

## 客座下滑拖累业绩, 核心利润约降三成

### 投资要点

- **业绩总结:** 东方航空发布2019年半年报, 公司上半年实现营业收入587.8亿元(+8.0%), 实现归母净利润19.4亿元(-14.9%); 实现扣非归母净利润15.6亿元(-26.3%)。其中, 2019年二季度实现营收287.3亿元(+3.8%), 扣非归母净利润-3.7亿、较去年同期2.2亿由盈转亏。
- **2019H1客收下降1.4%, 扣汇扣非核心净利润约17亿元。** 1) 运投方面, 19H1东航ASK增速10.4%基本符合预期、RPK增速10.6%, 完成旅客运输量0.64亿人次(+8.6%), 客座率82.66%(上升0.19pp)。2) 客公里收益方面, 经济下行背景下航空需求走弱, 东航上半年含油客收为0.513元(-1.4%), 分结构来看, 国内线客收下降2.4%、国际线客收上涨0.4%。3) 成本及盈利方面, 东航19H1营业成本522亿(+9.3%), 其中燃油成本上涨9%至166亿元, 公司扣油成本356亿元(+9.4%), 表现单位ASK扣油成本0.27元(-1.1%), 考虑将租赁利息费用19.2亿进行还原, 可比口径单位扣油成本上升约4%。  
公司销售/管理/扣汇财务费用率分别为5.1%/2.7%/4.4%, 扣汇三费合计费用率12.12%, 同比上升0.7pp、主要系经营租赁进表后新增租赁负债利息科目, 财务费用同比不可比, 且经租进表美元负债提升使得东航对美元汇率敏感性由2.3亿提升至3.1亿(人民币兑美元每变动±1%), 上半年人民币对美元贬值0.2%, 东航整体汇兑损失1.96亿元。受需求疲软客收下降及经租进表成本项调整拖累, 19H1东航扣汇扣非的核心净利润约17亿元, 同比下降约32%。
- **温和油价背景下, 看好上海区域航空需求回暖提振公司业绩。** 18Q3为油价高峰, 考虑当前布油低位徘徊, 下半年航油单价同比可能下降15-20%, 在弱需求背景下经营压力略微缓释, 上海地区经济腹地航空需求韧性较高, 下半年扣汇利润有望逆势正增长。
- **盈利预测与评级:** 考虑到暑运票价涨幅不及预期, 且七月底以来中美贸易谈判摩擦人民币汇率急贬, 因此我们下调公司盈利预测。预计公司2019-2021年归母净利润分别为50.3、71.6、79.6亿元, 对应19年PE为15X、对应PB为1.2倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 航空需求波动, 人民币大幅贬值的风险, 油价大幅上涨风险。

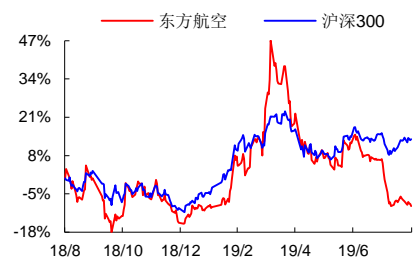
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	114930.00	128218.41	140024.02	151946.22
增长率	12.99%	11.56%	9.21%	8.51%
归属母公司净利润(百万元)	2709.00	5025.11	7160.30	7964.74
增长率	-57.35%	85.50%	42.49%	11.23%
每股收益EPS(元)	0.18	0.34	0.48	0.53
净资产收益率ROE	4.96%	8.21%	10.61%	10.75%
PE	28.0	15.1	10.6	9.5
PB	1.36	1.22	1.11	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林  
执业证号: S1250518110001  
电话: 13916801840  
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	149.85
流通A股(亿股)	98.08
52周内股价区间(元)	4.57-8.24
总市值(亿元)	759.75
总资产(亿元)	2,799.09
每股净资产(元)	0.00

### 相关研究

1. 东方航空(600115): 核心利润正增长, 收益质量上台阶 (2019-03-31)

## 核心假设及业务拆分

假设 1：2019 年年末汇率美元兑人民币 7.15，下半年新加坡航油 72 美金、国内航空燃油出厂价中枢 5000 元，2020/2021 年油汇变化均维持中性。

假设 2：2019/2020/2021 年公司 ASK 增速分别为 9.8%/9.2%/9.3%，客座率维持稳定。

假设 3：暑运整体票价微降，预计 9-12 月客收同比略升。整体上，预计 2019/2020/2021 年东航客公里收益变动分别为-1.0%/1.1%/0.0%。

基于以上预测，得到公司核心收入成本拆分如下表：

**表 1：东方航空主营收入成本预测表（单位：百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
航空运输收入	109,787	123,418	135,224	147,146
客运收入	103,961	117,668	129,651	141,722
货运收入	3,627	3,551	3,374	3,226
其他运输收入	2,199	2,199	2,199	2,199
其他业务收入	5,143	4,800	4,800	4,800
<b>收入合计</b>	<b>114,930</b>	<b>128,218</b>	<b>140,024</b>	<b>151,946</b>
燃油成本	33,680	34,414	37,856	41,642
扣油成本	68,727	73,068	78,067	83,931
<b>成本合计</b>	<b>102,407</b>	<b>107,483</b>	<b>115,923</b>	<b>125,572</b>

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	114930.00	128218.41	140024.02	151946.22	净利润	2941.00	5455.47	7773.52	8646.84
营业成本	102407.00	107482.79	115922.67	125572.21	折旧与摊销	15276.00	15739.78	17884.39	19366.58
营业税金及附加	347.00	355.45	395.35	431.37	财务费用	5908.00	5696.47	4794.17	5032.40
销售费用	6058.00	6410.92	7001.20	7597.31	资产减值损失	318.00	10.00	10.00	10.00
管理费用	3220.00	3333.68	3500.60	3798.66	经营营运资本变动	6181.00	-7266.24	1459.18	2127.43
财务费用	5908.00	5696.47	4794.17	5032.40	其他	-8286.00	-1208.97	-1362.60	-331.10
资产减值损失	318.00	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>22338.00</b>	<b>18426.50</b>	<b>30558.65</b>	<b>34852.15</b>
投资收益	238.00	592.00	418.00	418.00	资本支出	-9813.00	-49553.00	-26700.00	-26000.00
公允价值变动损益	284.00	493.00	300.00	300.00	其他	-2967.00	1103.00	718.00	718.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-12780.00</b>	<b>-48450.00</b>	<b>-25982.00</b>	<b>-25282.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2958.00</b>	<b>6014.10</b>	<b>9118.03</b>	<b>10222.27</b>	短期借款	-16839.00	-1651.31	1812.82	-2509.58
其他非经营损益	909.00	1064.00	1012.33	1029.56	长期借款	3566.00	3000.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3867.00</b>	<b>7078.10</b>	<b>10130.37</b>	<b>11251.83</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	926.00	1622.63	2356.85	2604.99	支付股利	-738.00	-541.80	-1005.02	-1432.06
净利润	2941.00	5455.47	7773.52	8646.84	其他	453.00	34965.53	-4794.17	-5032.40
少数股东损益	232.00	430.35	613.21	682.10	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13558.00</b>	<b>35772.42</b>	<b>-3986.37</b>	<b>-8974.04</b>
归属母公司股东净利润	2709.00	5025.11	7160.30	7964.74	<b>现金流量净额</b>	<b>-3970.00</b>	<b>5748.92</b>	<b>590.28</b>	<b>596.11</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	662.00	6410.92	7001.20	7597.31	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7310.00	8751.55	9415.01	10152.97	销售收入增长率	12.99%	11.56%	9.21%	8.51%
存货	1950.00	2247.19	3142.64	3044.57	营业利润增长率	-59.18%	103.32%	51.61%	12.11%
其他流动资产	6010.00	6661.43	7265.94	7876.42	净利润增长率	-56.88%	85.50%	42.49%	11.23%
长期股权投资	2273.00	2273.00	2273.00	2273.00	EBITDA 增长率	7.46%	13.70%	15.83%	8.88%
投资性房地产	724.00	724.00	724.00	724.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	202229.00	236495.70	245764.78	252851.67	毛利率	10.90%	16.17%	17.21%	17.36%
无形资产和开发支出	10754.00	10483.73	10213.45	9943.18	三费率	13.21%	12.04%	10.92%	10.81%
其他非流动资产	4853.00	4669.80	4486.60	4303.40	净利率	2.56%	4.25%	5.55%	5.69%
<b>资产总计</b>	<b>236765.00</b>	<b>278717.32</b>	<b>290286.62</b>	<b>298766.51</b>	ROE	4.96%	8.21%	10.61%	10.75%
短期借款	8120.00	6468.69	8281.51	5771.93	ROA	1.24%	1.96%	2.68%	2.89%
应付和预收款项	17091.00	19815.34	20949.99	22605.70	ROIC	5.96%	8.82%	10.65%	10.95%
长期借款	8490.00	11490.00	11490.00	11490.00	EBITDA/销售收入	21.01%	21.41%	22.71%	22.79%
其他负债	143712.00	174464.62	176317.96	178436.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>177413.00</b>	<b>212238.65</b>	<b>217039.47</b>	<b>218304.57</b>	总资产周转率	0.50	0.50	0.49	0.52
股本	14467.00	14467.00	14467.00	14467.00	固定资产周转率	0.68	0.67	0.65	0.68
资本公积	26760.00	26760.00	26760.00	26760.00	应收账款周转率	61.51	65.75	58.36	60.62
留存收益	16751.00	21234.31	27389.59	33922.27	存货周转率	37.28	37.76	38.26	38.34
归属母公司股东权益	55765.00	62461.31	68616.59	75149.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.30%	—	—	—
少数股东权益	3587.00	4017.35	4630.56	5312.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>59352.00</b>	<b>66478.67</b>	<b>73247.16</b>	<b>80461.94</b>	资产负债率	74.93%	76.15%	74.77%	73.07%
负债和股东权益合计	236765.00	278717.32	290286.62	298766.51	带息债务/总负债	19.16%	16.65%	17.12%	15.87%
					流动比率	0.22	0.48	0.49	0.51
					速动比率	0.19	0.44	0.43	0.46
					股利支付率	27.24%	10.78%	14.04%	17.98%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.18	0.34	0.48	0.53
					每股净资产	3.72	4.17	4.58	5.01
					每股经营现金	1.49	1.23	2.04	2.33
					每股股利	0.05	0.04	0.07	0.10
业绩和估值指标									
EBITDA	24142.00	27450.35	31796.59	34621.25					
PE	28.05	15.12	10.61	9.54					
PB	1.36	1.22	1.11	1.01					
PS	0.66	0.59	0.54	0.50					
EV/EBITDA	4.89	3.53	3.09	2.75					
股息率	0.97%	0.71%	1.32%	1.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn