

交通运输

2017年03月31日

东方航空 (600115)

——牵手携程布局航旅产业，民航混改试点效应显著

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2017年03月30日

收盘价(元)	7.04
一年内最高/最低(元)	7.75/5.98
市净率	2.2
息率(分红/股价)	0.72
流通A股市值(百万元)	59707
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	3.26
资产负债率%	76.15
总股本/流通A股(百万)	14468/8481
流通B股/H股(百万)	-/4659

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东方航空(600115)点评：供需关系维持稳定，业绩增速符合预期》 2016/10/28
 《东方航空(600115)点评：业绩增速低于预期，负债结构优化显著》 2016/08/31

证券分析师

陆达 A0230516070002
 luda@swsresearch.com

研究支持

罗江南 A0230115090002
 luojn@swsresearch.com

联系人

罗江南
 (8621)23297818×7469
 luojn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **净利润同比下滑 0.73%，低于此前预期。**2016 年东方航空实现营业收入 985.6 亿元，同比增长 5.03%；营业成本 825.9 亿元，同比增长 7.05%，归属上市公司股东净利润 45.08 亿元，同比下滑 0.73%；扣非净利润 34 亿元，同比增长 6.52%，低于此前预期值 70.12 亿元。业绩不达预期主要系报告期内人民币贬值幅度超出我们此前测算。但是报告期内扣非净利润仍然增长 6.52%，主要系航油成本下降及汇兑损失减少所致。报告期内公司航油成本占营业成本比重 23.76%，是运营成本中占比最大的部分，得益于平均油价同比下降 13.62%，公司航油成本支出极大降低，而公司代理政策变化带来销售费用同比减少 7.22%，此外，公司为应对汇率波动，大幅减少美元负债，2016 年末美元负债 528.66 亿元，减少 344.19 亿，降幅 39.43%，从而本年汇兑损失为 35.43 亿元，同比减少 28.96%，汇损减少显著贡献业绩。
- **运力投放较为激进，票价降幅高于行业。**1) 客运业务：客运业务作为公司最主要的业务，2016 年 ASK 2062 亿座公里，同比增长 13.5%，主要系国际 ASK 同比增长 28.8%。2016 年 RPK 1675 亿座公里，同比增长 14.5%，其中国内 RPK 同比增长 8.2%，国际 RPK 同比增长 29.6%，公司供需关系维持稳定，2016 年公司客座率 81.23%，较上年增长 0.73 个百分点，其中国内航线客座率 82.16%，较上年增加 0.93 个百分点，国际航线客座率 79.83%，较上年增长 0.49 个百分点。客运人公里收益 0.52 元，同比下降 7.37%，其中国内 0.53 元，同比下降 3.10%，国际 0.47 元，同比下降 14.88%。2) 货运业务：2016 年 ARK 280 亿吨公里，同比增长 11.1%，其中国内国际分别增长 4.9%、19.3%；RTK197 亿吨公里，同比增长 10.6%，其中国内国际同比增长 7.6%、15.0%。
- **牵手携程布局航旅产业，混改示范作用显著。**2016 年 4 月，东航与携程达成战略合作，携程承诺出资 30 亿参与东航定增，并在满足一定持股比例和特定条件后可提名一名候选人担任东航董事会观察员或董事。我们认为，引入携程后有助于东航布局航旅产业，通过实现航空与旅游产业链的融合提高双方在各自行业的竞争力，同时在股权及资本市场等多方面也可以进行合作。近年来，混改呼声日益高涨，其中航空、铁路行业被李克强总理特别点名，携程的入驻不仅推进公司股权多元化，实现东航混改落地，更是为原本管理机制僵化的国企带来了活力，我们认为携程未来参与东航经营与决策有助于提高其管理效率，从而拉动业绩提升。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**我们认为，由于基地机场时刻释放不达预期导致的整体票价下行不会长期持续，且随着东航混改落地，其与携程后续的合作有望提振公司业绩和经营效率。我们维持盈利预测和评级，预计 2017-2019 年净利润为 83.23 亿元、94.71 亿元与 103.48 亿元，EPS 为 0.58 元、0.65 元和 0.72 元，对应当前股价 PE 为 12.24、10.75 和 9.84 倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,844	98,560	102,474	111,073	120,009
同比增长率(%)	4.57	5.03	3.97	8.39	8.05
净利润(百万元)	4,541	4,508	8,323	9,471	10,348
同比增长率(%)	32.89	-0.73	84.63	13.79	9.26
每股收益(元/股)	0.35	0.31	0.58	0.65	0.72
毛利率(%)	17.8	16.2	17.1	17.6	17.7
ROE(%)	12.9	9.6	14.3	14.0	13.2
市盈率	20	23	12	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以每股收益，“增长率”是指本报告所属年度公司所有口径 ROE

表：盈利预测表

(单位：百万元，元/股)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	89,746	93,844	98,560	102,474	111,073	120,009
二、营业总成本	90,299	93,871	97,958	95,448	102,584	110,218
其中：营业成本	79,645	77,146	82,587	84,978	91,480	98,813
营业税金及附加	107	178	237	246	267	289
销售费用	5,788	6,136	5,693	6,148	6,553	6,961
管理费用	2,451	2,914	3,019	3,139	3,402	3,676
财务费用	2,286	7,269	6,393	1,388	854	451
资产减值损失	22	228	29	(452)	27	29
加：公允价值变动收益	11	6	2	0	0	0
投资收益	142	239	322	0	0	0
三、营业利润	(400)	218	926	7,027	8,490	9,792
加：营业外收入	4,609	5,486	5,687	5,261	5,478	5,475
减：营业外支出	89	33	106	76	72	85
四、利润总额	4,120	5,671	6,507	12,211	13,896	15,182
减：所得税	573	624	1,542	3,044	3,464	3,785
五、净利润	3,547	5,047	4,965	9,167	10,431	11,397
少数股东损益	130	506	457	844	960	1,049
归属于母公司所有者的净利润	3,417	4,541	4,508	8,323	9,471	10,348
六、全面摊薄每股收益	0.27	0.36	0.33	0.58	0.65	0.72

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。