

东方航空 (600115.SH)

航空运输行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

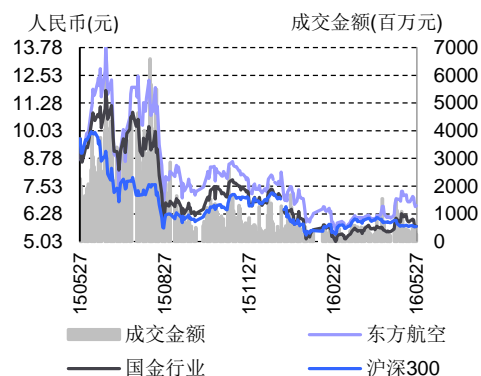
市场价格(人民币): 6.65元

## 转型航空服务集成商, 油价低位助力业绩增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |            |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 8,481.08   |
| 流通港股(百万股)    | 4,659.10   |
| 总市值(百万元)     | 87,382.19  |
| 年内股价最高最低(元)  | 13.79/5.56 |
| 沪深300指数      | 3062.50    |
| 上证指数         | 2821.05    |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014      | 2015      | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.274     | 0.351     | 0.511     | 0.581     | 0.612     |
| 每股净资产(元)    | 2.19      | 2.67      | 3.38      | 3.96      | 4.57      |
| 每股经营性现金流(元) | 0.97      | 1.85      | 1.45      | 1.52      | 1.58      |
| 市盈率(倍)      | 18.88     | 21.70     | 13.01     | 11.45     | 10.87     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 56.53     | 75.17     | 58.97     | 58.97     | 58.97     |
| 净利润增长率(%)   | 41.33%    | 32.48%    | 45.80%    | 13.58%    | 5.31%     |
| 净资产收益率(%)   | 12.56%    | 13.11%    | 15.13%    | 14.66%    | 13.38%    |
| 总股本(百万股)    | 12,674.27 | 13,140.18 | 13,140.18 | 13,140.18 | 13,140.18 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **立足上海, 改革发展打开新局面:** 2015年, 公司旅客运输量达到9378万人次, 上海已成为中国最大的航空枢纽。从2002年新东航成立, 到2008年应对生存危机, 2010年重组上海航空, 保障世博会, 2011年加入天合联盟, 2015年引入达美航空作为战略投资者, 2016年拟引入携程定增, 公司完成了转变与转型, 实现新发展。
- **推进枢纽网络战略, 向现代航空服务集成商转型:** 公司以上海为核心枢纽, 以昆明、西安为区域枢纽, 明确推进枢纽网络战略, 在三大枢纽的市场份额保持第一(以旅客吞吐量看公司份额, 上海为40.3%, 昆明为36.9%, 西安为30%, 北京为18%)。加入天合联盟后, 持续开拓国际市场, 近年来国际运力占比不断提升, 2015年达到30.4%。全资子公司中联航转型低成本航空, 运营B737系列飞机33架, 2015年增加非航收入超过4000万元, 直销占比提升至47%, 实现净利润2.63亿元。公司创新商业模式, 延伸服务范围, 成立东航电商, 推出“东航产地直达”, 推进空中互联平台项目建设, 逐步实现北美等航线空中互联服务全覆盖及空中商城购物等功能, 与携程合作布局航空+旅游产业链, 携程承诺以30亿元参与东航定增。
- **人均收入提升增强航空消费属性, 油价低位助力公司业绩增长:** 人均收入提升激发因私出行需求, 航空消费属性增强, 出境游火爆。公司客座率中枢提高, 从65%以下提升至目前80%左右, 盈利能力提升, 2009年至今实现持续盈利。今年油价同比仍有较大降幅, 国内航油出厂价一季度同比下降约35%, 5月份同比依然下降26.5%, 公司美元负债占比从73%已下降到50%, 对汇率波动的敏感性下降, 且预计今年人民币对美元贬值幅度, 相对去年近6%的幅度, 同比有大幅改善空间。
- **敏感性分析显示, 公司今年净利润增速达到40%是大概率事件:** 从油价和汇率的双变量敏感性分析来看, 燃油成本变化5%对净利润的影响, 要比人民币对美元汇率变化1%对净利润的影响大, 假设2016年燃油成本同比下降15%, 以价保量, 国内票价同比下降3%, 国际票价同比下降6%, 若2016年人民币对美元贬值不超过3%, 公司净利润增速仍能达到39%。

## 投资建议

- 我们看好人均收入提升促进因私出行, 民航消费属性增强, 迪斯尼带来长期增量客流, 达美航空与携程的战略入股帮助公司发力国际市场, 布局航空+

## 相关报告

1. 《打通航空+旅游产业链, 携程承诺30亿元入股-东方航空公司点评》, 2016.4.24
2. 《运力保持较快投放, Q1油价同比大降贡献业绩-东方航空公司点评》, 2016.4.14
3. 《汇兑损失拖累业绩, 迪斯尼长期利好-东方航空公司点评》, 2016.3.31
4. 《成本下降票价上升业绩创新高, 股价维持震荡-东方航空业绩点评》, 2016.0.17
5. 《股权联姻谋双赢, 浦东或成达美亚太新枢纽-东方航空公司点评》, 2015.7.28

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

旅游产业链。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.511 元、0.581 元和 0.612 元，当前股价对应 2016-2018 年的 PE 分别为 13 倍、11 倍、11 倍。

#### 风险提示

- 经济放缓拖累民航需求，人民币大幅贬值，油价大幅反弹等。

## 内容目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 立足上海，打造世界一流航空公司 .....                | 5  |
| 率先三地上市，2015 年客运量达到 9400 万人次 .....    | 5  |
| 东航十几年发展之路，锐意进取 .....                 | 5  |
| 推进枢纽网络战略，向现代航空服务集成商转型 .....          | 7  |
| 上海位于亚欧美大三角航线端点，公司航线网络布局均衡 .....      | 7  |
| 推进枢纽网络运营战略，持续发力国际航线 .....            | 8  |
| 优化机队结构，机队规模有序增长 .....                | 9  |
| 加入天合联盟，深化合作水平，达美航空战略入股 .....         | 10 |
| 创新商业模式，与携程合作布局航空+旅游产业链 .....         | 11 |
| 子公司中，中联航稳步推进低成本转型，东航云南盈利能力领先 .....   | 11 |
| 人均收入提升增强航空消费属性，油价低位助力公司业绩增长 .....    | 12 |
| 人均收入提升激发因私出行需求，航空消费属性增强 .....        | 12 |
| 航空需求旺盛抬高客座率中枢，2009 年至今东航实现持续盈利 ..... | 13 |
| 持续推进成本控制战略，仍有改善空间 .....              | 16 |
| 油价低位助力业绩增长，汇率波动影响可控 .....            | 16 |
| 关于票价、油价与汇率的敏感性分析 .....               | 18 |
| 国内票价和油价的敏感性分析 .....                  | 18 |
| 国际票价和油价的敏感性分析 .....                  | 19 |
| 油价和汇率的敏感性分析 .....                    | 19 |
| 盈利预测 .....                           | 20 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1：公司股权结构 .....                  | 5  |
| 图表 2：东方航空客运量（万人次）与发展历程 .....       | 6  |
| 图表 3：航线网络（2015.6） .....            | 7  |
| 图表 4：东航的客运运力分布（2015） .....         | 8  |
| 图表 5：东航国际运力占比不断提升 .....            | 8  |
| 图表 6：东航国内各市场运力分布（2015） .....       | 8  |
| 图表 7：东航国际各市场运力分布（2015） .....       | 8  |
| 图表 8：国内旅客吞吐量前十大市场（万人次,2015） .....  | 9  |
| 图表 9：东航在旅客吞吐量前十大市场中的份额（2015） ..... | 9  |
| 图表 11：机队结构不断优化（架） .....            | 9  |
| 图表 12：机队规模快速增长（架） .....            | 10 |
| 图表 10：航空客运三大联盟的市场份额（2014） .....    | 10 |
| 图表 13：主要子公司与参股公司的收入情况（百万元） .....   | 12 |
| 图表 14：主要子公司与参股公司的净利润情况（百万元） .....  | 12 |
| 图表 15：国内航线综合票价指数 .....             | 12 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 16: 城镇居民家庭人均可支配收入 (元) .....       | 13 |
| 图表 17: 国内居民出境人数快速增长 (万人次) .....      | 13 |
| 图表 18: 民航国内航线客运量 (万人) 与增速 .....      | 13 |
| 图表 19: 民航国际航线客运量 (万人) 与增速 .....      | 13 |
| 图表 20: 公司营业收入稳步增长 (亿元) .....         | 14 |
| 图表 21: 公司净利润情况 (亿元), 近年来持续盈利 .....   | 14 |
| 图表 22: 近年来公司整体 ASK 与 RPK 增速 .....    | 14 |
| 图表 23: 公司整体客座率的中枢不断抬高 .....          | 14 |
| 图表 24: 近年来公司国际航线的 ASK 与 RPK 增速 ..... | 15 |
| 图表 25: 公司国际航线的客座率稳定在高位 .....         | 15 |
| 图表 26: 公司近年来客公里收益情况 (元) .....        | 15 |
| 图表 27: 公司客公里收益情况 (不含燃油附加费, 元) .....  | 15 |
| 图表 28: 四大航近年来销售毛利率情况 .....           | 16 |
| 图表 29: 四大航近年来销售净利率情况 .....           | 16 |
| 图表 30: 四大航近年来销售费用率情况 .....           | 16 |
| 图表 31: 四大航近年来管理费用率情况 .....           | 16 |
| 图表 32: 公司 2015 年成本构成 (百万元) .....     | 17 |
| 图表 33: 新加坡航油价格 (美元/桶) .....          | 17 |
| 图表 34: 国内航空煤油出厂价 (元/吨) .....         | 17 |
| 图表 35: 美元兑人民币中间价 .....               | 18 |
| 图表 36: 东方航空 2016 年国内票价和油价敏感性分析 ..... | 18 |
| 图表 37: 东方航空 2016 年国际票价和油价敏感性分析 ..... | 19 |
| 图表 38: 东方航空 2016 年油价和汇率敏感性分析 .....   | 20 |
| 图表 39: 东方航空盈利预测表 .....               | 21 |

