

公司研究/动态点评

2019年01月16日

交通运输/航空运输 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.04
合理价格区间(元): 7.51~7.96

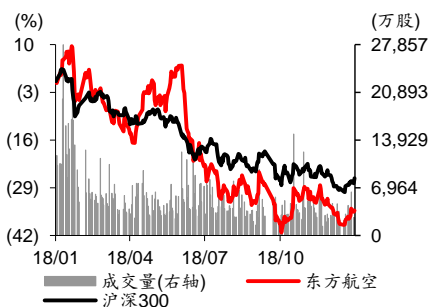
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

陈宇 021-28972065
联系人 chenyu011574@htsc.com

相关研究

- 1《东方航空(600115,买入): 3Q 净利同比下降, RASK 大幅改善》2018.10
- 2《东方航空(600115,买入): 票价客座率双升, 业绩好于预期》2018.09
- 3《东方航空(600115,买入): 北上广深票价放开, 东航受益居首》2018.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

2018 客座率同比改善, 维持“买入” 东方航空(600115)

全年客座率同比改善 1.2 个百分点; 二机场搬迁计划落定短空长多

东方航空 2018 全年运力供给国内平稳, 国际收紧; 需求稳定, 总客座率提升 1.2 个百分点至 82.3%, 仅次于南航 0.1 个百分点, 其中国内国际各改善 0.7/2.0 个百分点。综合考虑油气组下调未来 2 年油价预测和二机场搬迁短期内对客公里收益的负面影响, 上调 2018/19/20 年 EPS 至 0.22/0.60/0.95 元。尽管宏观经济存下行压力, 考虑 2019 行业双轮利好政策持续, 且近期油价汇率走势利好板块, 春运旺季提供短期交易性机会; 公司与吉祥航空深化合作, 增强上海市场的竞争力; 尽管二机场搬迁进程加快短期不利于收益改善, 长期看公司深化京沪两场运作, 助于提升综合竞争力, “买入”。

12 月国际线拉动总客座率同比提升; 2018 年运力投放谨慎, 客座率改善

东方航空 12 月国内供给较前 11 个月略有加快, 同比增 11.1%, 需求同比增 9.9%, 客座率同比下降 0.9 个百分点; 国际线供给需求同比各增 7.4%/10.3%, 客座率同比改善 2.1 个百分点, 拉动总客座率同比略升 0.3 个百分点。2018 全年东航运力投放谨慎, 同比仅增 8.1%; 其中国内线因受民航局时刻紧缩政策影响, 同比增 8.9%; 因宽体机引进较少, 国际运力增速较去年同期缩窄 4.1 个百分点至 6.8%, 显著低于国航、南航 (国航、南航 2018 年同比各增 14.1%/13.9%); 总需求同比增 9.7%, 令客座率同比改善 1.2 个百分点 (南航提升 0.2 个百分点, 国航下降 0.5 个百分点)。

二机场搬迁进程加快, 短空长多; 与吉祥深化合作稳固上海市场竞争力

1月3日, 民航局出台北京大兴机场转场投运计划, 要求东航、南航自 19 年冬春航季始的未来四个航季至少转场航班量 10%/60%/80%/100%, 搬迁进度快于预期; 考虑有一次性转场时刻奖励, 转场计划或将提前。因二机场较首都机场出行较不便, 航司抢夺时刻资源可能导致北京市场收益水平短期下滑, 短期或不利于公司收益水平改善; 但长期来看, 公司深化京沪两场运作, 有助于其进一步拓展中转客流, 提升综合竞争力。公司此前公告将向吉祥航空公司等增发约 18.6 亿股, 其兄弟公司也通过协议转股及定向增发参股吉祥航空, 双方深化合作将进一步稳固其上海市场的竞争力。

