

中國東方航空 (670 HK)

2019年業績符合預期

公司2019年業績符合我們和市場預期。在疫情下，東方航空採取措施控制成本，將有助公司度過行業嚴冬。我們預計20財年公司淨虧損18.80億元人民幣，BVPS將降至4.10元人民幣。基於0.9倍市賬率，我們下調目標價至4.11港元。公司目前估值為0.6倍2020年預測市賬率，低於歷史平均水平。維持買入評級。

- 2019年全年業績符合預期。**公司公佈2019全年業績，RPK（客運人公里）同比增長10.1%，符合公司指引。客座率下跌0.23個百分點至82.06%。客運收益同比下降3.3%至每RPK 0.52元人民幣。收入同比增長5.2%至1,282億元人民幣，符合我們和市場預期。歸屬淨利潤同比增長18.3%至32億元人民幣，符合預期。董事會建議公司19年度派發現金紅利每股0.05元人民幣。
- 運行亮點。**公司強化成本控制，全年ATK（可用噸公里）油耗同比下降4.4%。我們相信成本控制措施將有助公司度過行業嚴冬。
- 需求復蘇面臨極大不確定性。**根據交通運輸部的數據，今年3月31日民航載客量只達48.76萬，少於去年同期的30%。由於航空旅行需求不足，客運量和收益率均下降。展望未來，上市航空公司普遍預期國內需求將在5月或6月左右恢復穩定增長，而國際需求則比較不確定。由於需求復蘇的不確定性，上市航空公司未有提供2020年指引。我們假設：2020年一/二/三/四季度國內RPK分別同比增長-50%/ -5%/ 5%/ 10%；2020全年國際和區域RPK同比增長-50%；客座率同比下降10個百分點；客運收益同比減少0.1元人民幣。
- 估值。**今年一季度油價暴跌後，我們預計公司燃油成本將同比下降48.7%至175億元人民幣。20財年淨虧損預計為18.80億元人民幣，BVPS將降至4.10元人民幣。基於0.9倍市賬率，我們下調目標價至4.11港元。公司目前估值為0.6倍2020年預測市賬率，低於歷史平均水平。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	107,936	114,242	70,342	77,437	85,464
同比增長(%)	6.3	13.4	5.8	(38.4)	10.1
淨收入(百萬元人民幣)	2,698	3,192	(1,880)	842	1,262
每股盈利(元人民幣)	0.19	0.21	(0.11)	0.05	0.08
每股盈利變動(%)	(57.5)	13.3	(154.3)	(144.8)	49.8
市場盈利預測(元人民幣)	不適用	不適用	(0.05)	0.35	0.45
市盈率(倍)	12.7	11.2	(20.7)	46.2	30.8
市帳率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	0.0	2.1	0.0	0.2	0.3
權益收益率(%)	4.8	5.0	(2.8)	1.2	1.8
淨負債比率(%)	214	221	194	189	180

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.11
(此前目標價)	HK\$5.80
潛在升幅	+55.2%
當前股價	HK\$2.65

中國航空行業

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	64,728
3月平均流通量(百萬港元)	65.26
52周內股價高/低(港元)	7.2/2.45
總股本(百萬)	5,177(H)
	11,203(A)

資料來源：彭博

股東結構

東航集團	33.76%
吉祥航空	10.00%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-21.1%	-10.9%
3-月	-39.2%	-25.5%
6-月	-30.3%	-22.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結12月31日 (人民幣百萬元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
營業收入總額	121,870	128,188	84,985	92,812	101,608
運輸收入	107,936	114,242	70,342	77,437	85,464
客運	104,309	110,416	67,070	73,827	81,271
貨運及郵運	3,627	3,826	3,271	3,610	4,193
其他營業收入	13,934	13,946	14,643	15,375	16,144
營業成本總額	-112,561	-118,107	-81,472	-85,926	-93,971
燃油成本	-33,680	-34,191	-17,530	-24,184	-26,108
飛機經營租賃租金	-4,306	0	0	0	0
機組工薪及福利	(22,134)	(24,152)	(20,026)	(21,029)	(23,469)
折舊及攤銷	(15,313)	(22,080)	(18,998)	(20,395)	(21,740)
其他營業成本	(37,128)	(37,684)	(24,918)	(20,318)	(22,654)
其他收入淨額	-	-	-	-	-
營業利潤	9,309	10,081	3,513	6,886	7,637
財務費用	(3,617)	(5,073)	(5,845)	(6,034)	(6,220)
匯兌損益	(2,040)	(990)	-	-	-
其他營業外收入/(支出)	204	282	282	282	282
稅前利潤	3,856	4,299	(2,050)	1,134	1,700
所得稅	(926)	(819)	-	(216)	(324)
少數股東損益	(232.00)	(288.00)	169.62	(75.99)	(113.87)
淨利潤	2,698	3,192	(1,880)	842	1,262

現金流量表

年結12月31日 (人民幣百萬元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
稅前利潤	3,856	4,299	-2,050	1,134	1,700
折舊和攤銷	15,084	22,080	18,998	20,395	21,740
其他調整項	5,175	6,792	5,776	5,965	6,151
運營資金變動	(68)	(297)	(312)	(328)	(344)
其他經營活動	(1,709)	(819)	-	(216)	(324)
經營活動現金流量	22,338	32,055	22,412	26,950	28,922
資本開支	(25,995)	(29,187)	(20,407)	(20,407)	(20,407)
其他投資活動	13,215	1,549	1,512	1,663	1,748
投資活動現金流量	(12,780)	(27,638)	(18,894)	(18,744)	(18,658)
銀行借款變動	(8,012)	29,559	9,177	6,866	5,137
支付股息	(738)	-	(819)	-	(84)
其他融資活動	(4,808)	(6,231)	(5,807)	(6,149)	(6,368)
融資活動現金流量	(13,558)	23,328	2,551	717	(1,316)
現金及現金等價物變動	(4,000)	27,745	6,069	8,923	8,948
年初現金及現金等價物	4,616	646	28,391	34,460	43,383
現金及現金等價物匯兌損益	30	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	646	28,391	34,460	43,383	52,331

資產負債表

年結12月31日 (人民幣百萬元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
非流動資產	223,085	265,442	270,776	277,059	284,471
物業、廠房及設備	180,104	99,437	99,622	100,588	99,692
飛機預付款	21,942	16,222	19,687	18,235	17,233
其他非流動資產	21,039	149,783	151,467	158,236	167,546
流動資產	15,932	19,743	52,853	61,776	70,724
現金及現金等價物	646	1,350	34,460	43,383	52,331
其他流動資產	15,286	18,393	18,393	18,393	18,393
總資產	239,017	285,185	323,629	338,836	355,196
流動負債	73,064	78,363	88,537	93,580	98,887
借款	29,259	25,233	26,661	27,730	28,530
融資租賃負債	9,364	15,590	5,217	5,217	5,217
其他流動負債	34,441	37,540	56,658	60,633	65,141
非流動負債	104,352	134,176	164,425	173,791	183,648
借款	25,867	26,604	28,110	29,237	30,080
融資租賃負債	68,063	94,685	30,282	30,282	30,282
其他非流動負債	10,422	12,887	106,033	114,272	123,286
總負債	177,416	212,539	252,962	267,371	282,535
股本	14,467	16,379	16,379	16,379	16,379
儲備	43,541	52,629	50,749	51,507	52,643
股東權益	58,008	69,008	67,128	67,886	69,022
少數股東權益	3,593	3,638	3,539	3,579	3,639
權益合計	61,601	72,646	70,667	71,465	72,661

主要比率

年結12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
營運數據 (%)					
可用座公里(ASK)增速	8.3	10.3	-13.9	9.7	9.7
收入客公里(RPK)增速	10.0	10.0	-24.0	10.2	10.2
客座率	82.3	82.0	72.4	72.7	73.0
每收費客公里收益 (人民幣分)	51.8	49.8	39.8	39.8	39.8
客運收入增速	13.9	5.9	-39.3	10.1	10.1
貨運收入增速	0.1	5.5	-14.5	10.3	16.2
息稅前利潤率	7.6	7.9	4.1	7.4	7.5
息稅折舊攤銷及經營租賃前利潤率	23.9	25.3	26.8	29.7	29.2
淨利潤率	2.2	2.5	-2.2	0.9	1.2
資產負債比率 (%)					
負債/權益比率	215.2	223.2	242.4	249.3	252.3
淨負債/權益比率	214.1	221.3	193.6	188.6	180.2
回報率 (%)					
資本回報率	4.8	5.0	-2.8	1.2	1.8
資產回報率	1.2	1.2	-0.6	0.3	0.4
每股數據 (人民幣)					
每股盈利	0.19	0.21	-0.11	0.05	0.08
每股股息	-	0.05	-	0.01	0.01
每股賬面價值	4.01	4.21	4.10	4.14	4.21

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。