## 立足上海，打造世界一流航空公司

### 率先三地上市，2015 年客运量达到 9400 万人次

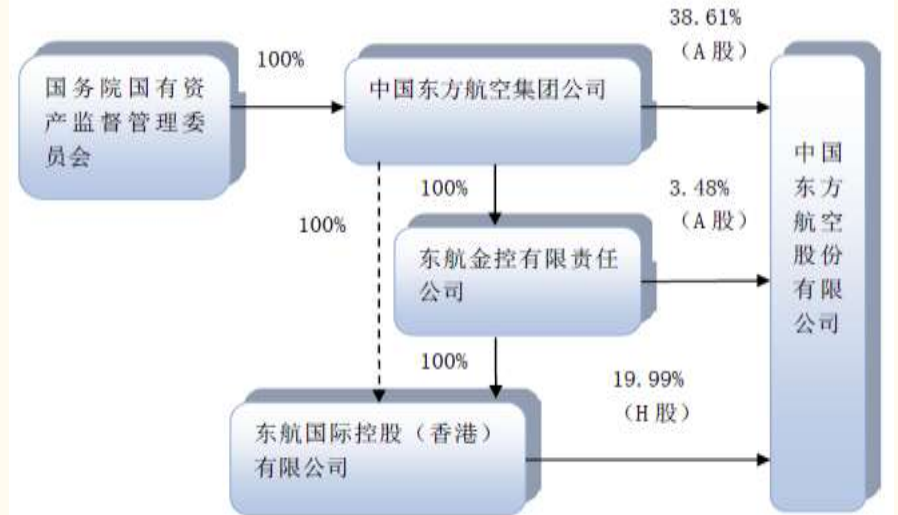
- 公司是中国领先的航空公司之一，1997 年，在中国民航业率先实现上海、香港和纽约三地上市。

公司以经济高度发达、出行需求旺盛的上海为核心枢纽，以地处东南亚门户的昆明、国家战略“丝绸之路经济带”西北门户的西安为区域枢纽，在北京、南京、青岛等关键市场具有较强的市场影响力。通过与天合联盟成员合作，公司构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络，通达 179 个国家的 1057 个目的地。

2015 年，公司承运旅客达到 9378 万人次，同比增加 11.89%，常旅客会员总量达到 2640 万人。

- 实际控制人为国资委。大股东中国东方航空集团公司，经过持续的产业结构调整和资源优化整合，基本形成了以航空运输业为核心，通用航空、航空食品、进出口、金融期货、传媒广告、实业投资等相关产业为支撑的航空运输集成服务体系。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 东航十几年发展之路，锐意进取

- 公司客运量从 2000 年 902 万人次，发展到 2015 年 9380 万人次，年均复合增速达到 17%，高于全民航年均复合增速。全民航的客运量 2000 年为 0.67 亿人次，2015 年达到 4.36 亿人次，年均复合增速为 13.3%。



图表 2：东方航空客运量（万人次）与发展历程



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 2000-2007 年，是公司的转变时期，新东航成立。
  - 作为东航集团核心主业的中国东方航空股份有限公司成立于 1988 年 6 月，1997 年在香港、纽约、上海三地证券市场挂牌上市。2002 年 10 月，以原东航集团为主体，兼并原西北航空公司（获得西安基地）、联合原云南航空公司（获得昆明基地），组建而成的中国东方航空集团公司正式成立，是我国三大骨干航空运输集团之一。并在 2002 年重组武汉航空，成立东航武汉分公司。
- 2008-2010 年，是公司的转型时期，应对危机，重组上航，加强上海枢纽建设。
  - 2008 年，受金融危机影响，航空市场低迷，以及原油期权合约损失，导致东航巨亏 140 亿元，面临生存危机。原油期货市场价格在 2008 年下半年大幅下降导致公司原油期货合约产生的公允价值变动损失比上年增加了 63.5 亿元。
  - 应对生存危机。2009 年，东航启动“断臂、止血、输血、造血”四大举措应对，并明确了枢纽网络、品牌经营、成本控制、精细化管理和信息化管理五大战略。公司严格控制资本性开支，推迟引进 13 架飞机，并获得国家注资 70 亿元，又通过资本市场融资 70 亿元，大幅降低资产负债率。公司明确推进枢纽网络战略，着力构建以上海枢纽为主，西安、昆明的区域性枢纽为辅，辐射全国，连接世界的航空运输网络。上海枢纽旅客中转比例从 2008 年的 5% 提高至 2009 年的 12%。
  - 东航与上航重组。2010 年，东航吸收合并上航换股工作完成。重组后，东航和上航结束了同城竞争的格局，实现了价格共进、控制共行、航班共保、代码共享，资源得到统一使用。2010 年，以航班班次占有率统计，公司在虹桥机场与浦东机场的市场份额分别为 54% 与 39.2%，以旅客吞吐量统计，公司在虹桥机场与浦东机场的市场份额分别为 52.2% 与 37.9%。
  - 借力世博会大发展。2010 年上海世博会，从 5 月 1 日开园到 10 月 31 日闭幕的 184 天时间里，接待参观游客 7308 万人次，创造了世博会历史上的新纪录。公司作为上海两场份额最大的航空公司，实现跨越式发展，**整个世博保障使东航增收 40 多亿元，直接贡献利润 12 亿余元。**2010 年，公司实现载运旅客 6493 万人次，同比增长 47.4%，客运收入 600 亿元，同比增长 79%，净利润达到 54 亿元。
- 2011-至今，是公司的发展时期，加入天合联盟，引入达美航空与携程作为战略投资者。

- 2011年6月，东航正式加入天合联盟，战略重心从过去的国内航线为主转向国内、国际市场共同发展。2015年7月，东航引进同为天合联盟成员的美国达美航空成为战略投资者，后者以4.5亿美元认购东航H股4.66亿股票，占总股本的3.55%，双方通过战略联盟深化合作。2016年4月，控股股东东航集团与携程签订《战略合作框架协议》，携程承诺投资30亿元参与东航定增。

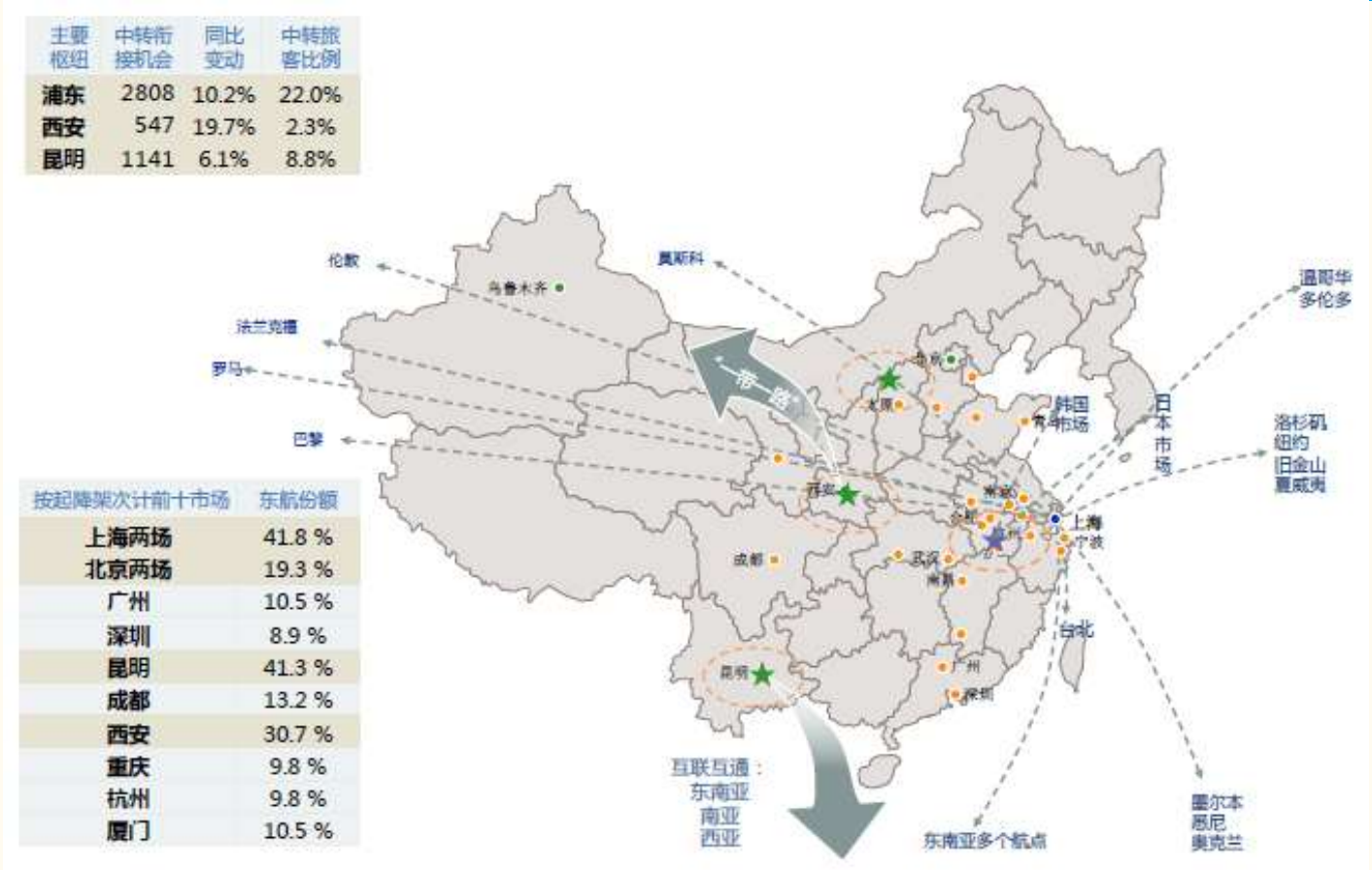
### 推进枢纽网络战略，向现代航空服务集成商转型

#### 上海位于亚欧美大三角航线端点，公司航线网络布局均衡

- 公司以经济高度发达、出行需求旺盛的上海为核心枢纽，以地处东南亚门户的昆明、国家战略“丝绸之路经济带”西北门户的西安为区域枢纽。通过与天合联盟伙伴航线网络对接，公司构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络，公司航线网络通达179个国家的1057个目的地。
- 公司总部上海，位于亚欧美大三角航线端点，远至欧美，近达日韩，2小时飞行圈覆盖国内90%人口，航线网络具有天然优势，布局均衡。

