

东方航空（600115）2019年报点评

净利同比增长18%，扣汇利润总额下降11%，长期看京沪“两市四场”双核运营具潜力

推荐（下调）

目标价：5.13元

当前价：4.13元

- ❖ **公司公告 2019 年报：**1) **财务数据：**公司收入 1208.6 亿，同比增长 5.2%，归属净利 32 亿，同比增长 18%，扣非净利 25.7 亿，同比增长 33%，扣汇利润总额 53 亿，同比下降 11%。其中 Q4 亏损 11.7 亿，减亏 6.1 亿。2) **经营数据：**2019 年 RPK 同比增长 10.1%，ASK 同比增长 10.4%，客座率 82.1%，同比微降 0.2 个百分点，其中国内航线 83.25%，国际航线 80.09%，地区航线 78.75%，同比分别下降 0.42%、提升 0.37% 及下降 4.24%。3) **汇兑：**2019 年汇兑损失 9.5 亿，较 18 年减少 11 亿，敏感性：人民币对美元波动 1%，影响净利 3.3 亿。
- ❖ **受益油价下跌以及民航发展基金减半，全年座公里成本降幅大于收益降幅，推动毛利率提升。**1) **收益水平：**19 年公司披露含合作航线及燃油费的客公里收益 0.522 元，同比下降 2.97%，其中国内 0.54 元，下降 3.8%，国际 0.47 元，同比下降 1.9%，我们测算不含合作航线客公里收益 0.497 元，同比下降 3.6%，座公里收益 0.408 元，同比降 3.9%。2) **成本端：**a) **19 年成本 1072 亿**，同比增 4.7%。其中航油成本 342 亿，增 1.5%，占比 31.9%；扣油成本同比增 6.2%。测算单位座公里成本 0.397 元，同比下降 5.2%，扣油座公里成本同比下降 3.8%。b) **重要非油成本项目中**，起降费 165 亿，占比 15.4%，同比增 10.4%，与 ASK 增速持平；人工成本 197 亿，占比 18.4%，同比 12%，成本折旧及租赁占比 18.4%，同比增长 11%，超过 ASK 增速；受民航基金减半影响，其他运营成本 68.7 亿，同比下降 5.5%。3) **毛利率 11.3%**，较 18 年提升 0.4 个百分点。4) **费用端：**扣汇三费合计 155.2 亿（销售费用 63.5 亿，管理费用 37.8 亿，扣汇财务费用 53.8 亿），扣汇三费率 12.8%，同比提升 1.4 个百分点。
- ❖ **分季度看：Q4 费用率提升。**1) **收入端：**Q1-4ASK 增速分别为 11.2%、10.1%、12.1%、8.2%，客运收入增速分别为 11.7%、5.7%、6.1%、0.7%，测算座公里收益同比分别为 0.4%、-4%、-5.3%、-6.9%，Q4 座收跌幅扩大预计因局部航线放量竞争相对激烈相关。2) **成本端：**扣油座公里持续下降。Q1-4 同比为持平、-2%、-6%、-6%。3) **我们观察 Q4 相关费用有所提升**，销售费用与管理费用合计环比 Q3 增加 8.2 亿，Q4 扣汇三费率提升至 16.8%，环比增长 5.9%，同比增长 3.5%。预计或与费用确认节奏有关。4) 扣汇利润总额角度，Q1-4 分别为 18、11、48 及 -25 亿。
- ❖ **长期看，京沪“两市四场”双核运营具备十足潜力。**1) **大兴机场顺利启航。**公司旗下中联航从南苑机场整体搬迁，而公司作为天合联盟在大兴机场唯一主基地航司，有助于做强国际中转，同时保留京沪快线留在首都机场运营。2) **浦东机场高峰小时容量上调至 80 架次**，卫星厅的投产也将进一步提升运营效率，利于公司做大做强主基地。
- ❖ **投资建议：**1) **疫情影响评估：**公司 1-2 月 ASK 下降 32%，客座率下降 12.2% 至 70.5%，2 月客座率仅为 50.3%。我们判断 2 月或为冲击最大阶段，国内线预计 6 月或恢复至去年同期水平，但海外疫情的扩散成为国际线的不确定性。2) **油价大幅下降利于公司成本减负**，静态测算原油价格波动 10%，可以减少成本 34 亿。3) **盈利预测：**综合考虑前述因素，我们下调 2020-21 年盈利至 9.5 亿、68.7 亿（原预测 71 亿、89.7 亿）。公司当前 1 倍 PB 附近，或为历史相对底部区域，参考历史经验，预计疫情冲击过后航空股或迎来较强反弹，给予 6 个月目标价 5.13 元，对应 PB1.25 倍，预计较现价 29% 空间，基于当前仍需观察高频数据表现，调整为“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**疫情冲击超预期，经济大幅下滑，人民币大幅贬值。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	120,860	94,125	124,442	134,216
同比增速(%)	5.2%	-22.1%	32.2%	7.9%
净利润(百万)	3,195	952	6,893	8,748
同比增速(%)	17.9%	-70.2%	623.8%	26.9%
每股盈利(元)	0.20	0.06	0.42	0.53
市盈率(倍)	21	71	10	8
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 3 月 31 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

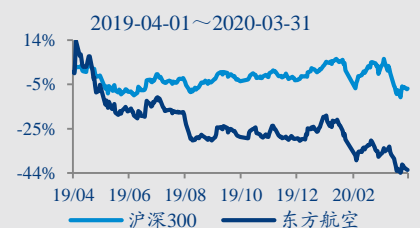
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	1,637,951
已上市流通股(万股)	1,446,759
总市值(亿元)	676.47
流通市值(亿元)	405.09
资产负债率(%)	75.1
每股净资产(元)	4.1
12 个月内最高/最低价	8.24/4.01

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东方航空（600115）2019 年一季报点评：扣汇利润总额同比大幅增长近 4 成，强调“强推”评级》

2019-04-30

《东方航空（600115）2019 年中报点评：业绩同比下降 14.9%，看好未来公司上海-北京双龙出海格局或优化资源结构》

2019-08-30

《东方航空（600115）2019 年三季报点评：Q3 利润同比增长 9.8%，业绩符合预期，看好行业 11 月起增速回暖》

2019-10-30

图表 1 东航业绩分拆

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019
收入 (亿元)	267.5	276.7	334.6	270.5	300.5	287.3	346.2	274.6	1208.6
同比	9%	18%	13%	12%	12.3%	3.8%	3.5%	1.5%	5.2%
归属净利	19.8	3.0	22.1	-17.8	20.1	-0.6	24.2	-11.7	32.0
同比	-30%	-80%	-38%	-14%	1.2%	-121.0%	9.8%	34.2%	17.9%
扣非归属净利	19.0	2.2	21.1	-23.0	19.4	-3.7	23.3	-13.3	25.7
同比	62%	-80%	-37%	-99%	2.0%	-268.0%	10.4%	42.2%	32.7%
汇兑	14.64	-20.1	-16.11	1.17	10.5	-12.5	-14.1	6.6	-9.5
其他收益	11.5	16.6	10.5	15.7	11.5	18.3	13.7	19.7	63.2
扣汇利润总额	13.0	24.2	47.5	-25.6	18.2	10.9	48.0	-24.5	52.5
同比	-62%	46%	5%	15%	39.9%	-55.1%	1.0%	4.3%	-11.1%
ASK (亿公里)	592	597	627	633	658	657	702	685	2702.5
同比	9%	10%	5%	10%	11.2%	10.1%	12.1%	8.2%	10.4%
RPK (亿公里)	483	496	524	511	543	543	579	552	2217.8
同比	9%	13%	7%	11%	12.4%	9.5%	10.4%	8.1%	10.1%
客座率	81.7%	83.2%	83.7%	80.6%	82.6%	82.7%	82.4%	80.6%	82.1%
客公里收益 (元)	0.501	0.505	0.577	0.479	0.498	0.487	0.555	0.446	0.497
同比	1.2%	5.6%	7.0%	2.2%	-0.7%	-3.5%	-3.8%	-6.8%	-3.6%
座公里收益 (元)	0.409	0.420	0.483	0.387	0.411	0.403	0.457	0.360	0.408
同比	1.3%	8.5%	9.8%	3.1%	0.4%	-4.0%	-5.3%	-6.9%	-3.9%
成本	236	242	266	280	258	264	275	274.3	1,072
同比	10%	15%	16%	14%	10%	9%	3%	-2%	4.7%
航油成本	74	78	89	95	80	87	89	87.1	342
同比	22%	29%	43%	41%	7%	11%	-1%	-8%	1.5%
扣油成本	161	164	177	185	179	177	187	187	730
同比	5%	9%	5%	3%	11%	8%	6%	1%	6.2%
单位座公里成本	0.398	0.406	0.425	0.442	0.392	0.402	0.392	0.400	0.397
同比	0%	4%	10%	3%	-1%	-1%	-8%	-9%	-5.2%
单位座公里扣油成本	0.273	0.275	0.282	0.292	0.271	0.270	0.266	0.273	0.270
同比	-4%	-1%	1%	-6%	0%	-2%	-6%	-6%	-3.8%
三费合计 (扣汇)	30.3	31.8	33.4	36.0	36.0	35.3	37.7	46.3	155.2
三费率合计	11.3%	11.5%	10.0%	13.3%	12.0%	12.3%	10.9%	16.8%	12.8%
汇率变化	3.8%	-5.2%	-4.0%	0.2%	1.9%	-2.1%	-2.9%	1.4%	-1.7%
国内综采成本	4,943	5,074	5,481	5,939	4,756	5,069	4,884	4,956	4,916
同比	16%	23%	40%	35%	-3.8%	-0.1%	-10.9%	-16.6%	-8.3%

资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,356	11,549	10,745	11,410
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,717	1,337	1,768	1,907
预付账款	175	144	175	186
存货	2,407	1,982	2,413	2,562
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	14,088	11,005	14,501	15,629
其他长期投资	19,743	26,017	29,602	31,694
长期股权投资	653	653	653	653
固定资产	2,604	2,604	2,604	2,604
在建工程	95,573	97,148	105,588	113,463
无形资产	20,130	20,130	20,130	20,130
其他非流动资产	1,771	1,594	1,435	1,291
非流动资产合计	142,462	143,330	144,298	145,349
资产合计	263,193	265,459	274,708	283,490
短期借款	282,936	291,476	304,310	315,184
应付票据	2,200	17,200	7,300	700
应付账款	0	0	0	0
预收款项	12,879	10,604	12,909	13,708
其他应付款	18	14	19	20
一年内到期的非流动负债	10,178	7,927	10,480	11,303
其他流动负债	6,683	6,683	6,683	6,683
流动负债合计	21,101	21,101	21,101	21,101
长期借款	25,304	20,934	25,507	27,491
应付债券	78,363	84,463	83,999	81,006
其他非流动负债	3,823	9,323	9,323	9,323
非流动负债合计	22,781	22,781	22,781	22,781
负债合计	107,572	102,029	103,161	104,310
归属母公司所有者权益	134,176	134,133	135,265	136,414
少数股东权益	212,539	218,596	219,264	217,420
所有者权益合计	66,765	69,162	80,707	92,636
负债和股东权益	3,632	3,718	4,339	5,128
	70,397	72,880	85,046	97,764
现金流量表	282,936	291,476	304,310	315,184
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	22,344	27,815	28,230	33,823
现金收益	24,125	27,001	28,235	31,016
存货影响	235	-80	-188	-193
经营性应收影响	185	-181	-362	-380
经营性应付影响	2,158	499	1,171	1,204
其他影响	-4,359	576	-626	2,175
投资活动现金流	-12,780	-22,000	-22,000	-22,000
资本支出	-25,278	-22,338	-22,270	-22,213
股权投资	252	0	0	0
其他长期资产变化	12,246	338	270	213
融资活动现金流	-13,558	4,183	-6,908	-7,951
借款增加	-14,523	6,200	-7,700	-8,000
财务费用	-5,154	-834	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	6,119	-1,183	792	49

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	120,860	94,125	124,442	134,216
营业成本	107,200	88,263	107,453	114,104
营业税金及附加	307	239	316	341
销售费用	6,348	4,141	6,471	6,979
管理费用	3,784	2,259	3,733	4,026
财务费用	160	125	165	178
资产减值损失	6,332	4,413	4,374	4,522
公允价值变动收益	-16	0	0	0
投资收益	-4	-4	-4	-4
其他收益	25	25	20	20
营业利润	368	100	500	550
营业外收入	6,324	5,692	6,261	6,574
营业外支出	3,464	532	8,731	11,230
利润总额	876	800	600	600
所得税	38	50	50	50
净利润	4,302	1,282	9,281	11,780
少数股东损益	819	244	1,767	2,243
归属母公司净利润	3,483	1,038	7,514	9,537
NOPLAT	288	86	621	789
EPS(摊薄) (元)	3,195	952	6,893	8,748
	8,610	4,611	11,055	13,198
主要财务比率	0.20	0.06	0.42	0.53
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	13.0%	6.4%	9.7%	9.8%
EBIT 增长率	-1.1%	32.4%	10.1%	19.7%
归母净利润增长率	-57.4%	74.1%	50.7%	26.2%
获利能力				
毛利率	10.9%	12.8%	13.2%	14.0%
净利率	2.6%	4.2%	5.8%	6.7%
ROE	4.6%	6.6%	8.5%	9.3%
ROIC	4.8%	6.0%	6.6%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	74.9%	71.8%	68.2%	64.4%
债务权益比	217.4%	184.7%	150.0%	121.0%
流动比率	21.8%	33.0%	35.8%	43.0%
速动比率	19.1%	30.5%	32.9%	39.9%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转天数	6	4	4	4
应付帐款周转天数	41	42	41	41
存货周转天数	7	7	7	7
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.29	0.43	0.55
每股经营现金流	1.36	1.70	1.72	2.06
每股净资产	3.40	4.13	4.79	5.55
估值比率				
P/E	27.7	15.9	10.6	8.4
P/B	1.3	1.26	1.2	1.0
EV/EBITDA	1	1	1	1

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500