

2019年10月31日

东方航空 (600115.SH)

Q3 客座率与座收双降，低油价驱动成本改善

■事件：公司发布2019年三季报：前三季度公司实现营业收入934.00亿元，同比增长6.3%；归母净利润43.67亿元，同比下降2.7%；扣非归母净利润38.93亿元，同比下降8.0%。其中Q3实现营业收入346.16亿元，同比增长3.5%；归母净利润24.24亿元，同比增加9.8%；扣非归母净利润23.31亿元，同比增长10.42%。

Q3 客座率与座收双降，受供需格局以及高基数影响。2019Q3公司整体 RPK/ASK 增速分别为+10.1%/+11.8%，实现客座率82.4%，同比-1.3pts。分航线来看，国内航线 RPK/ASK 增速分别为11.2%/13.5%，客座率为83.6%，同比-1.7pts；国际航线 RPK/ASK 增速分别为9.5%/9.6%，客座率为80.6%，同比-0.1pts，国际线供需格局好于国内。票价水平上，上半年公司含燃油附加费客公里收益水平0.513元，同比-1.35%（其中国内/国际收益水平分别-2.4%/0.4%），我们测算Q3单位 RPK 营业收入同比下滑6%，公司客座率与票价双降的原因主要有三方面：1) 公商务需求承压；2) 上半年较快的运力引进较快；3) 去年同期运力投放谨慎，取得了较高的客座率与运价基数。

油价降幅超10%，叠加费用管控，公司成本表现优异。2019Q3国内航油出厂价同比下降10.9%，布伦特原油均价为62.1美元/桶，大幅低于去年同期75.2美元的价格（同比-17%），此外，公司持续在机型和航路各个环节上精益管理，预计单位油耗保持降低，带动燃油成本大幅改善，Q3公司营业成本仅同比增长3.4%。Q3公司销售/管理费用率分别为4.3%、2.6%，同比-0.47pts/+0.2pts，费用率管控良好。

汇兑损失减少，公司在京沪两市四场开始运营，竞争格局向好。Q3人民币兑美元贬值2.88%，公司汇兑损益为-14.7亿元，去年同期为-16.7亿元。计算公司Q3扣汇利润总额为48.6亿元，同比+1%。9月，东航与吉祥航空顺利完成交叉持股战略合作，上海航点竞争格局将改善。此外，公司正式入驻北京大兴机场和上海浦东机场S1卫星厅运营，原核心京沪航线仍保留在首都机场运营，公司开启了在京沪双枢纽、两市四场的运营新格局，公司的航线品质有望持续领先。

■投资建议：在宏观经济增长放缓背景下，航空需求表现较强韧性，在宏观经济增长放缓背景下，航空需求表现较强韧性，叠加波音737MAX 停飞时间较长带来行业供需改善，公司开始京沪双枢纽、两

公司快报

证券研究报告

航空

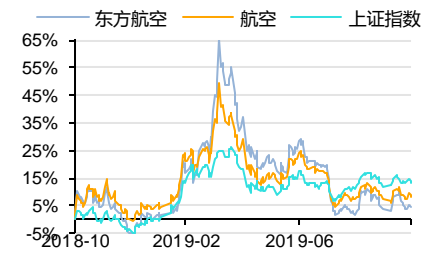
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**6.5元**
股价(2019-10-30) **5.19元**

交易数据

总市值(百万元)	85,009.65
流通市值(百万元)	50,906.04
总股本(百万股)	16,379.51
流通股本(百万股)	9,808.49
12个月价格区间	4.73/8.24元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.05	-12.62	-8.1
绝对收益	0.19	-13.07	6.35

明兴

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

报告联系人

sunyan1@essence.com.cn

相关报告

东方航空：Q2 客座率与收益水平下滑拖累业绩/明兴

东方航空：业绩符合预期，扣汇扣非利润总额同比大幅增长/明兴

东方航空：国际线表现亮眼，扣汇扣非业绩正增长/明兴

东方航空：客座率票价持续改善，燃油成本与汇兑拖累业绩/明兴

东方航空：收益水平提升叠加成本控制良好，扣非业绩小幅下滑/明兴

市四场运营，主基地区位优势显著，一线繁忙航线市场份额高，预计2019-2021年EPS分别0.28元、0.38元、0.55元，对应PE为19x\14x\9x，维持“买入-A”评级。