从上海飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为10-12小时，飞往亚洲主要城市时间在2至5小时内，航程适中；间接服务区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产地和日本、韩国的大部分地区。

图表3：航线网络（2015.6）

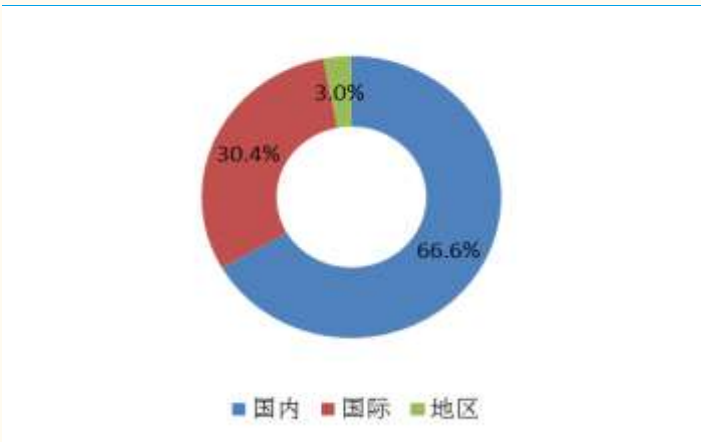


来源：公司公告，国金证券研究所

推进枢纽网络运营战略，持续发力国际航线

- 公司以上海为核心枢纽，以昆明、西安为区域枢纽。2015 年，上海已成为中国最大的航空枢纽，浦东机场及虹桥机场旅客吞吐量近 1 亿人次，其中浦东机场国际和地区旅客运输量继续保持全国第一。
- 通过不断巩固和提升上海、昆明、西安三大枢纽的市场地位和影响力，积极布局北京、南京、青岛等核心市场，增强国内主干航线竞争力。
- 通过优化生产组织，优化运力调配，扩大公司日韩中短程国际航线市场传统优势地位。
- 通过与达美航空、法荷航及澳航深化合作，增强欧美澳等国际远程航线市场的竞争力和影响力。
- 公司持续发力国际航线。近年来国际运力占比不断提升，2015 年达到 30.4%。东航计划今年新增运力 12.7%，内地航线增长 10%，国际航线增长 20%，而其中北美航线计划增长 50%。

图表 4：东航的客运运力分布（2015）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：东航国际运力占比不断提升



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 国内运力分布上，公司核心枢纽与区域枢纽市场的运力占比处于前列。从 2015 年东航国内市场运力分布来看，上海的占比达到 21.6%，占据首位，其次是北京，占比 10.8%，再次是，昆明占比 6.7%，西安占比 3.5%。
- 国际运力分布上，2015 年公司的国际运力主要分布在东南亚（占比 30.6%），欧洲（占比 22.5%），北美（占比 15.7%）和日本（15.3%）。2015 年是东航“国际化”进程的重要节点，东航与澳航开展联营合作，引入达美航空的战略投资，在澳洲和美洲两大国际市场打开了新局面。

图表 6：东航国内各市场运力分布（2015）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：东航国际各市场运力分布（2015）



来源：公司公告，国金证券研究所



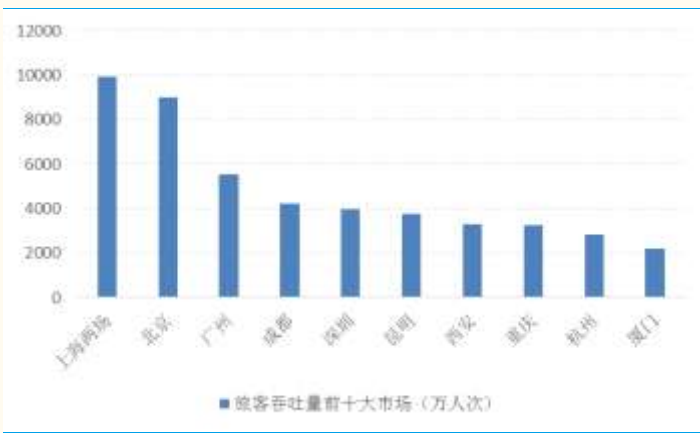
- 巩固枢纽网络与市场份额，加强中转机会。公司在上海、昆明、西安三大主要枢纽市场排名第一，在北京市场份额亦达到 18%。

2015 年公司积极争取上海浦东、西安和昆明新增放量时刻资源，巩固在上海、昆明、西安三大核心枢纽市场排名第一的市场地位。公司推进“全网全通”，优化航班衔接，加强中转联程销售，中转联程人数同比增长约 22%，浦东、昆明、西安中转衔接机会同比增加 26.5%、12.4%、21.3%。

近年来，东航不断增加在西安市场的运力投放，西安区域航空枢纽效应凸显，2015 年初，机队规模达到 44 架，国内通航点由 2010 年的 50 个增加到 70 个。

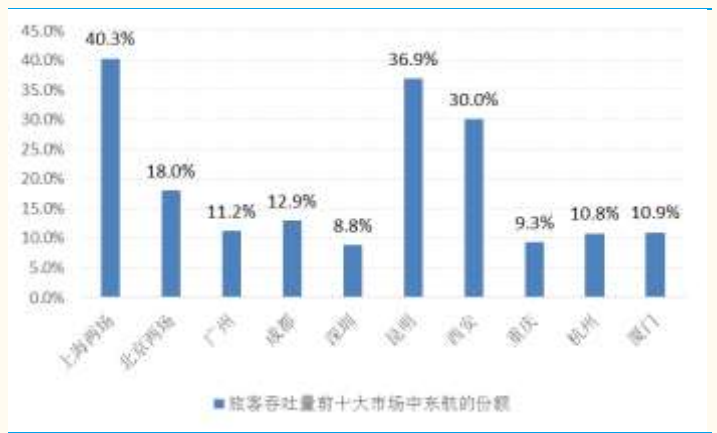
而东航参与到昆明枢纽建设和运行中的飞机达到 100 架，形成了以昆明机场为中心的国际区域、国内干线、省内支线和全球共享四个航线网络，打造了每天的四进四出航班波，东航的昆明区域枢纽格局日渐清晰。

图表 8：国内旅客吞吐量前十大市场（万人次,2015）



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：东航在旅客吞吐量前十大市场中的份额 (2015)



来源：公司公告，国金证券研究所

### 优化机队结构，机队规模有序增长

- 公司机队结构显著优化，运营效率提升。

公司机型种类精简，主力机型占比不断提升。机队规模从 2010 年末的 335 架增至 2015 年末的 551 架，客货机机型种类从 2010 年末的 21 种精简至 2015 年末的 13 种。公司围绕四大系列主力机型，持续引进新飞机，淘汰老旧机型，B737-300 和 EMB-145LR 机型也即将退出公司机队运营。截至 2015 年末，公司机队主力机型占比达到 96.1%，平均机龄不超过 5.5 年。

运营效率持续提升，2015 年末人机比为 128.92 人/架，较 2010 年末降低 41.52 人/架；2015 年飞机日利用率为 10.03 小时，较 2010 年增长 2.35%。

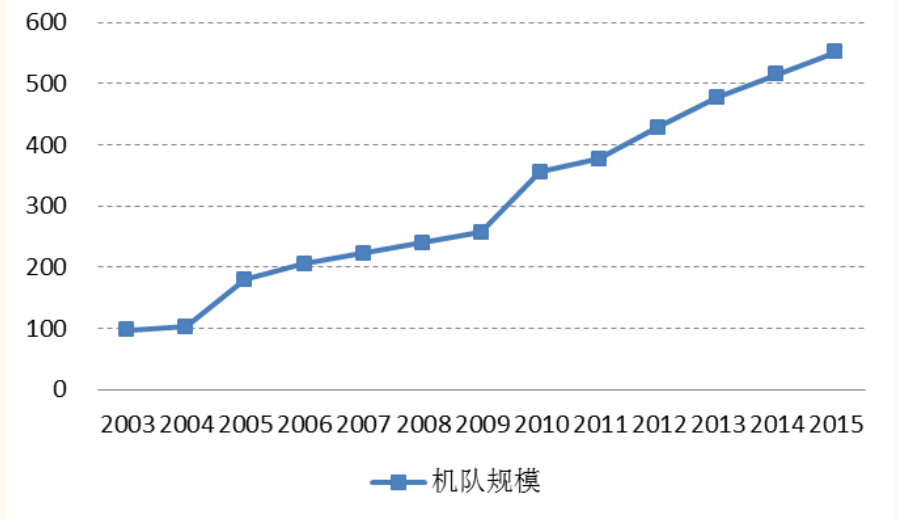
图表 10：机队结构不断优化（架）

| 机型   | B777-300ER | A330系列 | B737系列 | A320系列 | B767 | 支线飞机 | A340-66 | A300-600R | B757-200 | 客机合计 |
|------|------------|--------|--------|--------|------|------|---------|-----------|----------|------|
| 2012 | -          | 28     | 144    | 178    | 7    | 18   | 5       | 7         | 10       | 397  |
| 2015 | 9          | 51     | 211    | 243    | 6    | 6    | -       | -         | -        | 526  |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司的机队规模快速增长，从 2003 年的 97 架上升到 2015 年的 551 架，年均复合增速达到 24%。

