

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**

- 1.《收益水平提升明显,扣非净利小幅下降-2018-08-30 公...》, 2018.8.30
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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
subaoliang@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
主营业务收入	93,844	98,560	101,721	115,606	130,715	147,424
增长率		5.0%	3.2%	13.6%	13.1%	12.8%
主营业务成本	-77,146	-82,587	-90,285	-102,449	-113,074	-123,464
%销售收入	82.2%	83.8%	88.8%	88.6%	86.5%	83.7%
毛利	16,698	15,973	11,436	13,157	17,641	23,961
%销售收入	17.8%	16.2%	11.2%	11.4%	13.5%	16.3%
营业税金及附加	-178	-237	-263	-289	-327	-369
%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	-5,780	-6,536	-7,371
%销售收入	6.5%	5.8%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-2,914	-3,019	-3,143	-2,890	-3,268	-3,686
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	7,470	7,024	2,277	4,197	7,511	12,535
%销售收入	8.0%	7.1%	2.2%	3.6%	5.7%	8.5%
财务费用	-7,269	-6,393	-1,261	-4,714	-2,755	-3,059
%销售收入	7.7%	6.5%	1.2%	4.1%	2.1%	2.1%
资产减值损失	-228	-29	-491	-5	-3	-4
公允价值变动收益	6	2	-311	0	0	0
投资收益	239	322	7,032	5,500	5,800	6,000
%税前利润	4.2%	4.9%	81.6%	96.9%	51.5%	37.1%
营业利润	218	926	7,246	4,979	10,552	15,472
营业利润率	0.2%	0.9%	7.1%	4.3%	8.1%	10.5%
营业外收支	5,453	5,581	1,374	700	700	700
税前利润	5,671	6,507	8,620	5,679	11,252	16,172
利润率	6.0%	6.6%	8.5%	4.9%	8.6%	11.0%
所得税	-624	-1,542	-1,800	-1,136	-2,250	-3,234
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	4,543	9,002	12,938
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	4,043	8,452	12,338
净利率	4.8%	4.6%	6.2%	3.5%	6.5%	8.4%

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	4,543	9,002	12,938
非现金支出	10,691	12,162	14,036	13,956	15,714	17,395
非经营收益	6,752	5,536	-1,228	1,360	1,622	1,937
营运资金变动	1,443	1,825	-470	-201	886	-3,544
经营活动现金净流	23,933	24,488	19,158	19,657	27,225	28,725
资本开支	-28,005	-37,451	-23,642	-24,690	-24,062	-22,112
投资	-329	12	1,850	-763	0	0
其他	534	259	480	500	500	500
投资活动现金净流	-27,800	-37,180	-21,312	-24,953	-23,562	-21,612
股权募资	2,855	8,540	0	0	0	0
债权募资	17,681	8,702	19,770	6,775	673	-2,029
其他	-9,336	-12,340	-15,109	-3,135	-3,835	-4,583
筹资活动现金净流	11,200	4,902	4,661	3,640	-3,162	-6,612
现金净流量	7,333	-7,790	2,507	-1,656	500	500

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

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.346	0.312	0.439	0.279	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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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	0.00	0.00	1.69	1.55	1.42

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

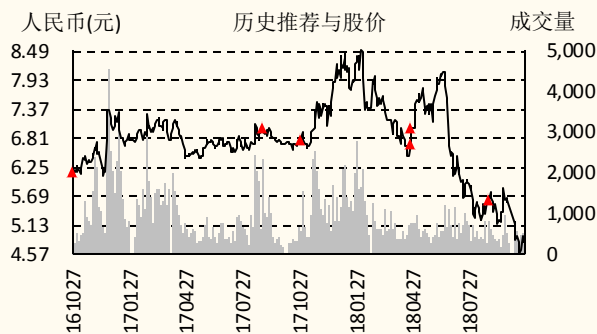
来源：国金证券研究所

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