

东方航空 (600115)

证券研究报告

2019年10月30日

运价小幅降低, 成本节约费用改善, 三季度业绩微升

事件

东方航空披露三季报, 三季度实现营业收入 346.2 亿, 同比增长 3.5%, 实现归母净利润 24.2 亿, 同比增长 9.8%; 前三季度实现营业收入 934 亿, 同比增长 6.3%, 实现归母净利润 43.7 亿, 同比下降 2.7%。

客座率小幅下降, 运价有所降低, 营收增速放缓

三季度公司实现 ASK702.4 亿, 同比增长 12.1%, 实现 RPK578.8 亿, 同比增长 10.4%, 客座率 82.4%, 同比下降 1.28pct, 其中国内线客座率下降 1.68pct, 国际线客座率基本持平, 地区线客座率因香港旅客量跌幅较大, 下降 9.81pct。因运投增速较快, 叠加宏观经济探底及去年的高基数, 公司运价延续二季度下降的趋势, 降幅约在 5% 左右, 进而影响收入增速明显低于运量增速。

飞机利用效率提升, 民航发展基金减负, 成本延续节约态势

三季度国际油价低位徘徊, 航空煤油出厂价同比下降 10.7%, 公司单位航油成本有所下降; 非油成本方面, 因运力投放较快, ASK 增速 (12.1%) 明显大于三季度末飞机数量增速 (6.6%), 叠加民航发展基金减负, 我们测算公司单位非油成本下降明显, 三季度降幅或超 5%, 成本延续节约态势。

销售管理费用整体有所改善, 补贴收入提高, 业绩小幅提升。

三季度公司销售费用率 4.31%, 同比下降 0.43pct; 管理 (含研发) 费用率 2.65%, 同比提高 0.21pct; 财务费用方面, 公司三季度因汇率贬值面临一定汇兑损失, 但考虑到去年同期汇兑损失为 16.1 亿, 我们估算汇兑损益剪刀差并不大, 扣汇财务费用因经营租赁并表报表利息支出增加影响略有提升。补贴方面, 公司三季度其他收益 13.7 亿, 同比提高 3.2 亿, 其他报表项变化不大, 归母净利润小幅提升。

冬春季供给收紧, 运价有望明显改善

2019 冬春航季正班时刻量同比增 5.7%, 增速显著放缓, 叠加 B737MAX 停飞持续及 R5 限制飞行员飞行小时数, 从多维度共同压缩航空公司供给释放空间。考虑到需求有望探底复苏, 及去年四季度起的运价低基数, 我们认为四季度及 2020 年运价有望明显改善。

投资建议

公司战略目标明晰, 北京、上海枢纽形成“双龙出海”的航线网络布局, 且核心黄金干线京沪线经努力保留在首都老机场运行平稳收益品质, 与吉祥航空交叉持股协同作战进一步优化上海市场竞争格局, 发展空间广阔。目前公司 PB 估值水平处于历史底部区域, 我们认为股价向上空间明显大于向下风险, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 43.4 亿、78.6 亿、90.4 亿, 维持“买入”评级及目标价 7.88 元。

风险提示: 宏观经济下滑, 油价大幅上涨, 汇率贬值, 安全事故

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,721.00	114,930.00	123,377.83	135,009.33	146,857.93
增长率(%)	3.21	12.99	7.35	9.43	8.78
EBITDA(百万元)	17,086.00	17,910.00	19,567.58	23,891.33	26,260.30
净利润(百万元)	6,352.00	2,709.00	4,341.17	7,860.04	9,041.42
增长率(%)	40.91	(57.35)	60.25	81.06	15.03
EPS(元/股)	0.39	0.17	0.27	0.48	0.55
市盈率(P/E)	13.38	31.38	19.58	10.82	9.40
市净率(P/B)	1.60	1.52	1.20	1.10	1.01
市销率(P/S)	0.84	0.74	0.69	0.63	0.58
EV/EBITDA	10.45	6.50	6.77	5.41	4.55

