

东方航空 (600115)

国际收益优势明显，“双龙出海”前景可期

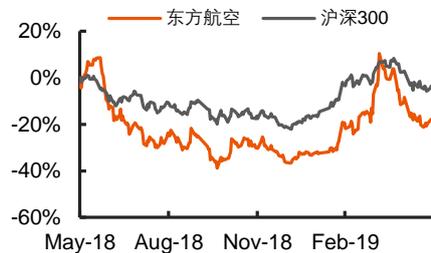
推荐 (首次)

现价: 6.14 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.ceair.com
大股东/持股	东方航空/35.06%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	14,468
流通 A 股(百万股)	9,808
流通 B/H 股(百万股)	4,659
总市值 (亿元)	784.03
流通 A 股市值(亿元)	602.24
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	78.7

行情走势图



证券分析师

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
021-20665162
YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

研究助理

张功 一般从业资格编号
S1060119010028
ZHANGGONG687@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **坐拥超级枢纽，航线网络连通全球：**东方航空是国资委控股的三大国有骨干航空公司之一，总部位于上海，拥有较好的客源优势，在核心基地上海浦东国际机场的运力份额超过 35%，并在此打造了连通全球的航线网络。2018 年，公司总营收 1149.30 亿元，同比增长 12.99%，实现自 2009 年以来，连续 10 年保持正增长。
- **供需紧张促使收益水平上升：**自 2017 年民航控总量政策实施以后，受供需紧张影响客座率水平出现明显上升，2018 年全年平均客座率达到 82.3%，是近几年的最高值；票价上涨空间也逐步打开，2018 年每客营收和客公里收益分别提升 3.36%和 3.53%，上升趋势比较明显。
- **进驻北京大兴国际机场，构建“双龙出海”航线网络：**北京大兴国际机场预计 2019 年 9 月 30 日前正式启用，根据规划，到 2025 年日均航班量将达到 1570 架次，基本实现 7200 万人次旅客吞吐量，东航将承接机场 30% 的运输量，即 2160 万人次，届时在北京市场的市场份额将提升至 20% 左右，目前在北京首都机场的运力占比仅 12%，国际运力占比不到 2%，因此随着大兴机场的建成投产，东航将迎来北京市场的大发展，并逐步建成以上海和北京为核心的“双龙出海”航线网络。
- **投资建议：**长期来看，我们认为国内航空需求还将保持 10% 以上的增长，公司能够保持业绩增长的外部环境仍然存在。在供给持续紧张的格局下，公司平均票价水平还有上升空间，预计座公里收益将进一步提高。我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 77.95 亿元、94.75 亿元、113.77 亿元，预计 EPS 分别为 0.54 元、0.65 元、0.79 元，对应 PE 分别为 11.4、9.4 和 7.8。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险；2) 油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响；3) 安全风险，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,721	114,930	128,687	145,084	162,684
YoY(%)	3.2	13.0	12.0	12.7	12.1
净利润(百万元)	6,352	2,709	7,795	9,475	11,377
YoY(%)	40.9	-57.4	187.7	21.5	20.1
毛利率(%)	11.2	10.9	13.5	15.1	16.2
净利率(%)	6.2	2.4	6.1	6.5	7.0
ROE(%)	12.1	5.0	12.5	13.2	13.8
EPS(摊薄/元)	0.44	0.19	0.54	0.65	0.79
P/E(倍)	14.0	32.8	11.4	9.4	7.8
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

正文目录

一、国有骨干航空公司，营收运量持续增长	5
1.1 公司基本情况	5
1.2 营收增长，净利润波动	7
1.3 航油成本占比较大，油价对业绩影响明显	8
1.4 美元债务规模缩减，但汇率对公司财务费用影响仍然较大	10
1.5 客运量持续突破	11
1.6 机型逐步换代	13
1.7 供给紧张情况促使收益水平进入上升通道	14
1.8 行业地位稳固，国际航线收益优势明显	15
二、航空运力持续增长，三个牌照独立成长	16
2.1 东航（MU）运力布局情况	16
2.2 上航（FM）运力布局情况	18
2.3 中联航（KN）运力布局情况	20
三、基地遍布全国，国际航线持续扩张	21
3.1 依托上海优良港口，国际化布局明显	22
3.2 昆明、西安枢纽初具规模	25
3.3 大兴机场新机遇，北京市场迎来突破	26
四、市场需求不断扩大，政策红利提振业绩	28
4.1 中国航空发展速度领跑全球	28
4.2 国内航空资源迎来集中释放	30
4.3 政策红利提振业绩	30
五、盈利预测与投资建议	31
5.1 关键假设	31
5.2 盈利预测与投资建议	31
六、风险提示	31

图表目录

图表 1	公司发展大事记.....	5
图表 2	实际控制人情况.....	6
图表 3	东航分公司和航空运输子公司.....	7
图表 4	2011-2018 年公司营收情况（单位：亿元）.....	7
图表 5	2018 年公司营收构成情况.....	8
图表 6	2018 年公司航空运输收入构成情况.....	8
图表 7	2011-2018 年公司归属上市公司股东净利润情况（单位：亿元）.....	8
图表 8	公司 2018 年主要营业成本构成情况（单位：亿元）.....	9
图表 9	机场起降费、飞发及高周件折旧费用增长情况（%）.....	9
图表 10	公司航油成本情况.....	10
图表 11	2014-2015 年航空煤油平均到岸完税价格（单位：元）.....	10
图表 12	2018 年主要费用情况（单位：亿元）.....	11
图表 13	2017 年主要费用情况（单位：亿元）.....	11
图表 14	公司销售、管理和财务费用年度变化情况.....	11
图表 15	汇率对公司净利润影响程度逐步降低.....	11
图表 16	中国民航年度客运总量（单位：亿人）.....	12
图表 17	2011-2018 年公司客运量情况（单位：万人次）.....	12
图表 18	2018 年公司旅客构成情况.....	13
图表 19	2018 年末公司机队情况.....	13
图表 20	2011-2018 年公司客座率情况（%）.....	14
图表 21	公司单位收益情况.....	14
图表 22	公司市场占有率情况（按旅客运输量统计）.....	15
图表 23	2018 年三大航客公里收益情况.....	15
图表 24	全国航空旅客运输量增长情况.....	16
图表 25	东航机队情况.....	16
图表 26	东航年运力投放情况（单位：万座）.....	17
图表 27	东航十大运力投放机场.....	17
图表 28	东航国内和国际航线运力投放 TOP10.....	18
图表 29	东航国际运力占比情况（按座位数统计）.....	18
图表 30	东航国际运力投放情况（按座位数统计）.....	18
图表 31	上航机队情况.....	19
图表 32	上航年运力投放情况（单位：万座）.....	19
图表 33	2019 年和 2018 年夏秋航季运力投入情况（单位：座）.....	19
图表 34	上航五大运力投放机场.....	20
图表 35	上航国内和国际航线运力投放 TOP10.....	20
图表 36	上航国际运力占比情况（按座位数统计）.....	20

图表 37	上航国际运力投放情况（按座位数统计）	20
图表 38	中联航年运力投放情况（单位：万座）	21
图表 39	公司在千万级机场运力份额情况（按座位数统计）	21
图表 40	上海区位图	23
图表 41	浦东机场航线网络示意图	24
图表 42	浦东机场直航航点情况	24
图表 43	浦东机场国际国内运力占比情况	25
图表 44	航空公司在浦东机场运力占比情况	25
图表 45	东航在昆明机场运力份额（按座位数）	25
图表 46	东航在西安机场运力份额（按座位数）	25
图表 47	东航在昆明和西安的国际航线	26
图表 48	大兴国际机场区位图	27
图表 49	航空公司在北京首都机场运力占比情况（按座位数统计）	28
图表 50	全球航空运输前景预测	28
图表 51	人均 GDP 与人均乘机次数	29
图表 52	未来 20 年不同市场航空客运规模	29
图表 53	未来 20 年中国不同区域航线增长情况	30
图表 54	盈利预测表	31

一、 国有骨干航空公司， 营收运量持续增长

1.1 公司基本情况

中国东方航空股份有限公司总部位于上海，从 1957 年在上海成立的第一支飞行中队发展而来，为中国东方航空集团公司独家发起的中外合资经营企业，是中国三大国有骨干航空公司之一。主要经营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，通用航空业务，航空器维修，航空设备制造与维修，国内外航空公司的代理业务，保险兼代理服务，电子商务，空中超市，商品批发、零售及与航空运输有关的其他业务。

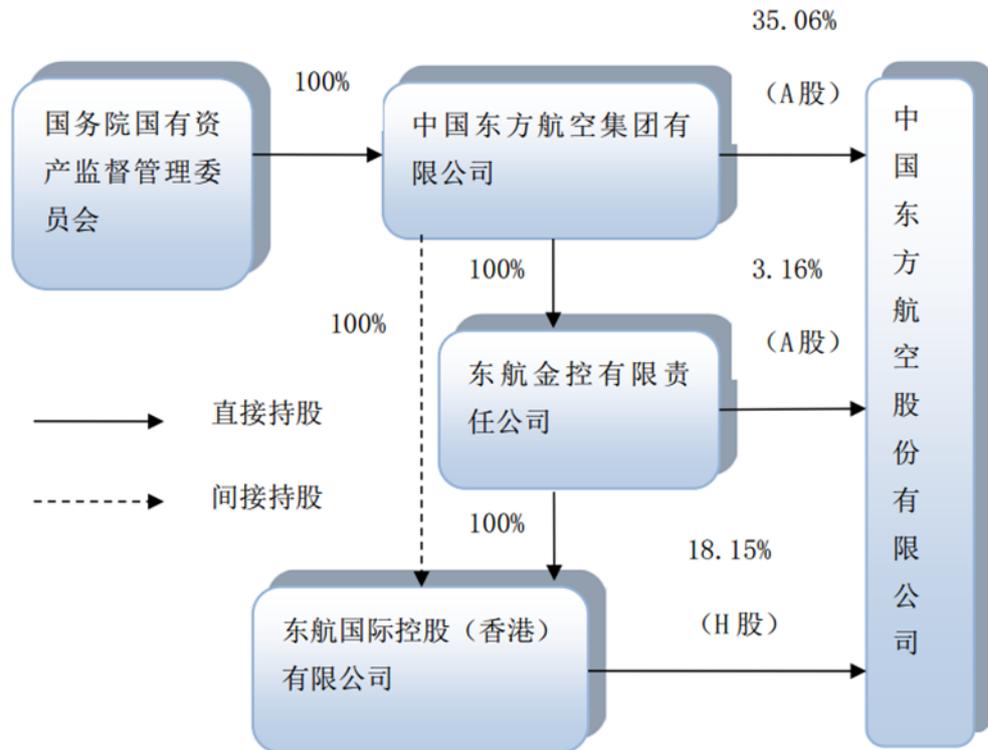
图表1 公司发展大事记

时间	事件
1957 年	民航上海管理处飞行中队正式成立，配有“革新”型飞机（苏联发动机配上美国机身）7 架，同时开通上海至北京、广州、兰州 3 条航线。
1959 年	民航上海及广州、成都、兰州管理局飞行队改为飞行大队，并按机型分设 3 个中队（民航上海管理局飞行大队实际组建 2 个中队）。
1988 年	4 月 27 日，中国民航局以民航局函 302 号文批复同意民航上海局更名为中国东方航空公司。6 月 25 日，中国东方航空公司正式挂牌。
1991 年	东航使用麦道-11 型飞机，开辟上海至洛杉矶远程国际航线，迈向“飞向世界”的第一步。
1993 年	中国东方航空集团成立，明确提出要把东航建设成“以航空运输为主，相关产业配套，多角化经营，全方位渗透的跨地区、跨行业的国际性航空集团”。
1997 年	东航分别在纽约证券交易所、香港联合交易所和上海证券交易所成功挂牌上市，成为中国民航第一家在中国香港、纽约和上海三地上市的航空公司。
2005 年	中国东方航空股份有限公司宣布向东航集团收购其全资下属子公司（中国东方航空西北公司和中国东方航空云南公司），拥有的全部航空主业及关联资产。
2010 年	东航上航召开联合重组工作总结大会，正式宣告东航和上航成功完成联合重组。
2011 年	东航携全资子公司上航在北京人民大会堂举行庆祝仪式，宣布正式加入天合联盟，成为其第 14 个正式成员
2017 年	东航集团战略入股法荷航，公司也全面升级与法荷航业务合作，在天合联盟内，东航、达美、法荷航结成全球战略合作伙伴关系。

