

中国东方航空 (670 HK)

2019年业绩符合预期

公司2019年业绩符合我们和市场预期。在疫情下，东方航空采取措施控制成本，将有助公司度过行业严冬。我们预计20财年公司净亏损18.80亿元人民币，BVPS将降至4.10元人民币。基于0.9倍市账率，我们下调目标价至4.11港元。公司目前估值为0.6倍2020年预测市账率，低于历史平均水平。维持买入评级。

- 2019年全年业绩符合预期。**公司公布2019年全年业绩，RPK（客运人公里）同比增长10.1%，符合公司指引。客座率下跌0.23个百分点至82.06%。客运收益同比下降3.3%至每RPK 0.52元人民币。收入同比增长5.2%至1,282亿元人民币，符合我们和市场预期。归属净利润同比增长18.3%至32亿元人民币，符合预期。董事会建议公司19年度派发现金红利每股0.05元人民币。
- 运行亮点。**公司强化成本控制，全年ATK（可用吨公里）油耗同比下降4.4%。我们相信成本控制措施将有助公司度过行业严冬。
- 需求复苏面临极大不确定性。**根据交通运输部的数据，今年3月31日民航载客容量只达48.76万，少于去年同期的30%。由于航空旅行需求不足，客运量和收益率均下降。展望未来，上市航空公司普遍预期国内需求将在5月或6月左右恢复稳定增长，而国际需求则比较不确定。由于需求复苏的不确定性，上市航空公司未有提供2020年指引。我们假设：2020年一/二/三/四季度国内RPK分别同比增长-50%/ -5%/ 5%/ 10%；2020全年国际和区域RPK同比增长-50%；客座率同比下跌10个百分点；客运收益同比减少0.1元人民币。
- 估值。**今年一季度油价暴跌后，我们预计公司燃油成本将同比下降48.7%至175亿元人民币。20财年净亏损预计为18.80亿元人民币，BVPS将降至4.10元人民币。基于0.9倍市账率，我们下调目标价至4.11港元。公司目前估值为0.6倍2020年预测市账率，低于历史平均水平。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	107,936	114,242	70,342	77,437	85,464
同比增长(%)	6.3	13.4	5.8	(38.4)	10.1
净收入(百万元人民币)	2,698	3,192	(1,880)	842	1,262
每股盈利(元人民币)	0.19	0.21	(0.11)	0.05	0.08
每股盈利变动(%)	(57.5)	13.3	(154.3)	(144.8)	49.8
市场盈利预测(元人民币)	不适用	不适用	(0.05)	0.35	0.45
市盈率(倍)	12.7	11.2	(20.7)	46.2	30.8
市帐率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	0.0	2.1	0.0	0.2	0.3
权益收益率(%)	4.8	5.0	(2.8)	1.2	1.8
净负债比率(%)	214	221	194	189	180

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$4.11
(此前目标价)	HK\$5.80
潜在升幅	+55.2%
当前股价	HK\$2.65

中国航空行业

徐涵博

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

丁文捷, PhD

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

公司数据

市值(百万港元)	64,728
3月平均流通量(百万港元)	65.26
52周内股价高/低(港元)	7.2/2.45
总股本(百万)	5,177(H) 11,203(A)

资料来源：彭博

股东结构

东航集团	33.76%
吉祥航空	10.00%

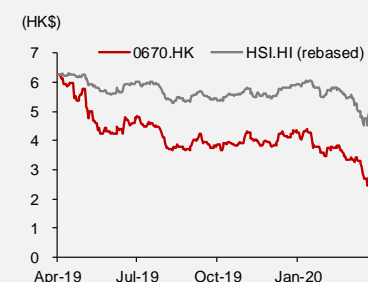
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-21.1%	-10.9%
3-月	-39.2%	-25.5%
6-月	-30.3%	-22.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结12月31日 (人民币百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入总额	121,870	128,188	84,985	92,812	101,608
运输收入	107,936	114,242	70,342	77,437	85,464
客运	104,309	110,416	67,070	73,827	81,271
货运及邮运	3,627	3,826	3,271	3,610	4,193
其他营业收入	13,934	13,946	14,643	15,375	16,144
营业成本总额	-112,561	-118,107	-81,472	-85,926	-93,971
燃油成本	-33,680	-34,191	-17,530	-24,184	-26,108
飞机经营租赁租金	-4,306	0	0	0	0
机组工资及福利	(22,134)	(24,152)	(20,026)	(21,029)	(23,469)
折旧及摊销	(15,313)	(22,080)	(18,998)	(20,395)	(21,740)
其他营业成本	(37,128)	(37,684)	(24,918)	(20,318)	(22,654)
其他收入净额	-	-	-	-	-
营业利润	9,309	10,081	3,513	6,886	7,637
财务费用	(3,617)	(5,073)	(5,845)	(6,034)	(6,220)
汇兑损益	(2,040)	(990)	-	-	-
其他营业外收入/(支出)	204	282	282	282	282
税前利润	3,856	4,299	(2,050)	1,134	1,700
所得税	(926)	(819)	-	(216)	(324)
少数股东损益	(232.00)	(288.00)	169.62	(75.99)	(113.87)
净利润	2,698	3,192	(1,880)	842	1,262

现金流量表

年结12月31日 (人民币百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,856	4,299	-2,050	1,134	1,700
折旧和摊销	15,084	22,080	18,998	20,395	21,740
其他调整项	5,175	6,792	5,776	5,965	6,151
运营资金变动	(68)	(297)	(312)	(328)	(344)
其他经营活动	(1,709)	(819)	-	(216)	(324)
经营活动现金流量	22,338	32,055	22,412	26,950	28,922
资本开支	(25,995)	(29,187)	(20,407)	(20,407)	(20,407)
其他投资活动	13,215	1,549	1,512	1,663	1,748
投资活动现金流量	(12,780)	(27,638)	(18,894)	(18,744)	(18,658)
银行借款变动	(8,012)	29,559	9,177	6,866	5,137
支付股息	(738)	-	(819)	-	(84)
其他融资活动	(4,808)	(6,231)	(5,807)	(6,149)	(6,368)
融资活动现金流量	(13,558)	23,328	2,551	717	(1,316)
现金及现金等价物变动	(4,000)	27,745	6,069	8,923	8,948
年初现金及现金等价物	4,616	646	28,391	34,460	43,383
汇率及现金等价物汇兑损益	30	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	646	28,391	34,460	43,383	52,331

资产负债表

年结12月31日 (人民币百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动资产	223,085	265,442	270,776	277,059	284,471
物业、厂房及设备	180,104	99,437	99,622	100,588	99,692
飞机预付款	21,942	16,222	19,687	18,235	17,233
其他非流动资产	21,039	149,783	151,467	158,236	167,546
流动资产	15,932	19,743	52,853	61,776	70,724
现金及现金等价物	646	1,350	34,460	43,383	52,331
其他流动资产	15,286	18,393	18,393	18,393	18,393
总资产	239,017	285,185	323,629	338,836	355,196
流动负债	73,064	78,363	88,537	93,580	98,887
借款	29,259	25,233	26,661	27,730	28,530
融资租赁负债	9,364	15,590	5,217	5,217	5,217
其他流动负债	34,441	37,540	56,658	60,633	65,141
非流动负债	104,352	134,176	164,425	173,791	183,648
借款	25,867	26,604	28,110	29,237	30,080
融资租赁负债	68,063	94,685	30,282	30,282	30,282
其他非流动负债	10,422	12,887	106,033	114,272	123,286
总负债	177,416	212,539	252,962	267,371	282,535
股本	14,467	16,379	16,379	16,379	16,379
储备	43,541	52,629	50,749	51,507	52,643
股东权益	58,008	69,008	67,128	67,886	69,022
少数股东权益	3,593	3,638	3,539	3,579	3,639
权益合计	61,601	72,646	70,667	71,465	72,661

主要比率

年结12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营运数据 (%)					
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
每收费客公里收益 (人民币分)	51.8	49.8	39.8	39.8	39.8
客运收入增速	13.9	5.9	-39.3	10.1	10.1
货运收入增速	0.1	5.5	-14.5	10.3	16.2
息税前利润率	7.6	7.9	4.1	7.4	7.5
息税折旧摊销及经营租赁前利润率	23.9	25.3	26.8	29.7	29.2
净利润率	2.2	2.5	-2.2	0.9	1.2
资产负债比率 (%)					
负债/权益比率	215.2	223.2	242.4	249.3	252.3
净负债/权益比率	214.1	221.3	193.6	188.6	180.2
回报率 (%)					
资本回报率	4.8	5.0	-2.8	1.2	1.8
资产回报率	1.2	1.2	-0.6	0.3	0.4
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.19	0.21	-0.11	0.05	0.08
每股股息	-	0.05	-	0.01	0.01
每股账面价值	4.01	4.21	4.10	4.14	4.21

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律义务。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。