图表 11: 机队规模快速增长 (架)



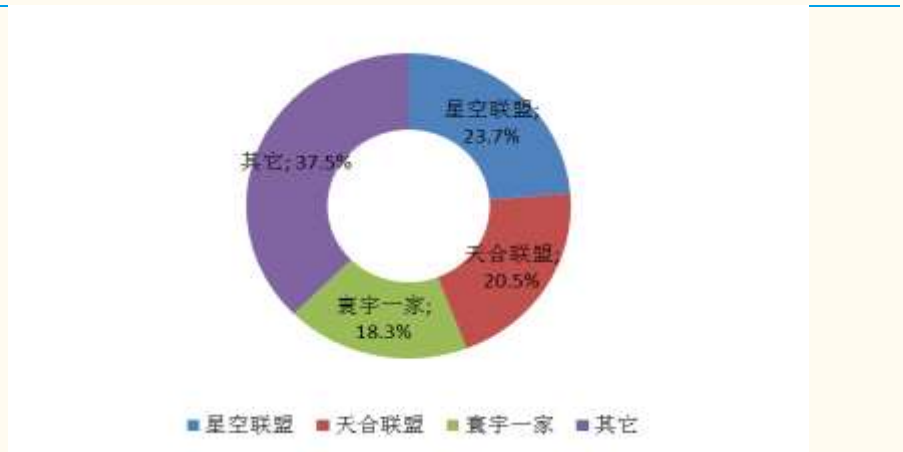
来源：公司公告，国金证券研究所

#### 加入天合联盟，深化合作水平，达美航空战略入股

- 航空客运形成三大联盟，控制了世界航空运输超过 60% 的份额。公司加入天合联盟，有利于参与国际化竞争。

随着天空开放和竞争的日趋激烈，全球性航空公司组成战略联盟形成趋势。航空联盟通过网络拓展和资源共享等，使得各个成员航空公司在某个市场某条航线上成为伙伴，串联成环球航空网络，为客户提供统一的服务和更好的体验。随着三大联盟成员国数量的增加，其市场份额仍在提高。国际航线上，尚没有加入联盟的航空公司正受到越来越多的挑战。

图表 12: 航空客运三大联盟的市场份额 (2014)



来源：IATA，国金证券研究所

- 公司与天合联盟伙伴加大合作力度，达美航空战略入股。

公司与法荷航、澳航实施联营合作，开展代码共享、客户开发等合作项目。截至 2015 年末，公司与天合联盟伙伴实现代码共享合作航线 670 条，合作航点 371 个，航线网络覆盖 179 个国家的 1057 个目的地。

公司引进天合联盟创始成员达美航空作为战略投资者和单一境外最大股东，缔结战略合作伙伴关系，进一步深化代码共享、舱位共享、联合销售等多

领域合作。2015年7月，达美航空以4.5亿美元认购东航H股4.66亿股，占总股本的3.55%，锁定期为36个月，并附有转让限制和排他竞业条款。对达美而言，通过股权合作（参股或成立合资公司）进入国际市场是传统手段，此次入股能加强布局中美航线。对东航而言，与达美深化合作，更好地切入达美的北美和全球航线网络。预计未来浦东机场或逐步取代首尔和东京成为达美在亚太的桥头堡和中转机场。

### 创新商业模式，与携程合作布局航空+旅游产业链

- 创新商业模式。成立东航电商，主动拥抱“互联网+”，延伸服务范围。拓展“东航产地直达”分销渠道，打造东航快速供应链。积极拓展跨境电商合作伙伴，成功运营国内首架直购进口模式跨境电商包机，全年跨境物流收入同比增长约32%。
- 持续推进空中互联平台项目建设。公司获准利用卫星通信系统提供互联网接入服务，旗下21架中远程宽体客机均已完成设备改装工作，逐步实现北美等航线空中互联服务全覆盖及空中商城购物等功能。
- 与携程合作布局航空+旅游产业链。2016年4月21日，控股股东东航集团与携程本着优势互补、互利共赢的原则，于在上海签订了《战略合作框架协议》。双方推进业务合作，打造航空+旅游的综合差旅服务产品；加强资本合作，携程承诺以30亿元参与东航定增；航企与旅游电商合纵连横，东航积极布局。

### 子公司中，中联航稳步推进低成本转型，东航云南盈利能力领先

- 继续推进中联航转型低成本航空。2015年，中联航实现营业收入39.49亿元，实现净利润2.63亿元，共运营B737系列机型飞机33架。  
2015年，中联航完成B737机队全经济舱布局改装，单机可用座位数增加近10%；正式启动低成本服务模式，取消免费餐食配备，推广行李托运费、机上售卖及贵宾室有偿服务，增加非航收入超过4000万元；立足中联航官网及移动客户端，直销占比提升至47%，直销收入同比增加84.2%，节省代理费用1.2亿元。
- 低成本航空发展空间广阔，中联航的发展值得期待。目前，全球低成本航空公司超过170家，占全球市场的份额超过26%，在亚太，低成本航空市场份额接近30%。而中国作为世界第二民航大国，该份额不到6%。
- 主要子公司与参股公司中，东航云南盈利能力能先，2015年实现净利润12.45亿元。

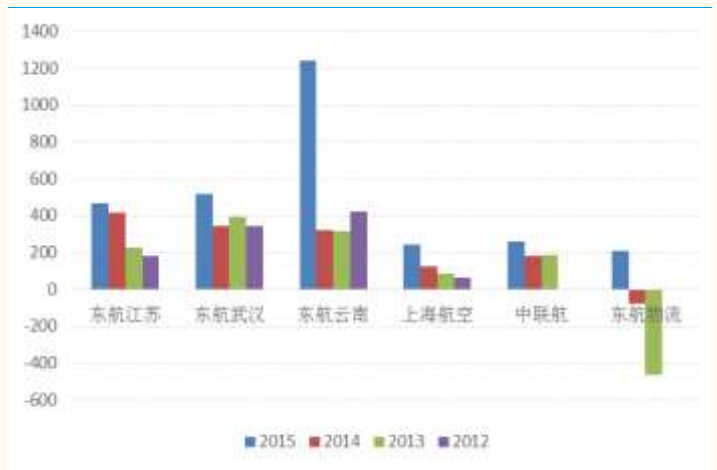
公司控股子公司东航云南成立于2010年，公司持有90.36%股权。2015年，东航云南实现营业收入95.31亿元，同比增长4.3%，实现净利润12.45亿元，同比增长288%。东航云南共运营A330系列和B737系列机型飞机70架。

图表 13: 主要子公司与参股公司的收入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 主要子公司与参股公司的净利润情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 人均收入提升增强航空消费属性, 油价低位助力公司业绩增长

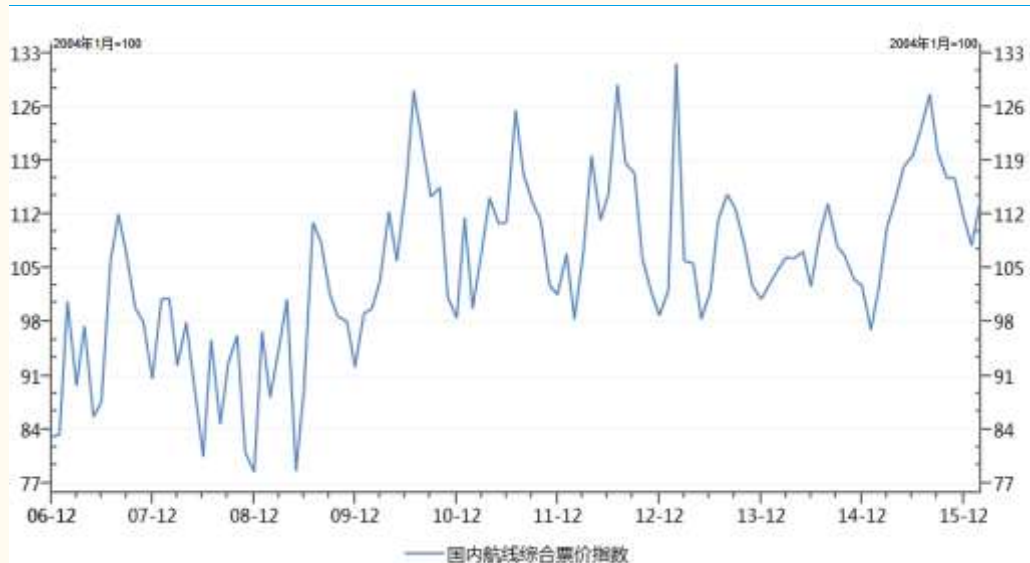
#### 人均收入提升激发因私出行需求, 航空消费属性增强

- 航空需求由商务出行需求和因私出行需求组成, 商务出行需求与经济发展状况 (GDP 增速) 密切相关, 因私出行需求与人均收入水平密切相关。

从美国经验来看, 随着人均收入的提升, 航空的消费属性增加。航空消费逐步进入大众化阶段, 因私出行的需求占比逐步上升, 即使 GDP 增速呈现下台阶的态势, 人均乘机次数却会出现上升趋势。