资料来源：公司报告、平安证券研究所

公司实际控制人为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公司 A 股股份占比 38.22%，通过东航国际持有公司 H 股股份占比 18.15%，控股比例合计 56.37%。公司主要领导均有较高行政级别，在获取政策支持和机场资源方面优势明显。

图表2 实际控制人情况



资料来源:公司年报、平安证券研究所

截止 2018 年末，从事航空运输业务的子公司 5 家，除上海航空（FM）和中国联合航空（KN）采用独立代码运营，其余子公司均采用东航统一代码（MU）运营。此外，东航除上海总部以外，在国内还有 11 个分公司。

东航江苏成立于 1993 年，注册资本为人民币 20 亿元。2018 年，东航江苏实现营业收入人民币 93.13 亿元，同比增长 12.79%，实现净利润人民币 3.05 亿元，同比下降 47.14%；承运旅客 1270.91 万人次，同比增长 8.79%。

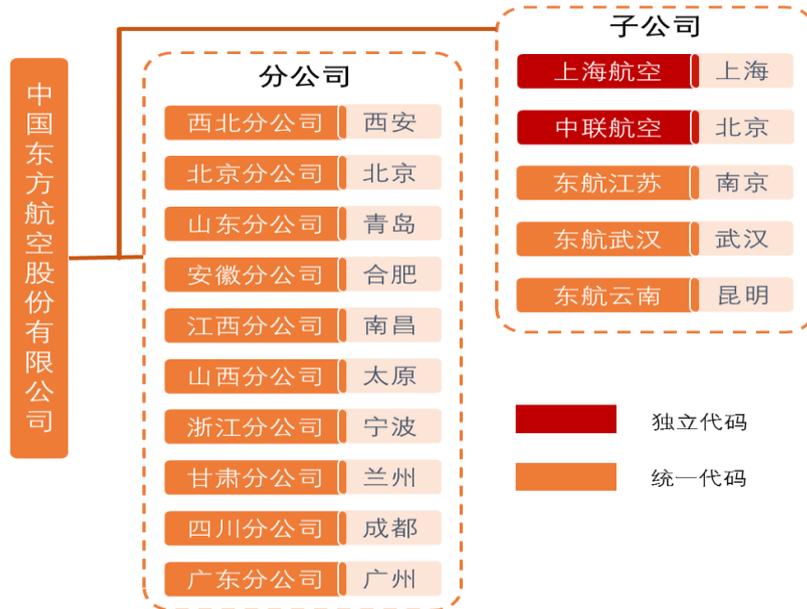
东航武汉成立于 2002 年，注册资本人民币 17.5 亿元。2018 年，东航武汉实现营业收入人民币 45.59 亿元，同比增长 6.30%，实现净利润人民币 2.19 亿元，同比下降 50.90%；承运旅客 618.79 万人次，同比增长 2.86%。

东航云南成立于 2010 年，注册资本人民币 36.62 亿元。2018 年，东航云南实现营业收入人民币 105.23 亿元，同比增长 17.72%，实现净利润人民币 3.4 亿元，同比减少 51.08%；承运旅客 1338.83 万人次，同比增长 13.28%。

上海航空成立于 2010 年，注册资本为人民币 5 亿元。2018 年，上海航空实现营业收入人民币 140.36 亿元，同比增长 12.64%，实现净利润人民币 6.00 亿元，同比下降 50.17%；承运旅客 1718.27 万人次，同比增长 11.58%。

中联航成立于 1984 年，注册资本为人民币 13.20 亿元，是东航旗下唯一一家低成本航空公司，是民航局认定的 7 家差异化服务航空公司之一。2018 年，中联航实现营业收入人民币 56.60 亿元，同比增长 12.46%，实现净利润人民币 8.82 亿元，同比增长 9.02%；承运旅客 830.14 万人次，同比增长 8.30%。

图表3 东航分公司和航空运输子公司

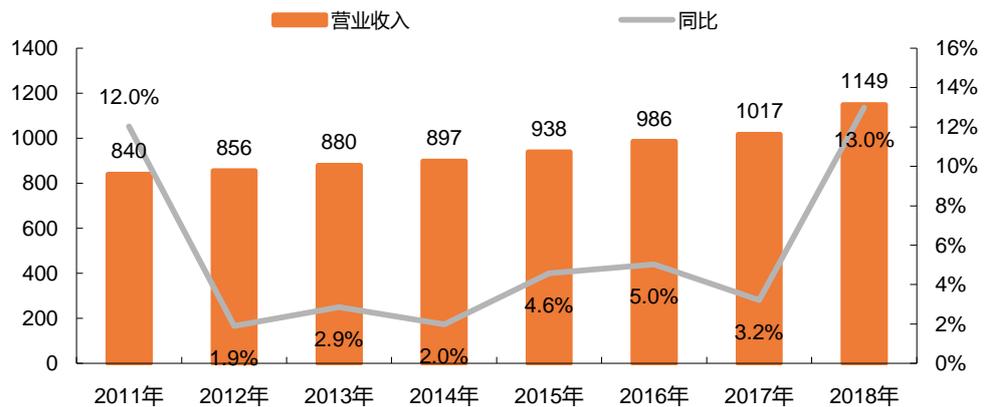


资料来源:公司报告、平安证券研究所

1.2 营收增长，净利润波动

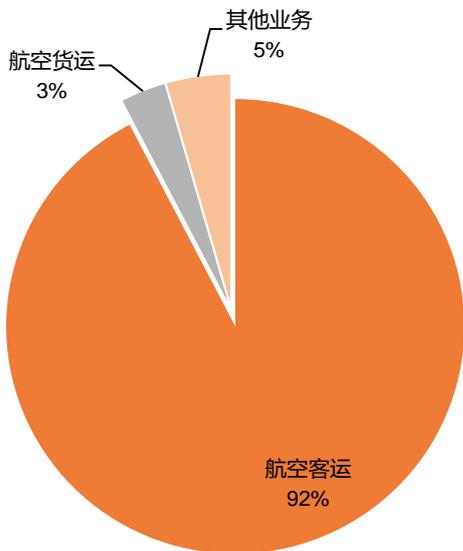
2018年，公司总营收1149.30亿元，同比增长12.99%，自2009年以来，连续10年保持正增长，是公司涅槃重生的黄金十年。其中，公司航空客运收入1062亿元，占营业收入的92%，远高于航空货运和其他业务，表明公司主营业务为航空客运，航空客运的市场变化情况对公司的营收增长影响最大。在航空运输业务的营业收入中，国内和国际航线分别占65%和31%，地区（港澳台）航线占比4%，明显小于前两者。

图表4 2011-2018年公司营收情况（单位：亿元）



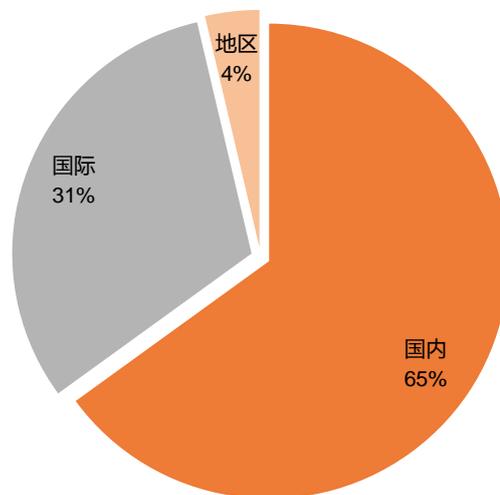
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表5 2018年公司营收构成情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表6 2018年公司航空运输收入构成情况

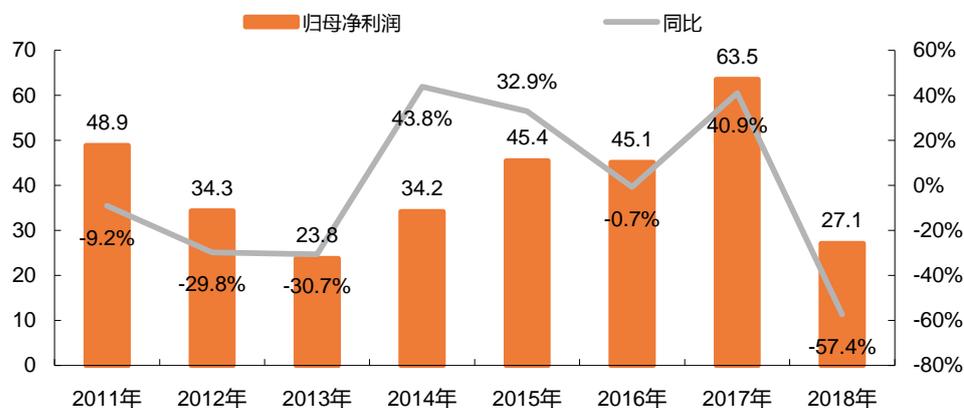


资料来源:公司公告、平安证券研究所

2018年,在全年飞行小时数仅增长8%的情况下,公司航油成本同比增加超过110亿元,增幅近35%,同时,受到人民币贬值影响,2019年公司汇兑损失超过17亿元。

在油价和汇率双不利因素下,归属上市公司股东的净利润27.09亿元,同比减少57.35%。

图表7 2011-2018年公司归属上市公司股东净利润情况(单位:亿元)



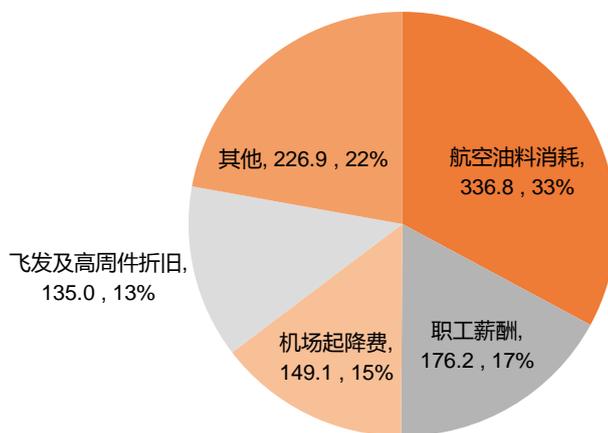
资料来源:Wind、平安证券研究所

1.3 航油成本占比较大,油价对业绩影响明显

2018年,公司营业成本1024.07亿元,同比增加13.3%,增速略高于营收增速。营业成本构成中,占比最高的4项依次是航油成本、职工薪酬、机场起降费、飞机及发动机折旧费等,总计占比接近80%,其中航油成本一直是公司营业成本中占比最高的项目,2018年占比33%。此外,其他项中主要包括飞机发动机修理、飞机租赁、机上餐食以及其他运营成本等,单项占比不高。

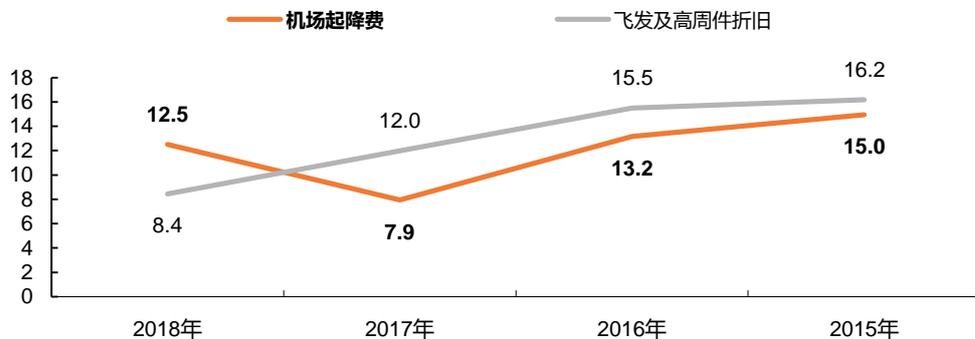
在占比较高的成本项目中，职工薪酬、机场起降费、飞机及发动机折旧费主要与企业经营规模相关性较大，例如机场起降费主要和当年的公司航班班次以及运输量相关性较大，折旧费主要和公司机队规模以及自购租赁比例相关，职工薪酬主要与公司员工总数和薪酬水平相关，这 3 项成本在短时间内发生较大变化的可能性不大，每年的增长相对比较稳定。