■风险提示：航空需求低于预期，油价大幅上涨，人民币大幅贬值

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	101,721.0	114,930.0	124,028.9	136,200.3	149,266.6
净利润	6,352.0	2,709.0	4,530.2	6,215.1	9,033.8
每股收益(元)	0.39	0.17	0.28	0.38	0.55
每股净资产(元)	3.24	3.40	3.92	4.27	4.77

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	13.4	31.4	18.8	13.7	9.4
市净率(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
净利润率	6.2%	2.4%	3.7%	4.6%	6.1%
净资产收益率	12.0%	4.9%	7.1%	8.9%	11.6%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.8%	0.6%	0.8%
ROIC	7.3%	6.0%	5.4%	8.2%	13.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,721.0	114,930.0	124,028.9	136,200.3	149,266.6	成长性					
减:营业成本	90,285.0	102,407.0	106,478.1	113,765.4	121,907.8	营业收入增长率	3.2%	13.0%	7.9%	9.8%	9.6%
营业税费	263.0	347.0	331.1	375.7	420.3	营业利润增长率	682.5%	-59.2%	9.1%	91.1%	73.8%
销售费用	5,753.0	6,058.0	6,776.1	7,441.1	8,059.3	净利润增长率	40.9%	-57.4%	67.2%	37.2%	45.4%
管理费用	3,143.0	3,220.0	3,472.8	3,946.0	4,228.7	EBITDA 增长率	-12.2%	4.8%	21.0%	17.5%	16.2%
财务费用	1,261.0	5,908.0	4,200.0	5,054.0	4,627.0	EBIT 增长率	-51.8%	-12.1%	139.4%	51.1%	36.8%
资产减值损失	491.0	318.0	279.3	362.8	320.0	NOPLAT 增长率	20.5%	0.2%	-17.4%	51.1%	36.8%
加:公允价值变动收益	-311.0	284.0	236.0	410.7	514.2	投资资本增长率	22.4%	-8.3%	-0.9%	-19.5%	-15.5%
投资和汇兑收益	2,054.0	238.0	500.0	500.0	500.0	净资产增长率	12.8%	5.0%	14.9%	9.0%	12.1%
营业利润	7,246.0	2,958.0	3,227.4	6,166.1	10,717.8	利润率					
加:营业外净收支	1,374.0	909.0	3,337.0	2,800.3	2,348.8	毛利率	11.2%	10.9%	14.2%	16.5%	18.3%
利润总额	8,620.0	3,867.0	6,564.4	8,966.3	13,066.6	营业利润率	7.1%	2.6%	2.6%	4.5%	7.2%
减:所得税	1,800.0	926.0	1,641.1	2,241.6	3,266.6	净利润率	6.2%	2.4%	3.7%	4.6%	6.1%
净利润	6,352.0	2,709.0	4,530.2	6,215.1	9,033.8	EBITDA/营业收入	16.8%	15.6%	17.5%	18.7%	19.8%
						EBIT/营业收入	3.5%	2.7%	6.0%	8.2%	10.3%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	555	531	489	409	339
货币资金	4,656.0	662.0	9,922.3	21,380.5	43,028.5	流动营业资本周转天数	-107	-93	-90	-82	-75
交易性金融资产	-	96.0	32.0	42.7	56.9	流动资产周转天数	60	54	66	87	122
应收账款	6,798.0	6,541.0	9,922.0	7,461.7	11,267.8	应收帐款周转天数	24	21	24	23	23
应收票据	-	4.0	22.2	2.3	18.9	存货周转天数	8	6	7	7	7
预付帐款	580.0	765.0	2,525.6	548.1	2,339.3	总资产周转天数	774	727	685	611	565
存货	2,185.0	1,950.0	3,075.5	2,107.5	3,302.6	投资资本周转天数	363	339	299	245	184
其他流动资产	4,074.0	5,914.0	4,085.0	4,691.0	4,896.7	投资回报率					
可供出售金融资产	800.0	-	481.7	427.2	303.0	ROE	12.0%	4.9%	7.1%	8.9%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	1.2%	2.1%	3.0%	4.1%
长期股权投资	2,211.0	2,273.0	2,273.0	2,273.0	2,273.0	ROIC	7.3%	6.0%	5.4%	8.2%	13.9%
投资性房地产	302.0	724.0	724.0	724.0	724.0	费用率					
固定资产	163,130.0	175,675.0	161,610.8	147,546.6	133,482.3	销售费用率	5.7%	5.3%	5.5%	5.5%	5.4%
在建工程	28,780.0	26,554.0	26,554.0	26,554.0	26,554.0	管理费用率	3.1%	2.8%	2.8%	2.9%	2.8%
无形资产	2,043.0	1,726.0	1,540.1	1,354.1	1,168.2	财务费用率	1.2%	5.1%	3.4%	3.7%	3.1%
其他非流动资产	11,905.0	13,881.0	12,238.9	11,924.5	11,665.3	三费/营业收入	10.0%	13.2%	11.6%	12.1%	11.3%
资产总额	227,464.0	236,765.0	235,007.1	227,037.3	241,080.5	偿债能力					
短期债务	24,959.0	8,120.0	10,073.9	-	-	资产负债率	75.2%	74.9%	71.0%	67.3%	65.4%
应付帐款	13,891.0	18,554.0	15,853.9	20,241.5	18,657.2	负债权益比	302.5%	298.9%	244.5%	205.4%	189.3%
应付票据	1,173.0	4.0	2,130.5	28.7	2,024.2	流动比率	0.23	0.22	0.41	0.58	0.97
其他流动负债	40,302.0	46,383.0	44,626.7	42,693.8	46,009.6	速动比率	0.20	0.19	0.36	0.54	0.92
长期借款	4,924.0	8,490.0	6,489.3	-	-	利息保障倍数	2.80	0.53	1.77	2.22	3.32
其他非流动负债	85,697.0	95,862.0	87,610.3	89,723.1	91,065.1	分红指标					
负债总额	170,946.0	177,413.0	166,784.6	152,687.0	157,756.1	DPS(元)	0.05	-	0.04	0.03	0.04
少数股东权益	3,412.0	3,587.0	3,980.1	4,489.8	5,255.9	分红比率	11.6%	0.0%	14.6%	8.7%	7.8%
股本	14,467.0	14,467.0	16,379.5	16,379.5	16,379.5	股息收益率	0.9%	0.0%	0.8%	0.6%	0.8%
留存收益	41,179.0	43,511.0	47,862.8	53,481.0	61,689.0						
股东权益	56,518.0	59,352.0	68,222.4	74,350.2	83,324.3						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	6,820.0	2,941.0	4,530.2	6,215.1	9,033.8	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	13,959.0	15,276.0	14,250.1	14,250.1	14,250.1	EPS(元)	0.39	0.17	0.28	0.38	0.55
资产减值准备	491.0	318.0	-	-	-	BVPS(元)	3.24	3.40	3.92	4.27	4.77
公允价值变动损失	311.0	-284.0	236.0	410.7	514.2	PE(X)	13.4	31.4	18.8	13.7	9.4
财务费用	695.0	5,600.0	4,200.0	5,054.0	4,627.0	PB(X)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
投资损失	-2,054.0	-238.0	-500.0	-500.0	-500.0	P/FCF	32.5	-34.2	22.6	7.6	4.0
少数股东损益	468.0	232.0	393.1	509.6	766.1	P/S	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
营运资金的变动	-8,331.0	14,690.0	-11,634.8	6,028.4	-1,225.8	EV/EBITDA	10.4	6.5	5.7	3.8	2.6
经营活动产生现金流量	19,572.0	22,338.0	11,474.6	31,967.9	27,465.5	CAGR(%)	-0.5%	49.4%	-0.3%	-0.5%	49.4%
投资活动产生现金流量	-21,312.0	-12,780.0	-213.7	153.8	102.0	PEG	-28.6	0.6	-66.8	-29.2	0.2
融资活动产生现金流量	4,708.0	-13,558.0	-2,000.7	-20,663.5	-5,919.6	ROIC/WACC	0.6	0.5	0.4	0.7	1.2
						REP	2.6	2.3	2.7	1.7	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

明兴声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034