

# 东方航空 (600115)

证券研究报告

2018年08月31日

## 运价显著改善，扣汇扣非业绩明显提升

### 事件

东方航空披露中报，实现营业收入 544.22 亿，同比增长 13.33%，实现归母净利润 22.83 亿，同比下降 47.5%，扣非归母净利润 21.19 亿，同比微降 7.1%。

### 市场多点开花，运价显著改善

截至 6 月 30 日，公司客机数量达到 642 架，同比增长 10.1%，上半年实现 ASK1188 亿，同比增长 9.49%，基本与机队增速匹配。得益于上海地区市场需求蓬勃增长，西安、昆明市场的逐步复苏，RPK979.57 亿，同比增长 10.97%，客座率达到 82.43%，同比提高 1.09pct，同比数据在上市航司中表现最优。公司运价显著改善，我们测算不含补贴的客公里收益为 0.4999 元，同比提高 3.2%，分市场运价全部实现同比提升，其中国内线升幅为 3.18%，国际线为 3.57%，地区线为 0.66%。

### 成本优化，油耗降低，维修成本及经营租赁费用明显下降

因油价价格提高，上半年公司航油成本为 152.52 亿，同比提高 25.6%，但用量仅增长 6.27%，明显低于 12.02% 的 ATK 投放，说明燃油利用效率明显改善。公司非油成本为 325.37 亿，其中维修成本因未发生经营性租赁发动机大修及降本增效而下降 23.83%，经营租赁费用则因人民币兑美元平均汇率有所升值而下降 9.8%，单位 ASK 非油成本 0.2738 元，同比下降 2.6%。

### 汇兑损失拉高财务费用，扣汇扣非业绩明显提升

费用方面，公司销售管理费用率有一定优化，分别为 5.27%、2.58%，同比分别下降 0.27pct、0.21pct，但由于汇率贬值产生 5.46 亿汇兑损失，汇兑损益形成剪刀差，财务费用达到 24.82 亿，同比增加 17.03 亿，财务费用率为 4.56%，同比提高 2.94pct。剔除非经常性损益及汇兑损益后，公司利润总额为 35.53 亿，同比提高 16.9%。

### 联合吉祥，上海码头价值凸显，运价有望持续领跑

公司拟向吉祥航空、均瑶集团、上海吉道航、国企结构调整基金非公开发行股票，如其顺利完成，东航与吉祥将形成股权上的利益深度绑定，等同于重塑上海地区市场格局。上海作为我国经济中心，码头价值凸显，需求仍将持续增长，但供给持续受限，供需持续紧张，公司在上海市场份额最大，拥有最强话语权，运价有望持续领跑。

### 投资建议

我们持续看好民航控制供给政策导向下供需关系的持续改善。东航依托上海主基地，协同昆明、西安基地，未来在首都新机场也将拥有相当的份额，运价持续提升是大概率事件，业绩将持续向好。考虑到相比前次报告汇率贬值幅度明显超出预期，带来汇兑损失及人民币航油成本提升，下调 18-20 年盈利预测 33.9%、22.1%、29.4%，预计归母净利润由 72.3 亿、106.5 亿、156.7 亿下调至 47.8 亿、83.0 亿、110.6 亿，EPS 分别为 0.33 元、0.57 元、0.76 元。保守估计增发最大摊薄比例为 14.75%，按照 2019 年最大摊薄后 EPS 给予 15X 估值，维持“买入”评级，下调目标价 32.4%，自 11.1 元下调至 7.50 元，相比当前股价仍有明显空间，继续推荐！

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

### 投资评级

行业	交通运输/航空运输
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.60 元
目标价格	7.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,808.49
流通 A 股股本(百万股)	9,808.49
A 股总市值(百万元)	54,927.52
流通 A 股市值(百万元)	54,927.52
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	74.94
一年内最高/最低(元)	8.85/5.08

### 作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
曾凡喆	联系人
zengfanzhe@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东方航空-季报点评:营收稳健增长，成本费用优化，扣非业绩大增 62.4%》  
2018-04-27
- 《东方航空-年报点评报告:汇兑及投资收益贡献业绩大增，2018 趋势向好》  
2018-03-30
- 《东方航空-公司点评:2017 平稳收官，京沪线等放开市场化利好提价》  
2018-01-16