图表8 公司 2018 年主要营业成本构成情况（单位：亿元）



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表9 机场起降费、飞发及高周件折旧费用增长情况 (%)

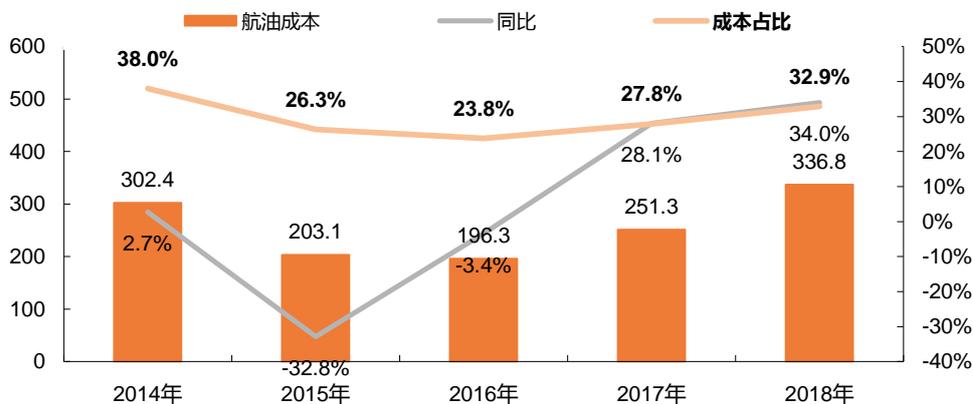


资料来源:公司公告、平安证券研究所

航油成本除了与当年公司航班班次情况相关性较大以外，受油价影响比较明显。2018 年，公司飞机燃油成本为人民币 336.8 亿元，同比增长 34.0%，主要是由于公司加油量同比增长 7.3%，增加航油成本人民币 18.3 亿元；平均油价同比提高 24.9%，增加航油成本 67.2 亿元。其中加油量同比增长 7.3%主要是和公司航班运力增长相关，额外增加部分则是由于油价上涨所致。对比公司航油成本和航油价格，两者同比变化趋势大体相似，我们认为，公司航油成本的主要变化是由于油价变动导致的。

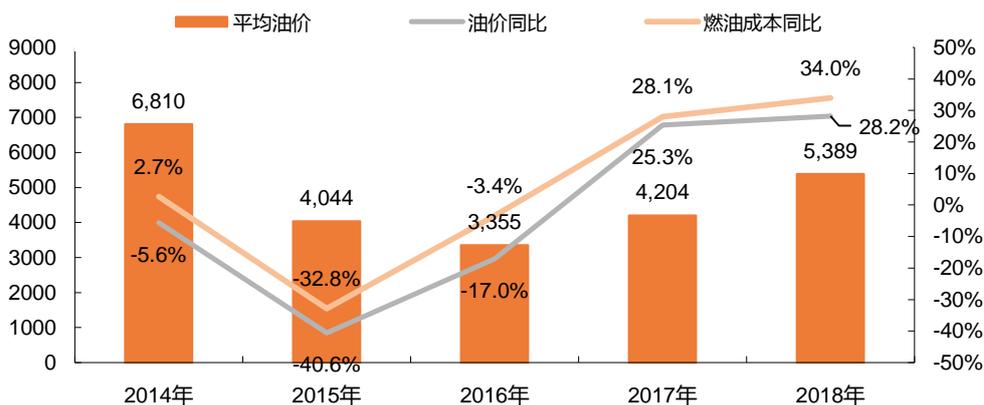
按照目前燃油成本情况，油价降低 5%，营业成本减少 16.8 亿元。

图表10 公司航油成本情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表11 2014-2015年航空煤油平均到岸完税价格(单位:元)



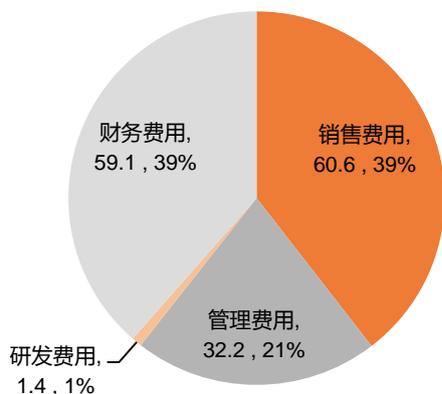
资料来源:Wind、平安证券研究所

1.4 美元债务规模缩减, 但汇率对公司财务费用影响仍然较大

在公司日常经营活动中, 主要由四项比较重要的费用支出, 分别是销售费用、管理费用、研发费用和财务费用, 其中研发费用于2018年起单独公布, 此前多包含在管理费用之中。

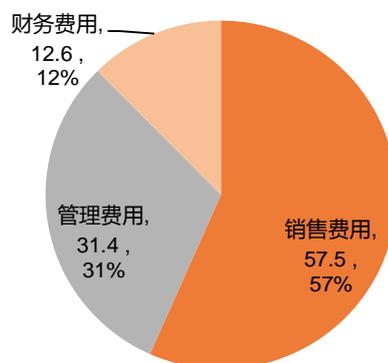
公司2018年四项费用总和153.2亿, 同比增长超过50%, 主要原因财务费用增长超过360%。2018年, 公司财务费用为59.1亿元, 同比增加46.5亿元, 主要是由于2018年美元兑人民币升值, 公司产生汇兑损失20.4亿元, 2017年人民币兑美元升值, 公司产生汇兑收益20.0亿元, 由此我们认为汇率是公司财务费用变动的最主要因素。

图表12 2018年主要费用情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表13 2017年主要费用情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

销售费用和管理费用的增长幅度相对比较平缓,而且最近三年,两项费用的增长速度明显低于公司营收增速和客运量增速,表明公司这两项费用控制比较出色。

图表14 公司销售、管理和财务费用年度变化情况

YOY	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
销售费用	-2.1%	6.0%	-7.2%	1.1%	5.3%
管理费用	-13.7%	18.9%	3.6%	4.1%	2.4%
财务费用	-	218.0%	-12.1%	-80.3%	368.5%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

由于财务费用的变化主要是来自公司的汇兑损益,因此公司最近几年正逐步降低美元债务在公司整体债务中的比重。目前美元债务比例已经从2015年的73.28%降至2018年的21.51%,汇率变化对净利润的影响也在逐步降低,至2018年末,人民币兑美元贬值1%,公司净利润减少1.78亿元,明显低于前几年的水平。但是由于人民币和美元汇率仍然处于双向变动区间内,因此汇兑损失风险仍然存在。

图表15 汇率对公司净利润影响程度逐步降低

	汇率敏感度	净利润影响(亿元)	美元债务(亿元)	美债占比(%)
2015年	1%	5.81	873	73.28
2016年	1%	3.77	529	44.89
2017年	1%	2.60	368	28.17
2018年	1%	1.78	285	21.51

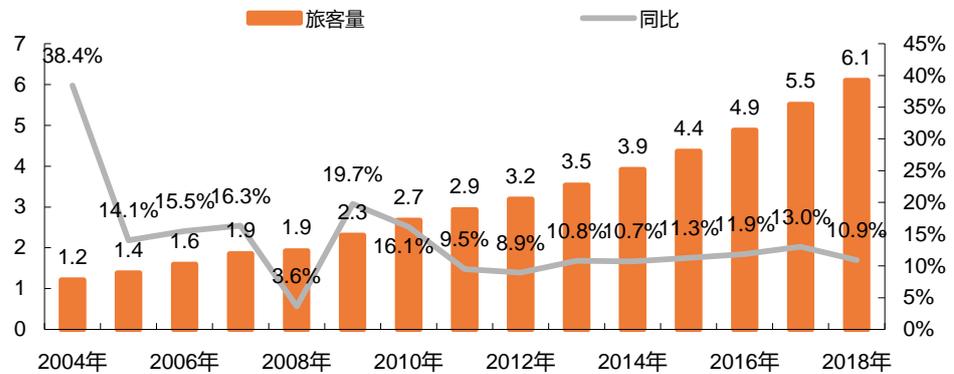
资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.5 客运量持续突破

中国民航高速发展时期,特别是最近几年,民航客运增速稳定保持在10%以上,最新公布的官方数据显示2018年全民航旅客运输总量超过6.1亿人次,同比增长10.9%,好于此前10.5%左右的预期。

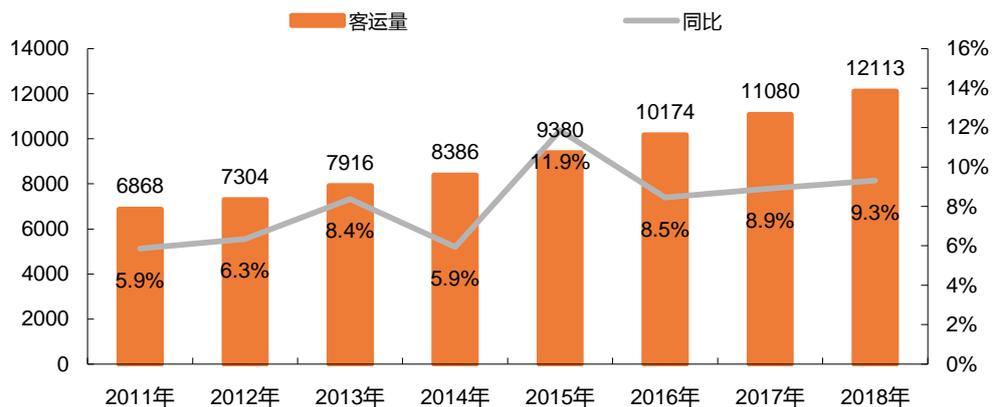
得益于良好的市场形势，公司客运量连续多年保持增长。2018年，公司客运投入 2448 亿可用座公里，同比增长 8.3%；实现旅客总周转量 2015 亿客公里，同比增长 10.0%；运输旅客 1.21 亿人次，同比增长 9.3%。

图表16 中国民航年度客运总量（单位：亿人）



资料来源:Wind、平安证券研究所

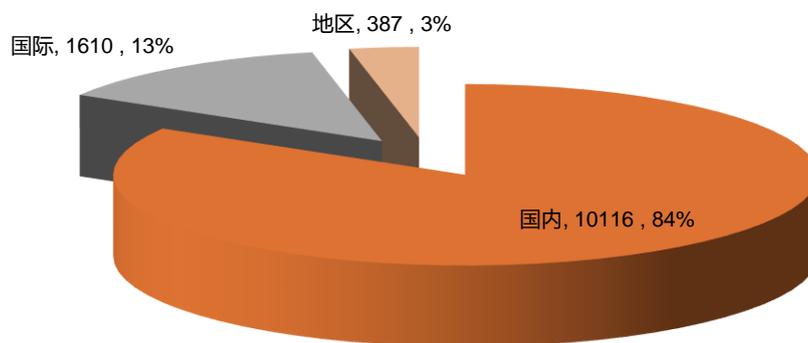
图表17 2011-2018 年公司客运量情况（单位：万人次）



资料来源:Wind、平安证券研究所

公司 2018 年运输的旅客中，国内旅客占 84%、国际旅客占 13%、地区旅客占 3%，与 2017 年的比例相当，表明公司目标客户和目标市场并未发生较大变化，能够支撑主营业务的长期稳定。

图表18 2018年公司旅客构成情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.6 机型逐步换代

在机队建设方面，公司持续优化机队结构。2018年，公司围绕主力机型共引进飞机合计67架，退出飞机合计14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，同时，新机型将带来更高的运行效率，特别是在单位油耗方面，A350和B787能够帮助公司在远程航线上显著提升收益水平。

截至2018年12月31日，公司共运营692架飞机，其中客机680架，托管公务机12架。

图表19 2018年末公司机队情况

序号	机型	自有	融资租赁	经营租赁	小计	平均机龄(年)
1	B777系列	9	11	0	20	2.9
2	B787系列	0	4	0	4	0.2
3	A350系列	0	2	0	2	0.1
4	A330系列	17	34	6	57	5.2
宽体客机合计		26	51	6	83	4.3
5	A320系列	126	113	68	307	6.7
6	B737系列	78	96	116	290	5.1
窄体客机合计		204	209	184	597	5.9
客机合计		230	260	190	680	5.7
托管公务机总数					12	
飞机总数					692	

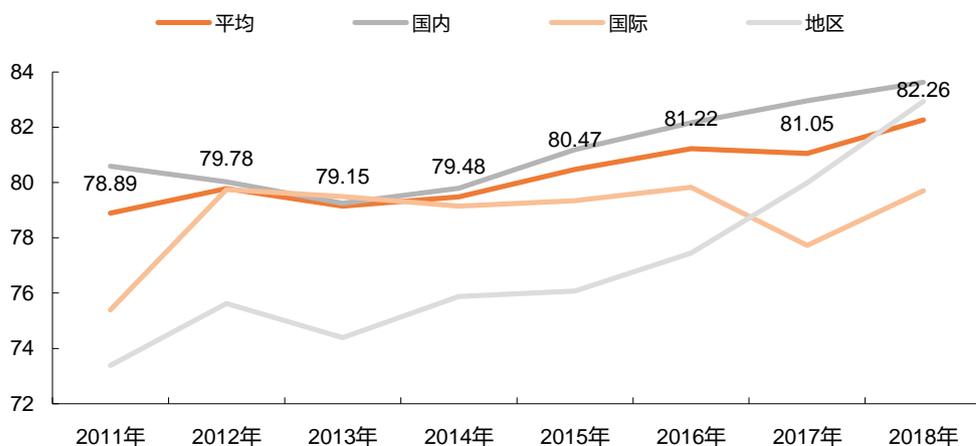
资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.7 供给紧张情况促使收益水平进入上升通道

从2018年夏秋季开始,民航局对主辅协调机场的航班时刻增量就严格限制在每季新增不得超过3%,全国时刻总量限制在5%至8%区间内。时刻总量控制导致航班供给增速放缓,2018年4月起,全国主要机场起降架次总量同比增幅呈现下降趋势,同期市场需求增速仍然超过10%,国内航空市场总体呈现供小于求的趋势。

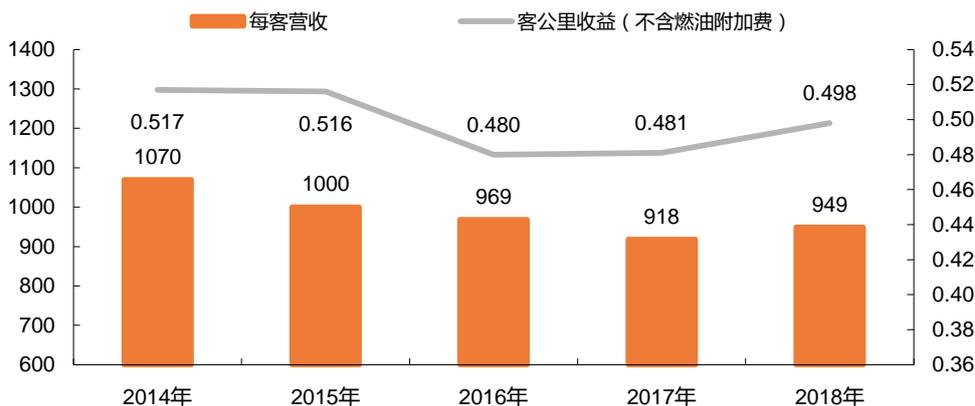
在此情况下,公司整体客座率水平出现明显上升,2018年全年平均客座率达到82.26%,达到近几年的最高值;平均票价上涨空间也逐步打开,2018年每客营收和客公里收益分别提升3.36%和3.53%,上升趋势比较明显。

图表20 2011-2018年公司客座率情况(%)



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表21 公司单位收益情况

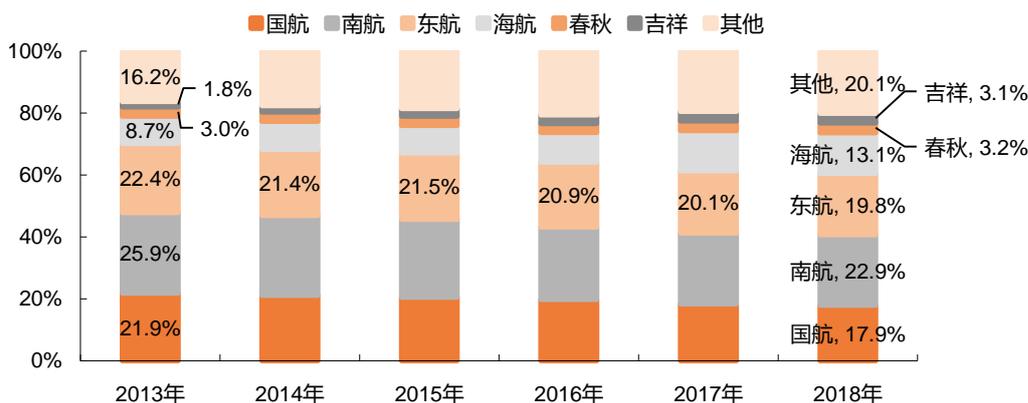


资料来源:公司公告、Wind、平安证券研究所

1.8 行业地位稳固，国际航线收益优势明显

2018年公司旅客运输量1.2亿人次，在我国航空运输市场的市场占有率为19.8%，仅次于南航，连续多年稳居行业第二名，行业地位比较稳定。但是需要关注到，国内航空客运市场处于集中度缓慢下降的趋势中，国航、南航和东航三大航空集团2013年的市场占有率分别为21.9%、25.9%、22.4%，合计70.2%，而2018年市场占有率则分别有所下降，合计60.6%，下降9.6个百分点。尽管市场占有率有所下降，但我们仍然认为在国内的航空运输市场，后来者并不具备挑战三大航国内前三市场地位的能力。

图表22 公司市场占有率情况（按旅客运输量统计）

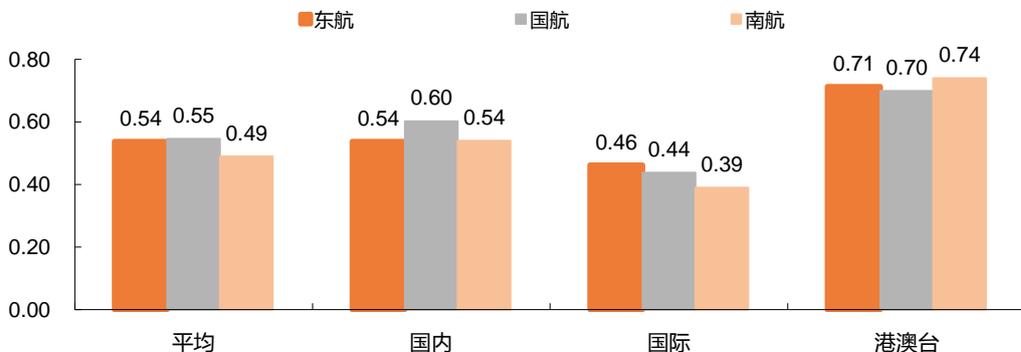


资料来源:政府公告、公司公告、平安证券研究所

从收益情况分析，对比国航和南航，东航的平均客公里收益水平与国航相当，明显高于南航。在细分航线市场领域，三大航空集团各有优势，国航在国内航线方面收益最高，南航在港澳台航线方面收益最高，东航在国际航线方面收益最高。

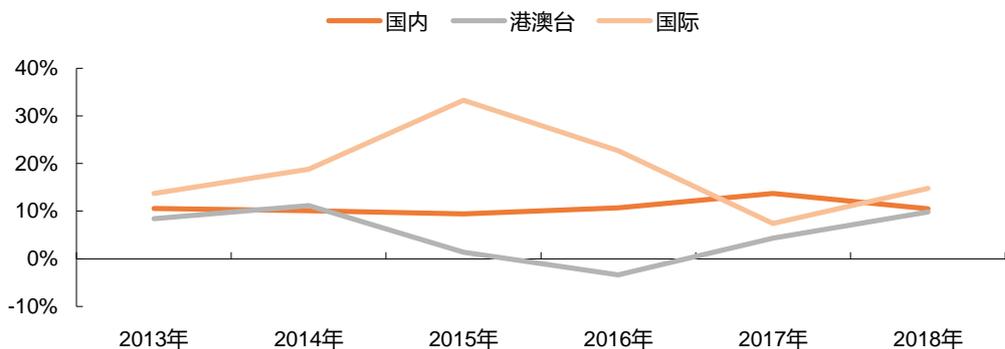
除2017年以外，最近几年国际航线的旅客运输量增速一直处于领跑位置，平均增速明显高于国内和港澳台航线，我们预测国际航线市场份额逐年提高这一趋势能够延续一段时间，加之中韩和中日航权的进一步放开，在能够保持国际航线高收益优势情况下，东航在国际航线市场的收入将有显著提升，能够实现较好的业绩表现。

图表23 2018年三大航客公里收益情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表24 全国航空旅客运输量增长情况



资料来源:政府公告、平安证券研究所

二、航空运力持续增长，三个牌照独立成长

东航是国内三大航空集团之一，上市公司体系同时存在着三个不同的航空运输牌照，即主体公司及部分子公司采用东航航空运输牌照，上航和中联航使用各自航空运输牌照，不同牌照的公司在公司运营、基地布局和航线规划等方面存在较高的独立性，因此本章节内东航特指采用 MU 代码运营的航空公司，上航指采用 FM 代码运营的航空公司，中联航指采用 KN 代码运营的航空公司。

2.1 东航 (MU) 运力布局情况

上市公司内采用东航统一代码运营的除了主体公司以外，还包括东航江苏、东航武汉和东航云南 3 家子公司，截至 2019 年 4 月 15 日合计机队总数为 537 架，宽体机 82 架。其中，东航江苏共运营 A320 系列机型飞机合计 65 架，东航武汉共运营 B737 系列机型飞机合计 32 架，东航云南共运营 B787 和 B737 系列机型飞机合计 80 架，其中宽体机 B787 有 3 架。在东航机队中，目前波音 737MAX 机型仅 3 架，因此该机型的停飞短期影响不大，但是后续窄体机的运力增长可能放缓。

波音 737MAX 停飞事件。2019 年 3 月 10 日，埃塞俄比亚航空一架波音 737MAX-8 客机坠毁。这是波音 737MAX-8 半年内出现的第 2 起严重空难事故。2018 年 10 月 29 日，印尼狮航一架机龄仅 3 个月的波音 737MAX-8 客机坠毁，机上 89 人罹难。起空难具有一定的相似性，波音 737MAX-8 机型或存在安全隐患，因此 3 月 11 日，民航局发布通知，要求暂停波音 737MAX-8 飞机商业运行。

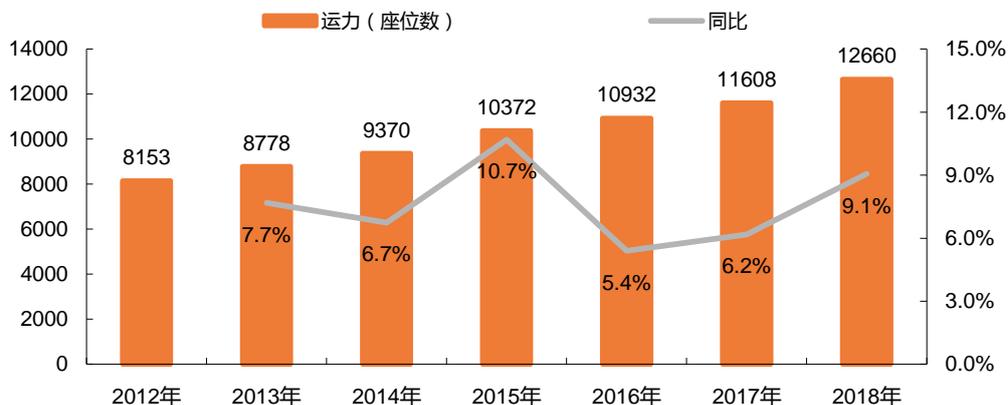
图表25 东航机队情况

机型	数量	合计
窄体机	A320	311
	B737	144
宽体机	B777	20
	B787	3
	A330	54
	A350	5
	合计	537

资料来源: CAPA、平安证券研究所

上市公司体系内,东航的运力占比 80%左右,其中包括绝大部分宽体机运力,是公司战略发展重点,承担着大部分国际航线和枢纽基地打造任务。近三年,东航运力整体呈现加速增长趋势,虽然 2019 年受到 B737MAX 停飞影响,运力增速可能放缓,但考虑到年底大兴机场启用以及浦东机场卫星厅等项目完工,东航今后 2 至 3 年内运力增速仍然将保持较高水平。

图表26 东航年运力投放情况(单位:万座)



资料来源:CAPA、平安证券研究所

东航在华北、华东、西南和西北地区均有较大运力部署,另外华中和华南地区也有一定运力投入,目前主要是东北和新疆两地的运力投入相对较少。上海两场、昆明和西安四个机场投放运力最大,其中昆明机场定期航班数量最多,主要是最近几年昆明机场航班时刻增长较多,东航在此话语权较强,能够获得较多时刻。

图表27 东航十大运力投放机场

机场	座位数(日平均)	航班数(日平均)	直飞航线
浦东	68741	719	120
昆明	60562	756	95
虹桥	46634	475	40
西安	44309	561	74
北京	40048	398	45
南京	24971	314	50
成都	21671	262	41
武汉	18317	230	42
广州	17970	209	27
青岛	16874	202	39

资料来源:飞常准、CAPA、平安证券研究所

从航线运力投放角度分析,东航高密度国内航线大部分都在虹桥机场,也反应出东航在此重点打造了高密度的点对点商务航线。虹桥机场受到运行能力接近饱和的限制,今后几年很难有较多时刻释放,因此这部分航线有非常高的票价提升空间。国际/地区航线中运力排名前十的有九条均在浦东机场,表明浦东机场是东航最重要的国际枢纽,若今后美国、日本等国的航权逐步放开,东航在浦东机场的国际航线规模还将持续扩大。

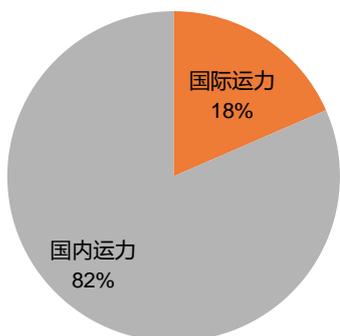
图表28 东航国内和国际航线运力投放 TOP10

国内航线	每日座位数	国际/地区航线	每日座位数
虹桥=北京	11116	浦东=香港	2941
虹桥=深圳	3755	浦东=新加坡	2101
虹桥=广州	3509	青岛=首尔	1718
西安=北京	3303	浦东=首尔	1662
昆明=北京	3282	浦东=大阪	1355
虹桥=西安	3094	浦东=东京成田	1309
昆明=西双版纳	2776	浦东=洛杉矶	1256
昆明=成都	2744	浦东=纽约	1256
虹桥=昆明	2657	浦东=巴黎	1256
昆明=广州	2544	浦东=名古屋	1254

资料来源: CAPA、平安证券研究所

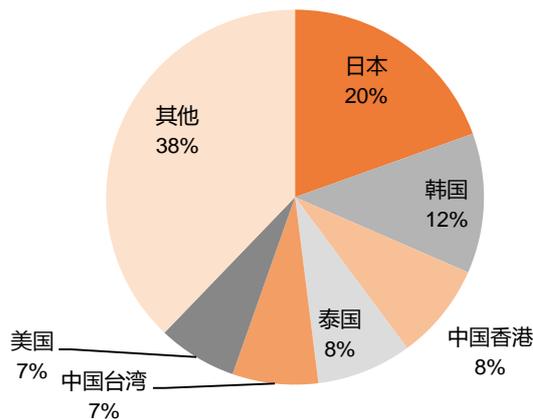
目前东航的国际运力占比约 18%，国际/地区航线中运力投放较多的分别是日本、韩国、中国香港、泰国、中国台湾和美国，特别是日本航线，运力占比达到 20%，预计东京奥运会前中日航权进一步开放的可能性比较大，东航可能会加大投入。国际航线受外交关系、地区局势和安全情况影响较大，大事件发生前后市场需求波动比较明显。

图表29 东航国际运力占比情况（按座位数统计）



资料来源: CAPA、平安证券研究所

图表30 东航国际运力投放情况（按座位数统计）



资料来源: CAPA、平安证券研究所

2.2 上航（FM）运力布局情况

上海航空公司成立于 1985 年 12 月，是中国国内第一家多元投资商业化运营的航空公司。2010 年 1 月 28 日，东航换股吸收合并上航的联合重组顺利完成，上航成为新东航的成员企业。2010 年 5 月 28 日，作为东航全资子公司的上海航空有限公司正式挂牌运营。

上航主基地位于上海，主要以国内航线和周边国际航线为主，至 2019 年 4 月 15 日机队规模 104 架，其中宽体机 6 架。宽体机主要用于虹桥机场的日韩航线和港台航线。

图表31 上航机队情况

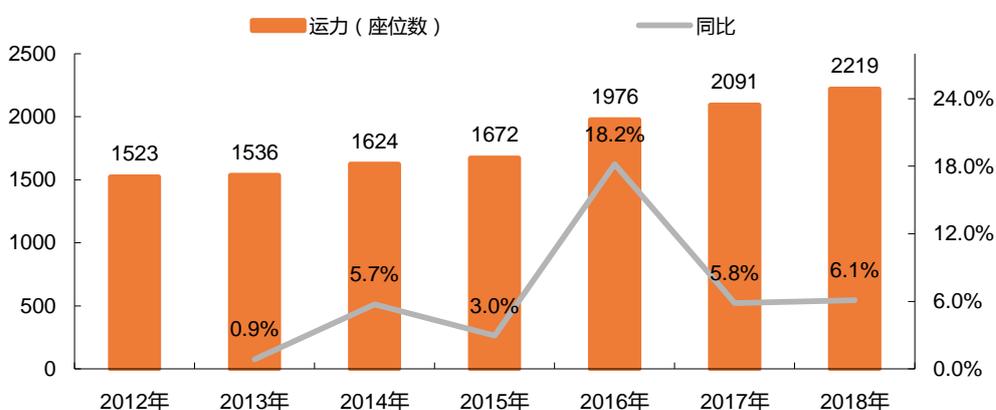
机型		数量	合计
窄体机	B737	98	98
宽体机	B787	4	6
	A330	2	
合计		104	

资料来源: CAPA、平安证券研究所

注: 上航 B737 机队中有 11 架 B737MAX 机型, 目前已经停用, 上航实际使用飞机 93 架。

在上市公司体系内, 上航的运力占比约 14%, 2018 年同比增长 6.1%, 处于相对较低的位置, 主要原因是上海两场近两年时刻释放非常少, 上航发展空间受到限制, 上海以外的地方受到集团整体战略影响, 无法实现快速扩张, 预期浦东机场卫星厅和 T3 航站楼启用后, 上航将有机会获得较快成长。

图表32 上航年运力投放情况 (单位: 万座)



资料来源: CAPA、平安证券研究所

B737MAX 机型停飞影响。由于 11 架 B737MAX 的停飞, 上航运力供给能力受到限制, 相较于峰值下降 11% 左右。从目前已经执行的航班情况来看停飞导致上航运力同比减少约 5% 左右, 如果不能再年内解决运力供应不足问题, 全年营收可能实现负增长。

图表33 2019 年和 2018 年夏秋航季运力投入情况 (单位: 座)

	2019 年	2018 年	同比
第一周	383789	416692	-7.9%
第二周	398563	419101	-4.9%
第三周	398478	417356	-4.5%

资料来源: CAPA、平安证券研究所

从机场运力投放来看, 虹桥和浦东两场运力投放远高于其他机场, 因此上航未来发展主要还是取决于浦东机场的时刻释放规模, 但不排除在国内其他城市新设基地争取获得发展空间的可能。

图表34 上航五大运力投放机场

机场	座位数	航班数	直飞航线
虹桥	22856	272	39
浦东	22372	280	49
广州	4238	47	4
郑州	4205	52	9
温州	2846	35	10

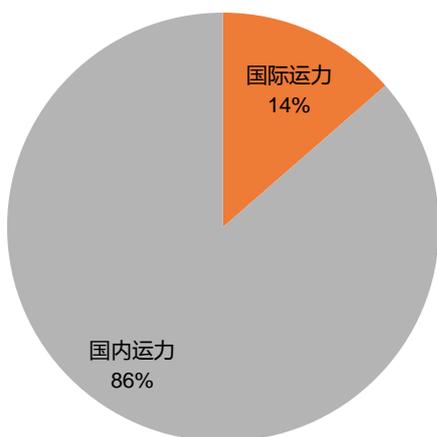
资料来源：飞常准、CAPA、平安证券研究所

图表35 上航国内和国际航线运力投放 TOP10

国内航线	每日座位数	国际/地区航线	每日座位数
虹桥=广州	2656	浦东=曼谷	1304
虹桥=长沙	1607	浦东=吉隆坡	652
浦东=郑州	1387	浦东=普吉	652
虹桥=郑州	1194	虹桥=香港	600
浦东=南宁	1140	虹桥=东京羽田	570
虹桥=厦门	1100	浦东=台北	464
虹桥=重庆	1012	浦东=大阪	326
浦东=郑州	978	浦东=首尔仁川	326
虹桥=天津	978	浦东=首尔金浦	326
浦东=温州	978	浦东=釜山	326

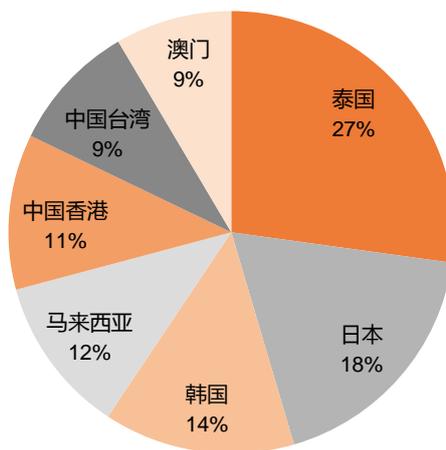
资料来源：CAPA、平安证券研究所

图表36 上航国际运力占比情况（按座位数统计）



资料来源：CAPA、平安证券研究所

图表37 上航国际运力投放情况（按座位数统计）



资料来源：CAPA、平安证券研究所

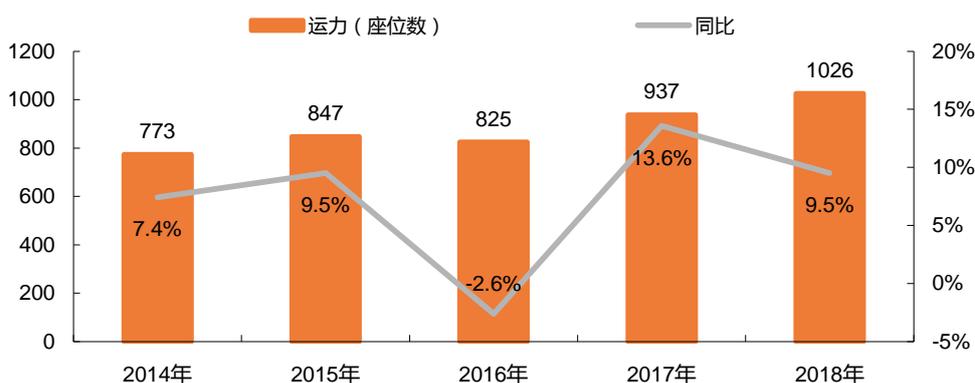
2.3 中联航（KN）运力布局情况

中联航原属于军办企业，2005年7月完成重组，10月20日开始重组后的首次新航，2014年7月宣布转型成为低成本航空公司。目前，拥有49架B737飞机，无B737MAX机型，因此本次停飞对中联航没有影响。

主基地位于北京南苑机场，是南苑机场唯一驻场公司，运力投放比例超过 34%，远高于其他机场。此外，还独家运营佛山机场，能够承接部分广州机场溢出客流。

在国际航线方面，由于中联航自身背景和南苑机场军民合用的特殊限制，国际航线发展进展较慢，与 2017 年 12 月 27 日开通首条国际航线南苑=烟台=福冈，此后又新增了烟台=静岡国际航线，截至目前，未开通其他国际航线。

图表38 中联航年运力投放情况（单位：万座）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

三、 基地遍布全国，国际航线持续扩张

作为国内三大航之一，通航机场遍及全国，在全国 37 个千万级机场中均开通航班，其中运力排名第一的机场 10 个，运力排名第二的机场 7 个。根据公司公告，目前公司航线网络拓展的重点城市是上海、昆明、西安和北京，其中上海市公司的主基地，昆明是子公司东航云南的主基地，西安是东航西北分公司驻地，此前的分析也可看出，东航在上述 4 个城市运力投放水平也远高于其他城市。这四个城市的 5 个机场吞吐量均排名全国前十，除北京首都机场以外，在另外 4 个机场东航的运力份额均排名第一位。

图表39 公司在千万级机场运力份额情况（按座位数统计）

序号	机场	2018 年客运吞吐 (万)	运力份额	份额排名
1	北京/首都	10098	12.0%	3
2	上海/浦东	7405	35.6%	1
3	广州/白云	6979	9.6%	2
4	成都/双流	5288	12.5%	3
5	深圳/宝安	4935	6.0%	5
6	昆明/长水	4709	38.4%	1
7	西安/咸阳	4465	29.7%	1
8	上海/虹桥	4363	46.8%	1
9	重庆/江北	4160	7.4%	5
10	杭州/萧山	3824	9.3%	4
11	南京/禄口	2858	24.8%	1
12	郑州/新郑	2734	9.4%	2
13	厦门/高崎	2655	9.7%	3

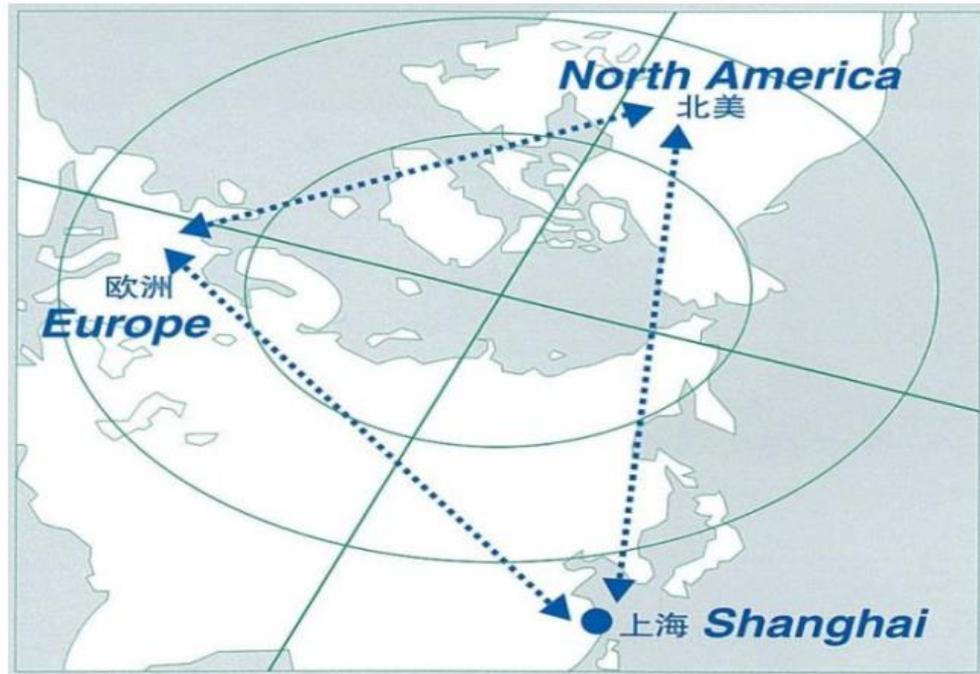
序号	机场	2018 年客运吞吐 (万)	运力份额	份额排名
14	长沙/黄花	2527	11.9%	3
15	青岛/流亭	2454	20.2%	2
16	武汉/天河	2450	20.6%	2
17	海口/美兰	2412	小于 3%	-
18	天津/滨海	2359	3.1%	-
19	乌鲁木齐/地窝堡	2303	5.3%	6
20	哈尔滨/太平	2043	8.7%	3
21	贵阳/龙洞堡	2010	小于 3%	-
22	三亚/凤凰	2004	5.6%	5
23	沈阳/桃仙	1903	6.4%	4
24	大连/周水子	1876	12.2%	2
25	济南/遥墙	1661	7.5%	2
26	南宁/吴圩	1510	10.8%	4
27	福州/长乐	1439	6.4%	3
28	兰州/中川	1386	18.8%	1
29	太原/武宿	1359	27.4%	1
30	南昌/昌北	1352	13.5%	27
31	长春/龙嘉	1297	9.6%	3
32	呼和浩特/白塔	1216	6.1%	6
33	宁波/栎社	1172	23.4%	1
34	石家庄/正定	1133	8.0%	4
35	珠海/金湾	1122	6.8%	5
36	温州/龙湾	1122	18.9%	1
37	合肥/新桥	1111	18.8%	1

资料来源: CAPA、平安证券研究所

3.1 依托上海优良港口，国际化布局明显

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。

图表40 上海区位图



资料来源:公司公告、平安证券研究所

长三角地区已经成为了世界上第6大城市群,财富500强中有400多家企业已经在这里进行了投资,机场半径300公里的腹地内覆盖了长三角地区的8个主要工业、科技园区,相关产业航空关联度高,主要产业为电子信息、汽车、石化、成套设备、精品钢材和生物医药等。

国内第一国际空港。近年来浦东机场国际化发展迅速,国际和地区旅客量继续保持全国第一,在此开通国际定期航班的外国航空公司(不含港澳台)近70家,正在通航的国际航点超过100个,国际/地区运力占比超过50%,远高于北京(30%)和广州(25%),高居全国第一。

公司在浦东机场的运力占比超过35%,在此开通了至港澳台、日韩、东南亚的主要知名城市和旅游目的地以及欧洲的巴黎、伦敦、法兰克福、罗马、莫斯科、布拉格、阿姆斯特丹、马德里、圣彼得堡、斯德哥尔摩,美洲的纽约、洛杉矶、旧金山、芝加哥、夏威夷、温哥华、多伦多,大洋洲的悉尼、墨尔本、奥克兰等知名国际都市的国际/地区航线,航线网络通达全球。

图表41 浦东机场航线网络示意图



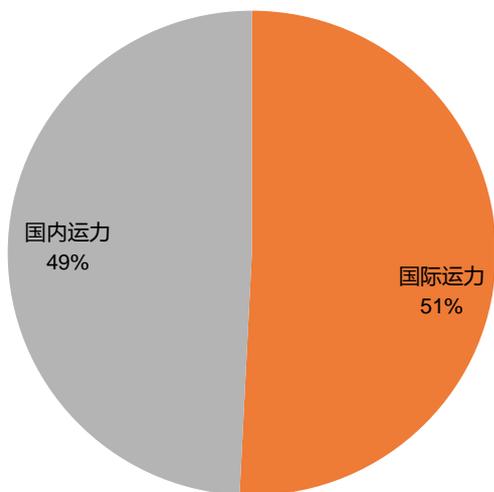
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表42 浦东机场直航航点情况

直航区域		直航航点	
国内		109	
国际	亚太	62	
	欧洲	21	覆盖 15 个国家
	北美	14	美国 11 个, 加拿大 3 个
	中东	5	
	非洲	2	
	拉美	2	
合计		215	

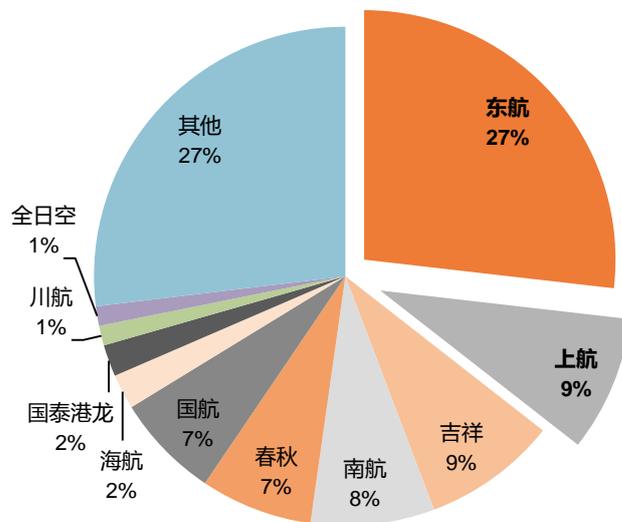
资料来源: CAPA、平安证券研究所

图表43 浦东机场国际国内运力占比情况



资料来源:CAPA、平安证券研究所

图表44 航空公司在浦东机场运力占比情况

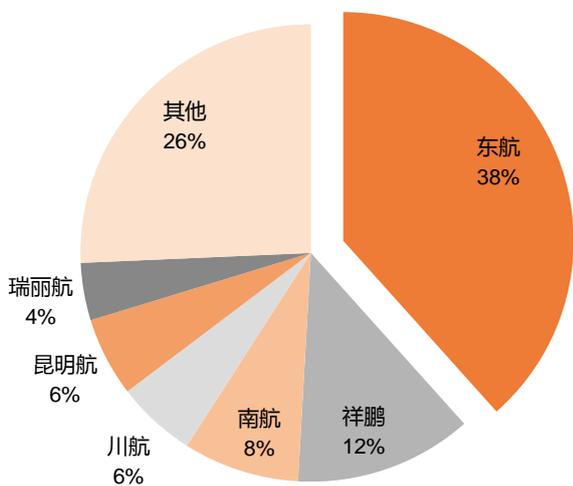


资料来源:CAPA、平安证券研究所

3.2 昆明、西安枢纽初具规模

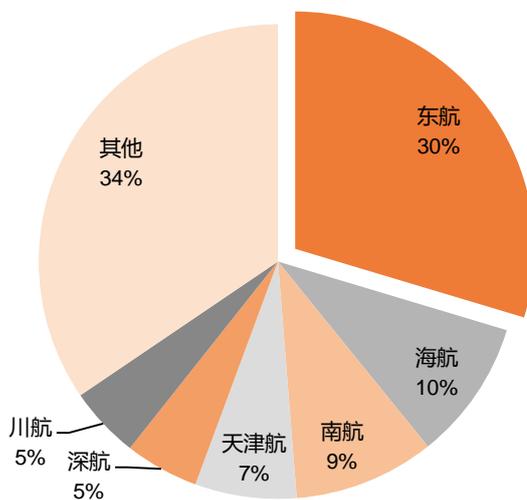
公司除了重点建设上海国际枢纽以外，多年以来一直重视昆明和西安两个区域枢纽的建设，在两个机场的运力规模也远高于其他航空公司，运力占比均超过 30%。

图表45 东航在昆明机场运力份额（按座位数）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

图表46 东航在西安机场运力份额（按座位数）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

2018 年，昆明长水机场、西安咸阳机场旅客吞吐量分别为 4709 万人次、4465 万人次，在全国机场中位列第 6 和第 7。昆明和西安均为所在区域的核心城市，人流和资金的聚集效应比较明显，两地旅游资源丰富，国内航线需求旺盛。此外，昆明地处我国西南，靠近东南亚和南亚，具备打造门户枢纽的地理位置；西安是古丝绸之路的起点，也是我国“一带一路”战略的重要节点，对外经贸交流日益频繁，国际航线需求日趋迫切。

围绕两个机场不同的战略定位，东航在昆明和西安已经分别开通国际航线 28 条和 11 条，其中，昆明的国际航线以东南亚和南亚航线为主，重点打造辐射该地区的航线结构；西安的国际航线主要是欧洲和东北亚为主，打造贯穿东西的航线结构，同时搭配两地密集的国内航线实现两个机场枢纽网络形成。从已开通航线情况来看，区域国际枢纽网络已初步形成。

图表47 东航在昆明和西安的国际航线

机场	国际/地区航点	
西安咸阳机场	欧洲	马德里、布拉格、莫斯科、圣彼得堡
	大洋洲	悉尼
	亚太	港澳台、新加坡、首尔、东京、大阪、名古屋
昆明长水机场	欧洲	巴黎
	中东	迪拜
	南亚	科伦坡、马尔代夫、加德满都、加尔各答、达卡
	东南亚	曼谷、普吉、清迈、清莱、仰光、内比都、曼德勒、新加坡、金边、暹粒、富国岛、万象、琅勃拉邦、河内、岘港、新山
	东北亚	港澳台、首尔、大阪
	北美	温哥华、旧金山

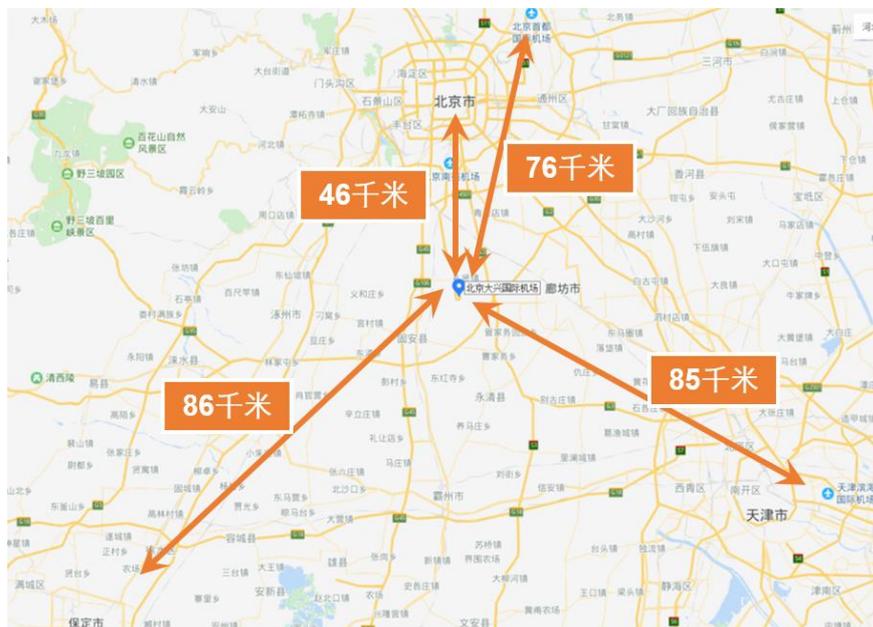
资料来源：飞常准、平安证券研究所

3.3 大兴机场新机遇，北京市场迎来突破

北京一市两场定位。北京大兴国际机场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，主要依托东航、南航等主基地公司打造功能完善的国内国际航线网络；北京首都国际机场定位为大型国际航空枢纽、亚太地区重要复合枢纽、服务于首都核心功能，主要依托国航等基地航空公司，调整优化航线网络结构，增强国际航空枢纽的中转功能，提升国际竞争力；**两场要形成协调发展、适度竞争、具有国际一流竞争力的“双枢纽”机场格局，推动京津冀机场建设成为世界级机场群。**

大兴机场位于北京市大兴区榆垓镇、礼贤镇与河北省廊坊市广阳区交界处，与天安门的直线距离 46 千米，距首都机场 67 千米，距天津滨海机场 85 千米，距廊坊市中心 26 千米，距保定市中心 86 千米。

图表48 大兴国际机场区位图



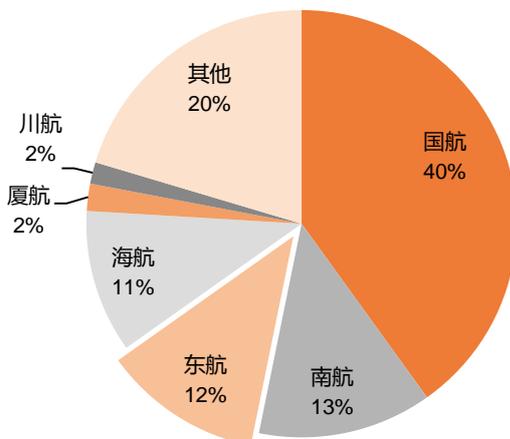
资料来源:百度地图、平安证券研究所

2019年1月3日,民航局发布《北京大兴国际机场转场投运及“一市两场”航班时刻资源配置方案》及《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》,明确2019年北京大兴机场投产后各航空公司于新老机场时刻配置基本思路及具体规划。根据工作目标,到2021年,北京大兴国际机场日均航班量将达到1050架次,基本实现4500万人次旅客吞吐量;到2025年日均航班量将达到1570架次,基本实现7200万人次旅客吞吐量。与此同时,北京首都国际机场将在2020年至2025年通过“提质增效”改造计划,实现旅客吞吐量8200万人次。转场过渡期间,将合理控制北京两场的运行容量和时刻资源,北京大兴机场容量为1050架次/日,高峰小时容量为62架次/小时;首都机场容量为1350架次/日,高峰小时容量为70架次/小时。

东航获得较大成长空间。根据规划东航集团将承担大兴机场30%的业务量,若按2025年目标计算,东航将在大兴机场实现年旅客运输2160万人次,在北京市场的市场份额将提升至20%左右,与当前在浦东机场的运输规模相当。目前由于时刻资源和航权的限制,东航在北京首都机场的运力占比仅12%,国际运力占比不到2%,因此随着大兴机场的建成投产,东航将迎来北京市场的大发展,并逐步建成以上海和北京为核心的“双龙出海”航线网络。

子公司中联航受益最大。中联航是唯一在北京南苑机场运营的航空公司,在该机场运营77条航线,连通69个机场,但是受机场定位、机场设施以及地面交通影响,旅客选择从南苑机场乘机的意愿一直比较低。大兴机场建成并投入使用后,南苑机场将随之关停,中联航现有航线、航班将全部转移至新机场,并成为首个在新机场运营的航空公司。对中联航而言,至少迎来四大利好:1 主基地机场定位提升,从城市第二机场提升为大型国际枢纽;2 运行品质提升,旅客服务设施设备和水平同步提升至国内先进水平;3 迎来运力扩展窗口,借助新机场快速发展时机迅速扩大在北京市场的运力规模;4 客源市场迅速扩大,新机场将迎来大量航空旅客,中联航几乎不需要渠道拓展即可迎来大量新增旅客。

图表49 航空公司在北京首都机场运力占比情况（按座位数统计）



资料来源:CAPA、平安证券研究所

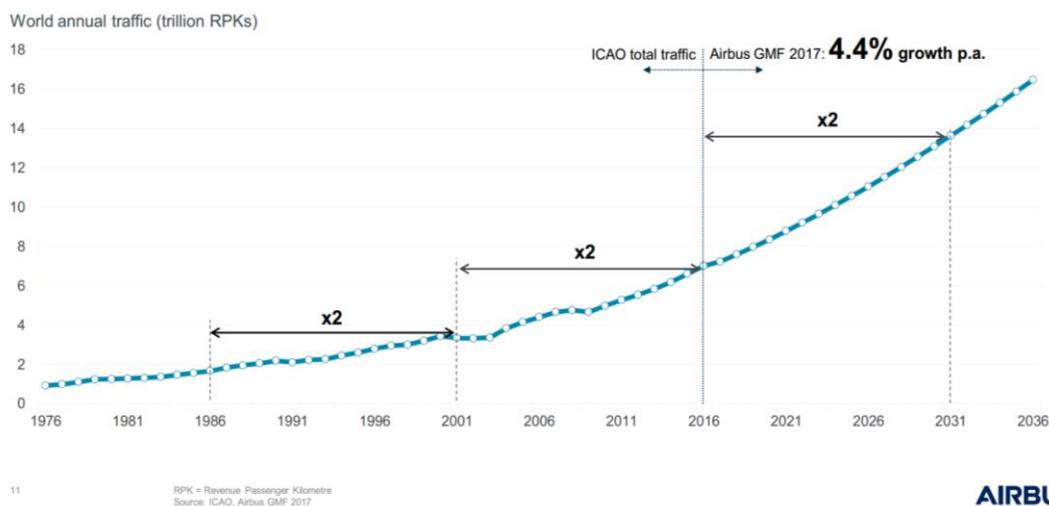
四、 市场需求不断扩大，政策红利提振业绩

4.1 中国航空发展速度领跑全球

国际民航组织 (ICAO) 和空客的研究表明，全球航空客运水平大约每 15 年增长一倍，在长周期内，无论是否发生经济危机，收入客公里 (RPK) 总能保持 4.4% 的年均增速，因此可以判断航空客运行业在今后相当长一段时间内仍然具有稳定市场需求，发展前景比较乐观。

根据国际航协 (IATA) 的预测，2018 年全球航空运输旅客将达到 43.43 亿人次，增长 6.1%，2019 年全球航空旅客运输量将达到 45.86 亿人次，增长 5.6% 左右，航空运输在年内仍将保持良好的发展形势。

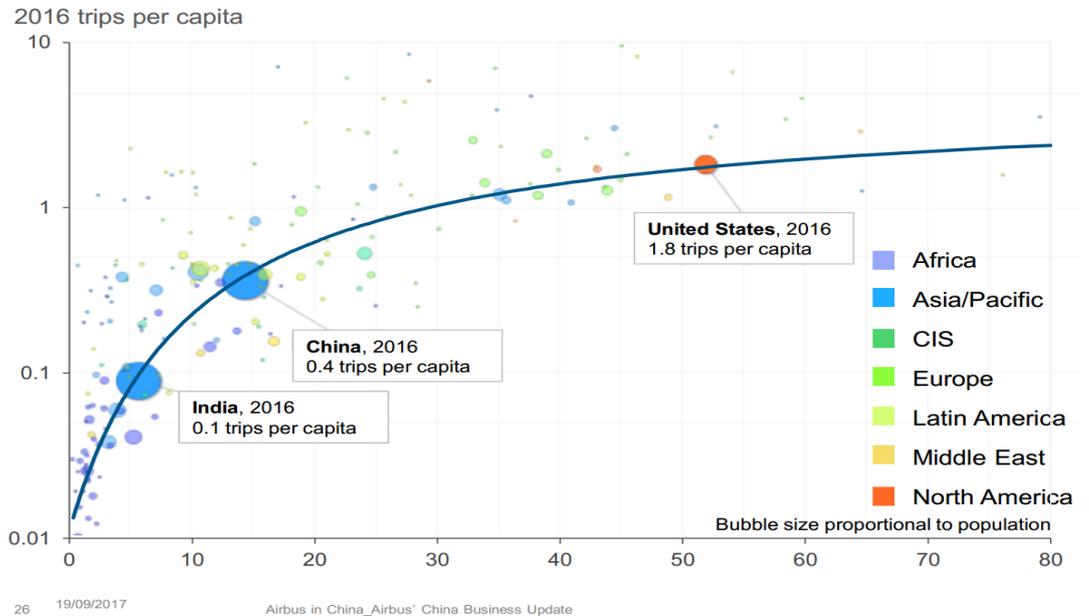
图表50 全球航空运输前景预测



资料来源:ICAO、AIRBUS、平安证券研究所

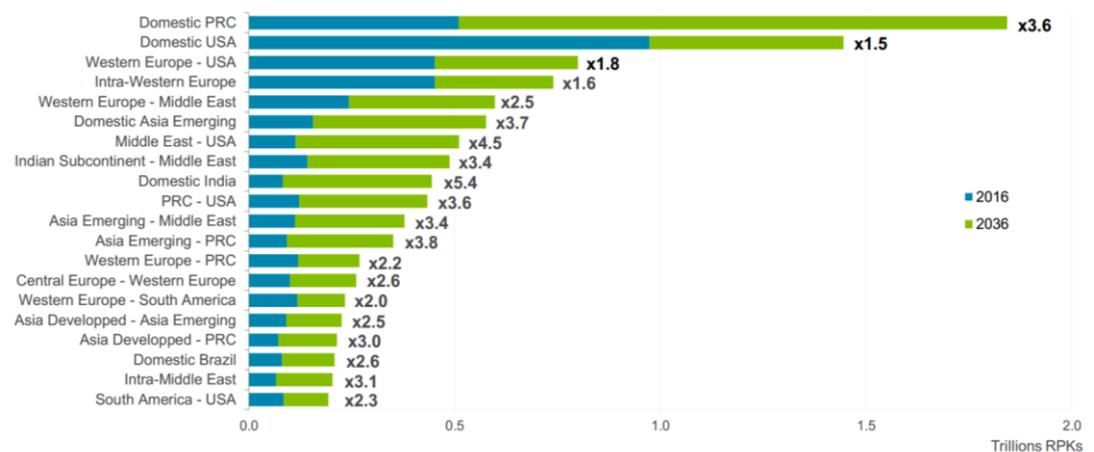
针对不同国家的人均 GDP 和人均乘机次数研究表明，两者呈现正相关的关系，目前我国每年人均乘机次数约 0.4 次，随着经济的持续发展，人均乘机次数将显著提升，加之庞大的人口基数，多个机构均预测未来我国航空规模将超越美国，成为全球第一，并且将是未来 20 年全球航空运输增长的重要贡献来源。

图表51 人均 GDP 与人均乘机次数



资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

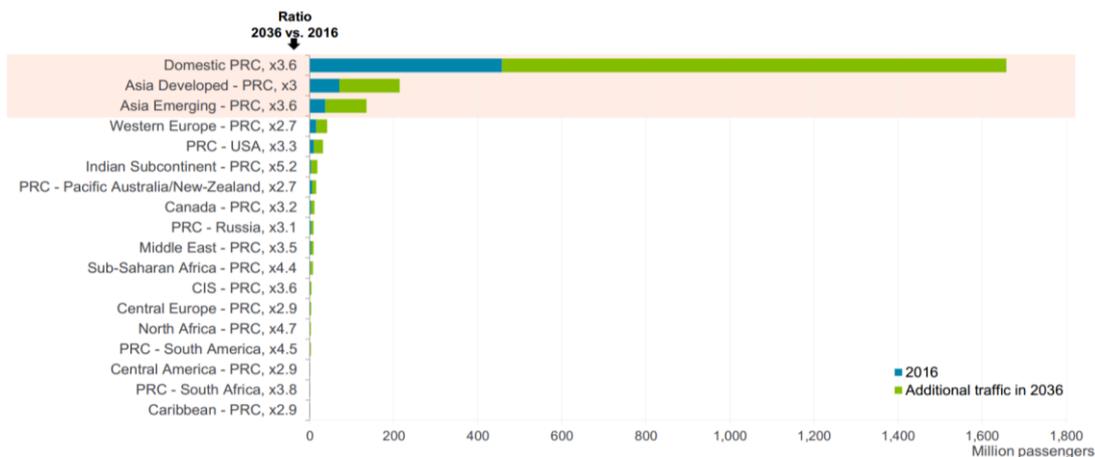
图表52 未来 20 年不同市场航空客运规模



资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

空客公司还就未来不同航线的旅客增长情况进行了预测，根据预测，未来 20 年，国内航线、至亚洲发展中国家航线和至亚洲新兴经济体航线仍然是中国航空旅客量的主要组成部分将保持较高速增长，其中，国内航线旅客数量增长约 260%，年均增长近 7%，至 2036 年将超过 16 亿人次/年。另外，至欧洲和北美的远程国际航线也将进一步增长，这些都是东航的目标市场，因此长期来看，公司的市场需求能够稳步增长，能够支撑业绩增长。

图表53 未来 20 年中国不同区域航线增长情况



资料来源: AIRBUS、平安证券研究所

4.2 国内航空资源迎来集中释放

空域改革让天空不再拥挤。最近十年，我国民航航路航线的年均增速约 3.3%，明显低于航班量增速和旅客量增速，部分航路航线已经无法再增加航班，导致沿线航空市场发展受限。针对上述情况，国家空管部门实施了“10+3”空中骨干网络建设，包括京昆、京广、京沪、沪广、沪哈、沪昆、中韩、沪兰、广兰、胶昆等 10 条空中大通道和成都-拉萨、上海-福岡、兰州-乌鲁木齐三条复线。2018 年 12 月 6 日，中韩空中大通道正式建成启用标志着空中骨干网络工程完成过半，即京昆、广兰、沪兰、沪哈和中韩五条大通道和成都-拉萨、兰州-乌鲁木齐两条复线，剩下的工程也将于 5 年内完成。根据测算，空中大通道相比于原有航线可提高 50%的航班量，将可大幅缓解当前航路拥堵问题，为航空公司增加航班提供空间。

机场建设带来新机遇。2018 年 12 月民航局出台了《新时代民航强国建设行动纲要》，其中提出至 2035 年，国内运输机场数量 450 个左右，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元。2017 年末，国内在用运输机场仅 229 个，至 2035 年末需要增加 221 个，即每年增加至少 12 个。此外，很多国内一二线城市机场在近几年也有新改扩建计划，例如北京大兴国际机场、浦东机场 T3 航站楼以及卫星厅、青岛胶东机场、深圳机场卫星厅和三跑道、成都天府国际机场等等。随着上述机场项目的逐步完工，国内航空资源（停机位、时刻、地面保障能力等）的供应能力将大幅度提升，航空运输规模将持续扩大。

4.3 政策红利提振业绩

4 月 3 日，在国务院召开的常务会议上做出决定，从 2019 年 7 月 1 日起，将民航发展基金征收标准降低一半。根据《民航发展基金征收使用管理暂行办法》，现行的民航发展基金标准是自 2012 年 4 月 1 日开始施行的，按照航空公司飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准制定了不同的标准。

2018 年，东航缴纳民航发展基金 22.4 亿元，若减半，则能够减少公司成本约 11 亿元，由于是 7 月 1 日实施，预计对 2019 年减少的成本约 6 亿元，可增加净利润 5 亿元左右。

五、盈利预测与投资建议

5.1 关键假设

- 1、2019-2021 年东航 ASK 增速分别为 9.7%、10.7%和 10.7%。2019 年受到波音 B737MAX 机型停飞影响，增速略低，2020 年受到北京大兴机场和浦东机场卫星厅等项目的建成影响，增速逐步恢复。
- 2、2019-2021 年东航营业收入增速分别为 12.0%、12.7%和 12.1%。供需关系紧张仍然持续，公司客座率水平能够略微提高；一二线城市票价水平能够逐步提升，公司整体客票水平能够进一步提高，营收增速能够超过运力增速。
- 3、油价水平选取 2019 年 Q1 平均水平，航油到岸完税均价约 4800 元人民币，较 2018 年全年平均油价低 11%左右。
- 4、美元兑人民币汇率选取 6.9，较 2018 年末上涨约 0.4%。
- 5、政府补贴有可持续性，年均增长约 5%左右。

5.2 盈利预测与投资建议

长期来看，我们认为国内航空需求还将持续保持 10%以上的增长，公司能够持续保持业绩增长的外部环境仍然存在。在供给持续紧张的格局下，公司平均票价水平还有上升空间，预计座公里收益将进一步提高。我们预计公司 2019-2021 年归属母公司净利润分别为 77.95 亿元、94.75 亿元、113.77 亿元，预计 EPS 分别为 0.54 元、0.65 元、0.79 元，对应 PE 分别为 11.4、9.4 和 7.8。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表54 盈利预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,721	114,930	128,687	145,084	162,684
YoY(%)	3.2	13.0	12.0	12.7	12.1
净利润(百万元)	6,352	2,709	7,795	9,475	11,377
YoY(%)	40.9	-57.4	187.7	21.5	20.1
毛利率(%)	11.2	10.9	13.5	15.1	16.2
净利率(%)	6.2	2.4	6.1	6.5	7.0
ROE(%)	12.1	5.0	12.5	13.2	13.8
EPS(摊薄/元)	0.44	0.19	0.54	0.65	0.79
P/E(倍)	14.0	32.8	11.4	9.4	7.8
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind、平安证券研究所

六、风险提示

- 1、政策风险。中国航空发展总体上还处于政府强管控时期，行业主管部门能够通过分公司设立，飞机采购，航权、航线、机场时刻获取等方面进行管理达到控制行业发展规模和发展方向的目的。因此政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险。
- 2、宏观经济风险。航空的发展主要是依托整体经济环境，航空繁荣需要经济繁荣来支撑，因此当前宏观经济环境可能导致航空需求增长出现变化，影响航空公司盈利水平。

- 3、油价、汇率等风险。航空公司营业成本中燃油成本占比最高，此外飞机和航材的租赁及采购通常采用美元计价，因此油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响。
- 4、安全风险。安全是航空公司最重要的指标，而且对航空公司的考核具有一票否决的决定权。行业主管部门对航空公司的安全考核深入到公司运营的各个方面，并且考核结果与航空公司获取资源的机会直接相关，直接影响航空公司发展规模。另外，消费者对自身出行安全的考虑是选择出行方式的重要参考，由于航空事故的影响程度和范围远远高于其他运输行业的安全事故，因此航空公司的一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。
- 5、突发事件风险。国际航线旅客需求容易受到地区局势和双边外交关系等因素的影响，若此类事件发生，或将导致受影响航线出现大幅度亏损，影响公司盈利状况。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15932	19334	19601	22559
现金	662	1522	1716	1924
应收票据及应收账款	1436	2550	1944	3095
其他应收款	5203	6061	6638	7602
预付账款	765	741	957	947
存货	1950	2544	2429	3074
其他流动资产	5916	5916	5916	5916
非流动资产	220833	230887	244046	257141
长期投资	2273	2549	2834	3110
固定资产	175675	188000	202656	216996
无形资产	1726	1468	1171	859
其他非流动资产	41159	38870	37384	36177
资产总计	236765	250221	263647	279700
流动负债	73061	86807	92576	102557
短期借款	8120	31954	34108	42334
应付票据及应付账款	12166	14322	14992	17450
其他流动负债	52775	40531	43475	42772
非流动负债	104352	95809	93781	88215
长期借款	25867	21628	17449	12958
其他非流动负债	78485	74181	76333	75257
负债合计	177413	182616	186357	190772
少数股东权益	3587	4255	5066	6040
股本	14468	14468	14468	14468
资本公积	26760	26760	26760	26760
留存收益	16751	24635	34042	45560
归属母公司股东权益	55765	63351	72224	82887
负债和股东权益	236765	250221	263647	279700

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22338	23332	32909	33420
净利润	2941	8463	10286	12351
折旧摊销	15276	14436	16540	18854
财务费用	5908	2995	4136	4488
投资损失	-238	-871	-1054	-721
营运资金变动	-557	-1486	3235	-1300
其他经营现金流	-992	-205	-233	-252
投资活动现金流	-12780	-23624	-28651	-31238
资本支出	26194	9778	12874	12820
长期投资	-16	-276	-279	-276
其他投资现金流	13398	-14122	-16057	-18694
筹资活动现金流	-13558	-14262	-10428	-8095
短期借款	-16839	8420	-4210	2105
长期借款	1156	-4239	-4180	-4490
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	2125	-18443	-2038	-5710
现金净增加额	-3970	-14554	-6170	-5913

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	114930	128687	145084	162684
营业成本	102407	111286	123161	136303
营业税金及附加	347	389	438	491
营业费用	6058	7031	7787	8810
管理费用	3220	3841	4293	4742
研发费用	135	151	170	191
财务费用	5908	2995	4136	4488
资产减值损失	318	0	0	0
其他收益	5430	5702	5987	6286
公允价值变动收益	284	-5	-7	-10
投资净收益	238	871	1054	721
资产处置收益	496	210	240	262
营业利润	2958	9772	12373	14918
营业外收入	977	1198	1088	1143
营业外支出	68	63	71	62
利润总额	3867	10907	13390	15999
所得税	926	2445	3104	3647
净利润	2941	8463	10286	12351
少数股东损益	232	668	811	974
归属母公司净利润	2709	7795	9475	11377
EBITDA	21322	27309	32528	37616
EPS (元)	0.19	0.54	0.65	0.79

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	13.0	12.0	12.7	12.1
营业利润(%)	-59.2	230.4	26.6	20.6
归属于母公司净利润(%)	-57.4	187.7	21.5	20.1
获利能力				
毛利率(%)	10.9	13.5	15.1	16.2
净利率(%)	2.4	6.1	6.5	7.0
ROE(%)	5.0	12.5	13.2	13.8
ROIC(%)	2.5	5.2	6.0	6.7
偿债能力				
资产负债率(%)	74.9	73.0	70.7	68.2
净负债比率(%)	211.5	189.9	166.0	147.0
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	64.6	64.6	64.6	64.6
应付账款周转率	8.4	8.4	8.4	8.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.54	0.65	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	1.61	2.27	2.31
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.39	5.02	5.78
估值比率				
P/E	32.8	11.4	9.4	7.8
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.2	8.1	6.9	6.0

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033