- 从中国航空运输系列指数中的国内航线综合票价指数来看, 近年来航空票价变化幅度不大, 而人均收入大幅提升, 促进了航空消费大众化。

图表 15: 国内航线综合票价指数



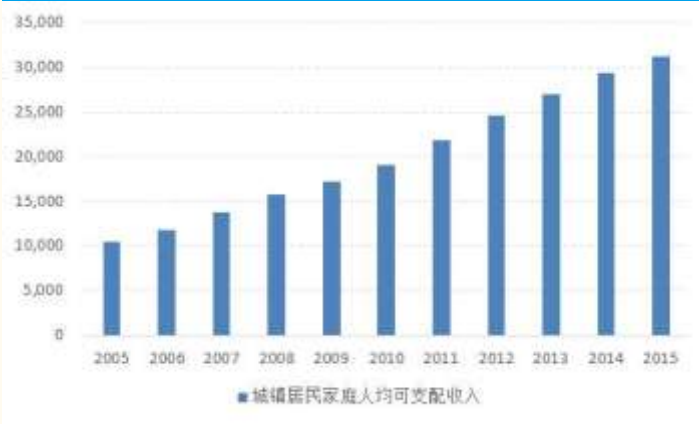
来源: wind, 国金证券研究所

- 我国城镇居民家庭人均可支配收入不断上升, 2015 年达到 3.1 万元。人均收入的提升刺激了国内航空出行与航空出境游发展。国内居民出境人数快



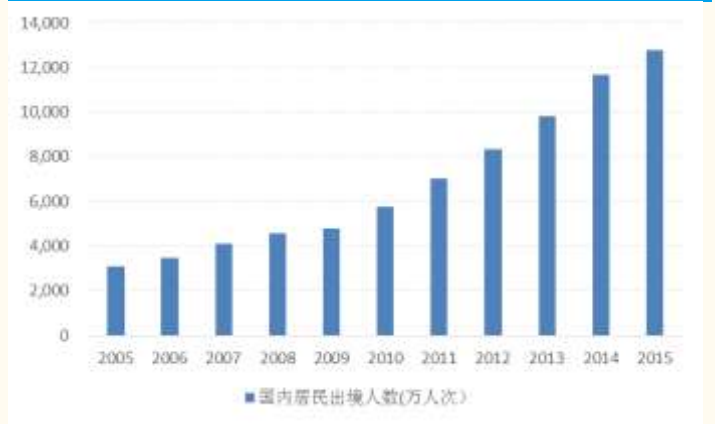
速增长，从 2005 年的约 3100 万人次增长到 2015 年的约 1.23 亿人次，年复合增速达到 15%。民航国内航线与国际航线的客运量均持续较快增长，2015 年，由于民航加大国际航线运力，国际航线客运量增速上升到 33%。

图表 16: 城镇居民家庭人均可支配收入 (元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 国内居民出境人数快速增长 (万人次)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 民航国内航线客运量 (万人) 与增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 民航国际航线客运量 (万人) 与增速



来源: wind, 国金证券研究所

- 未来民航旅客周转量增速有望保持在 8%-9% 左右。从多年数据来看，国内航空需求增速对 GDP 增速的弹性系数，基本在 1.3-1.5 左右。预计经济增速进入“新常态”，民航需求仍将保持较快增长。

#### 航空需求旺盛抬高客座率中枢，2009 年至今东航实现持续盈利

- 公司营业收入稳步增长，净利润方面，2009 年至今实现持续盈利。其中 2010 年公司受益上海世博会与吸收合并上航，收入大幅增长。



图表 20: 公司营业收入稳步增长 (亿元)



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

图表 21: 公司净利润情况 (亿元), 近年来持续盈利



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

- RPK 增速与 ASK 增速的差值较大时, 客座率会有明显上升。民航消费需求的持续释放推动客座率中枢的抬高。

从供需关系来观察, 以可用座公里 (ASK) 为运力供给的代表指标, 旅客周转量 (RPK) 为需求的代表指标, 客座率是供需情况的代表指标。

从整体客座率来看, 2001 年至今, 中枢有 2 次抬高。2000-2003 年, 整体客座率基本在 65% 以下; 从 2004 年开始突破攀升, 2005-2009 年, 整体客座率在 70% 左右; 2010 年再次明显上升, 2010-2015 年, 整体客座率基本稳定在 80% 左右。

整体客座率中枢的抬高, 其中上升的关键年份, 基本是 RPK 增速明显超过 ASK 增速的时候, 意味着需求增速高于运力供给增速。近几年由于需求旺盛, RPK 增速与 ASK 增速的差值基本为正, 东航的客座率在高位保持稳定。

图表 22: 近年来公司整体 ASK 与 RPK 增速



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

图表 23: 公司整体客座率的中枢不断抬高



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

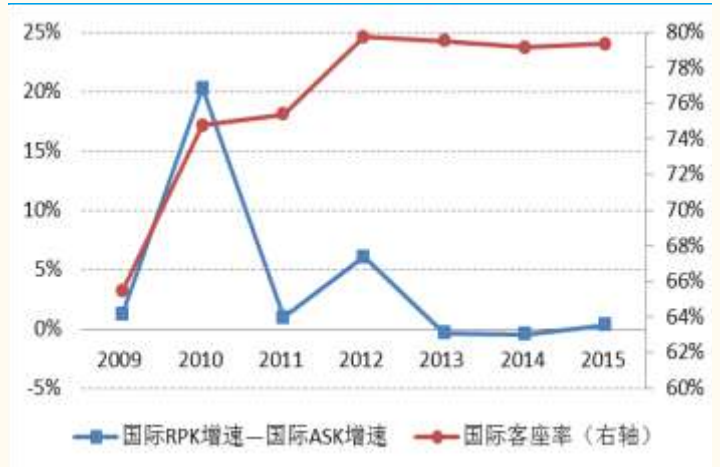
从国际航线的客座率来看，能看到与整体客座率中枢抬高的类似规律。

图表 24：近年来公司国际航线的 ASK 与 RPK 增速



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 25：公司国际航线的客座率稳定在高位



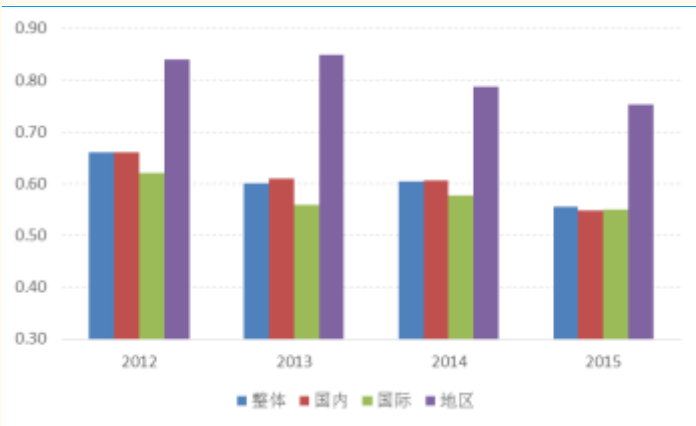
来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 客座率中枢的抬高，提升了公司稳定盈利的能力。在 2010 年以后，公司整体客座率达到 80%左右，进入稳定盈利阶段。虽然票价有所波动，例如 2010 运力大幅投放后，票价承受压力，客公里收益出现下滑，公司盈利在 2011-2013 年连续下滑，但始终处于盈利水平。客座率代表了产能利用率，飞机和座位的充分利用，不仅带来收入，也实现规模效应，摊薄成本，因此增强了航空公司的抗风险能力。
- 客公里收益方面，2012-2015 年，基本都呈现出下滑趋势。其中 2014 年，国际航线的客公里收益上升了 3.2%。

客公里收益主要与票价相关，票价下滑的趋势下，公司仍保持稳定盈利，主要得益于客座率维持高位。

2015 年，扣除燃油附加费的影响，公司国内航线客公里收益同比上升 1.7%，国际航线客公里收益同比下降 3.3%（反映了国际航线民航运力投放过快），整体客公里收益同比基本不变。

图表 26：公司近年来客公里收益情况（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：公司客公里收益情况（不含燃油附加费，元）



来源：公司公告，国金证券研究所

持续推进成本控制战略，仍有改善空间

- 公司围绕“打造世界一流、建设幸福东航”的发展愿景，深入推进“枢纽网络、成本控制、品牌经营、精细化管理、信息化”五大战略，加快实现向“航空服务集成商和现代物流服务商”转型。
- 公司持续改善成本结构。通过强化全面预算管理，严格控制各项成本支出；精简机队种类，优化机队结构与配置；不断降低人机比，严格控制人工成本；聚焦核心和关键市场，优化运力资源的布局结构。
- 2010 年东航与上航联合重组以来，公司大力整合资源，发挥协同效应。从销售毛利率和净利率来看，经营效果日趋良好，逐渐接近行业平均水平，结合销售费用率和管理费用率来看，成本仍有改善空间。