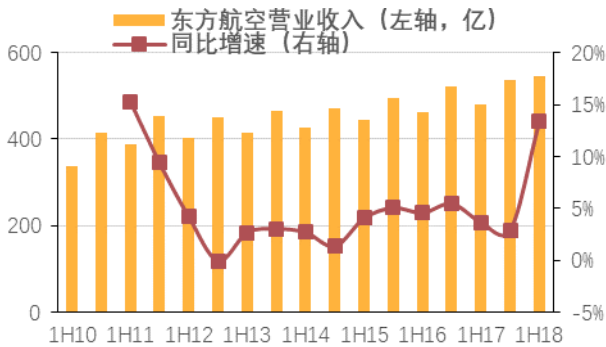
财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	98,560.00	101,721.00	117,702.53	134,670.49	150,713.18
增长率(%)	5.03	3.21	15.71	14.42	11.91
EBITDA(百万元)	19,463.00	17,086.00	18,572.09	26,436.81	33,123.65
净利润(百万元)	4,508.00	6,352.00	4,780.27	8,295.69	11,057.54
增长率(%)	(0.73)	40.91	(24.74)	73.54	33.29
EPS(元/股)	0.31	0.44	0.33	0.57	0.76
市盈率(P/E)	17.97	12.75	16.95	9.77	7.33
市净率(P/B)	1.72	1.53	1.37	1.24	1.10
市销率(P/S)	0.82	0.80	0.69	0.60	0.54
EV/EBITDA	7.57	10.45	7.71	5.82	4.62

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

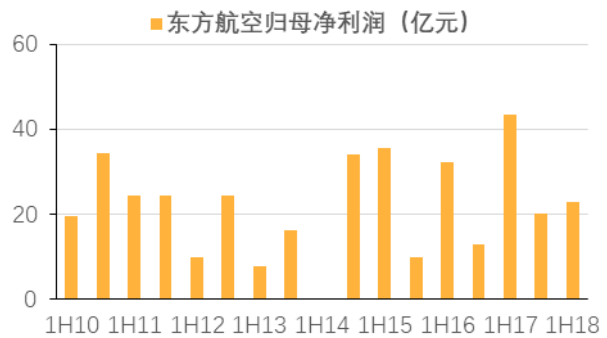
东方航空披露中报,实现营业收入 544.22 亿,同比增长 13.33%,实现归母净利润 22.83 亿,同比下降 47.5%,扣非归母净利润 21.19 亿,同比微降 7.1%。

图 1: 东方航空收入及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 东方航空归母净利润



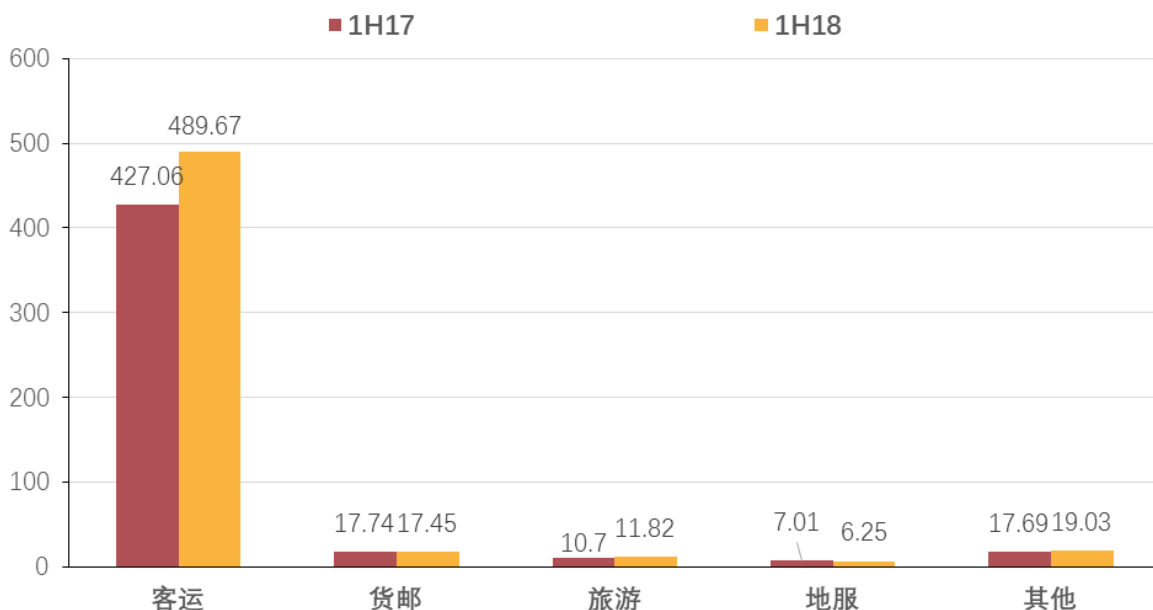
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 市场多点开花, 运价显著改善

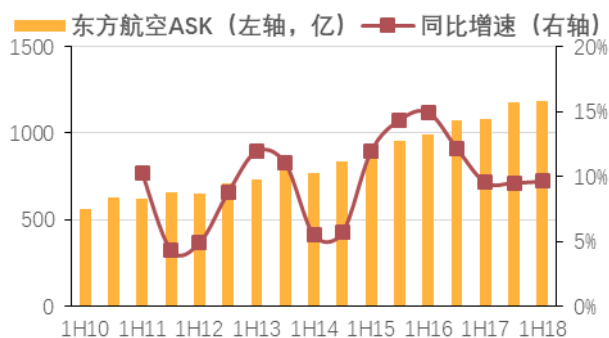
截至 6 月 30 日, 公司客机数量达到 642 架, 同比增长 10.1%, 上半年实现 ASK1188 亿, 同比增长 9.49%, 基本与机队增速匹配。得益于上海地区市场需求蓬勃增长, 西安、昆明市场的逐步复苏, RPK979.57 亿, 同比增长 10.97%, 客座率达到 82.43%, 同比提高 1.09pct, 同比数据在上市航司中表现最优。公司运价显著改善, 我们测算不含补贴的客公里收益为 0.4999 元, 同比提高 3.2%, 分市场运价全部实现同比提升, 其中国内线升幅为 3.18%, 国际线为 3.57%, 地区线为 0.66%。

图 3: 1H18 公司可比口径收入构成 (亿元)



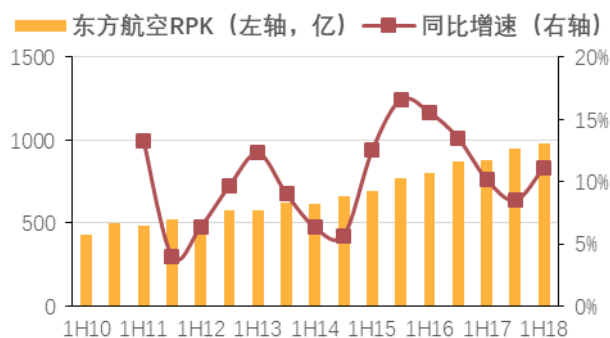
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：东方航空 ASK 及同比增速



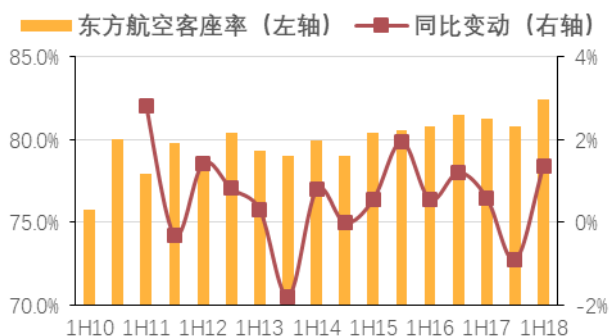
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：东方航空 RPK 及同比增速



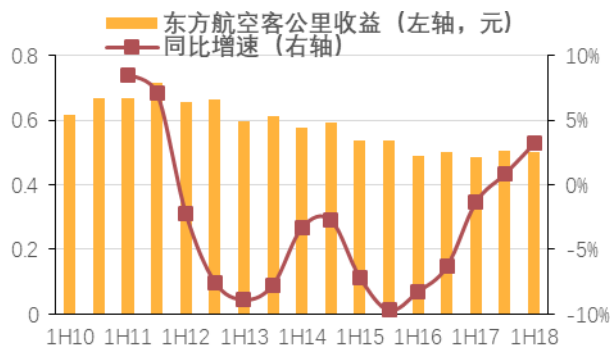
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：东方航空客座率及同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：东方航空客公里收益 (含附加费)



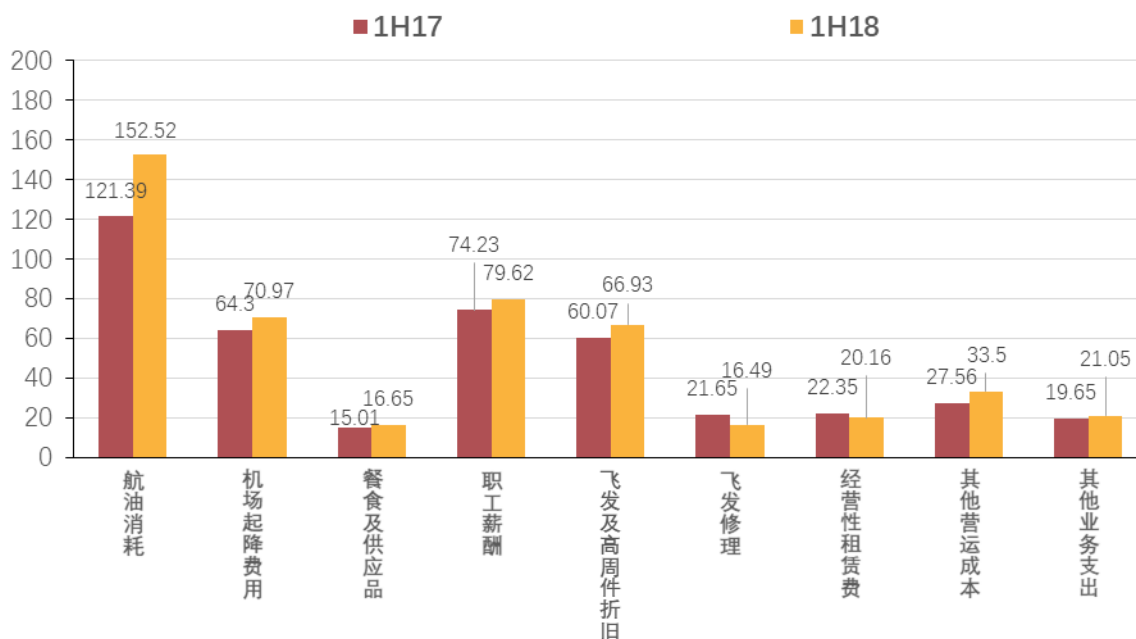
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：公告客公里收益包含航线补贴，此处为剔除补贴测算，方便三大航比较

## 2.2. 成本优化，油耗降低，维修成本及经营租赁费明显下降

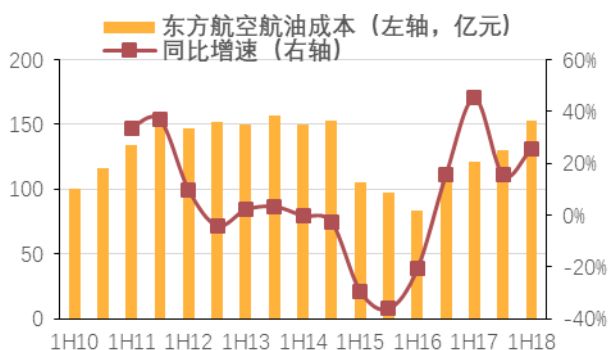
因油价价格提高，上半年公司航油成本为 152.52 亿，同比提高 25.6%，但用电量仅增长 6.27%，明显低于 12.02% 的 ATK 投放，说明燃油利用效率明显改善。公司非油成本为 325.37 亿，其中维修成本因未发生经营性租赁发动机大修及降本增效而下降 23.83%，经营租赁费用则因人民币兑美元平均汇率有所升值而下降 9.8%，单位 ASK 非油成本 0.2738 元，同比下降 2.6%。

图 8：1H18 公司成本项（亿）



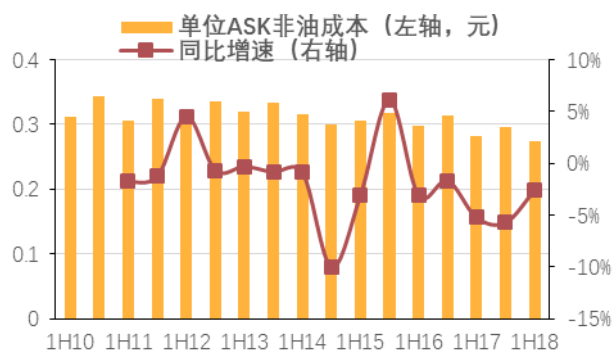
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：公司航油成本及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司单位 ASK 非油成本及同比增速

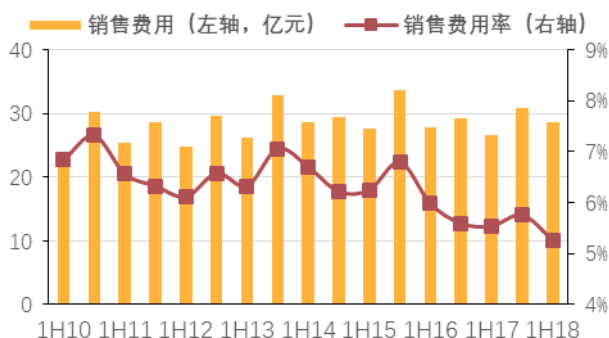


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 汇兑损失拉高财务费用，扣汇扣非业绩明显提升

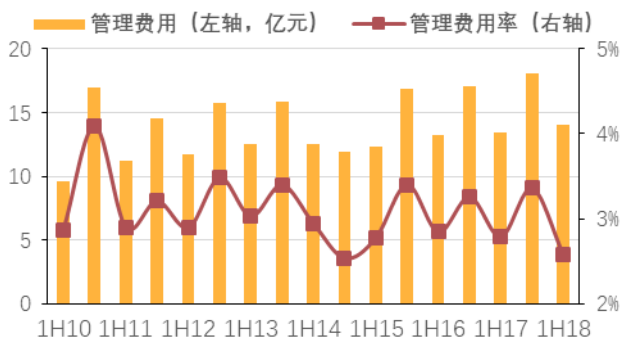
费用方面，公司销售管理费用率有一定优化，分别为 5.27%、2.58%，同比分别下降 0.27pct、0.21pct，但由于汇率贬值产生 5.46 亿汇兑损失，汇兑损益形成剪刀差，财务费用达到 24.82 亿，同比增加 17.03 亿，财务费用率为 4.56%，同比提高 2.94pct。剔除非经常性损益及汇兑损益后，公司利润总额为 35.53 亿，同比提高 16.9%。

图 11：公司销售费用及销售费用率



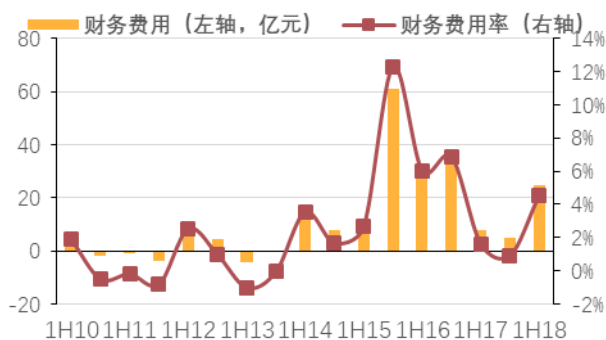
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司管理费用及管理费用率



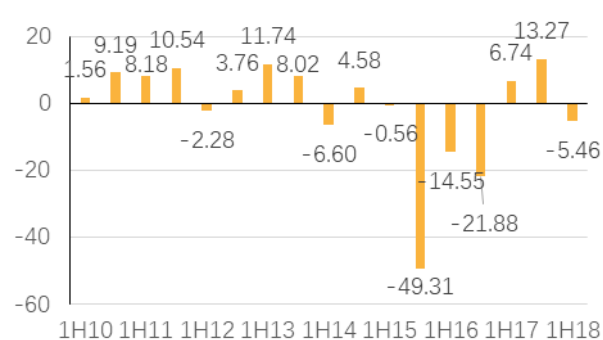
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司财务费用及财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司汇兑损益（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 联合吉祥，上海码头价值凸显，运价有望持续领跑

公司拟向吉祥航空、均瑶集团、上海吉道航、国企结构调整基金非公开发行股票，如其顺利完成，东航与吉祥将形成股权上的利益深度绑定，等同于重塑上海地区市场格局。上海作为我国经济中心，码头价值凸显，需求仍将持续增长，但供给持续受限，供需持续紧张，公司在上海市场份额最大，拥有最强话语权，运价有望持续领跑。

## 3. 投资建议

我们持续看好民航控制供给政策导向下供需关系的持续改善。东航依托上海主基地，协同昆明、西安基地，未来在首都新机场也将拥有相当的份额，运价持续提升是大概率事件，业绩将持续向好。考虑到相比前次报告汇率贬值幅度明显超出预期，带来汇兑损失及人民币航油成本提升，下调 18-20 年盈利预测 33.9%、22.1%、29.4%，预计归母净利润由 72.3 亿、106.5 亿、156.7 亿下调至 47.8 亿、83.0 亿、110.6 亿，EPS 分别为 0.33 元、0.57 元、0.76 元。保守估计增发最大摊薄比例为 14.75%，按照 2019 年最大摊薄后 EPS 给予 15X 估值，维持“买入”评级，下调目标价 32.4%，自 11.1 元下调至 7.50 元，相比当前股价仍有明显空间，继续推荐！

## 4. 风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,738.00	4,656.00	5,296.61	6,060.17	6,782.09
应收账款	6,843.00	6,798.00	10,190.40	9,247.04	12,505.89
预付账款	2,762.00	580.00	2,990.57	834.14	3,383.52
存货	2,248.00	2,185.00	2,044.84	2,574.53	2,451.21
其他	2,297.00	4,074.00	3,887.36	4,216.32	4,496.94
<b>流动资产合计</b>	<b>15,888.00</b>	<b>18,293.00</b>	<b>24,409.79</b>	<b>22,932.20</b>	<b>29,619.65</b>
长期股权投资	2,060.00	2,211.00	2,764.07	3,145.65	3,633.25
固定资产	150,751.00	163,130.00	177,852.28	190,760.93	201,731.66
在建工程	25,755.00	28,780.00	29,386.34	29,062.69	30,513.33
无形资产	2,418.00	2,043.00	2,244.50	2,456.10	2,687.17
其他	13,179.00	13,007.00	15,723.99	16,165.07	16,194.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>194,163.00</b>	<b>209,171.00</b>	<b>227,971.18</b>	<b>241,590.44</b>	<b>254,759.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>210,051.00</b>	<b>227,464.00</b>	<b>252,380.96</b>	<b>264,522.64</b>	<b>284,379.64</b>
短期借款	9,983.00	24,959.00	27,949.27	36,074.57	43,685.58
应付账款	14,266.00	13,891.00	22,993.24	16,875.01	26,059.84
其他	43,830.00	41,475.00	46,427.21	46,058.70	45,435.07
<b>流动负债合计</b>	<b>68,079.00</b>	<b>80,325.00</b>	<b>97,369.72</b>	<b>99,008.28</b>	<b>115,180.49</b>
长期借款	10,604.00	4,924.00	6,564.58	9,019.49	231.61
应付债券	17,286.00	19,787.00	22,195.29	24,298.00	25,697.00
其他	63,986.00	65,910.00	63,253.30	62,362.20	64,323.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>91,876.00</b>	<b>90,621.00</b>	<b>92,013.17</b>	<b>95,679.69</b>	<b>90,251.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>159,955.00</b>	<b>170,946.00</b>	<b>189,382.89</b>	<b>194,687.98</b>	<b>205,432.30</b>
少数股东权益	2,910.00	3,412.00	3,766.28	4,381.11	5,200.63
股本	14,467.00	14,467.00	14,467.59	14,467.59	14,467.59
资本公积	26,760.00	26,760.00	26,760.00	26,760.00	26,760.00
留存收益	35,536.00	41,179.00	44,764.20	50,985.96	59,279.12
其他	(29,577.00)	(29,300.00)	(26,760.00)	(26,760.00)	(26,760.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>50,096.00</b>	<b>56,518.00</b>	<b>62,998.08</b>	<b>69,834.66</b>	<b>78,947.34</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>210,051.00</b>	<b>227,464.00</b>	<b>252,380.96</b>	<b>264,522.64</b>	<b>284,379.64</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,965.00	6,820.00	4,780.27	8,295.69	11,057.54
折旧摊销	12,538.00	13,959.00	15,801.67	18,521.24	21,308.21
财务费用	5,791.00	695.00	3,395.50	4,319.18	4,967.63
投资损失	(322.00)	(2,054.00)	(438.00)	(523.00)	(608.00)
营运资金变动	16,256.00	(8,331.00)	4,820.59	(4,169.78)	5,821.16
其它	(14,335.00)	8,483.00	199.28	614.83	819.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>24,893.00</b>	<b>19,572.00</b>	<b>28,559.31</b>	<b>27,058.15</b>	<b>43,366.05</b>
资本支出	25,503.00	26,813.00	34,541.56	32,590.52	32,487.25
长期投资	(1.00)	151.00	553.07	381.58	487.60
其他	(62,682.00)	(48,276.00)	(66,294.49)	(64,176.52)	(66,831.10)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37,180.00)</b>	<b>(21,312.00)</b>	<b>(31,199.86)</b>	<b>(31,204.42)</b>	<b>(33,856.25)</b>
债权融资	48,162.00	65,061.00	70,392.14	81,695.07	80,639.20
股权融资	1,886.00	(984.00)	(854.91)	(4,319.18)	(4,967.63)
其他	(45,414.00)	(59,369.00)	(66,256.07)	(72,466.06)	(84,459.45)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,634.00</b>	<b>4,708.00</b>	<b>3,281.16</b>	<b>4,909.82</b>	<b>(8,787.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(7,653.00)</b>	<b>2,968.00</b>	<b>640.61</b>	<b>763.56</b>	<b>721.92</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>98,560.00</b>	<b>101,721.00</b>	<b>117,702.53</b>	<b>134,670.49</b>	<b>150,713.18</b>
营业成本	82,587.00	90,285.00	105,016.81	116,291.93	127,592.96
营业税金及附加	237.00	263.00	282.49	323.21	361.71
营业费用	5,693.00	5,753.00	6,331.98	6,912.99	7,591.66
管理费用	3,019.00	3,143.00	3,391.84	3,567.59	3,776.18
财务费用	6,393.00	1,261.00	3,395.50	4,319.18	4,967.63
资产减值损失	29.00	491.00	192.00	182.20	183.23
公允价值变动收益	2.00	(311.00)	(155.00)	0.00	0.00
投资净收益	322.00	2,054.00	438.00	523.00	608.00
其他	(648.00)	(8,464.00)	(566.00)	(1,046.00)	(1,216.00)
<b>营业利润</b>	<b>926.00</b>	<b>7,246.00</b>	<b>(625.08)</b>	<b>3,596.39</b>	<b>6,847.81</b>
营业外收入	5,687.00	1,419.00	7,226.52	7,808.46	8,440.62
营业外支出	106.00	45.00	102.00	125.72	254.18
<b>利润总额</b>	<b>6,507.00</b>	<b>8,620.00</b>	<b>6,499.43</b>	<b>11,279.13</b>	<b>15,034.26</b>
所得税	1,542.00	1,800.00	1,364.88	2,368.62	3,157.19
<b>净利润</b>	<b>4,965.00</b>	<b>6,820.00</b>	<b>5,134.55</b>	<b>8,910.51</b>	<b>11,877.06</b>
少数股东损益	457.00	468.00	354.28	614.83	819.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,508.00</b>	<b>6,352.00</b>	<b>4,780.27</b>	<b>8,295.69</b>	<b>11,057.54</b>
每股收益(元)	0.31	0.44	0.33	0.57	0.76