上调盈利预测, 调整目标价区间 7.51-7.96 元, 维持“买入”评级

考虑: 1) 基于二机场搬迁, 小幅下调 2018E/19E/20E 客公里收益 0.1%/1.4%/1.8%; 2) 依据华泰 H 股能源组最新报告更新 2019/20 年布伦特油价预测至 68/65 美元每桶; 3) 根据彭博最新预测更新 2019/20 年人民币兑美元汇率至 6.80/6.70。综上, 上调 2018/19/20 年净利润预测值 7.7%/27.0%/20.9%。考虑行业供给持续收紧, 票价放开继续推进, 2019 年业绩可期, 我们参考公司历史 7 年估值倍数 (均值为 1.8x PB), 给予 1.7x -1.8x 2019PB (2019 年预计 BPS 为 4.42 元每股), 调整目标价区间 7.51-7.96 元人民币, 维持“买入”。

风险提示: 油价大幅上涨, 人民币大幅贬值, 高铁提速, 经济增速放缓, 重大疫情或自然灾害等不可抗力, 高峰时刻增长不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	14,468
流通 A 股 (百万股)	9,808
52 周内股价区间 (元)	4.57-8.59
总市值 (百万元)	72,917
总资产 (百万元)	239,615
每股净资产 (元)	4.00

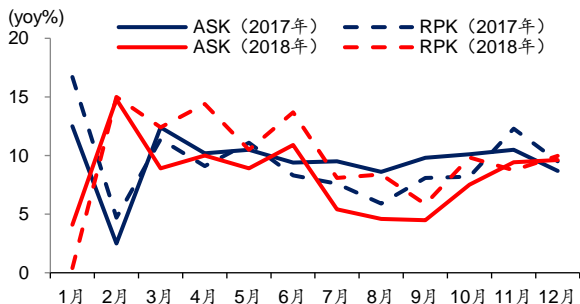
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	98,560	101,721	115,180	130,679	146,803
+/-%	5.03	3.21	13.23	13.46	12.34
归属母公司净利润 (百万元)	4,508	6,352	3,251	8,751	13,741
+/-%	(0.73)	40.91	(48.82)	169.19	57.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.31	0.44	0.22	0.60	0.95
PE (倍)	16.17	11.48	22.43	8.33	5.31

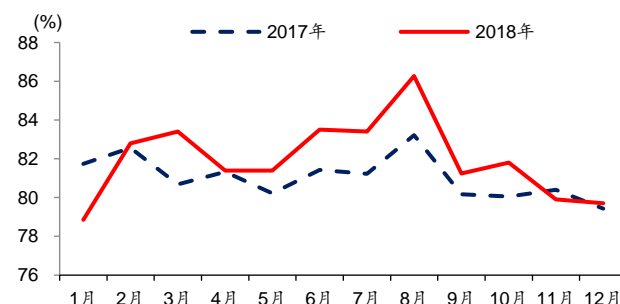
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 东方航空月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



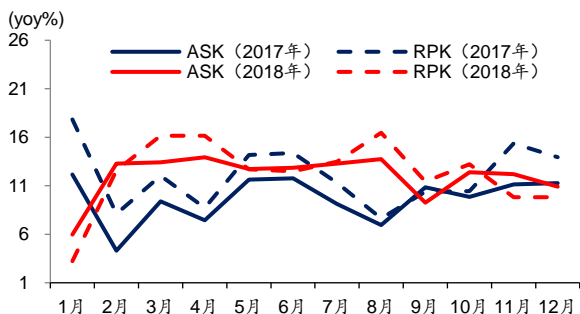
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 东方航空月客座率变化图 (2017-2018年12月)



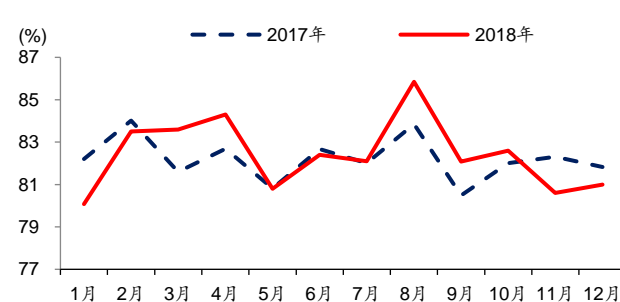
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 三大航月供给、需求增幅变化图 (2017-2018年12月)



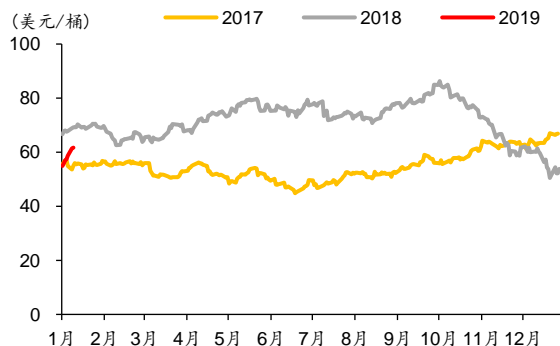
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 三大航月客座率变化图 (2017-2018年12月)



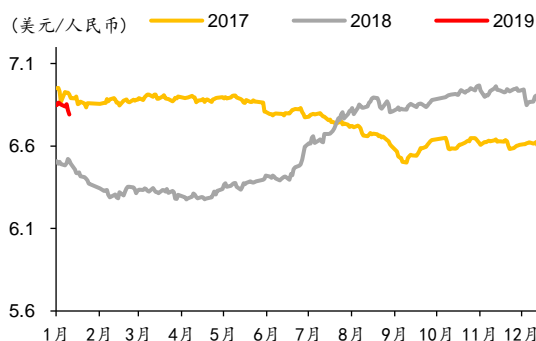
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 布伦特原油期货结算价格油价走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

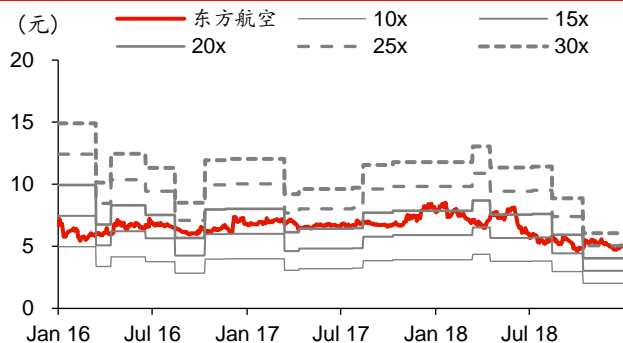
图表6: 美元/人民币汇率走势图



资料来源: Wind、华泰证券研究所

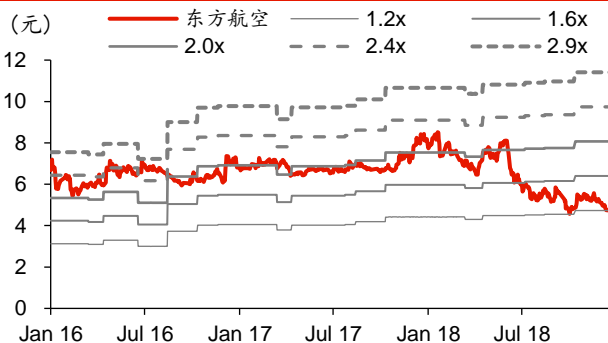
PE/PB - Bands

图表7: 东方航空历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 东方航空历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	15,888	18,293	18,274	21,965	27,490
现金	1,738	4,656	3,122	5,323	9,297
应收账款	2,630	2,124	2,460	2,792	3,136
其他应收账款	4,213	4,674	5,414	6,143	6,901
预付账款	2,762	580.00	671.88	762.28	856.34
存货	2,248	2,185	2,531	2,872	3,226
其他流动资产	2,297	4,074	4,074	4,074	4,074
非流动资产	194,163	209,171	226,340	242,127	255,626
长期投资	2,060	2,211	2,656	3,533	4,201
固定投资	150,751	163,130	179,620	199,226	212,232
无形资产	2,418	2,043	1,668	1,293	918.00
其他非流动资产	38,934	41,787	42,396	38,075	38,275
资产总计	210,051	227,464	244,614	264,093	283,116
流动负债	68,079	80,325	59,216	65,411	71,856
短期借款	9,983	24,959	0.00	0.00	0.00
应付账款	10,811	11,036	12,784	14,504	16,294
其他流动负债	47,285	44,330	46,432	50,906	55,562
非流动负债	91,876	90,621	100,190	105,511	107,941
长期借款	10,604	4,924	13,774	15,793	14,812
其他非流动负债	81,272	85,697	86,416	89,718	93,129
负债合计	159,955	170,946	159,406	170,922	179,796
少数股东权益	2,910	3,412	3,631	4,222	5,149
股本	14,467	14,467	14,468	14,468	14,468
资本公积	26,760	26,760	35,300	35,300	0.00
留存公积	8,776	14,419	8,667	17,040	76,711
归属母公司股东权益	47,186	53,106	55,617	63,990	76,711
负债和股东权益	210,051	227,464	244,614	264,093	283,116

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	24,893	19,572	26,791	31,485	38,312
净利润	4,965	6,820	3,470	9,342	14,668
折旧摊销	12,527	13,947	15,393	17,057	18,897
财务费用	6,393	1,261	5,101	2,513	2,158
投资损失	(322.00)	(2,054)	(463.68)	(556.42)	(667.70)
营运资金变动	1,825	(470.00)	3,009	2,961	3,080
其他经营现金	(495.00)	68.00	281.72	168.96	175.78
投资活动现金	(37,180)	(21,312)	(32,168)	(32,288)	(31,728)
资本支出	38,715	24,689	31,204	31,232	30,560
长期投资	(12.00)	47.00	463.68	556.42	667.70
其他投资现金	1,523	3,424	(500.00)	(500.00)	(500.00)
筹资活动现金	4,634	4,708	3,883	3,004	(2,610)
短期借款	2,446	14,976	154.40	574.19	(1,862)
长期借款	(9,804)	(5,680)	9,569	5,321	2,429
普通股增加	1,327	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,213	0.00	0.00	0.00	(35,300)
其他筹资现金	3,452	(4,588)	(5,841)	(2,891)	32,122
现金净增加额	(7,385)	2,921	(1,494)	2,201	3,974

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	98,560	101,721	115,180	130,679	146,803
营业成本	82,587	90,285	102,087	112,606	122,384
营业税金及附加	237.00	263.00	304.66	345.66	388.30
营业费用	5,693	5,753	6,075	6,224	6,241
管理费用	3,019	3,143	3,523	3,863	4,190
财务费用	6,393	1,261	5,101	2,513	2,158
资产减值损失	29.00	491.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.00	(311.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	322.00	2,054	463.68	556.42	667.70
营业利润	1,038	7,246	3,129	10,487	17,153
营业外收入	5,550	1,419	1,304	1,369	1,438
营业外支出	81.00	45.00	45.00	45.00	45.00
利润总额	6,507	8,620	4,388	11,811	18,546
所得税	1,542	1,800	917.31	2,469	3,877
净利润	4,965	6,820	3,470	9,342	14,668
少数股东损益	457.00	468.00	219.39	590.56	927.28
归属母公司净利润	4,508	6,352	3,251	8,751	13,741
EBITDA	19,958	22,454	24,881	31,381	39,600
EPS (元, 基本)	0.31	0.44	0.22	0.60	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.03	3.21	13.23	13.46	12.34
营业利润	376.15	598.07	(56.82)	235.19	63.56
归属母公司净利润	(0.73)	40.91	(48.82)	169.19	57.02
获利能力 (%)					
毛利率	16.21	11.24	11.37	13.83	16.63
净利率	4.57	6.24	3.01	7.15	9.99
ROE	9.55	11.96	5.85	13.68	17.91
ROIC	5.62	4.10	3.68	5.24	7.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.15	75.15	65.17	64.72	63.51
净负债比率 (%)	19.30	26.48	16.91	16.95	15.57
流动比率	0.23	0.23	0.21	0.24	0.29
速动比率	0.20	0.19	0.18	0.21	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.47	0.49	0.51	0.54
应收账款周转率	34.50	42.02	50.25	49.76	49.53
应付账款周转率	8.01	8.27	9.67	9.58	9.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.44	0.22	0.60	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.35	1.85	2.18	2.65
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.67	3.84	4.42	5.30
估值比率					
PE (倍)	16.17	11.48	22.43	8.33	5.31
PB (倍)	1.55	1.37	1.31	1.14	0.95
EV_EBITDA (倍)	4.11	4.93	4.48	3.57	2.72

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com