图表 28：四大航近年来销售毛利率情况



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 29：四大航近年来销售净利率情况



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 30：四大航近年来销售费用率情况



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 31：四大航近年来管理费用率情况



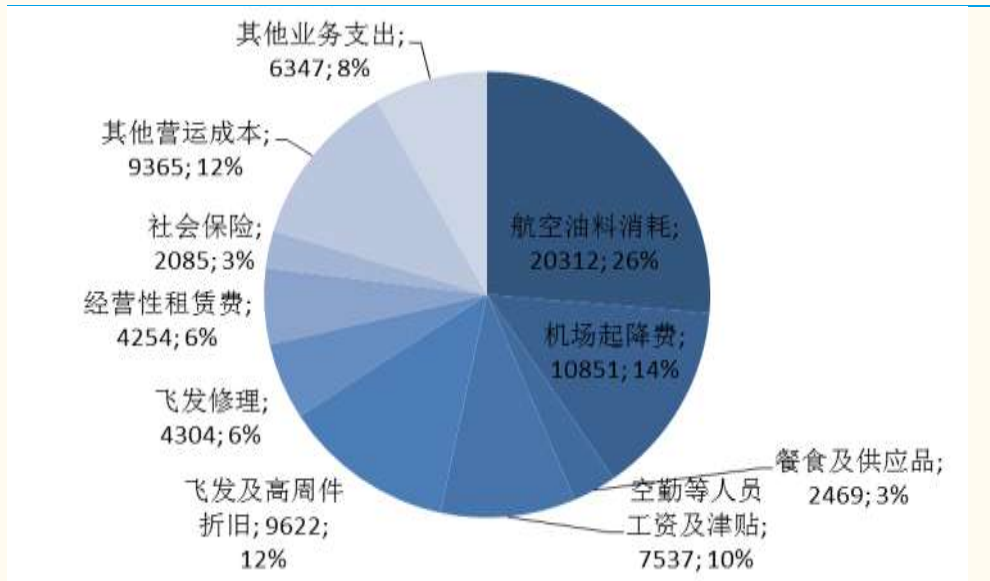
来源：公司公告，wind，国金证券研究所

油价低位助力业绩增长，汇率波动影响可控

- 从 2015 年成本构成来看，燃油成本大幅下降贡献业绩。公司 2015 年的燃油成本为 203 亿元，同比下降 32.8%，同比减少约 99 亿元，为业绩增长做出主要贡献。燃油成本的占比从 2014 年的 38% 下降到 2015 年的 26.3%。



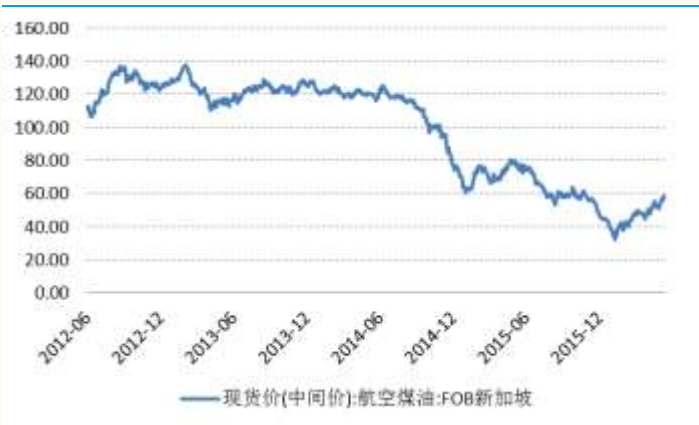
图表 32：公司 2015 年成本构成（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 近期国际油价有所反弹，但依然处于低位。一季度新加坡航空煤油均价同比下降约 38%，国内航空煤油出厂价同比下降约 35%。5 月 1 日，国内航油出厂价环比上升 2.5%，但同比依然下降 26.5%。进入第二季度，目前新加坡航空煤油均价同比下降约 31%。
- 今年油价均价大概率同比下降，低油价继续助力业绩增长。若考虑油价今年走势为先低后高，预计今年油价均价在 45-55 美元/桶之间，则同比依然下降约 10%-15%。

图表 33：新加坡航油价格（美元/桶）



来源：wind，国金证券研究所

图表 34：国内航空煤油出厂价（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

- 汇率波动影响可控，贬值幅度同比下降。2015 年人民币对美元贬值近 6%，三大航汇兑损失超过 150 亿元。一季度人民币对美元小幅升值 0.5%，进入二季度，目前人民币对美元小幅贬值 1.4%，汇率相对企稳。并且航空公司积极降低美元负债，预计汇兑损失同比将大幅下降。
- 东航积极降低美元负债，对汇率波动的敏感性下降。公司 2014 年美元负债占比为 81%，2015 年美元负债占比为 73%，而截止 2016 年 3 月底，美元债务在带息债务中的比例已降低至 50%，对汇率波动的敏感性大幅下降。按照 2015 年年底的情况，人民币每贬值 1%，东方航空减少 5.81 亿元净利润，而目前美元负债占比大幅降低，预计对净利润影响大幅下降。

图表 35: 美元兑人民币中间价



来源: wind, 国金证券研究所

### 关于票价、油价与汇率的敏感性分析

- 以 2015 年底情况分析, 如果美元兑人民币升值 1%, 公司净利润会减少 5.81 亿元, 而如果平均航油价格上升 5%, 公司航油成本将上升 10.16 亿元。公司 2015 年美元负债占比为 73%, 而 2016 年 3 月底该比例下降到 50%, 对汇率波动的敏感性有所下降, 预计人民币对美元贬值 1%, 公司净利润减少约 4.5 亿元。

### 国内票价和油价的敏感性分析

- 此情景的前提条件包括, 假设 2016 年公司的国际票价下滑约 6%, 人民币对美元贬值约 3%。若 2016 年国内票价与燃油成本同比均不变化, 公司净利润仍能实现近 30% 的增长, 主要来自汇兑损失同比改善的贡献。
- 2015 年, 由于油价大跌, 燃油附加费取消, 公司的国内票价同比下滑约 9.4%, 今年油价同比依然有较大降幅, 国内票价有下调空间, 考虑航空旺季即将到来, 以及上海迪斯尼开园, 能平滑航空淡季波动, 拉动客座率与存量票价, 预计国内票价同比数据大概率在-2%到 0%之间。
- 从净利润增速上来看, 假设全年油价均价同比下降 10%-15%之间, 国内票价同比下降不超过 3%, 公司净利润能达到 40% 以上的增长。

图表 36: 东方航空 2016 年国内票价和油价敏感性分析

| 净利润<br>(亿元) | 国内<br>票价<br>增长 | 燃油成本增长 |      |      |      |      |       |
|-------------|----------------|--------|------|------|------|------|-------|
|             |                | -3%    | -2%  | -1%  | 0%   | 1%   | 2%    |
| -15%        |                | 74.3   | 79.6 | 84.9 | 90.2 | 95.5 | 100.8 |
| -10%        |                | 64.1   | 69.4 | 74.8 | 80.1 | 85.4 | 90.7  |
| -5%         |                | 54.0   | 59.3 | 64.6 | 69.9 | 75.2 | 80.5  |
| 0%          |                | 43.8   | 49.1 | 54.4 | 59.8 | 65.1 | 70.4  |
| 5%          |                | 33.7   | 39.0 | 44.3 | 49.6 | 54.9 | 60.2  |
| 10%         |                | 23.5   | 28.8 | 34.1 | 39.4 | 44.8 | 50.1  |



| 净利润<br>增速<br>燃油成<br>本增长 | 国内<br>票价<br>增长 |      |      |      |      |      |      |
|-------------------------|----------------|------|------|------|------|------|------|
|                         |                | -3%  | -2%  | -1%  | 0%   | 1%   | 2%   |
| -15%                    |                | 61%  | 73%  | 84%  | 96%  | 107% | 119% |
| -10%                    |                | 39%  | 51%  | 62%  | 74%  | 85%  | 97%  |
| -5%                     |                | 17%  | 29%  | 40%  | 52%  | 63%  | 75%  |
| 0%                      |                | -5%  | 7%   | 18%  | 30%  | 41%  | 53%  |
| 5%                      |                | -27% | -15% | -4%  | 8%   | 19%  | 31%  |
| 10%                     |                | -49% | -37% | -26% | -14% | -3%  | 9%   |

来源：国金证券研究所

### 国际票价和油价的敏感性分析

- 此情景的前提条件包括，假设 2016 年公司的国内票价下滑约 3%，人民币对美元贬值约 3%。若 2016 年国际票价与燃油成本同比均不变化，公司净利润仍能实现近 32% 的增长，主要来自汇兑损失同比改善的贡献。
- 2015 年，公司的国际票价同比下滑约 4.7%，民航加大了国际航线运力供给。今年一季度四大航 ASK 同比增速为 15%，其中国内航线增速 8%，国际航线增速为 32%，并采用以价保量的策略，预计国际航线票价承压，全年同比数据大概率在-6%到-4%之间。

图表 37：东方航空 2016 年国际票价和油价敏感性分析

| 净利润<br>(亿元)<br>燃油成<br>本增长 | 国际<br>票价<br>增长 |      |      |      |      |      |       |
|---------------------------|----------------|------|------|------|------|------|-------|
|                           |                | -6%  | -4%  | -2%  | 0%   | 2%   | 4%    |
| -15%                      |                | 74.3 | 80.0 | 85.8 | 91.5 | 97.2 | 103.0 |
| -10%                      |                | 64.1 | 69.9 | 75.6 | 81.3 | 87.1 | 92.8  |
| -5%                       |                | 54.0 | 59.7 | 65.4 | 71.2 | 76.9 | 82.6  |
| 0%                        |                | 43.8 | 49.6 | 55.3 | 61.0 | 66.8 | 72.5  |
| 5%                        |                | 33.7 | 39.4 | 45.1 | 50.9 | 56.6 | 62.3  |
| 10%                       |                | 23.5 | 29.2 | 35.0 | 40.7 | 46.4 | 52.2  |
| 净利润<br>增速<br>燃油成<br>本增长   | 国际<br>票价<br>增长 |      |      |      |      |      |       |
|                           |                | -6%  | -4%  | -2%  | 0%   | 2%   | 4%    |
| -15%                      |                | 61%  | 74%  | 86%  | 99%  | 111% | 123%  |
| -10%                      |                | 39%  | 52%  | 64%  | 77%  | 89%  | 101%  |
| -5%                       |                | 17%  | 30%  | 42%  | 54%  | 67%  | 79%   |
| 0%                        |                | -5%  | 8%   | 20%  | 32%  | 45%  | 57%   |
| 5%                        |                | -27% | -14% | -2%  | 10%  | 23%  | 35%   |
| 10%                       |                | -49% | -37% | -24% | -12% | 1%   | 13%   |

来源：国金证券研究所

### 油价和汇率的敏感性分析

- 此情景的前提条件包括，假设 2016 年公司的国内票价下滑约 3%，国际票价下滑约 6%。可以看出，燃油成本变化 5%对净利润的影响，要比人民币对美元汇率变化 1%对净利润的影响大。

- 若 2016 年人民币对美元贬值 6%，燃油成本同比下降 15%，公司净利润能实现 17% 的增长。若 2016 年人民币对美元贬值 3%，燃油成本同比下降 15%，公司净利润能实现 39% 的增长。

图表 38：东方航空 2016 年油价和汇率敏感性分析

| 净利润<br>(亿元) | 人民币对<br>美元汇率<br>变化 |      |      |      |      |      |  |  |  |  |  |  |  |
|-------------|--------------------|------|------|------|------|------|--|--|--|--|--|--|--|
|             | -3%                | -2%  | -1%  | 0%   | 1%   | 2%   |  |  |  |  |  |  |  |
| 燃油成<br>本增长  |                    |      |      |      |      |      |  |  |  |  |  |  |  |
| -15%        | 64.2               | 67.5 | 70.9 | 74.3 | 77.7 | 81.0 |  |  |  |  |  |  |  |
| -10%        | 54.0               | 57.4 | 60.8 | 64.1 | 67.5 | 70.9 |  |  |  |  |  |  |  |
| -5%         | 43.9               | 47.2 | 50.6 | 54.0 | 57.4 | 60.7 |  |  |  |  |  |  |  |
| 0%          | 33.7               | 37.1 | 40.5 | 43.8 | 47.2 | 50.6 |  |  |  |  |  |  |  |
| 5%          | 23.5               | 26.9 | 30.3 | 33.7 | 37.0 | 40.4 |  |  |  |  |  |  |  |
| 10%         | 13.4               | 16.8 | 20.1 | 23.5 | 26.9 | 30.3 |  |  |  |  |  |  |  |
| 净利润<br>增速   |                    |      |      |      |      |      |  |  |  |  |  |  |  |
| 燃油成<br>本增长  |                    |      |      |      |      |      |  |  |  |  |  |  |  |
| -15%        | 39%                | 47%  | 54%  | 61%  | 69%  | 76%  |  |  |  |  |  |  |  |
| -10%        | 17%                | 25%  | 32%  | 39%  | 47%  | 54%  |  |  |  |  |  |  |  |
| -5%         | -5%                | 3%   | 10%  | 17%  | 24%  | 32%  |  |  |  |  |  |  |  |
| 0%          | -27%               | -20% | -12% | -5%  | 2%   | 10%  |  |  |  |  |  |  |  |
| 5%          | -49%               | -42% | -34% | -27% | -20% | -12% |  |  |  |  |  |  |  |
| 10%         | -71%               | -64% | -56% | -49% | -42% | -34% |  |  |  |  |  |  |  |

来源：国金证券研究所

### 盈利预测

- 飞机机队引进计划如期完成，ASK 增速与机队规模增速基本相当。
- 运力投放。假设 2016-2018 年，国内 ASK 同比增速均为 2%，地区 ASK 同比增速均为 5%，新增运力主要投往国际航线。
- 客座率。假设 2016-2018 年，由于受益迪斯尼，国内航线客座率小幅上升，由于国际航线运力投放较快，采取以价保量的策略，国际航线客座率先降后升。地区航线客座率平稳，微有下降。
- 客公里收益，与票价紧密相关。由于油价同比依然有较大降幅，运力投放较快，以价保量，尤其是国际航线，因此假设 2016-2018 年，客公里收益均小幅下滑，但降幅逐步收窄。
- 航油成本。假设 2016-2018 年的全年油价均价分别下滑 15%，上升 10%，上升 5%。

**图表 39: 东方航空盈利预测表**

| 单位: 百万            | 2013    | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>机队规模 (架)</b>   | 451     | 485     | 526     | 572     | 606     | 637     |
| 增速                |         | 7.5%    | 8.5%    | 8.7%    | 5.9%    | 5.1%    |
| <b>营业收入</b>       | 88,009  | 89,746  | 93,844  | 97,670  | 101,213 | 104,892 |
| 增速                |         | 2.0%    | 4.6%    | 4.1%    | 3.6%    | 3.6%    |
| <b>收入客公里 RPK</b>  | 120,461 | 127,750 | 146,342 | 158,771 | 168,203 | 177,056 |
| 国际航线              | 33,600  | 35,191  | 43,849  | 53,979  | 61,069  | 67,526  |
| 国内航线              | 82,812  | 88,192  | 98,304  | 100,393 | 102,527 | 104,706 |
| 港澳台地区             | 4,049   | 4,367   | 4,189   | 4,399   | 4,607   | 4,824   |
| <b>可用座位公里 ASK</b> | 152,075 | 160,585 | 181,793 | 197,691 | 209,442 | 219,914 |
| 增速                |         | 5.6%    | 13.2%   | 8.7%    | 5.9%    | 5.0%    |
| 国际航线              | 42,181  | 44,445  | 55,265  | 68,467  | 77,460  | 85,110  |
| 增速                |         | 5.4%    | 24.3%   | 23.9%   | 13.1%   | 9.9%    |
| 国内航线              | 104,459 | 110,381 | 121,019 | 123,439 | 125,908 | 128,426 |
| 增速                |         | 5.7%    | 9.6%    | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    |
| 港澳台航线             | 5,435   | 5,759   | 5,509   | 5,785   | 6,074   | 6,378   |
| 增速                |         | 6.0%    | -4.3%   | 5.0%    | 5.0%    | 5.0%    |
| <b>客座率</b>        | 79.2%   | 79.6%   | 80.5%   | 80.3%   | 80.3%   | 80.5%   |
| 国际航线              | 79.7%   | 79.2%   | 79.3%   | 78.8%   | 78.8%   | 79.3%   |
| 国内航线              | 79.3%   | 79.9%   | 81.2%   | 81.3%   | 81.4%   | 81.5%   |
| 香港及澳门航线           | 74.5%   | 75.8%   | 76.0%   | 76.0%   | 75.8%   | 75.6%   |
| <b>营业成本</b>       | 80,339  | 79,645  | 77,146  | 79,856  | 85,152  | 89,389  |
| 增速                |         | -0.9%   | -3.1%   | 3.5%    | 6.6%    | 5.0%    |
| 其中: 航油成本          | 30,681  | 30,238  | 20,312  | 17,978  | 20,557  | 22,396  |
| 增速                |         | -1.4%   | -32.8%  | -11.5%  | 14.3%   | 8.9%    |
| <b>毛利</b>         | 7,670   | 10,101  | 16,698  | 17,815  | 16,061  | 15,504  |
| 毛利率               | 8.7%    | 11.3%   | 17.8%   | 18.2%   | 15.9%   | 14.8%   |
| 增长率               |         | 31.7%   | 65.3%   | 6.7%    | -9.8%   | -3.5%   |
| <b>净利润</b>        | 2,461   | 3,478   | 4,608   | 6,718   | 7,631   | 8,036   |
| 销售净利率             | 2.8%    | 3.9%    | 4.9%    | 6.9%    | 7.5%    | 7.7%    |
| 增长率               |         | 41.3%   | 32.5%   | 45.8%   | 13.6%   | 5.3%    |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |                |                |                |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |                |                |                |                |                |                |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                       | 2013           | 2014           | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |                 | 2013           | 2014           | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
| 主营业务收入                | 88,105         | 89,818         | 93,921         | 97,670         | 101,213        | 104,892        | 货币资金            | 2,378          | 1,393          | 9,115          | 9,369          | 11,390         | 16,145         |
| 增长率                   |                | 1.9%           | 4.6%           | 4.0%           | 3.6%           | 3.6%           | 应收款项            | 5,631          | 7,027          | 7,748          | 8,295          | 8,596          | 8,909          |
| 主营业务成本                | -80,350        | -79,656        | -77,156        | -79,856        | -85,152        | -89,389        | 存货              | 2,305          | 2,259          | 2,056          | 2,188          | 2,333          | 2,449          |
| %销售收入                 | 91.2%          | 88.7%          | 82.1%          | 81.8%          | 84.1%          | 85.2%          | 其他流动资产          | 2,296          | 7,564          | 4,159          | 4,299          | 4,452          | 4,594          |
| 毛利                    | 7,756          | 10,162         | 16,765         | 17,815         | 16,061         | 15,504         | 流动资产            | 12,610         | 18,243         | 23,078         | 24,151         | 26,771         | 32,097         |
| %销售收入                 | 8.8%           | 11.3%          | 17.9%          | 18.2%          | 15.9%          | 14.8%          | %总资产            | 9.2%           | 11.2%          | 11.8%          | 11.9%          | 12.4%          | 13.8%          |
| 营业税金及附加               | -306           | -107           | -178           | -195           | -202           | -210           | 长期投资            | 1,908          | 2,024          | 2,807          | 2,807          | 2,807          | 2,807          |
| %销售收入                 | 0.3%           | 0.1%           | 0.2%           | 0.2%           | 0.2%           | 0.2%           | 固定资产            | 109,029        | 129,654        | 154,408        | 161,294        | 171,779        | 182,585        |
| 营业费用                  | -5,910         | -5,788         | -6,136         | -6,349         | -6,478         | -6,608         | %总资产            | 79.1%          | 79.3%          | 78.9%          | 79.3%          | 79.3%          | 78.4%          |
| %销售收入                 | 6.7%           | 6.4%           | 6.5%           | 6.5%           | 6.4%           | 6.3%           | 无形资产            | 12,741         | 12,808         | 13,278         | 13,501         | 13,623         | 13,743         |
| 管理费用                  | -2,839         | -2,451         | -2,914         | -3,028         | -2,935         | -2,937         | 非流动资产           | 125,167        | 145,299        | 172,631        | 179,301        | 189,930        | 200,874        |
| %销售收入                 | 3.2%           | 2.7%           | 3.1%           | 3.1%           | 2.9%           | 2.8%           | %总资产            | 90.8%          | 88.8%          | 88.2%          | 88.1%          | 87.6%          | 86.2%          |
| 息税前利润 (EBIT)          | -1,299         | 1,816          | 7,537          | 8,243          | 6,446          | 5,749          | <b>资产总计</b>     | <b>137,777</b> | <b>163,542</b> | <b>195,709</b> | <b>203,452</b> | <b>216,701</b> | <b>232,971</b> |
| %销售收入                 | n.a            | 2.0%           | 8.0%           | 8.4%           | 6.4%           | 5.5%           | 短期借款            | 24,291         | 31,334         | 30,855         | 25,000         | 26,000         | 27,000         |
| 财务费用                  | 440            | -2,286         | -7,269         | -3,445         | -2,814         | -2,313         | 应付款项            | 15,232         | 15,004         | 15,734         | 15,683         | 16,664         | 17,463         |
| %销售收入                 | -0.5%          | 2.5%           | 7.7%           | 3.5%           | 2.8%           | 2.2%           | 其他流动负债          | 13,558         | 14,789         | 27,795         | 28,946         | 30,282         | 31,567         |
| 资产减值损失                | -184           | -22            | -228           | 0              | 0              | 0              | 流动负债            | 53,082         | 61,127         | 74,384         | 69,629         | 72,946         | 76,030         |
| 公允价值变动收益              | 18             | 11             | 6              | 0              | 0              | 0              | 长期贷款            | 20,330         | 20,228         | 20,408         | 20,408         | 20,408         | 20,408         |
| 投资收益                  | 68             | 142            | 239            | 200            | 180            | 160            | 其他长期负债          | 38,074         | 52,700         | 63,266         | 66,090         | 68,090         | 73,090         |
| %税前利润                 | 3.0%           | 3.4%           | 4.2%           | 2.5%           | 2.0%           | 1.8%           | <b>负债</b>       | <b>111,486</b> | <b>134,055</b> | <b>158,058</b> | <b>156,127</b> | <b>161,444</b> | <b>169,528</b> |
| 营业利润                  | -956           | -339           | 285            | 4,998          | 3,812          | 3,596          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>24,617</b>  | <b>27,696</b>  | <b>35,137</b>  | <b>44,411</b>  | <b>52,042</b>  | <b>60,079</b>  |
| 营业利润率                 | n.a            | n.a            | 0.3%           | 5.1%           | 3.8%           | 3.4%           | 少数股东权益          | 1,674          | 1,791          | 2,514          | 2,914          | 3,214          | 3,364          |
| 营业外收支                 | 3,262          | 4,520          | 5,453          | 3,000          | 5,000          | 5,500          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>137,777</b> | <b>163,542</b> | <b>195,709</b> | <b>203,452</b> | <b>216,701</b> | <b>232,971</b> |
| 税前利润                  | 2,306          | 4,181          | 5,738          | 7,998          | 8,812          | 9,096          | <b>比率分析</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 利润率                   | 2.6%           | 4.7%           | 6.1%           | 8.2%           | 8.7%           | 8.7%           |                 | 2013           | 2014           | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
| 所得税                   | -124           | -573           | -624           | -880           | -881           | -910           | <b>每股指标</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 所得税率                  | 5.4%           | 13.7%          | 10.9%          | 11.0%          | 10.0%          | 10.0%          | 每股收益            | 0.194          | 0.274          | 0.351          | 0.511          | 0.581          | 0.612          |
| 净利润                   | 2,181          | 3,608          | 5,114          | 7,118          | 7,931          | 8,186          | 每股净资产           | 1.942          | 2.185          | 2.674          | 3.380          | 3.961          | 4.572          |
| 少数股东损益                | -280           | 130            | 506            | 400            | 300            | 150            | 每股经营现金净流        | 0.850          | 0.967          | 1.851          | 1.446          | 1.523          | 1.584          |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>2,461</b>   | <b>3,478</b>   | <b>4,608</b>   | <b>6,718</b>   | <b>7,631</b>   | <b>8,036</b>   | 每股股利            | 0.000          | 0.000          | 0.000          | 0.000          | 0.000          | 0.000          |
| 净利率                   | 2.8%           | 3.9%           | 4.9%           | 6.9%           | 7.5%           | 7.7%           | <b>回报率</b>      |                |                |                |                |                |                |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |                |                |                |                |                |                | 净资产收益率          | 10.00%         | 12.56%         | 13.11%         | 15.13%         | 14.66%         | 13.38%         |
|                       | 2013           | 2014           | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 总资产收益率          | 1.79%          | 2.13%          | 2.35%          | 3.30%          | 3.52%          | 3.45%          |
| 净利润                   | 2,096          | 3,547          | 5,047          | 7,118          | 7,931          | 8,186          | 投入资本收益率         | -1.58%         | 1.72%          | 6.92%          | 7.28%          | 5.29%          | 4.35%          |
| 少数股东损益                | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | <b>增长率</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 非现金支出                 | 8,897          | 9,757          | 11,079         | 11,188         | 12,592         | 14,275         | 主营业务收入增长率       | 2.96%          | 1.94%          | 4.57%          | 3.99%          | 3.63%          | 3.64%          |
| 非经营收益                 | -978           | 1,738          | 6,752          | 418            | -2,231         | -3,161         | EBIT 增长率        | N/A            | -239.80%       | 314.99%        | 9.37%          | -21.80%        | -10.81%        |
| 营运资金变动                | 987            | -2,790         | 1,443          | 281            | 1,718          | 1,513          | 净利润增长率          | -28.25%        | 41.33%         | 32.48%         | 45.80%         | 13.58%         | 5.31%          |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>11,002</b>  | <b>12,252</b>  | <b>24,321</b>  | <b>19,006</b>  | <b>20,010</b>  | <b>20,814</b>  | 总资产增长率          | 13.90%         | 18.70%         | 19.67%         | 3.96%          | 6.51%          | 7.51%          |
| 资本开支                  | -18,527        | -23,927        | -28,005        | -14,901        | -18,200        | -19,700        | <b>资产管理能力</b>   |                |                |                |                |                |                |
| 投资                    | -283           | -84            | -329           | 0              | 0              | 0              | 应收账款周转天数        | 13.4           | 15.0           | 13.1           | 12.0           | 12.0           | 12.0           |
| 其他                    | 1,783          | -22            | 534            | 200            | 180            | 160            | 存货周转天数          | 10.0           | 10.5           | 10.2           | 10.0           | 10.0           | 10.0           |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-17,028</b> | <b>-24,033</b> | <b>-27,800</b> | <b>-14,701</b> | <b>-18,020</b> | <b>-19,540</b> | 应付账款周转天数        | 53.1           | 54.3           | 49.6           | 45.0           | 45.0           | 45.0           |
| 股权募资                  | 3,978          | 0              | 2,855          | 0              | 0              | 0              | 固定资产周转天数        | 375.7          | 436.0          | 510.8          | 505.7          | 515.0          | 524.1          |
| 债权募资                  | 5,962          | 16,374         | 17,681         | -3,023         | 3,000          | 6,000          | <b>偿债能力</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 其他                    | -4,236         | -5,277         | -9,336         | -1,027         | -2,969         | -2,519         | 净负债/股东权益        | 187.25%        | 205.02%        | 133.43%        | 93.24%         | 78.01%         | 62.03%         |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>5,704</b>   | <b>11,097</b>  | <b>11,200</b>  | <b>-4,050</b>  | <b>31</b>      | <b>3,481</b>   | EBIT 利息保障倍数     | 3.0            | 0.8            | 1.0            | 2.4            | 2.3            | 2.5            |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-321</b>    | <b>-684</b>    | <b>7,721</b>   | <b>254</b>     | <b>2,021</b>   | <b>4,755</b>   | 资产负债率           | 80.92%         | 81.97%         | 80.76%         | 76.74%         | 74.50%         | 72.77%         |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2014-09-01 | 增持 | 2.61  | N/A         |
| 2  | 2015-03-30 | 增持 | 7.04  | N/A         |
| 3  | 2015-04-30 | 买入 | 8.47  | 11.00~13.00 |
| 4  | 2015-07-28 | 买入 | 11.99 | N/A         |
| 5  | 2015-08-17 | 增持 | 10.89 | 10.30~13.50 |
| 6  | 2016-03-31 | 增持 | 6.11  | N/A         |
| 7  | 2016-04-14 | 增持 | 6.09  | N/A         |
| 8  | 2016-04-21 | 增持 | 6.62  | N/A         |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD