

增持（首次）

所属行业：交通运输/航空运输
当前价格(元)：5.86
合理区间(元)：6.00-6.50

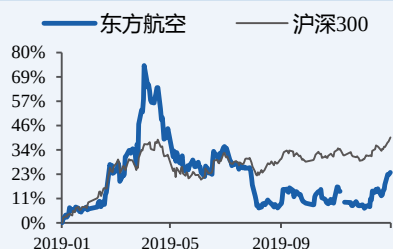
证券分析师

韩伟琪

资格编号：S0120518020002
电话：021-68761616-6160
邮箱：hanwq@tebon.com.cn

联系人

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.01	16.57	19.05
相对涨幅(%)	5.77	10.55	9.20

东方航空（600115.SH）

世界品味 东方魅力

投资要点

- **国有控股三大航空公司之一。**公司总部位于上海，是中国国有控股三大航空公司之一。东方航空在原公司的基础上，兼并中国西北航空公司，联合中国云南航空公司重组而成；是中国民航第一家在香港、纽约和上海三地上市的航空公司。2019Q3 公司实现营业收入 934.0 亿元，归母净利润 43.7 亿元。
- **依托上海等区位优势，枢纽网络效应显现。**公司以上海、北京为双枢纽，通过天合联盟加持，优化航线布局和运力投放，构建通达全球的航空运输网络。依托上海绝佳的区位优势，通过天合联盟合作伙伴，公司的航线网络可通达 175 个国家和地区的 1,150 个目的地。公司始终致力于机队结构的更新优化，机队平均机龄 5.7 年，机龄优势位居世界前列，成为全球大型航空公司中拥有最精简高效机队的航空公司之一。东方航空保留黄金商务线京沪线在首都机场的平稳运营，其他在京航班全部转场至大兴机场，积极建设北京大兴机场综合交通新枢纽。
- **航空需求长期稳定，民航发展基金减半利好航空运输业。**根据空客的《全球市场预测（2019-2038）》的研究，表明不考虑外部经济环境的变化，在历史的长河里看，全球的航空运输量大约每 15 年翻一倍，即在未来 20 年期间，收入客公里将保持 4.3% 的复合增速，因此可以得出航空运输业在未来较长的一段时间内市场需求的确定性强、发展前景比较乐观的结论。民航局发文从 2019 年 7 月 1 日起将向航空公司收取的民航发展基金征收标准减半。此政策实施后可以直接减少公司营业成本，2019 年下半年对航空公司业绩贡献较大，2020 年更是全年受益。
- **盈利预测与投资建议。**东方航空抓住大兴机场和浦东 S1 卫星厅投入的机会，北京枢纽与上海枢纽协同呼应，形成“双龙出海”的航线网络布局。我们认为航空板块处于行业底部，随着票价市场化、供需结构改善，叠加油价汇率企稳，航空股盈利将大幅改善。我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 45.60 亿元、73.40 亿元、86.18 亿元，同比增长 68.3%、61.0%、17.4%，EPS 分别是 0.28、0.45、0.53，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 20.9X、13.0X、11.0X。公司目前当年 PB 为 1.4 倍，我们建议给与公司 1.5 倍 PB 的估值，2020 年对应目标价为 6.23 元。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济超预期下滑风险；航油价格波动风险；汇率波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	16,379.51
流通 A 股(百万股):	9,808.49
52 周内股价区间(元):	4.74-8.24
总市值(百万元):	95,983.92
总资产(百万元):	281,343.00
每股净资产(元):	4.15

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101721	114930	128577	140177	152166
(+/-)YOY(%)	3.2%	13.0%	11.9%	9.0%	8.6%
净利润(百万元)	6352	2709	4560	7340	8618
(+/-)YOY(%)	40.9%	-57.4%	68.3%	61.0%	17.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.17	0.28	0.45	0.53
毛利率(%)	11.2%	10.9%	13.8%	14.5%	15.0%
净资产收益率(%)	12.0%	4.9%	6.6%	9.7%	10.3%

资料来源：公司年报（2017-2018），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 国有控股三大航空公司之一	5
1.1. 基本情况	5
1.2. 历史沿革	5
1.3. 股权结构	7
1.1. 经营数据稳定增长，客收水平提高	7
1.2. 营业收入创历史新高，净利润受油汇影响较大	8
2. 依托上海等区位优势，枢纽网络效应显现	11
2.1. 地处上海及长三角发达经济带的区位优势	11
2.2. 重点布局核心枢纽，优化航线布局和运力投放	11
2.3. 优化机队结构，保持机龄年轻化	13
2.4. 北京大兴机场投产，北京基地建设迎来新机遇	13
3. 航空需求长期稳定，民航发展基金减半利好航空运输业	15
3.1. 长期航空需求确定性强	15
3.2. 中国将成为全球最大的航空客运市场	17
3.3. 民航发展基金减半利好航空运输业	17
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 东方航空飞机款式形象.....	5
图 2: 东方航空历史沿革	6
图 3: 东方航空实质控制人情况	7
图 4: 东方航空历年 ASK 和 RPK 情况	8
图 5: 东方航空历年客收水平情况.....	8
图 6: 东方航空历年营业收入及增速	8
图 7: 2019H1 东方航空营业收入结构	8
图 8: 东方航空历年营业成本及增速	9
图 9: 2019H1 东方航空营业成本结构	9
图 10: 机场起降费、飞发及高周件折旧费、职工薪酬占比营业成本比例稳定	9
图 11: 东方航空历年航油成本及增速	9
图 12: 历年航空煤油平均价格及增速	9
图 13: 2019H1 带息债务按币种分类明细 (单位: 百万元)	10
图 14: 东方航空美元负债占比逐渐降低	10
图 15: 东方航空历年归母净利润及增速	10
图 16: 主基地上海位于亚欧美大三角航线端点	11
图 17: 亚欧美航线飞行时间	11
图 18: 东方航空境内航线网络.....	12
图 19: 东方航空跨境航线网络.....	12
图 20: 大兴机场俯瞰图.....	14
图 21: 大兴机场规划图.....	14
图 22: 过去 20 年中国民航客运量及增速	15
图 23: 全球航空 2019-2038 前景预测.....	16
图 24: 人均 GDP 与人均乘机次数的关联.....	16
图 25: 2038 年不同航空市场的航空客运规模	17
图 26: 东方航空历史 PE-Band.....	20
图 27: 东方航空历史 PB-Band.....	20
表 1: 东方航空 2019H1 机队情况.....	13
表 2: 2019-2021 年东方航空飞机引进和退出计划 (单位: 架次).....	13
表 3: 东方航空 2019 年冬春航季北京大兴国际机场航班计划	14

表 4: 2019-2021 年经营数据预测	18
表 5: 营业收入预测 (单位: 百万元)	19
表 6: 营业成本预测 (单位: 百万元)	19
表 7: 可对比公司估值	20
表 8: 油价变动对航油成本的敏感性测试	21
表 9: 汇率变动对美元负债影响的敏感性测试	22

1. 国有控股三大航空公司之一

1.1. 基本情况

中国东方航空集团有限公司总部位于上海，是我国三大国有骨干航空运输集团之一，前身可追溯到 1957 年 1 月上海成立的第一支飞行中队。公司于 1997 年分别在纽约、香港、上海证券交易所成功挂牌上市，是中国民航首家三地上市的航空公司。

公司主要为国内和经批准的国际、地区航空客、货、邮、行李运输业务及延伸服务。公司以全面深化改革为主线，以国际化、互联网化为引领，围绕转型发展、品牌建设、能力提升，致力于实现“打造世界一流、建设幸福东航”的发展愿景，加快从传统航空承运人向现代航空综合服务集成商转型。

公司打造精简高效的现代化机队。截至 2018 年末，公司运营着 692 架客运飞机（其中包括托管公务机 12 架）组成的现代化机队，主力机型平均机龄约 5.7 年，在全球大型航空公司中拥有机龄最年轻的机队、技术最先进的机型。

公司围绕上海核心枢纽和昆明、西安区域枢纽，依托天合联盟为全球旅客和客户提供优质便捷的航空运输及延伸服务。作为天合联盟成员，公司航线网络通达全球 175 个国家和地区、1,150 个目的地，2018 年旅客运输量超过 1.2 亿人次。“东方万里行”常旅客可享受天合联盟 19 家航空公司会员权益及全球 750 余间机场贵宾室优质服务。

图 1 东方航空飞机款式形象



资料来源：公司公告，德邦研究

1.2. 历史沿革

1957 年 1 月，原民航上海管理处筹建成立上海解放后第一支飞行中队，该中队随后历经数次整合扩编和名称更迭。

1988 年，按中国民航“政企分离”的管理体制改革方案，中国东方航空公司在该飞行队伍第 5 飞行大队的基础上组建成立，该队伍的其它分支先后划归新成立的中国东方航空公司。

1993 年 10 月，中国东方航空集团公司成立，成功实现了由区域性航空公司向国际性航空公司的转变。

1994 年 12 月 31 日以原东航上海总部和子、分公司整体改制为股份公司，其

他没有关联的全资子公司及在合资企业中的全部股权从东航分立成为东方航空集团公司。

1997 年，东方航空股份有限公司分别在香港、纽约、上海三地证券市场挂牌上市，是中国民航业内第一家上市公司。

2002 年，以原东方航空集团公司为主体，兼并原中国西北航空公司、联合原中国云南航空公司组建而成的中国东方航空集团公司。

2010 年，东方航空、上海航空成功完成联合重组，上海航空正式成为东方航空的全资子公司。

2011 年，东方航空正式加入天合联盟，成为了天合联盟第 14 位联盟成员，从而进一步为国内外旅客提供更优质的服务和更多的旅行线路选择。

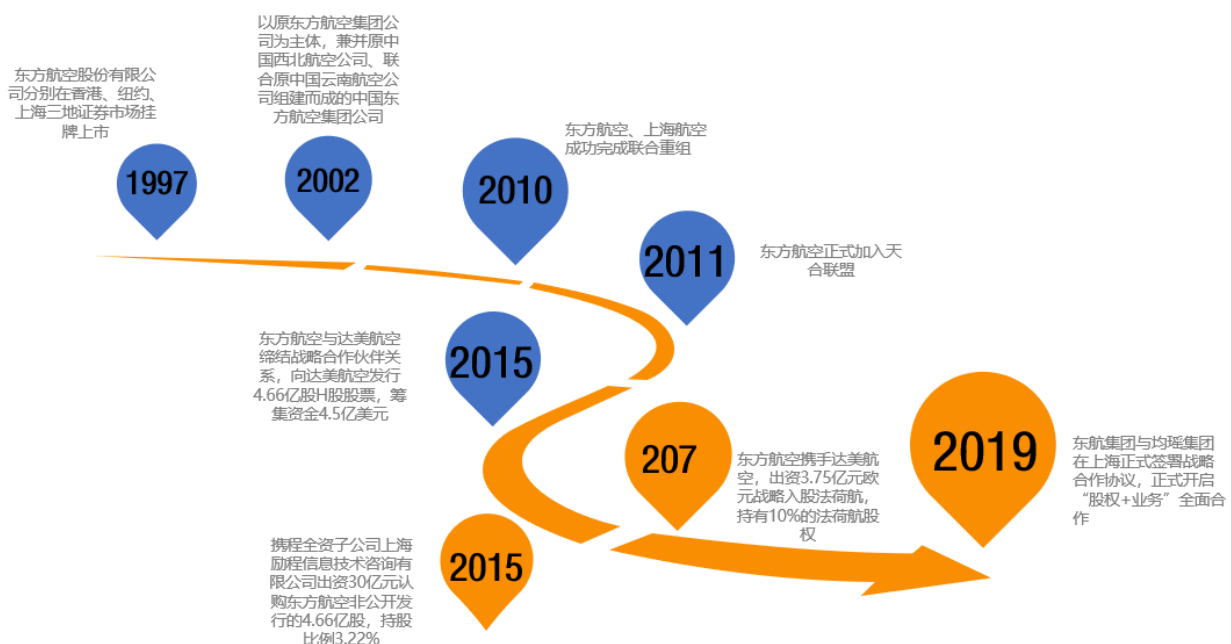
2015 年，东方航空与达美航空缔结战略合作伙伴关系，向达美航空发行 4.66 亿股 H 股股票，筹集资金 4.5 亿美元。

2016 年，东方航空与携程签订战略合作框架协议，双方及其下属各级控股投资公司将开展业务合作、股权合作、资本市场合作等领域开展全方位合作。双方致力于优势资源的相互融合，推动航空及旅游产业链上的深度合作，增强发展新动能、增添改革新动力、增创竞争新优势。7 月，携程全资子公司上海励程信息技术咨询有限公司出资 30 亿元认购东方航空非公开发行的 4.66 亿股，持股比例 3.22%。

2017 年，东方航空携手达美航空，出资 3.75 亿欧元战略入股法荷航，持有 10% 的法荷航股权。东航、达美、法荷航将在原有“天合联盟”合作基础上，进一步紧密合作，以股权合作为纽带，以业务合作为载体，重塑全球航空合作的新格局。

2019 年，东航集团与均瑶集团在上海正式签署战略合作协议，宣布双方集团及旗下的航空主业公司东方航空和吉祥航空从商业伙伴关系升级为战略合作伙伴关系，已通过双方集团及/或下属控股子公司开展互相持股等资本合作方式，实现国有资本与民营资本的战略合作。正式开启“股权+业务”全面合作。

图 2：东方航空历史沿革

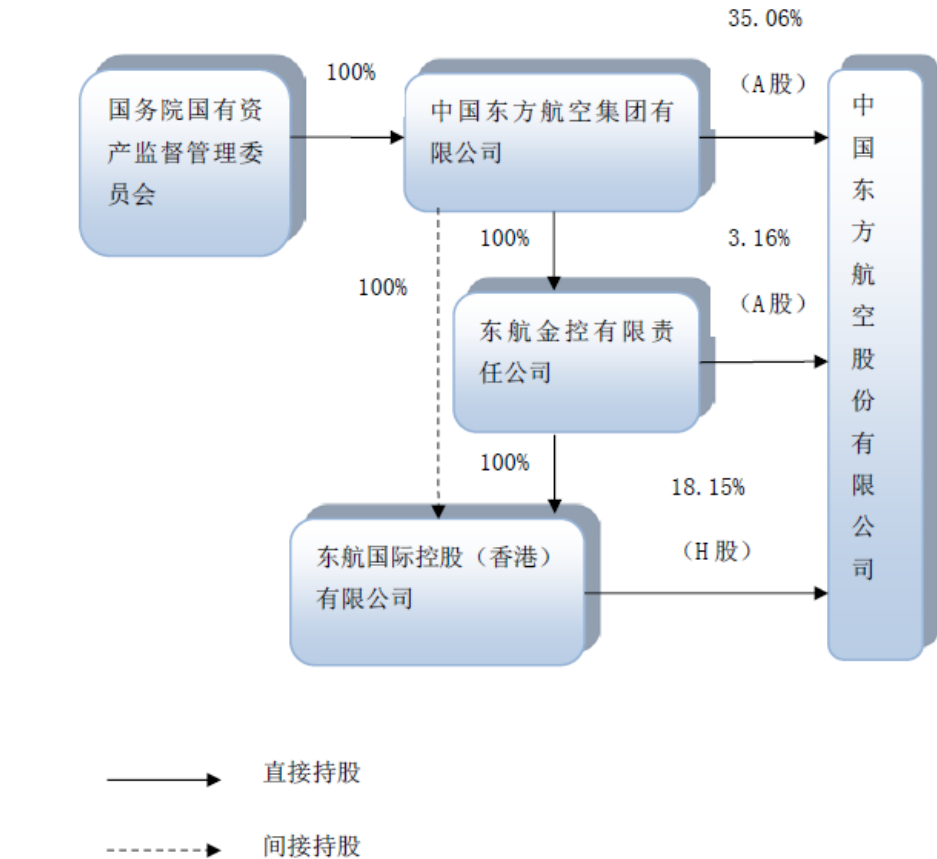


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 股权结构

东方航空的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会，中国东方航空集团有限公司直接和间接持有 A 股股份占比 38.25%，通过东航国际持有公司 H 股股份占比 18.15%，合计持股比例为 56.38%。

图 3：东方航空实质控制人情况



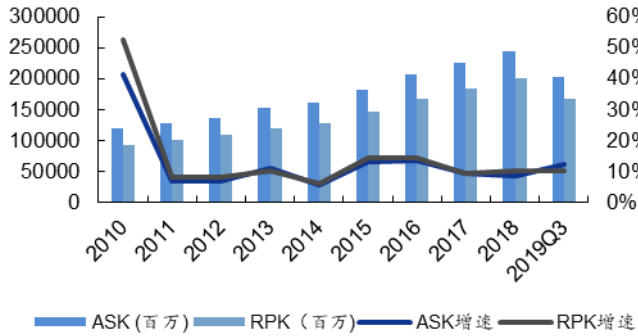
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.1. 经营数据稳定增长，客收水平提高

2019Q3 公司实现客运人公里 (RPK) 578.8 亿，同比增长 10.4%，实现可用座公里 (ASK) 702.4 亿，同比增长 12.1%，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。

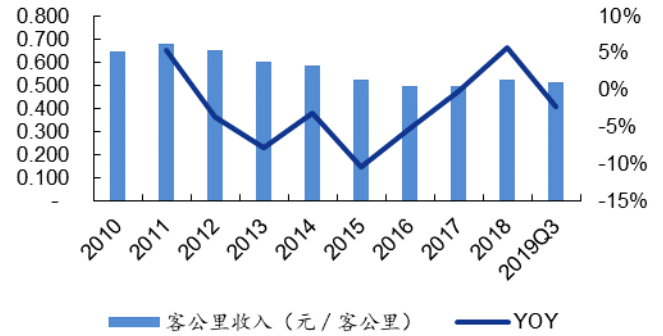
2019 前三季度公司实现客运人公里 (RPK) 为 1665.62 亿，同比增长 10.43%，其中国内、国际、地区分别增长 11.54%、8.95%与 2.51%；可用座公里 (ASK) 为 2017.15 亿，同比增长 10.87%，其中国内、国际、地区分别增长 12.66%、7.97%与 6.36%；整体客座率为 82.57%，同比下滑 0.33pts。座公里收益方面，客运公里收益 (含燃油附加费) 从 2018 年的 0.54 元下降至 2019 前三季度的 0.51 元，同比下滑 2.4%，座公里收益从 2018 年的 4.35 元下降至 2019 前三季度的 0.42 元，同比下滑 2.8%；客收水平有所下降主要原因是去年收取国内航线燃油附加费而 2019 年末达收费标准。

图 4：东方航空历年 ASK 和 RPK 情况



资料来源：WIND，德邦研究所

图 5：东方航空历年客收水平情况



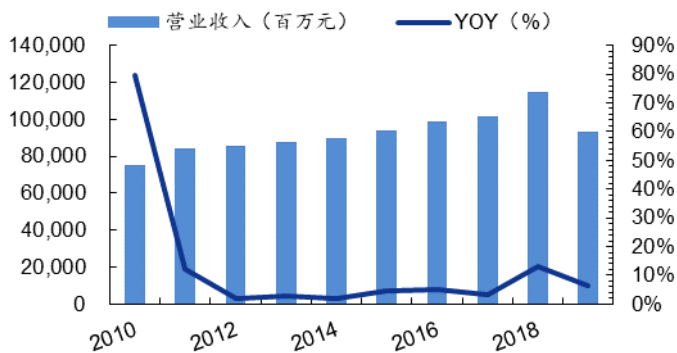
资料来源：WIND，德邦研究所

1.2. 营业收入创历史新高，净利润受油汇影响较大

营业收入持续增长。从历史营业收入看，东方航空的营业收入自 2009 年以来持续增长。2019 年 Q3，东方航空的营业收入为 346.2 亿元，同比增长 3.5%；前三季度实现营业收入和收入 934 亿元，同比增长 6.3%。

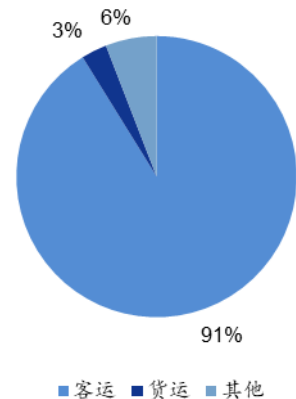
从 2019H1 营业收入结构看，东方航空的航空运输业务收入包括客运收入、货邮运输收入以及其他收入，其中航空客运收入高达 535.06 亿元，占比 9.27%，占比营业收入 91% 的份额；货邮运输收入为 17.42 亿元，占比 3.0%；其他收入为 34.56 亿元，占比 5.9%。

图 6：东方航空历年营业收入及增速



资料来源：WIND，德邦研究所

图 7：2019H1 东方航空营业收入结构



资料来源：WIND，德邦研究所

营业成本随运营规模同比增长。2019 年 Q3，东方航空的营业成本为 275.44 亿元，同比上涨 3.43%，匹配营业收入的增长；前三季度的营业成本为 797.69，同比上涨 7.19%，高于营业收入的增幅。

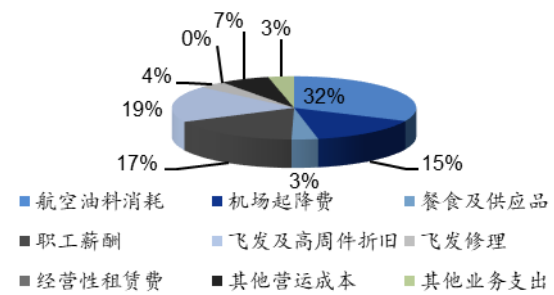
从 2019H1 营业成本结构中，营业成本占比最高的分别是航空油料消耗成本、职工薪酬、机场起降费、飞机及发动机折旧费。这四项占比较高的成本项目中，机场起降费、飞机及发动机折旧费、职工薪酬主要与公司的经营规模相关性较大。从历史数据看，这 3 项成本占比营业总成本的比例基本保持稳定，发生变化的可能性不大。

图 8：东方航空历年营业成本及增速



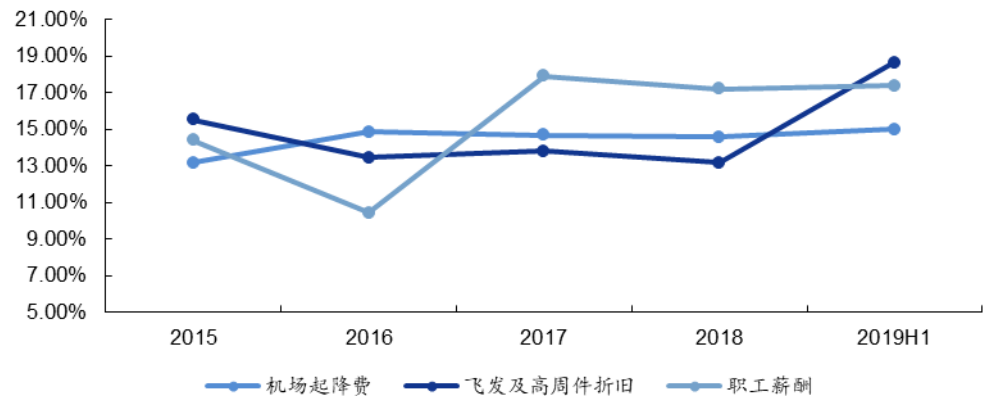
资料来源：WIND，德邦研究所

图 9：2019H1 东方航空营业成本结构



资料来源：WIND，德邦研究所

图 10：机场起降费、飞发及高周件折旧费、职工薪酬占比营业成本比例稳定



资料来源：WIND，德邦研究所

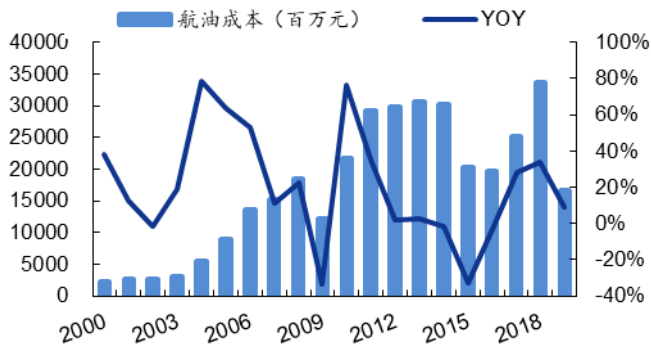
随着公司运营规模进一步扩大，旅客运输量的增长，机场起降费、职工薪酬、飞发修理等成本正相关变化。2019 年 H1 的飞机起降费为 78.4 亿元，同比增长 10.47%；职工薪酬为 90.71 亿元，同比增长 13.93%；飞发修理为 18.91 亿元，14.68%。

受到新租赁准则的影响，飞发及高周件折旧和经营性租赁费大幅波动。2018 年，财政部颁布了修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》，新租赁准则采用与现行融资租赁会计处理类似的单一模型，要求承租人对除短期租赁和低价值资产租赁以外的所有租赁确认使用权资产和租赁负债，并分别确认折旧和利息费用。2019H1 公司的飞发及高周件折旧为 97.27 亿元，同比增长 45.36%；飞机经营性租赁费为 0.06 亿元，同比减少 99.7%。

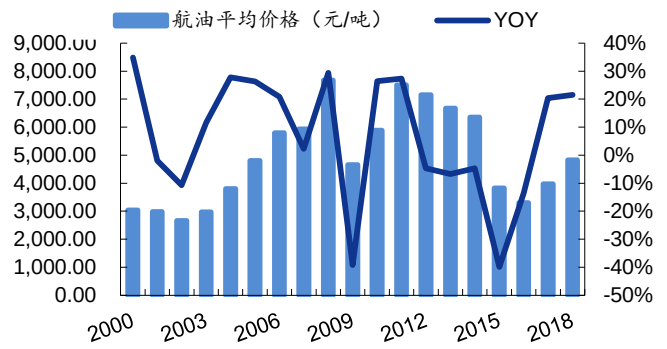
航空油料消耗成本是公司最大的运营成本。2019 年 H1，公司飞机燃油成本为人民币 166.25 亿元，同比增长 9.00%，主要是由于公司加油量同比增长 8.72%，增加航油成本人民币 13.3 亿元。对比公司的航油成本和航空煤油平均价格，两者之间的变化趋势大致相似，所以公司的航油成本主要是由于航班运力增加和油价变动导致的。2019Q3 的航空煤油平均价格为 4884 元/吨，同比下降 10.88%；前三季度航空煤油平均价格为 4902 元/吨，同比下降 5.09%，航空煤油平均价格的下降带动了公司航油成本的下降。

图 11：东方航空历年航油成本及增速

图 12：历年航空煤油平均价格及增速



资料来源: WIND, 德邦研究所

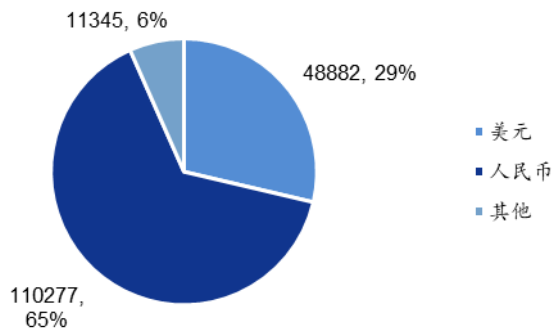


资料来源: WIND, 德邦研究所

美元负债产生大量汇兑损益直接影响公司业绩。东方航空的外币负债主要以美元负债为主,在美元汇率大幅波动情况下,会产生汇兑损益直接增加财务费用,从而影响当期利润。2018 年,公司的财务费用为 59.1 亿元,较上年增加 46.5 亿元,主要由于 2018 年美元兑人民币升值,导致公司直接产生汇兑损失 20.40 亿元,直接影响公司业绩。2019 年 H1,公司的财务费用为 27.81 亿元,同比增加 2.99 亿元,主要是因为新租赁准则下租赁负债利息支出导致。

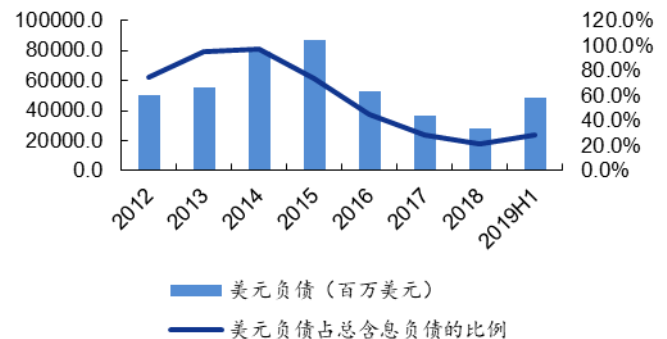
公司正积极拓宽融资渠道,通过发行超短期融资券、人民币贷款等方式,优化公司的债务结构。2019 年上半年,公司美元负债折合人民币为 488.82 亿元,美元负债占公司带息债务比重降至 28.67%;公司外币带息债务总额折合人民币为 602.27 亿元,其中美元负债占全部外币带息负债的比例为 81.16%。从趋势中看,美元负债占总含息负债的比例逐步降低。

图 13: 2019H1 带息债务按币种分类明细 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

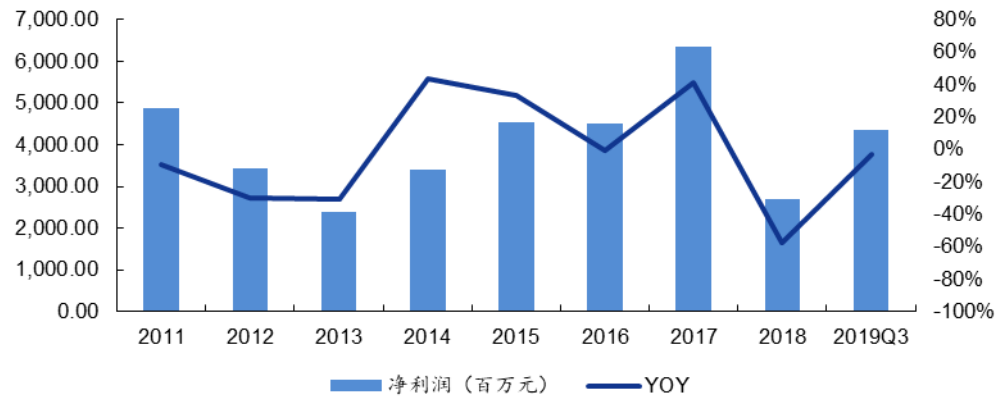
图 14: 东方航空美元负债占比逐渐降低



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司前三季度净利润负增长, 单季度 Q3 净利润增长。2019 年前三季度归母净利润为 41.9 亿元,同比下滑 2.7%,2019Q3 单季度实现归母净利润 24.2 亿元,同比增长 9.8%。考虑到 2019 年前三季度人民币累计贬值 3.1%,公司前三季度因汇率贬值预计面临汇兑损失 15 亿左右,以及二季度国内及地区的公商务旅客出行需求较弱,导致公司前三季度净利润负增长。

图 15: 东方航空历年归母净利润及增速



资料来源: WIND, 德邦研究所

2. 依托上海等区位优势, 枢纽网络效应显现

2.1. 地处上海及长三角发达经济带的区位优势

公司具有较强的区位优势。作为国有控股三大航空公司之一, 公司总部和运营主基地位于国际特大型城市上海。上海位于亚欧美大三角航线端点, 飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时左右, 飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时内, 航程适中; 2 小时飞行圈资源丰富, 涵盖中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源、90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和东亚大部分地区。2018 年, 上海仍然是中国最大的航空市场, 浦东机场及虹桥机场旅客吞吐量突破 1.17 亿人次。

图 16: 主基地上海位于亚欧美大三角航线端点



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 17: 亚欧美航线飞行时间



资料来源: 飞常准, 德邦研究所

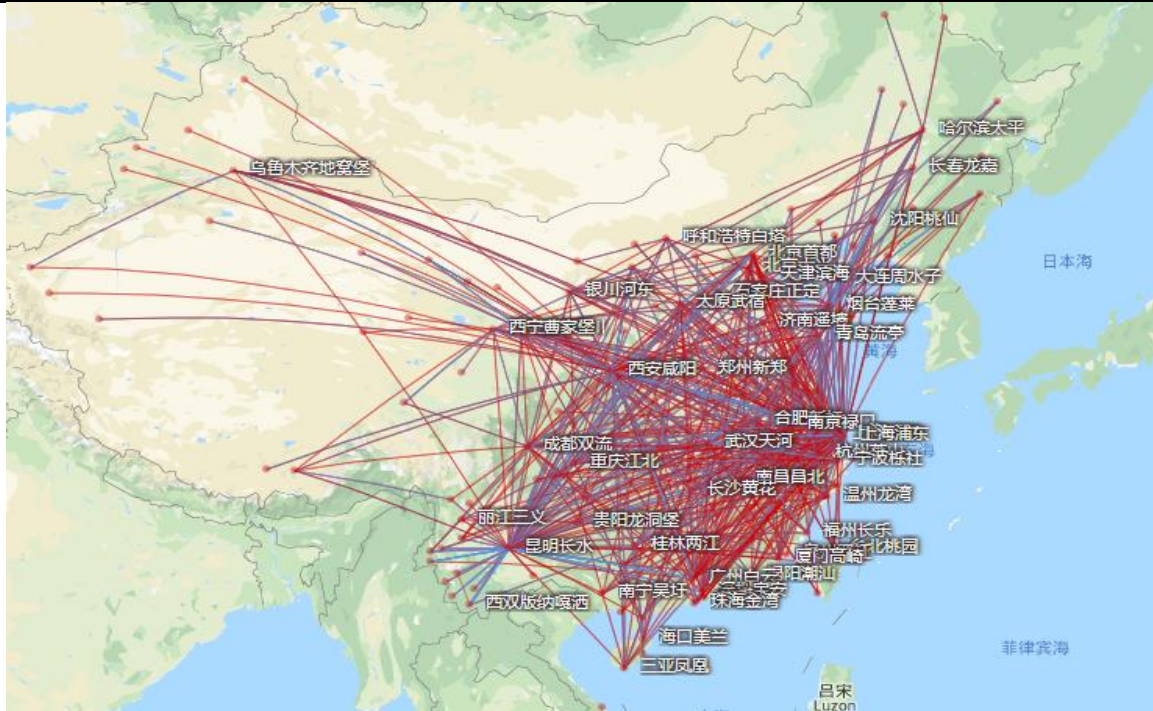
2.2. 重点布局核心枢纽, 优化航线布局和运力投放

围绕枢纽网络战略, 核心市场的份额和影响力持续提升。2019 年上半年, 公司在上海、北京、昆明、西安国内四大基地的市场份额分别为 40.62%、18.53%、37.75%、29.03%。上海浦东和昆明枢纽国内、国际中转均呈现增长态势, 浦东 OD (全航程) 联程旅客数同比增长 12.38%, 中转收入同比增长 16.01%, 昆明国内中转至国际旅客数同比增长 26.00%。2019 年 9 月浦东机场卫星厅投入使用, S1/S2 卫星厅可提供 125 个停机位。公司积极争取 S1 的运营资源, 航班靠桥率大幅提升, 也使得联程值机、国内国际中转更便捷, 有利于提高上海核心枢纽的竞争力。与此同时, 公司也在积极研究北京大兴机场的航线网络, 积极做好转场

运营的各项准备。

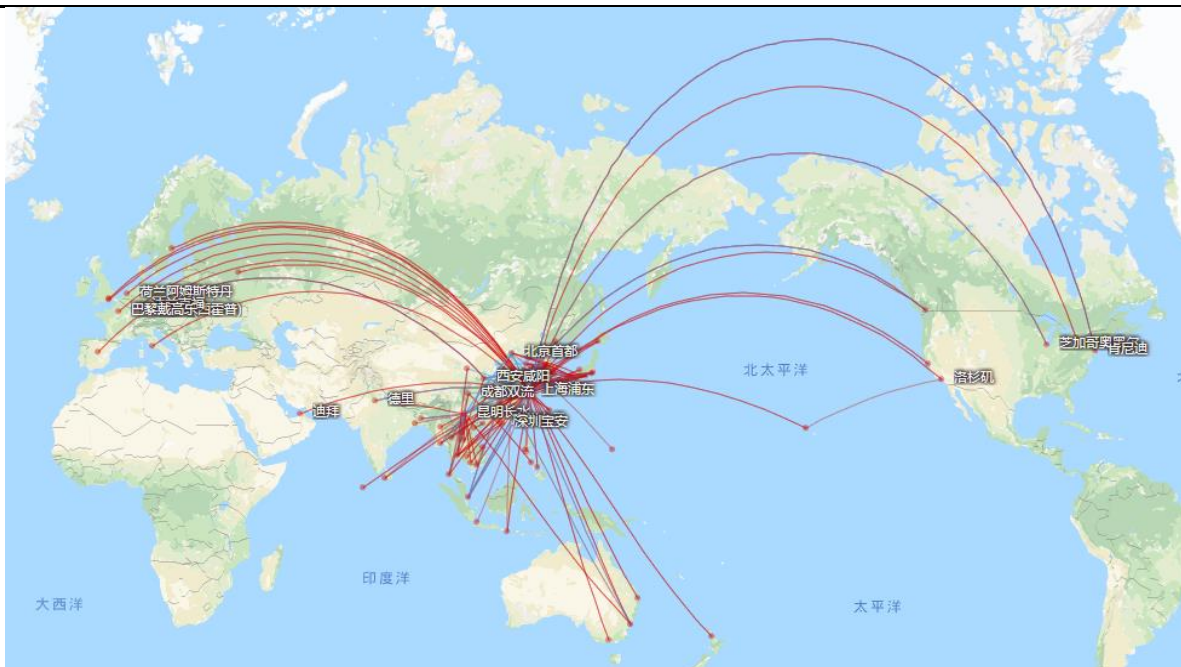
优化航线布局和运力投放。公司 2019 年上半年新开上海至布达佩斯、花卷、仰光、曼德勒等国际航线和上海至信阳、武当山等国内航线，加密上海至马德里、布拉格、迪拜、澳门、成都、呼和浩特等 170 条国际、地区和国内航线。截至 2019 年 6 月末，通过天合联盟合作伙伴，公司的航线网络可通达 175 个国家和地区的 1,150 个目的地。

图 18：东方航空境内航线网络



资料来源：飞常准，德邦研究所

图 19：东方航空跨境航线网络



资料来源：飞常准，德邦研究所

2.3. 优化机队结构，保持机龄年轻化

公司始终致力于机队结构的更新优化，持续引进新飞机，淘汰老旧机型。至2019年上半年，公司机队平均机龄6.1年，机龄优势位居世界前列，成为全球大型航空公司中拥有最精简高效机队的航空公司之一。公司将远程B777系列飞机主要投入跨太平洋航线，将中远程A330系列飞机投入中欧航线、中澳航线和国内商务干线，将A320系列和B737系列飞机投入国内及周边国家和地区航线，不断提高机型与航线、运力与市场的匹配程度。

2019年上半年，公司围绕主力机型共引进飞机合计25架，退出飞机合计1架。随着A350-900、B787-9、A320NEO等新机型的引进和B767飞机的退出，公司机队机龄结构始终保持年轻化。截至2019年6月30日，公司共运营719架飞机，其中客机704架，托管公务机15架。

表 1：东方航空 2019H1 机队情况

序号	机型	自有	融资租赁	经营租赁	小计	平均机龄
1	B777	10	10	0	20	3.4
2	B787	0	8	0	8	0.5
3	A350	0	6	0	6	0.4
4	A330	22	29	5	56	5.6
宽体机合计		32	53	5	90	4.3
5	A320	129	119	68	316	7.0
6	B737	84	91	123	298	5.5
窄体机合计		213	210	191	614	6.3
客机合计		245	263	196	704	6.1
托管公务机总数					15	
飞机总数					719	

资料来源：公司公告，德邦研究所

根据公司未来三年的机队规划，2019-2021年公司计划引进139架飞机，退出21架飞机，净增长118架飞机。预计未来飞机及发动机的资本开支总额约为人民币709.98亿元，其中2019-2021年预计资本开支分别为约人民币291.87亿元、247.35亿元、118.09亿元。根据市场情况和公司长远的机队规划，2022年及以后计划引进5架飞机，退出29架飞机。

表 2：2019-2021 年东方航空飞机引进和退出计划（单位：架次）

	引进飞机计划	退出飞机计划	净增长
2019	60	1	59
2020	61	10	51
2021	18	10	8
合计	139	21	118

资料来源：公司公告，德邦研究所

2.4. 北京大兴机场投产，北京基地建设迎来新机遇

北京大兴机场正式通航，北京打开“一市两场”格局。北京大兴国际机场，位于中国北京市大兴区与河北省廊坊市广阳区交界处，距离北京天安门46千米，距离廊坊市26千米，距离雄安新区55千米，距离首都机场67千米；定位为大型国际航空枢纽、国家发展一个新的动力源、支撑雄安新区建设的京津冀区域综合交通枢纽。根据规划，北京新机场工程投资799.8亿元，规划建设7条跑道，满足年旅客吞吐量1亿人次需求。一期工程按2025年旅客吞吐量7200万人次，

货邮吞吐量 200 万吨，飞机起降 62 万架次的目标设计，建设 4 条跑道，其中东跑道长 3400 米、宽 60 米，西一跑道、北跑道长 3800 米、宽 60 米，西 2 跑道长 3800 米、宽 45 米，东跑道距西一跑道 2380 米，西一跑道距西二跑道 760 米，70 万平方米航站楼相应的货运、空管、航油、市政配套、综合交通枢纽等设施。

2014 年 12 月开始动工，2015 年全面开动，当时取名为北京新机场。2018 年 8 月，北京新机场正式定名为“北京大兴国际机场”。2019 年 9 月 30 日，北京大兴国际机场正式投入航班运营，北京航空市场正式进入“一市两场”的运营发展新阶段。

图 20：大兴机场俯瞰图



资料来源：民航资源网，德邦研究所

图 21：大兴机场规划图



资料来源：民航资源网，德邦研究所

10 月 27 日，9 家航空公司部分航班将由北京首都国际机场转场至北京大兴国际机场运营，大兴机场也将迎来首个国际及港澳台航班。2019/202 年冬春航季，大兴机场将开通 116 条航线，其中国际航线 15 条。根据大兴机场时刻配置计划，国航获得大兴机场 10% 的时刻，东航获得大兴机场 30% 的时刻，南航全部迁至大兴机场。迁至大兴机场有助于东航和南航利用北京枢纽完善布局欧美长航线，形成其北京-上海双龙出海和北京-广州双枢纽局面。

2019 年，东方航空在 2019/20 年冬春航季先转场 10% 航班量。首批东航将西宁-北京大兴、东营-北京大兴等 18 条国内航线、北京大兴-岷港、北京大兴-青岛-福州等 4 条国际航线航班转场至北京大兴国际机场运行。

表 3：东方航空 2019 年冬春航季北京大兴国际机场航班计划

航班号	航线	航班日期
MU5389	上海虹桥-洛阳-北京大兴	每天
MU5693	北京大兴-洛阳-泸州	每天
MU5696	泸州-洛阳-北京大兴	每天
MU5163	北京大兴-东营	每周一、二、四、六
MU5164	东营-北京大兴	每周一、二、四、六
MU5390	北京大兴-洛阳-上海虹桥	每天
MU2974	临沂-北京大兴	每天
MU5636	北京大兴-淮安	每天
MU5635	淮安-北京大兴	每天
MU2973	北京大兴-临沂	每天
MU2427/MU2443	西宁-北京大兴	每天
MU2428/MU2444	北京大兴-西宁	每天

资料来源：公司官网，德邦研究所

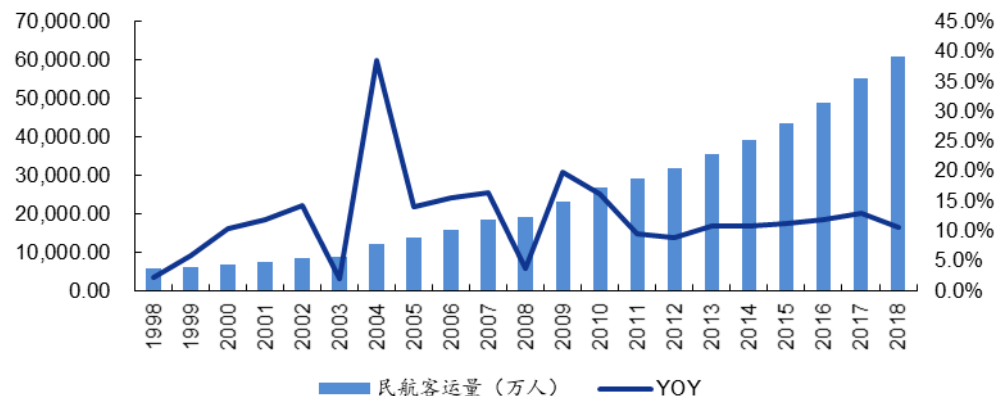
2020 年夏秋航季 (2020 年 3 月 30 日左右开始)，东航计划将除每天 46 班京沪线之外的首都机场所有航线转场至大兴机场，约占东航在京运营航班量的 80%。东航及所属公司将在大兴机场每天运行 334 个航班以上，航线网络将覆盖国内外 115 个航点的 150 条航线。未来，大兴机场将成为东航的新枢纽，保留京沪航线的首都机场将主要用来服务商务旅客。

3. 航空需求长期稳定，民航发展基金减半利好航空运输业

3.1. 长期航空需求确定性强

随着全球化趋势的加强，跨区域的社会经济活动日益频繁，航空运输业在全球经济发展中的地位日渐突出。在过去 20 年中，中国民航客运量从 1999 年的 1.9 亿人增加至 6.1 亿人，年均复合增速高达 12.53%，持续快速增长。

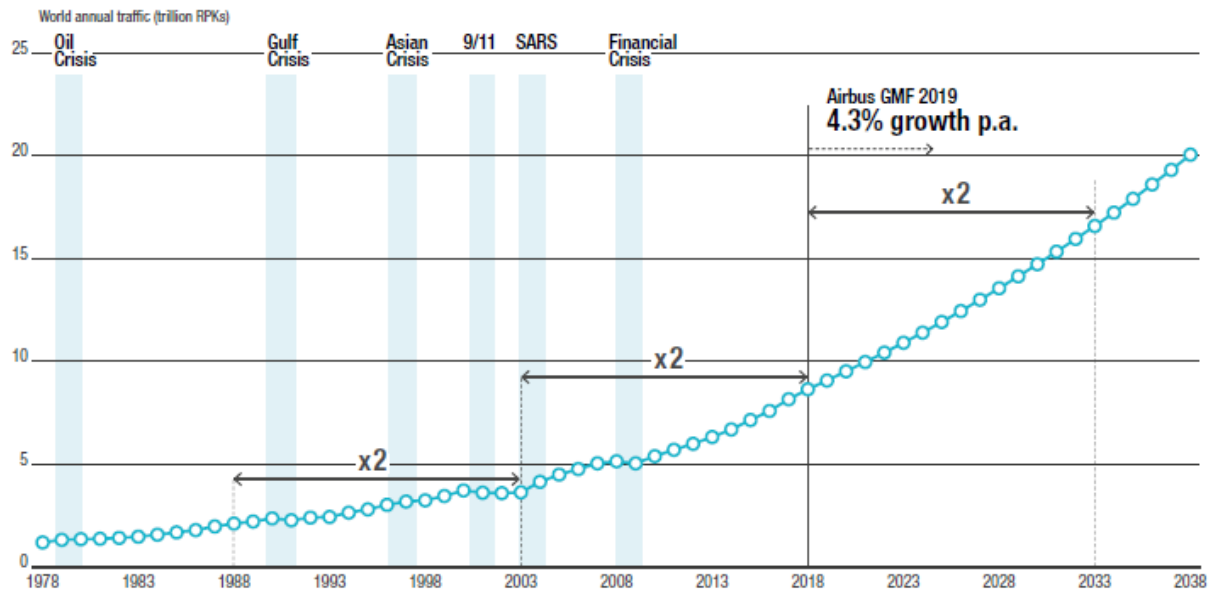
图 22：过去 20 年中国民航客运量及增速



资料来源：WIND，德邦研究所

根据空客的《全球市场预测 (2019-2038)》的研究，表明不考虑外部经济环境的变化，在历史的长河里看，全球的航空运输量大约每 15 年翻一倍，即在未来 20 年期间，收入客公里将保持 4.3% 的复合增速，因此可以得出航空运输业在未来较长的一段时间内市场需求的确认性强、发展前景比较乐观的结论。

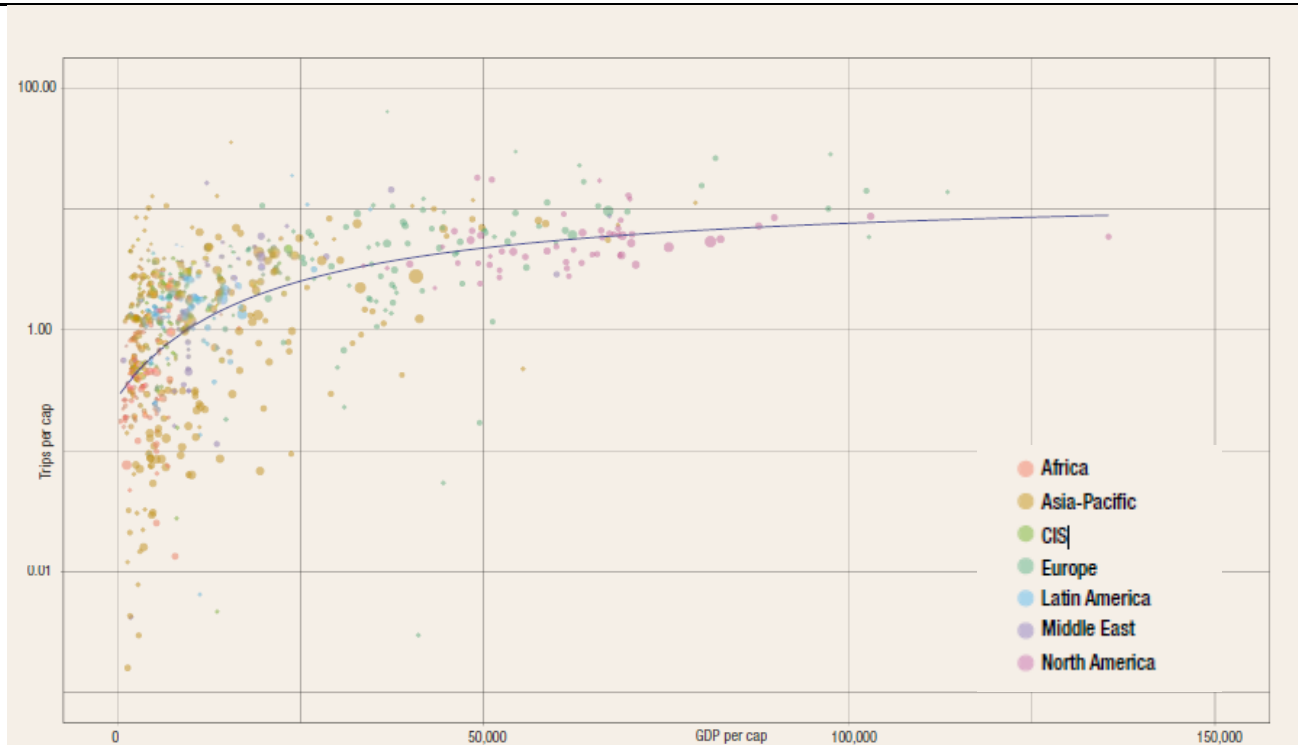
图 23：全球航空 2019-2038 前景预测



资料来源：AIRBUS，德邦研究所

按照国际惯例，人均 GDP 和人均乘机次数呈现正相关性。根据民航局的统计，2018 年航空客运量为 6.1 亿，我国每年人均乘机次数约 0.44 次。民航总局预测，2030 年我国人均乘机次数将攀升至 1 次，基本达到目前日本的水平。随着我国经济蓬勃发展的推动下，我国的人均乘机次数将继续提升，叠加我国庞大的人口基数，中国航空运输市场已成为推动全球航空运输业发展的主要驱动力之一。

图 24：人均 GDP 与人均乘机次数的关联



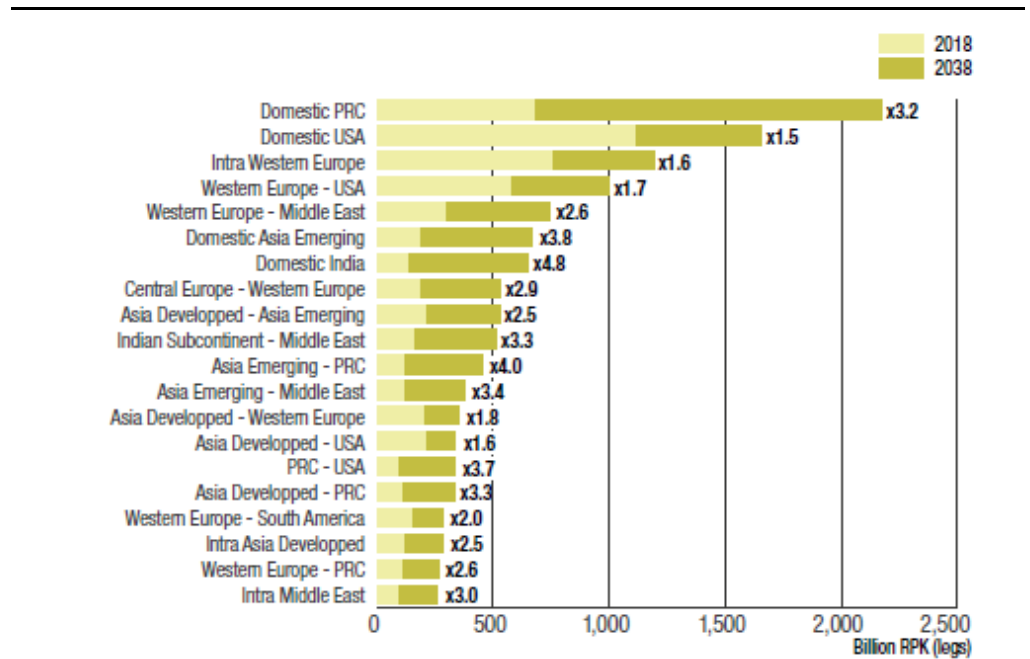
资料来源：AIRBUS，德邦研究所

3.2. 中国将成为全球最大的航空客运市场

中国航空市场高速发展。据民航局发布的数据，2018 年，民航运输业年完成运输总周转量 1,206.5 亿吨公里，同比增长 11.4%，旅客周转量 10,711.6 亿人公里，同比增长 12.6%，旅客运输量 6.1 亿人次，同比增长 10.9%，保持了两位数的增长；货邮周转量 262.4 亿吨公里，同比增长 7.7%，货邮运输量 738.5 万吨，同比增长 4.6%。2019 年，中国民航业预期旅客运输量指标突破 6.8 亿人次，同比增长 11.0%。

根据国际航空运输协会 (IATA) 公布的预估数据，2018 年全球航空旅客周转量较 2017 年增长 6.5%，货邮周转量较 2017 年增长 4.1%；全球旅客运输量约 43.4 亿人次，同比增长 6.1%，全年平均客座率达到 81.9%。IATA 报告指出，全球航空客运市场始终以领先于全球经济增长的速度快速发展，中国已经成为亚太地区最重要的航空运输市场。根据空客的预测，在 2024 年到 2025 年左右，中国将成为全球最大航空客运市场，到 2037 年，中国民航市场的旅客运输量将达到 18 亿人次，大概是 2017 年旅客运输量的 4 倍。

图 25：2038 年不同航空市场的航空客运规模



资料来源：AIRBUS，德邦研究所

3.3. 民航发展基金减半利好航空运输业

2019 年 5 月 8 日，民航局印发《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》，《意见》明确，为贯彻落实党中央、国务院关于降低实体经济企业成本的决策部署，巩固民航降成本成果，有效降低民航企业成本负担，优化民航营商环境，落实《财政部关于调整部分政府性基金有关政策的通知》(财税[2019]46 号)要求，将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行的基础上下调 50%，从 2019 年 7 月 1 日正式执行。

民航发展基金属于政府性基金，于 2012 年 4 月 1 日起开始征收。航空公司按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳。对于旅客，国内航线原则上为每人每次 50 元，国际航线为 90 元，具体视情况调整，由航空公司在旅客购买机票时一并代征，全额上缴中央国库。民航发展基金的设立是为了取代原来对乘客征收的机场建设费以及对航空公司征收的民航基础设施建设基金。

由于民航基础设施建设基金公司直接作为营业成本，根据政策减半征收，可

以直接减少公司营业成本，2019 年下半年对航空公司业绩贡献较大，2020 年更是全年受益。。举例来说：2018 年，东方航空缴纳民航基础设施建设基金 22.35 亿元，预计 2019 年营业成本减少 5.5 亿元，直接增加近 5 亿元净利润。由于 2019 年 7 月 1 日才实施此政策，2020 年将享受到全年的成本减负，预计 2020 年营业成本减少 5.7 亿元，直接增加 5.1 亿净利润。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

(一) 关键性假设

2019-2021 年预计东方航空的 ASK 分别增长 10.1%、7.2%、7.2%；RPK 分别增长 12.1%、9.2%、9.2%。

2019-2021 年预计客座率分别为 82.1%、82.7%、86.9%。

2019-2021 年预计年底布伦特油价分别是 65、68、72 美元/桶。

2019-2021 年预计人民币兑美元中间价分别为 7.1、7.05、7.0。

表 4：2019-2021 年经营数据预测

	2019E	2020E	2021E
ASK (百万)	269575	288973	309802
YOY	10.1%	7.2%	7.2%
国内	171006	184686	199461
YOY	11.0%	8.0%	8.0%
国际	92005	97525	103377
YOY	9.0%	6.0%	6.0%
地区	6565	6762	6965
YOY	3%	3%	3%
RPK (百万)	225804	246510	269154
YOY	12.1%	9.2%	9.2%
国内	145664	160231	176254
YOY	13%	10%	10%
国际	74692	80668	87121
YOY	11%	8%	8%
地区	5448	5611	5780
YOY	3%	3%	3%
客座率(%)	83.8%	85.3%	86.9%
国内	85.2%	86.8%	88.4%
国际	81.2%	82.7%	84.3%
地区	83.0%	83.0%	83.0%

资料来源：公司数据，德邦研究所

我们预计 2019-2021 年公司的营业收入分别为 1233.97 亿元、1349.61 亿元、1469.10 亿元，同比增长 12.4%、9.4%、8.9%，其中客运收入分别是 1172.79 亿元、1285.08 亿元、1402.55 亿元；货运收入分别是 38.53 亿元、41.42 亿元、

43.22 亿元；其他收入分别是 22.65 亿元、23.10 亿元、23.33 亿元；地面服务收入分别是 12.47 亿元、12.85 亿元、13.23 亿元。

表 5：营业收入预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	101721	114930	123397	134961	146910
YOY	3.2%	13.0%	12.4%	9.4%	8.9%
1、客运收入	90812	103961	117279	128508	140255
YOY	9.1%	14.5%	12.8%	9.6%	9.1%
2、货运收入	3621	3627	3853	4142	4322
YOY	-39.1%	0.2%	7.5%	10.8%	10.9%
3、其他收入	2320	2199	2265	2310	2333
YOY	24.5%	-5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
二、其他业务					
1、地面服务收入	1323	1211	1247	1285	1323
YOY	-53.6%	-8.5%	3.0%	3.0%	3.0%
2、其他收入	3645	3932	3932	3932	3932
YOY	-21.5%	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，德邦研究所

我们预计 2019-2021 年公司的营业成本分别为 1108.28 亿元、1198.37 亿元、1293.18 亿元，同比增长 8.2%、8.1%、7.9%，其中飞机燃油成本分别是 368.10 亿元、391.27 亿元、419.38 亿元；飞机及高周转件折旧分别是 188.94 亿元、217.29 亿元、249.88 亿元；起降服务费分别是 164.21 亿元、176.02 亿元、188.71 亿元；职工工资分别是 194.30 亿元、214.22 亿元、227.27 亿元；飞发维修费分别是 44.11 亿元、49.40 亿元、55.33 亿元；餐食及供应品分别是 36.91 亿元、39.20 亿元、41.63 亿元；其他成本分别是 111.63 亿元、110.88 亿元、110.89 亿元。

表 6：营业成本预测（单位：百万元）

主营业务成本	90285	102407	110828	119837	129318
YOY	9.3%	13.4%	8.2%	8.1%	7.9%
飞机燃料	25131	33680	36810	39127	41938
YOY	28.0%	34.0%	9.3%	6.3%	7.2%
飞发及高周件折旧	12446	13496	18894	21729	24988
YOY	12.0%	8.4%	40.0%	15.0%	15.0%
机场起降费	13254	14914	16421	17602	18871
YOY	7.9%	12.5%	10.1%	7.2%	7.2%
空勤、机务和地服人员工资及津贴	8869	17624	19430	21422	22727
YOY	2.9%	98.7%	10.3%	10.3%	6.1%
飞发修理	5346	3738	4411	4940	5533
YOY	7.8%	-30.1%	18.0%	12.0%	12.0%
餐食及供应品	3090	3383	3691	3920	4163
YOY	8.0%	9.5%	9.1%	6.2%	6.2%
经营性租赁	4318	4306	9	9	10
YOY	-9.6%	-0.3%	-99.8%	7.0%	7.0%
其他	17831	11266	11163	11088	11089
YOY	-2.8%	-36.8%	-0.9%	-0.7%	0.0%

资料来源：公司数据，德邦研究所

(二) 可比公司估值

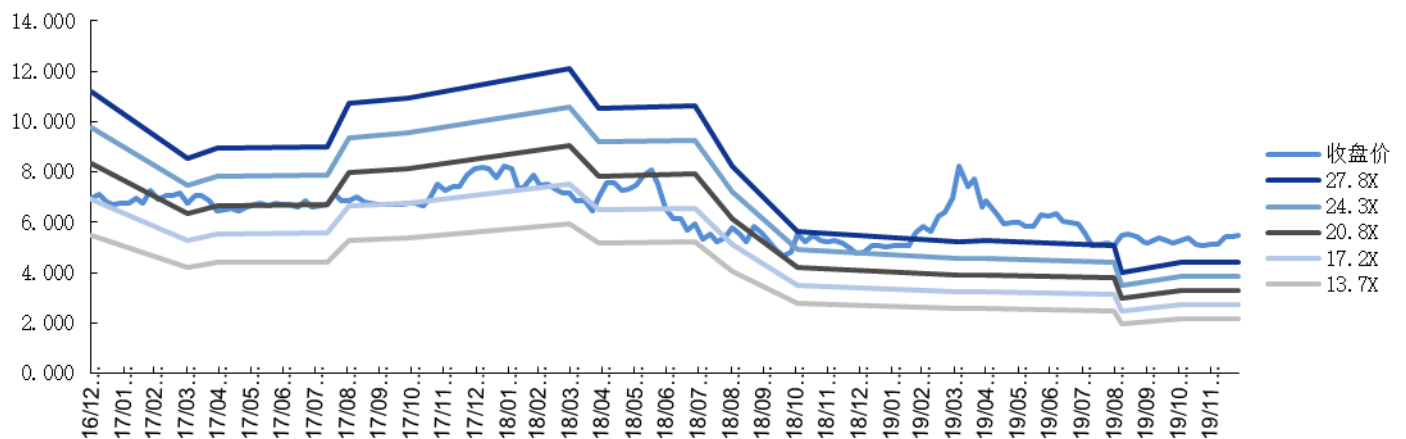
截止于 2020 年 1 月 2 日, 东方航空收盘价 5.86 元对应 2019 年的 PE 是 20.9 倍, 与其他可对比的 A 股上市航空公司的 PE 的平均值 21.0 倍对比, 东方航空处于行业平均估值。从 PE-Band 可知, 目前东方航空的 PE 估值处于历史高位。从 PB-BAND 看, 东方航空的 PB 为 1.4, 低于其他可对比公司 PB 的平均值 1.9。从 PB-BAND 看, 公司当前 PB 处于历史底部, 具有一定的安全边际。

表 7: 可对比公司估值

可对比公司	股票代码	总市值 (亿元)	PB (LF)	PE (TTM)	PE (2019E)
中国国航	601111.SH	1,276	1.5	19.3	18.0
南方航空	600029.SH	835	1.3	30.5	22.4
春秋航空	601021.SH	402	2.7	22.2	21.5
吉祥航空	603885.SH	301	2.4	29.1	22.1
平均值		704	2.0	27.6	21.0
东方航空	600115.SH	848	1.4	36.9	20.9

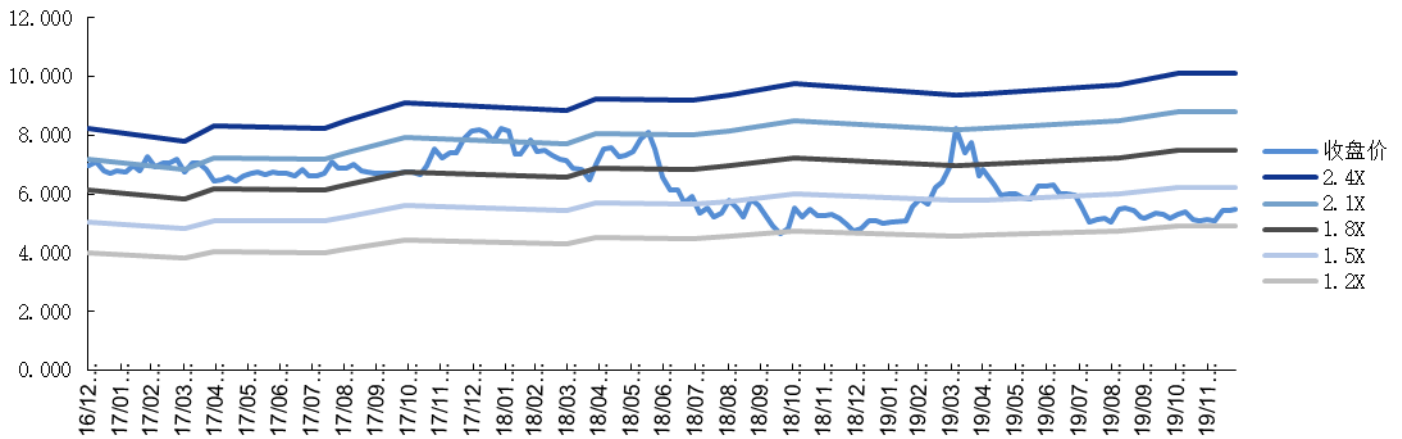
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 26: 东方航空历史 PE-Band



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 27: 东方航空历史 PB-Band



资料来源: WIND, 德邦研究所

4.2. 投资建议

一般来说, 航空运输业属于周期性行业。供需关系的变化会影响航空收益水平, 油价和汇率的波动对航空公司的成本端产生影响, 供需关系、油价、汇率这三者因素共同对航空公司业绩造成影响, 最终导致航空行业业绩的周期性变化。比如, 2018 年遭遇油汇双杀, 公司 2018 年净利润同比下降 57.35%。通常而言, 在行业景气度的高点, 公司处于业绩最好的阶段; 但是从投资配置的角度看, 周期股的投资时点是在高 PE, 低 PB 的行业底部。

东方航空抓住大兴机场和浦东 S1 卫星厅投入的机会, 北京枢纽与上海枢纽协同呼应, 形成“双龙出海”的航线网络布局。我们认为航空板块处于行业底部, 随着票价市场化、供需结构改善, 叠加油价汇率企稳, 航空股盈利将大幅改善。我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 45.60 亿元、73.40 亿元、86.18 亿元, 同比增长 68.3%、61.0%、17.4%, EPS 分别是 0.28、0.45、0.53, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 20.9X、13.0X、11.0X。公司当前 PB 为 1.4 倍, 我们建议给与公司 1.5 倍 PB 的估值, 2020 年对应目标价为 6.23 元。首次覆盖, 给与“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济超预期下滑风险: 航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大, 宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减, 进而影响航空客货运需求。

航油价格波动风险: 航油成本是航空公司最主要的成本支出。国际油价水平大幅波动将对航油价格水平和公司燃油附加费收入产生较大影响, 进而影响公司经营业绩。根据我们对航空煤油价格对航油成本的敏感性测试, 我们可得知在现有的航油消耗量下, 不考虑燃油附加费等因素的影响, 航空煤油价格每变动 $\pm 5\%$, 航油成本增加 16.84 亿元。如果航空煤油价格每变动 $\pm 1\%$ 、 $\pm 3\%$ 、 $\pm 5\%$ 、 $\pm 10\%$, 其他因素不变, 则航油成本的影响如下:

表 8: 油价变动对航油成本的敏感性测试

油价变动比例	-10%	-5%	-3%	-1%	0%	1%	3%	5%	10%
航油成本 (百万元)	28796	31996	32670	33343	33680	34017	34690	35364	37048
航油价格 (元/吨)	4131	4591	4687	4784	4832	4880	4977	5074	5315

资料来源：公司公告，德邦研究所

汇率波动风险：公司外币负债主要以美元负债为主，在美元兑人民币汇率大幅波动情况下，美元负债将因此产生较大金额的汇兑损益，直接影响公司当期利润，对公司经营业绩造成较大影响。如果美元兑人民币升值或贬值1%，其他因素不变，则公司美元负债受到的影响如下：

表 9：汇率变动对美元负债影响的敏感性测试

变动比例	-5%	-3%	-1%	0	1%	3%	5%
美元兑人民币汇率	6.12	6.94	6.86	6.85	6.92	7.05	7.19
美元负债的影响	436.8	495.2	489.9	488.8	493.7	503.5	513.2

资料来源：WIND，德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.28	0.45	0.53
每股净资产	3.40	4.23	4.62	5.09
每股经营现金流	1.36	1.50	1.27	1.72
每股股利	0.05	0.05	0.06	0.06
价值评估(倍)				
P/E	28.72	19.61	12.18	10.38
P/B	1.40	1.29	1.18	1.07
P/S	0.67	0.66	0.60	0.56
EV/EBITDA	6.57	7.00	7.07	6.37
股息率%	1.1%	0.9%	1.1%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	10.9%	13.8%	14.5%	15.0%
净利润率	2.4%	3.5%	5.2%	5.7%
净资产收益率	4.9%	6.6%	9.7%	10.3%
资产回报率	1.1%	1.6%	2.3%	2.6%
投资回报率	1.9%	5.2%	5.1%	5.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.0%	11.9%	9.0%	8.6%
EBIT 增长率	21.3%	142.1%	32.2%	20.7%
净利润增长率	-57.4%	68.3%	61.0%	17.4%
偿债能力指标				
资产负债率	74.9%	73.0%	73.0%	71.9%
流动比率	0.2	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.5	0.4	0.4
现金比率	0.0	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.7	5.7	5.7	5.7
存货周转天数	7.4	7.5	7.5	7.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	0.7	1.0	1.8	1.8

现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2709	4560	7340	8618
少数股东损益	232	432	696	817
非现金支出	15594	8778	10666	11402
非经营收益	4333	3982	4528	5020
营运资金变动	-557	6746	-2463	2396
经营活动现金流	22311	24499	20766	28253
资产	-20542	-27366	-36882	-24255
投资	-27	-400	-200	-200
其他	7789	490	155	373
投资活动现金流	-12780	-27276	-36927	-24083
债权募资	1617	-12920	14859	2791
股权募资	0	7459	0	0
其他	-15175	27494	-2494	-5796
融资活动现金流	-13558	22034	12364	-3004
现金净流量	-4027	19256	-3796	1167

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 30 日
资料来源：公司年报 (2017-2018)，德邦研究所

利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	114930	128577	140177	152166
营业成本	102407	110828	119837	129318
毛利率%	10.9%	13.8%	14.5%	15.0%
营业税金及附加	347	388	423	459
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	6058	6943	7149	7608
营业费用率%	5.3%	5.4%	5.1%	5.0%
管理费用	3220	3600	3785	3956
管理费用率%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	135	129	140	152
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	2763	6689	8843	10672
财务费用	5908	7041	5531	6309
财务费用率%	5.1%	5.5%	3.9%	4.1%
资产减值损失	318	-305	126	168
投资收益	238	300	300	300
营业利润	2958	6019	9823	11465
营业外收支	909	550	750	950
利润总额	3867	6569	10573	12415
EBITDA	18039	15772	19383	21905
所得税	926	1577	2537	2980
有效所得税率%	23.9%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	232	432	696	817
归属母公司所有者净利润	2709	4560	7340	8618

资产负债表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	662	19948	16152	17319
应收账款及应收票据	1436	2008	2189	2376
存货	1950	2277	2462	2657
其它流动资产	11884	12454	14479	16170
流动资产合计	15932	36688	35282	38522
长期股权投资	2273	2773	2973	3173
固定资产	175675	72198	86392	86924
在建工程	26554	22554	25554	29054
无形资产	1726	1544	1364	1188
非流动资产合计	220833	255879	283335	297368
资产总计	236765	292567	318618	335890
短期借款	8120	2200	15059	12810
应付票据及应付账款	12166	13998	15136	16333
预收账款	6	7	7	8
其它流动负债	52769	58908	57683	61033
流动负债合计	73061	75112	87885	90184
长期借款	8490	4490	12490	16490
其它长期负债	95862	134013	132186	134675
非流动负债合计	104352	138503	144676	151165
负债总计	177413	213615	232561	241348
实收资本	14467	15861	15861	15861
普通股股东权益	55765	69237	75647	83315
少数股东权益	3587	4019	4715	5532
负债和所有者权益合计	236765	286872	312923	330195

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。