



股票代码	670 HK	600115 CH
评级	买入	买入
收盘价	港币 4.85	人民币 5.27
目标价	港币 6.00	人民币 7.60
上/下浮比例	+24%	+44%
目标价格基础	市净率 ROE	A-H 股溢价
板块评级	中立	增持

中国东方航空公司

收益和客座率不断提高

2018年前十个月，中国东方航空公司运力同比增长7.8%，为中国主要航空公司中最低。由于需求强劲，2018年前十个月，中国东方航空公司的客座率增加了1.5个百分点，国内和国际客座率分别增加了1.1个百分点和1.9个百分点。同时，2018年第三季度国内、国际和港澳台航线的客公里收益同比增长6.5%，2.7%和4.2%。由于运力供给增长受限和需求相对强劲，我们认为中国东方航空公司的客公里收益将继续改善。我们认为汇率的影响是短期的，鉴于基本面健康，维持H股和A股的长期买入评级。

支撑评级的主要因素

- 10月份客座率继续增加。10月份中国东方航空公司可用座位公里同比增长7.5%，其中国内可用座位公里同比增长9.2%，国际可用座位公里同比增长4.4%。总客运周转量同比增长9.9%，其中国内客运周转量同比增长11.4%，国际客运周转量同比增长7.0%。客座率增加1.7个百分点至81.8%，其中国内和国际航线分别增加1.6个百分点和1.9个百分点。
- 2019年油价和人民币兑美元汇率风险可能减弱。国际油价和汇率波动仍是中国东方航空公司的主要风险。近期油价走势显示市场供应略有过剩，并且由于国际政治环境，油价走弱的趋势似乎仍在继续。另一方面，由于人民币兑美元在2018年下半年贬值速度较快，且中国仍拥有庞大的外汇储备，我们认为人民币将在2019年以较为缓慢的速度贬值。

估值

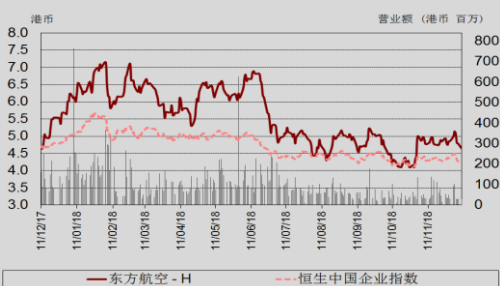
- 目标价6.00港元相当于1.20倍2019年预期市净率，我们认为这是公允的，因为(i)净资产收益率前景稳定；(ii)拟定向增发股票将扩大中国东方航空公司的账面价值；(iii)中国航空市场的基本面仍然强劲。国际油价和人民币兑美元汇率仍是主要风险。
- 我们的A股目标价为人民币7.60元，相当于A股-H股溢价45%，符合其长期趋势。

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	98,904	102,475	119,801	135,240	146,773
变动(%)	5	4	17	13	9
净利润(人民币 百万)	4,498	6,342	4,335	6,664	9,196
全面摊薄每股收益(人民币)	0.326	0.438	0.300	0.461	0.636
变动(%)	(8.0)	34.6	(31.6)	53.7	38.0
市场预期每股收益(人民币)			0.321	0.440	0.564
核心每股收益(人民币)	0.326	0.438	0.300	0.461	0.636
变动(%)	(8.0)	34.6	(31.6)	53.7	38.0
全面摊薄市盈率(倍)	13.2	9.8	14.3	9.3	6.8
核心业务市盈率(倍)	13.2	9.8	14.3	9.3	6.8
每股现金流量(人民币)	1.81	1.36	1.80	2.06	2.32
价格/每股现金流量(倍)	2.4	3.2	2.4	2.1	1.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	11.4	9.3	7.9	6.3
每股股息(人民币)	0.100	0.051	0.035	0.054	0.074
股息率(%)	2.3	1.2	0.8	1.3	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.5)	15.2	(1.4)	1.7
相对恒生国企指数	(3.2)	13.7	2.5	13.2

发行股数(百万)	14,467
流通股(%)	44
流通股市值(港币百万)	80,800
3个月日均交易额(港币百万)	55
净负债比率(%) (2018E)	211
主要股东(%)	
中国东方航空集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2018年11月23日收市价为标准

中银国际研究有限公司

交通运输: 航空

周一帆

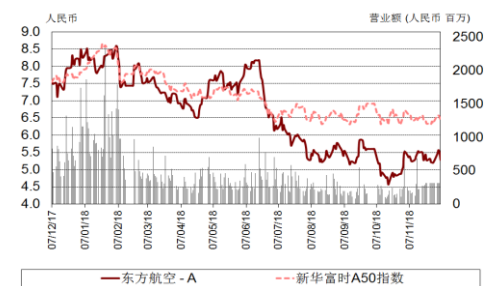
(852) 3988 6423

ivanyf.zhou@bocigroup.com

胡泽宇

(852) 3988 6439

ryanzhu.hu@bocigroup.com

股价表现—A股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(35.8)	10.0	(2.2)	(27.1)
相对新华富时A50指数	(18.3)	(1.5)	1.0	(7.9)

发行股数(百万)	14,467
流通股(%)	46
流通股市值(人民币百万)	71,759
3个月日均交易额(人民币百万)	227
净负债比率(%) (2018E)	153
主要股东(%)	
中国东方航空集团	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2018年11月23日收市价为标准

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币百万)	98,560	101,721	118,920	134,245	145,693
变动(%)	5	3	17	13	9
净利润(人民币百万)	4,508	6,352	4,298	6,617	9,153
全面摊薄每股收益(人民币)	0.326	0.439	0.297	0.457	0.633
变动(%)	(7.9)	34.5	(32.3)	54.0	38.3
市场预期每股收益(人民币)			0.332	0.440	0.538
核心每股收益(人民币)	0.326	0.439	0.297	0.457	0.633
变动(%)	(7.9)	34.5	(32.3)	54.0	38.3
全面摊薄市盈率(倍)	16.1	12.0	17.7	11.5	8.3
核心业务市盈率(倍)	16.1	12.0	17.7	11.5	8.3
每股现金流量(人民币)	1.81	1.36	1.80	2.06	2.32
价格/每股现金流量(倍)	2.9	3.9	2.9	2.6	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.4	12.1	8.6	7.4	6.2
每股股息(人民币)	0.100	0.051	0.035	0.054	0.074
股息率(%)	1.9	1.0	0.7	1.0	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表—H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	98,904	102,475	119,801	135,240	146,773
销售成本	(70,167)	(77,738)	(89,895)	(100,201)	(106,058)
经营费用	(9,184)	(8,131)	(9,048)	(9,844)	(10,562)
息税折旧前利润	7,015	2,261	5,827	8,974	12,878
折旧及摊销	(12,538)	(14,345)	(15,031)	(16,220)	(17,275)
经营利润(息税前利润)	19,553	16,606	20,858	25,195	30,154
净利息收入/(费用)	(2,603)	(3,073)	(3,862)	(4,986)	(5,689)
其他收益/(损失)	2,085	9,422	3,979	5,406	5,817
税前利润	6,497	8,610	5,944	9,395	13,006
所得税	(1,542)	(1,800)	(1,286)	(2,220)	(3,103)
少数股东权益	(457)	(468)	(323)	(511)	(707)
净利润	4,498	6,342	4,335	6,664	9,196
核心净利润	4,498	6,342	4,335	6,664	9,196
每股收益(人民币)	0.326	0.438	0.300	0.461	0.636
核心每股收益(人民币)	0.326	0.438	0.300	0.461	0.636
每股股息(人民币)	0.100	0.051	0.035	0.054	0.074
收入增长(%)	5	4	17	13	9
息税前利润增长(%)	(5)	(68)	158	54	43
息税折旧前利润增长(%)	8	(15)	26	21	20
每股收益增长(%)	(8)	35	(32)	54	38
核心每股收益增长(%)	(8)	35	(32)	54	38

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	6,497	8,610	5,944	9,395	13,006
折旧与摊销	12,538	14,345	15,031	16,220	17,275
净利息费用	2,603	3,073	3,862	4,986	5,689
运营资本变动	1,690	(896)	673	1,108	663
税金	(1,261)	(1,536)	(1,286)	(2,220)	(3,103)
其他经营现金流	2,990	(3,927)	1,759	279	20
经营活动产生的现金流	25,057	19,669	25,983	29,769	33,551
购买固定资产净值	(38,397)	(24,286)	(20,262)	(22,602)	(15,506)
投资减少/(增加)	1,263	1,055	3,250	3,828	2,765
其他投资现金流	(210)	1,822	(2,858)	(710)	(1,877)
投资活动产生的现金流	(37,344)	(21,409)	(19,869)	(19,484)	(14,618)
净增权益	8,540	0	0	0	0
净增债务	8,702	19,770	(2,385)	(5,535)	(12,385)
支付股息	(796)	(769)	(781)	(571)	(868)
其他融资现金流	(11,812)	(14,293)	(3,970)	(5,067)	(5,742)
融资活动产生的现金流	4,634	4,708	(7,136)	(11,174)	(18,996)
现金变动	(7,653)	2,968	(1,022)	(889)	(63)
期初现金	9,080	1,695	4,616	3,594	2,705
公司自由现金流	(12,287)	(1,740)	6,114	10,285	18,933
权益自由现金流	(6,791)	14,324	(241)	(318)	805

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—H股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,738	4,656	3,634	2,745	2,682
应收帐款	2,660	2,124	2,502	2,839	3,090
库存	2,248	2,185	2,365	2,595	2,777
其他流动资产	9,242	9,328	10,977	12,455	13,554
流动资产总计	15,888	18,293	19,479	20,634	22,103
固定资产	153,180	166,856	174,785	184,025	185,611
无形资产	11,624	11,596	11,642	11,656	11,684
其他长期资产	31,632	32,982	34,271	35,595	36,761
长期资产总计	196,436	211,434	220,699	231,276	234,056
总资产	212,324	229,727	240,177	251,910	256,159
应付帐款	3,376	3,184	3,405	3,295	2,901
短期债务	35,289	48,331	47,792	45,436	38,563
其他流动负债	29,417	28,813	31,146	34,387	37,022
流动负债总计	68,082	80,328	82,343	83,118	78,486
长期借款	82,484	82,338	87,163	91,477	91,140
其他长期负债	9,392	8,283	8,432	8,699	8,912
股本	14,467	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	34,983	40,893	44,073	50,004	58,392
股东权益	49,450	55,360	58,540	64,471	72,859
少数股东权益	2,916	3,418	3,700	4,145	4,761
总负债及权益	212,324	229,727	240,177	251,910	256,159
每股帐面价值(人民币)	3.42	3.83	4.05	4.46	5.04
每股有形资产(人民币)	2.61	3.03	3.24	3.65	4.23
每股净负债/(现金)(人民币)	8.02	8.71	9.08	9.28	8.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.8	16.2	17.4	18.6	20.5
息税前利润率(%)	7.1	2.2	4.9	6.6	8.8
税前利润率(%)	6.6	8.4	5.0	6.9	8.9
净利率(%)	4.5	6.2	3.6	4.9	6.3
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
利息覆盖率(倍)	2.6	0.7	1.5	1.8	2.2
净权益负债率(%)	221.7	214.5	211.1	195.6	163.7
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	13.2	9.8	14.3	9.3	6.8
核心业务市盈率(倍)	13.2	9.8	14.3	9.3	6.8
目标价对应核心业务	16.3	12.1	17.7	11.5	8.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	2.4	3.2	2.4	2.1	1.9
企业价值/息税折旧前	9.2	11.4	9.3	7.9	6.3
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	11.2	10.4	9.2	9.0	9.2
应收帐款周转天数	10.2	8.5	7.0	7.2	7.4
应付帐款周转天数	13.1	11.7	10.0	9.0	7.7
回报率					
股息支付率(%)	32.2	11.7	11.7	11.7	11.7
净资产收益率(%)	10.4	12.1	7.6	10.8	13.4
资产收益率(%)	2.6	0.8	1.9	2.8	3.9
已运用资本收益率(%)	4.3	1.3	3.1	4.5	6.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	98,560	101,721	118,920	134,245	145,693
销售成本	(70,709)	(77,070)	(89,622)	(100,136)	(106,057)
经营费用	(8,712)	(8,896)	(9,600)	(10,192)	(10,848)
息税折旧前利润	6,995	1,786	4,945	7,979	11,798
折旧及摊销	(12,144)	(13,969)	(14,753)	(15,938)	(16,990)
经营利润(息税前利润)	19,139	15,755	19,698	23,917	28,789
净利息收入/(费用)	(2,820)	(3,262)	(4,915)	(5,977)	(6,758)
其他收益/(损失)	2,332	10,096	5,877	7,345	7,923
税前利润	6,507	8,620	5,907	9,347	12,963
所得税	(1,542)	(1,800)	(1,286)	(2,220)	(3,103)
少数股东权益	(457)	(468)	(323)	(511)	(707)
净利润	4,508	6,352	4,298	6,617	9,153
核心净利润	4,508	6,352	4,298	6,617	9,153
每股收益(人民币)	0.326	0.439	0.297	0.457	0.633
核心每股收益(人民币)	0.326	0.439	0.297	0.457	0.633
每股股息(人民币)	0.100	0.051	0.035	0.054	0.074
收入增长(%)	5	3	17	13	9
息税前利润增长(%)	(3)	(74)	177	61	48
息税折旧前利润增长(%)	8	(18)	25	21	20
每股收益增长(%)	(8)	35	(32)	54	38
核心每股收益增长(%)	(8)	35	(32)	54	38

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	6,507	8,620	5,907	9,347	12,963
折旧与摊销	12,144	13,969	14,753	15,938	16,990
净利息费用	2,820	3,262	4,915	5,977	6,758
运营资本变动	2,286	(424)	1,560	2,050	1,507
税金	(1,542)	(1,800)	(1,286)	(2,220)	(3,103)
其他经营现金流	2,842	(3,958)	134	(1,324)	(1,565)
经营活动产生的现金流	25,057	19,669	25,983	29,769	33,551
购买固定资产净值	(38,715)	(24,689)	(20,262)	(22,602)	(15,506)
投资减少/(增加)	1,264	2,880	3,228	3,806	2,743
其他投资现金流	107	400	(2,836)	(688)	(1,855)
投资活动产生的现金流	(37,344)	(21,409)	(19,869)	(19,484)	(14,618)
净增权益	8,540	0	0	0	0
净增债务	8,702	19,770	(2,385)	(5,535)	(12,385)
支付股息	(796)	(769)	(781)	(571)	(868)
其他融资现金流	(11,812)	(14,293)	(3,970)	(5,067)	(5,742)
融资活动产生的现金流	4,634	4,708	(7,136)	(11,174)	(18,996)
现金变动	(7,653)	2,968	(1,022)	(889)	(63)
期初现金	9,080	1,695	4,616	3,594	2,705
公司自由现金流	(12,287)	(1,740)	6,114	10,285	18,933
权益自由现金流	(6,791)	14,324	(241)	(318)	805

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,738	4,656	3,594	2,705	2,642
应收帐款	2,630	2,124	2,502	2,839	3,090
库存	2,248	2,185	2,365	2,595	2,777
其他流动资产	9,272	9,328	11,017	12,495	13,594
流动资产总计	15,888	18,293	19,479	20,634	22,103
固定资产	150,751	163,130	172,511	181,827	183,375
无形资产	11,446	11,071	11,642	11,656	11,684
其他长期资产	31,966	34,970	34,271	35,595	36,761
长期资产总计	194,163	209,171	218,424	229,078	231,820
总资产	210,051	227,464	237,903	249,712	253,922
应付帐款	10,811	11,036	10,447	10,966	11,090
短期债务	17,671	32,334	8,297	9,414	10,246
其他流动负债	39,597	36,955	63,599	62,738	57,150
流动负债总计	68,079	80,325	82,343	83,118	78,486
长期借款	86,404	85,457	87,163	91,477	91,140
其他长期负债	5,472	5,164	8,432	8,699	8,912
股本	14,467	14,467	14,467	14,467	14,467
储备	32,719	38,639	41,798	47,807	56,156
股东权益	47,186	53,106	56,265	62,274	70,623
少数股东权益	2,910	3,412	3,700	4,145	4,761
总负债及权益	210,051	227,464	237,903	249,712	253,922
每股帐面价值(人民币)	3.26	3.67	3.89	4.30	4.88
每股有形资产(人民币)	2.47	2.91	3.08	3.50	4.07
每股净负债/(现金)(人民币)	7.08	7.82	6.35	6.79	6.83

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—A股

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.4	15.5	16.6	17.8	19.8
息税前利润率(%)	7.1	1.8	4.2	5.9	8.1
税前利润率(%)	6.6	8.5	5.0	7.0	8.9
净利率(%)	4.6	6.2	3.6	4.9	6.3
流动性					
流动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
利息覆盖率(倍)	2.4	0.5	1.0	1.3	1.7
净权益负债率(%)	204.4	200.2	153.2	147.8	131.0
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	16.1	12.0	17.7	11.5	8.3
核心业务市盈率(倍)	16.1	12.0	17.7	11.5	8.3
目标价对应核心业务	23.3	17.3	25.6	16.6	12.0
市盈率(倍)					
市净率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	2.9	3.9	2.9	2.6	2.3
企业价值/息税折旧前	9.4	12.1	8.6	7.4	6.2
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	11.1	10.5	9.3	9.0	9.2
应收帐款周转天数	10.2	8.5	7.1	7.3	7.4
应付帐款周转天数	38.2	39.2	33.0	29.1	27.6
回报率					
股息支付率(%)	32.1	11.6	11.8	11.8	11.7
净资产收益率(%)	11.0	12.7	7.9	11.2	13.8
资产收益率(%)	2.6	0.6	1.7	2.5	3.6
已运用资本收益率(%)	5.0	1.2	3.1	5.0	6.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测