

**东方航空 (600115.SH) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 4.83元

**市场数据(人民币)**

|              |           |
|--------------|-----------|
| 已上市流通A股(百万股) | 9,808.49  |
| 流通港股(百万股)    | 4,659.10  |
| 总市值(百万元)     | 69,878.44 |
| 年内股价最高最低(元)  | 8.52/4.57 |
| 沪深300指数      | 3173.64   |
| 上证指数         | 2598.85   |

**相关报告**

- 《收益水平提升明显, 扣非净利小幅下降-2018-08-30公告》, 2018.8.30
- 《扣非净利润超预期, 期待票价放开落地-东方航空公司点评》, 2018.4.27
- 《市场培育初见雏形, 收益管理初显成效-东方航空公司研究》, 2018.4.24
- 《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
- 《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

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

**暑运收益水平持续提升, 油价汇率拉低业绩****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     | 0.279     | 0.584     | 0.853     |
| 每股净资产(元)    | 3.26      | 3.67      | 3.91      | 4.42      | 5.18      |
| 每股经营性现金流(元) | 1.69      | 1.32      | 1.36      | 1.88      | 1.99      |
| 市盈率(倍)      | 22.69     | 18.70     | 17.28     | 8.27      | 5.66      |
| 净利润增长率(%)   | -0.73%    | 40.91%    | -36.35%   | 109.05%   | 45.98%    |
| 净资产收益率(%)   | 9.55%     | 11.96%    | 7.15%     | 13.20%    | 16.47%    |
| 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2018年前三季度营收878.8亿, 同增13.4%, 归母净利润44.9亿, 同降43.3%, 扣非归母净利润42.3亿元, 同降25.1%; Q3单季营收334.6亿, 同增13.5%, 归母净利润22.1亿, 同降38.1%, 业绩符合预期。

**经营分析**

- **暑运运力大幅收缩, 需求旺盛, 收益水平提升明显:** 由于今年暑运旺季开启较晚, 民航局加班包机控制严格, 并且日本线台风和北海道地震影响, 公司Q3单季运力增速下滑明显, 整体ASK同增4.7% (国内5.7%/国际2.7%), 2018H1整体同增9.6%。受益于华东区域旺盛的航空需求, Q3单季公司整体RPK同增7.5% (国内8.4%/5.3%), 整体客座率同增2.1pct。盈利水平提升成为亮点, 包含燃油附加费影响, 我们测算Q3单季整体座公里收益同增约8.9%。2018H2东航计划净引进37架飞机, H1仅为15架, 未来运力增速或有所提升。不过18冬春航季东航主基地上海两场计划航班增速仅为1.4%和0.3%, 昆明基地同降0.3%, 仅西安基地较高, 为4.9%, 一线机场供需依然向上, 预计公司整体收益水平仍将稳健增长。
- **油价汇率利空明显:** Q3单季营业成本同增15.7%, 毛利率20.4%, 在Q3单季航空煤油出厂价同增39.7%的背景下, 毛利率同降1.5pct, 预计航油成本是主要拉低因素。伊朗制裁是国际油价主要矛盾, 供给缺口难以及时弥补, 预计短期油价有冲高可能, 同比增速维持30%左右。但国际原油消费需求并不坚挺, 中长期叠加美国运油管道建成缓解供给压力, 预计国际油价将回到中枢合理水平, 航空公司收益水平弹性终将反应至业绩。另外Q3单季人民币兑美元汇率贬值4.0%, 预计以美元计价的经营性租赁费成本和境外产生的成本提升。更为重要的是Q3单季产生汇兑损失15.7亿, 去年同期为汇兑收益6.2亿, 成为本季归母净利润大幅下滑的主要原因。向前看, 受到中美贸易战压力, 以及刺激出口维持经济发展需求, 人民币仍然存在贬值压力, 但已逼近7.0关口, 短期迅速贬值概率较小, 空间有限, 汇率利空将逐步消除。

**投资建议**

- 公司坐拥上海两场, 收益水平提升明显, 若油价和汇率企稳, 业绩将充分受益于政策带来的行业供需改善。定增引入吉祥航空, 稳定上海市场竞争格局, 在航线方面取长补短, 完善航线网络。预测公司2018~2020年EPS为0.28/0.58/0.85元, 对应PE分别为17倍/8倍/6倍, 维持“买入”评级。

**风险提示**

- 北京新机场运营不及预期, 油价和汇率波动, 疾病爆发和恶劣天气等。

**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           |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>主营业务收入</b>      | <b>93,844</b>  | <b>98,560</b>  | <b>101,721</b> | <b>115,606</b>  | <b>130,715</b>  | <b>147,424</b>  |
| 增长率                | 5.0%           | 3.2%           | 13.6%          | 13.1%           | 12.8%           |                 |
| <b>主营业务成本</b>      | <b>-77,146</b> | <b>-82,587</b> | <b>-90,285</b> | <b>-102,449</b> | <b>-113,074</b> | <b>-123,464</b> |
| %销售收入              | 82.2%          | 83.8%          | 88.8%          | 88.6%           | 86.5%           | 83.7%           |
| <b>毛利</b>          | <b>16,698</b>  | <b>15,973</b>  | <b>11,436</b>  | <b>13,157</b>   | <b>17,641</b>   | <b>23,961</b>   |
| %销售收入              | 17.8%          | 16.2%          | 11.2%          | 11.4%           | 13.5%           | 16.3%           |
| <b>营业税金及附加</b>     | <b>-178</b>    | <b>-237</b>    | <b>-263</b>    | <b>-289</b>     | <b>-327</b>     | <b>-369</b>     |
| %销售收入              | 0.2%           | 0.2%           | 0.3%           | 0.3%            | 0.3%            | 0.3%            |
| <b>营业费用</b>        | <b>-6,136</b>  | <b>-5,693</b>  | <b>-5,753</b>  | <b>-5,780</b>   | <b>-6,536</b>   | <b>-7,371</b>   |
| %销售收入              | 6.5%           | 5.8%           | 5.7%           | 5.0%            | 5.0%            | 5.0%            |
| <b>管理费用</b>        | <b>-2,914</b>  | <b>-3,019</b>  | <b>-3,143</b>  | <b>-2,890</b>   | <b>-3,268</b>   | <b>-3,686</b>   |
| %销售收入              | 3.1%           | 3.1%           | 3.1%           | 2.5%            | 2.5%            | 2.5%            |
| <b>息税前利润(EBIT)</b> | <b>7,470</b>   | <b>7,024</b>   | <b>2,277</b>   | <b>4,197</b>    | <b>7,511</b>    | <b>12,535</b>   |
| %销售收入              | 8.0%           | 7.1%           | 2.2%           | 3.6%            | 5.7%            | 8.5%            |
| <b>财务费用</b>        | <b>-7,269</b>  | <b>-6,393</b>  | <b>-1,261</b>  | <b>-4,714</b>   | <b>-2,755</b>   | <b>-3,059</b>   |
| %销售收入              | 7.7%           | 6.5%           | 1.2%           | 4.1%            | 2.1%            | 2.1%            |
| <b>资产减值损失</b>      | <b>-228</b>    | <b>-29</b>     | <b>-491</b>    | <b>-5</b>       | <b>-3</b>       | <b>-4</b>       |
| <b>公允价值变动收益</b>    | <b>6</b>       | <b>2</b>       | <b>-311</b>    | <b>0</b>        | <b>0</b>        | <b>0</b>        |
| <b>投资收益</b>        | <b>239</b>     | <b>322</b>     | <b>7,032</b>   | <b>5,500</b>    | <b>5,800</b>    | <b>6,000</b>    |
| %销售收入              | 4.2%           | 4.9%           | 81.6%          | 96.9%           | 51.5%           | 37.1%           |
| <b>净利润</b>         | <b>218</b>     | <b>926</b>     | <b>7,246</b>   | <b>4,979</b>    | <b>10,552</b>   | <b>15,472</b>   |
| <b>营业利润率</b>       | <b>0.2%</b>    | <b>0.9%</b>    | <b>7.1%</b>    | <b>4.3%</b>     | <b>8.1%</b>     | <b>10.5%</b>    |
| <b>营业外收支</b>       | <b>5,453</b>   | <b>5,581</b>   | <b>1,374</b>   | <b>700</b>      | <b>700</b>      | <b>700</b>      |
| <b>税前利润</b>        | <b>5,671</b>   | <b>6,507</b>   | <b>8,620</b>   | <b>5,679</b>    | <b>11,252</b>   | <b>16,172</b>   |
| <b>利润率</b>         | <b>6.0%</b>    | <b>6.6%</b>    | <b>8.5%</b>    | <b>4.9%</b>     | <b>8.6%</b>     | <b>11.0%</b>    |
| <b>所得税</b>         | <b>-624</b>    | <b>-1,542</b>  | <b>-1,800</b>  | <b>-1,136</b>   | <b>-2,250</b>   | <b>-3,234</b>   |
| <b>所得税率</b>        | <b>11.0%</b>   | <b>23.7%</b>   | <b>20.9%</b>   | <b>20.0%</b>    | <b>20.0%</b>    | <b>20.0%</b>    |
| <b>净利润</b>         | <b>5,047</b>   | <b>4,965</b>   | <b>6,820</b>   | <b>4,543</b>    | <b>9,002</b>    | <b>12,938</b>   |
| <b>少数股东损益</b>      | <b>506</b>     | <b>457</b>     | <b>468</b>     | <b>500</b>      | <b>550</b>      | <b>600</b>      |
| <b>归属于母公司的净利润</b>  | <b>4,541</b>   | <b>4,508</b>   | <b>6,352</b>   | <b>4,043</b>    | <b>8,452</b>    | <b>12,338</b>   |
| <b>净利率</b>         | <b>4.8%</b>    | <b>4.6%</b>    | <b>6.2%</b>    | <b>3.5%</b>     | <b>6.5%</b>     | <b>8.4%</b>     |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2015           | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>9,115</b>   | <b>1,738</b>   | <b>4,656</b>   | <b>3,000</b>   | <b>3,500</b>   | <b>4,000</b>   |
| <b>应收账款</b>     | <b>7,748</b>   | <b>6,873</b>   | <b>6,798</b>   | <b>8,705</b>   | <b>9,840</b>   | <b>11,095</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>2,056</b>   | <b>2,248</b>   | <b>2,185</b>   | <b>2,526</b>   | <b>2,788</b>   | <b>3,044</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>4,159</b>   | <b>5,029</b>   | <b>4,654</b>   | <b>4,025</b>   | <b>4,132</b>   | <b>4,236</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>23,078</b>  | <b>15,888</b>  | <b>18,293</b>  | <b>18,257</b>  | <b>20,260</b>  | <b>22,375</b>  |
| %总资产            | 11.8%          | 7.6%           | 8.0%           | 7.6%           | 8.1%           | 8.7%           |
| <b>长期投资</b>     | <b>2,807</b>   | <b>3,026</b>   | <b>3,313</b>   | <b>4,076</b>   | <b>4,075</b>   | <b>4,075</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>154,453</b> | <b>176,643</b> | <b>192,061</b> | <b>203,880</b> | <b>213,189</b> | <b>218,819</b> |
| %总资产            | 78.9%          | 84.1%          | 84.4%          | 85.1%          | 85.1%          | 84.7%          |
| <b>无形资产</b>     | <b>13,278</b>  | <b>13,325</b>  | <b>12,614</b>  | <b>12,295</b>  | <b>12,038</b>  | <b>11,830</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>172,631</b> | <b>194,163</b> | <b>209,171</b> | <b>221,351</b> | <b>230,402</b> | <b>235,824</b> |
| %总资产            | 88.2%          | 92.4%          | 92.0%          | 92.4%          | 91.9%          | 91.3%          |
| <b>资产总计</b>     | <b>195,709</b> | <b>210,051</b> | <b>227,464</b> | <b>239,607</b> | <b>250,662</b> | <b>258,199</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>30,855</b>  | <b>20,272</b>  | <b>40,350</b>  | <b>36,083</b>  | <b>31,755</b>  | <b>36,727</b>  |
| <b>应付款项</b>     | <b>15,734</b>  | <b>16,352</b>  | <b>16,406</b>  | <b>17,012</b>  | <b>18,784</b>  | <b>22,213</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>27,795</b>  | <b>31,455</b>  | <b>23,569</b>  | <b>24,386</b>  | <b>25,007</b>  | <b>19,652</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>74,384</b>  | <b>68,079</b>  | <b>80,325</b>  | <b>77,480</b>  | <b>75,546</b>  | <b>78,592</b>  |
| <b>长期贷款</b>     | <b>20,408</b>  | <b>10,604</b>  | <b>4,924</b>   | <b>9,924</b>   | <b>14,924</b>  | <b>14,924</b>  |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>63,266</b>  | <b>81,272</b>  | <b>85,697</b>  | <b>91,721</b>  | <b>91,721</b>  | <b>84,721</b>  |
| <b>负债</b>       | <b>158,058</b> | <b>159,955</b> | <b>170,946</b> | <b>179,125</b> | <b>182,191</b> | <b>178,237</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>35,137</b>  | <b>47,186</b>  | <b>53,106</b>  | <b>56,570</b>  | <b>64,009</b>  | <b>74,900</b>  |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>2,514</b>   | <b>2,910</b>   | <b>3,412</b>   | <b>3,912</b>   | <b>4,462</b>   | <b>5,062</b>   |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>195,709</b> | <b>210,051</b> | <b>227,464</b> | <b>239,607</b> | <b>250,662</b> | <b>258,199</b> |

**比率分析**

|               | 2015    | 2016   | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E  |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |        |         |         |         |        |
| 每股收益          | 0.346   | 0.312  | 0.439   | 0.279   | 0.584   | 0.853  |
| 每股净资产         | 2.674   | 3.262  | 3.671   | 3.910   | 4.424   | 5.177  |
| 每股经营现金净流      | 1.821   | 1.693  | 1.324   | 1.359   | 1.882   | 1.986  |
| 每股股利          | 0.000   | 0.100  | 0.051   | 0.040   | 0.070   | 0.100  |
| <b>回报率</b>    |         |        |         |         |         |        |
| 净资产收益率        | 12.92%  | 9.55%  | 11.96%  | 7.15%   | 13.20%  | 16.47% |
| 总资产收益率        | 2.32%   | 2.15%  | 2.79%   | 1.69%   | 3.37%   | 4.78%  |
| 投入资本收益率       | 6.85%   | 5.45%  | 1.48%   | 2.66%   | 4.45%   | 6.62%  |
| <b>增长率</b>    |         |        |         |         |         |        |
| 主营业务收入增长率     | 4.57%   | 5.03%  | 3.21%   | 13.65%  | 13.07%  | 12.78% |
| EBIT增长率       | 325.64% | -5.97% | -67.58% | 84.34%  | 78.93%  | 66.90% |
| 净利润增长率        | 32.89%  | -0.73% | 40.91%  | -36.35% | 109.05% | 45.98% |
| 总资产增长率        | 19.67%  | 7.33%  | 8.29%   | 5.34%   | 4.61%   | 3.01%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |        |         |         |         |        |
| 应收账款周转天数      | 13.1    | 10.2   | 8.5     | 7.5     | 7.5     | 7.5    |
| 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   | 540.5   | 495.7   | 446.0  |
| <b>偿债能力</b>   |         |        |         |         |         |        |
| 净负债/股东权益      | 133.43% | 92.67% | 106.88% | 103.82% | 91.96%  | 84.34% |
| EBIT利息保障倍数    | 1.0     | 1.1    | 1.8     | 0.9     | 2.7     | 4.1    |
| 资产负债率         | 80.76%  | 76.15% | 75.15%  | 74.76%  | 72.68%  | 69.03% |

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 | 0           | 0           | 8           | 12          | 32          |
| 增持 | 0           | 0           | 5           | 5           | 12          |
| 中性 | 0           | 0           | 3           | 3           | 4           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>1.69</b> | <b>1.55</b> | <b>1.42</b> |

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  | 2016-10-28 | 买入 | 6.35 | N/A       |
| 2  | 2017-08-30 | 买入 | 6.99 | N/A       |
| 3  | 2017-10-30 | 增持 | 6.83 | N/A       |
| 4  | 2018-04-01 | 买入 | 7.21 | N/A       |
| 5  | 2018-04-24 | 买入 | 6.52 | 8.10~9.30 |
| 6  | 2018-04-27 | 买入 | 6.90 | N/A       |
| 7  | 2018-08-30 | 买入 | 5.69 | 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认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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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