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	5.19 元
目标价格	7.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	11,202.73
流通 A 股股本(百万股)	9,808.49
A 股总市值(百万元)	58,142.18
流通 A 股市值(百万元)	50,906.04
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	74.51
一年内最高/最低(元)	8.24/4.62

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《东方航空-半年报点评:高基数导致收益品质有所下降, 业绩小幅走低》 2019-09-01
- 《东方航空-季报点评:收益品质坚挺, 扣汇业绩或升近四成》 2019-04-30
- 《东方航空-年报点评报告:收益成本双改善, 扣汇扣非业绩明显增长》 2019-03-31



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,656.00	662.00	9,870.23	10,800.75	11,748.63
应收票据及应收账款	2,124.00	1,436.00	2,676.59	2,573.77	3,137.37
预付账款	580.00	765.00	1,381.73	1,381.86	1,033.94
存货	2,185.00	1,950.00	3,260.77	2,166.62	3,923.50
其他	8,672.00	11,101.00	9,849.95	10,661.69	11,740.17
流动资产合计	18,217.00	15,914.00	27,039.28	27,584.69	31,583.62
长期股权投资	2,211.00	2,273.00	3,049.07	3,866.65	4,897.25
固定资产	163,130.00	175,675.00	183,947.26	189,017.44	191,044.74
在建工程	28,780.00	26,554.00	23,065.61	20,849.01	19,991.70
无形资产	2,043.00	1,726.00	1,629.30	1,521.83	1,403.59
其他	13,007.00	14,605.00	13,082.96	12,892.79	12,699.27
非流动资产合计	209,171.00	220,833.00	224,774.20	228,147.72	230,036.54
资产总计	227,464.00	236,765.00	251,891.48	255,789.74	261,671.27
短期借款	24,959.00	8,120.00	14,132.00	16,269.53	11,437.69
应付票据及应付账款	12,209.00	12,166.00	16,477.50	13,894.31	18,694.37
其他	43,157.00	52,775.00	47,603.07	49,829.30	50,850.77
流动负债合计	80,325.00	73,061.00	78,212.57	79,993.14	80,982.83
长期借款	4,924.00	8,490.00	11,238.59	4,363.86	0.00
应付债券	19,787.00	17,377.00	18,150.00	18,438.00	17,988.33
其他	65,910.00	78,485.00	69,460.33	71,285.11	73,076.81
非流动负债合计	90,621.00	104,352.00	98,848.92	94,086.97	91,065.15
负债合计	170,946.00	177,413.00	177,061.50	174,080.11	172,047.98
少数股东权益	3,412.00	3,587.00	3,913.75	4,505.37	5,185.91
股本	14,467.00	14,467.00	16,379.51	16,379.51	16,379.51
资本公积	26,760.00	26,760.00	34,312.78	34,312.78	34,312.78
留存收益	41,179.00	43,511.00	54,536.72	60,824.74	68,057.88
其他	(29,300.00)	(28,973.00)	(34,312.78)	(34,312.78)	(34,312.78)
股东权益合计	56,518.00	59,352.00	74,829.98	81,709.62	89,623.29
负债和股东权益总	227,464.00	236,765.00	251,891.48	255,789.74	261,671.27

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,820.00	2,941.00	4,341.17	7,860.04	9,041.42
折旧摊销	13,959.00	15,276.00	16,427.83	18,450.41	20,370.49
财务费用	695.00	5,600.00	4,126.71	2,116.18	1,477.56
投资损失	(2,054.00)	(238.00)	(688.00)	(722.00)	(888.00)
营运资金变动	(8,373.00)	14,496.00	(7,886.11)	819.10	4,803.04
其它	8,525.00	(15,737.00)	262.75	602.28	694.76
经营活动现金流	19,572.00	22,338.00	16,584.36	29,126.01	35,499.27
资本支出	26,813.00	12,297.00	30,915.74	20,189.32	20,661.14
长期投资	151.00	62.00	776.07	817.58	1,030.60
其他	(48,276.00)	(25,139.00)	(52,810.88)	(42,327.67)	(43,294.80)
投资活动现金流	(21,312.00)	(12,780.00)	(21,119.07)	(21,320.77)	(21,603.06)
债权融资	65,061.00	50,538.00	57,597.59	54,411.06	44,748.58
股权融资	(984.00)	(5,581.00)	7,551.58	(2,116.18)	(1,477.56)
其他	(59,369.00)	(58,515.00)	(51,406.23)	(59,169.60)	(56,219.34)
筹资活动现金流	4,708.00	(13,558.00)	13,742.94	(6,874.72)	(12,948.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,968.00	(4,000.00)	9,208.23	930.52	947.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,721.00	114,930.00	123,377.83	135,009.33	146,857.93
营业成本	90,285.00	102,407.00	110,403.29	119,129.96	129,936.85
营业税金及附加	263.00	347.00	296.11	324.02	352.46
营业费用	5,753.00	6,058.00	6,458.53	6,927.47	7,401.13
管理费用	3,143.00	3,220.00	3,388.78	3,591.61	3,839.05
研发费用	0.00	135.00	123.38	135.01	146.86
财务费用	1,261.00	5,908.00	4,126.71	2,116.18	1,477.56
资产减值损失	491.00	318.00	192.00	193.00	194.00
公允价值变动收益	(311.00)	284.00	(64.00)	10.67	14.22
投资净收益	2,054.00	238.00	688.00	722.00	888.00
其他	(8,464.00)	(6,943.00)	(1,248.00)	(1,465.33)	(1,804.44)
营业利润	7,246.00	2,958.00	(986.96)	3,324.74	4,412.25
营业外收入	1,419.00	977.00	7,109.20	7,710.43	8,259.67
营业外支出	45.00	68.00	60.00	59.00	46.00
利润总额	8,620.00	3,867.00	6,062.24	10,976.17	12,625.91
所得税	1,800.00	926.00	1,394.32	2,524.52	2,903.96
净利润	6,820.00	2,941.00	4,667.92	8,451.65	9,721.95
少数股东损益	468.00	232.00	326.75	591.62	680.54
归属于母公司净利润	6,352.00	2,709.00	4,341.17	7,860.04	9,041.42
每股收益(元)	0.39	0.17	0.27	0.48	0.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	3.21%	12.99%	7.35%	9.43%	8.78%
营业利润	682.51%	-59.18%	-133.37%	-436.87%	32.71%
归属于母公司净利润	40.91%	-57.35%	60.25%	81.06%	15.03%
获利能力					
毛利率	11.24%	10.90%	10.52%	11.76%	11.52%
净利率	6.24%	2.36%	3.52%	5.82%	6.16%
ROE	11.96%	4.86%	6.12%	10.18%	10.71%
ROIC	7.30%	5.97%	2.34%	3.54%	3.74%
偿债能力					
资产负债率	75.15%	74.93%	70.29%	68.06%	65.75%
净负债率	106.88%	84.03%	63.78%	53.37%	36.82%
流动比率	0.23	0.22	0.35	0.35	0.39
速动比率	0.20	0.19	0.31	0.32	0.34
营运能力					
应收账款周转率	42.53	64.57	60.00	51.43	51.43
存货周转率	45.89	55.59	47.35	49.75	48.23
总资产周转率	0.46	0.50	0.50	0.53	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.17	0.27	0.48	0.55
每股经营现金流	1.19	1.36	1.01	1.78	2.17
每股净资产	3.24	3.40	4.33	4.71	5.16
估值比率					
市盈率	13.38	31.38	19.58	10.82	9.40
市净率	1.60	1.52	1.20	1.10	1.01
EV/EBITDA	10.45	6.50	6.77	5.41	4.55
EV/EBIT	50.59	37.55	42.20	23.74	20.28

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