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.03%	3.21%	15.71%	14.42%	11.91%
营业利润	324.77%	682.51%	-108.63%	-675.35%	90.41%
归属于母公司净利润	-0.73%	40.91%	-24.74%	73.54%	33.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.21%	11.24%	10.78%	13.65%	15.34%
净利率	4.57%	6.24%	4.06%	6.16%	7.34%
ROE	9.55%	11.96%	8.07%	12.67%	14.99%
ROIC	6.73%	7.30%	1.94%	5.15%	6.75%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.15%	75.15%	75.04%	73.60%	72.24%
净负债率	178.84%	194.73%	160.69%	162.80%	135.45%
流动比率	0.23	0.23	0.25	0.23	0.26
速动比率	0.20	0.20	0.23	0.21	0.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.51	14.91	13.86	13.86	13.86
存货周转率	45.80	45.89	55.65	58.31	59.98
总资产周转率	0.49	0.46	0.49	0.52	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.31	0.44	0.33	0.57	0.76
每股经营现金流	1.72	1.35	1.97	1.87	3.00
每股净资产	3.26	3.67	4.09	4.52	5.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	17.97	12.75	16.95	9.77	7.33
市净率	1.72	1.53	1.37	1.24	1.10
EV/EBITDA	7.57	10.45	7.71	5.82	4.62
EV/EBIT	20.13	50.59	51.68	19.44	12.94



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com