,313	
营业税金及附加	-178	-237	-263	-289	-327	-370	固定资产	154,453	176,643	192,061	201,160	206,789	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	78.9%	84.1%	84.4%	85.8%	85.4%	
营业费用	-6,136	-5,693	-5,753	-6,360	-7,196	-8,147	无形资产	13,278	13,325	12,614	12,233	11,918	
%销售收入	6.5%	5.8%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%	非流动资产	172,631	194,163	209,171	217,807	223,120	
管理费用	-2,914	-3,019	-3,143	-3,469	-3,925	-4,444	%总资产	88.2%	92.4%	92.0%	92.9%	92.2%	
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	负债总计	195,709	210,051	227,464	234,494	242,076	
息税前利润(EBIT)	7,470	7,024	2,277	4,041	7,957	12,568	250,614						
%销售收入	8.0%	7.1%	2.2%	3.5%	6.1%	8.5%	短期借款	30,855	20,272	40,350	38,897	24,284	
财务费用	-7,269	-6,393	-1,261	-1,280	-2,129	-1,894	应付款项	15,734	16,352	16,406	18,021	19,838	
%销售收入	7.7%	6.5%	1.2%	1.1%	1.6%	1.3%	其他流动负债	27,795	31,455	23,569	24,372	25,074	
资产减值损失	-228	-29	-491	-29	-36	-45	流动负债	74,384	68,079	80,325	81,291	64,422	
公允价值变动收益	6	2	-311	0	0	0	长期贷款	20,408	10,604	4,924	4,924	9,924	
投资收益	239	322	7,032	6,000	6,250	6,500	其他长期负债	63,266	81,272	85,697	84,588	89,588	
%销售收入	4.2%	4.9%	81.6%	58.6%	46.2%	34.9%	负债总计	158,058	159,955	170,946	170,803	168,708	
税前利润							163,934						
营业利润	218	926	7,246	8,733	12,042	17,129	普通股股东权益	35,137	47,186	53,106	59,780	68,906	
营业利润率	0.2%	0.9%	7.1%	7.6%	9.2%	11.6%	少数股东权益	2,514	2,910	3,412	3,912	4,462	
营业外收支	5,453	5,581	1,374	1,500	1,500	1,500	负债股东权益合计	195,709	210,051	227,464	234,494	242,076	
税前利润	5,671	6,507	8,620	10,233	13,542	18,629	250,614						
利润率	6.0%	6.6%	8.5%	8.8%	10.4%	12.6%							
所得税	-624	-1,542	-1,800	-2,047	-2,708	-3,726							
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	8,186	10,834	14,903							
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	7,686	10,284	14,303							
净利率	4.8%	4.6%	6.2%	6.6%	7.9%	9.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
净利润	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
非现金支出	10,691	12,162	14,036	13,961	15,485	16,932	每股指标						
非经营收益	6,752	5,536	-1,228	-5,043	-5,569	-6,011	每股收益	0.346	0.312	0.439	0.531	0.711	0.989
营运资金变动	1,443	1,825	-470	1,341	1,214	3,032	每股净资产	2.674	3.262	3.671	4.132	4.763	5.642
经营活动现金净流	23,933	24,488	19,158	18,445	21,964	28,856	每股经营现金流	1.821	1.693	1.324	1.275	1.518	1.995
资本开支	-28,005	-37,451	-23,642	-21,090	-19,262	-19,312	每股股利	0.000	0.100	0.051	0.070	0.080	0.110
投资	-329	12	1,850	-1	0	0	回报率						
其他	534	259	480	6,000	6,250	6,500	净资产收益率	12.92%	9.55%	11.96%	12.86%	14.92%	17.52%
投资活动现金净流	-27,800	-37,180	-21,312	-15,091	-13,012	-12,812	总资产收益率	2.32%	2.15%	2.79%	3.28%	4.25%	5.71%
股权募资	2,855	8,540	0	0	0	0	投入资本收益率	6.85%	5.45%	1.48%	2.54%	4.81%	7.37%
债权募资	17,681	8,702	19,770	-2,544	-4,613	-9,284	增长率						
其他	-9,336	-12,340	-15,109	-3,466	-3,338	-3,580	主营业务收入增长率	4.57%	5.03%	3.21%	13.68%	13.14%	13.21%
筹资活动现金净流	11,200	4,902	4,661	-6,009	-7,952	-12,864	EBIT增长率	325.64%	-5.97%	-67.58%	77.48%	96.90%	57.95%
现金净流量	7,333	-7,790	2,507	-2,656	1,000	3,179	净利润增长率	32.89%	-0.73%	40.91%	21.00%	33.79%	39.09%

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	2	6	7	9	27
增持	1	4	7	9	20
中性	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.55	1.60	1.58	1.55

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	2016-05-28	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
7	2018-04-24	买入	6.74	8.10~9.30

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