

东方航空 A

汇兑损失拖累业绩

1 季度业绩回顾：业绩亏损约 2.1 亿元，EPS -0.02 元

1 季度，公司营业收入 218 亿元，同比增长 4.6%；利润总额、归属母公司净利润分别为-1.8/-2.1 亿元（去年同期为-1.4/-1.3 亿元）。EPS 为- 0.02 元。

1 季度业绩分析：我们预计公司主业减亏，汇兑损失拖累业绩

我们测算：Q1 公司票价转为同比正增长约 2%，其中国内净票价同比增长约 2%，国际票价增幅好于国内；主业利润约为-6.2 亿元(13 年同期-9.8 亿元)。我们分析主业减亏主要源于：1)运力投放的有效控制，昆明市场企稳，国内净票价转为同比正增长；2)中日旅游市场低基数反弹，日本线回暖，加之台湾等高收益市场运力增投，提振国际票价；3)国内航油出厂价同比-6.2%，考虑到运力投放明显放缓，我们预计航油成本同比持平或略降。我们认为业绩亏损主要源于 Q1 人民币兑美元贬值 0.87%，导致汇兑损失大幅增加所致。

2014 年展望：预计票价难有明显改善，关注汇兑风险

我们预计：14 年公司运力增长 8-9%，旅客量增幅约 10%，客座率有望企稳回升，但由于商务客仍难有回升，加之高铁的影响，我们预计，公司票价难有明显改善，将同比持平或略有上升；14 年货运或将和 13 年一样疲软。瑞银宏观团队预计 14 年人民币升值趋势或明显放缓，汇兑收益或下滑。

估值：下调盈利预测，下调目标价至 2 元，维持“卖出”评级

我们测算 13 年汇兑收益占比净利润约 65%，宏观团队预计 14 年人民币升值放缓，我们 2014-16 年 EPS 预测由 0.23/0.31/0.38 元下调至 0.13/0.2/0.27 元(扣非后由 0.23/0.31/0.38 元下调至 0.13/0.2/0.27 元，暂不考虑迪斯尼影响)。考虑到 14 年起主业利润有望转为同比增长，同时参考亚洲上市航空公司平均估值，我们给予 14 年 15 倍 PE，目标价由 2.43 元下调至 2 元。

Equities

中国

航空公司

12 个月评级	卖出
	保持不变
12 个月目标价	Rmb2.00
	之前: Rmb2.43
股价	Rmb2.37
路透代码: 600115.SS 彭博代码 600115 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb3.43-2.32
市值	Rmb28.2 十亿/US\$4.50 十亿
已发行股本	8,481 百万 (ORDA)
流通股比例	24%
日均成交量(千股)	11,513
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb29.2
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb26.3 十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
净债务 / EBITDA	10.3x
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.23 0.13 -42.62 0.24
12/15E	0.31 0.20 -34.59 0.28
12/16E	0.38 0.27 -27.61 0.31

陈欣

分析师

S1460511050002

xin.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8864

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	83,975	85,569	88,009	94,415	104,321	116,052	128,196	141,333
息税前利润(UBS)	3,741	2,012	(1,384)	(226)	2,456	3,446	4,918	6,035
净利润 (UBS)	3,110	3,291	667	1,637	2,570	3,477	4,344	4,959
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.28	0.29	0.06	0.13	0.20	0.27	0.34	0.39
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金 / (净债务)	(59,804)	(63,660)	(72,956)	(81,598)	(89,556)	(94,384)	(95,337)	(95,515)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.5	2.4	-1.6	-0.2	2.4	3.0	3.8	4.3
ROIC (EBIT) (%)	4.9	2.4	(1.5)	(0.2)	2.2	2.8	3.8	4.5
EV/EBITDA(core)x	9.6	10.4	15.5	12.3	9.1	8.3	7.7	6.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	19.9	13.0	54.0	18.4	11.7	8.6	6.9	6.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	25.8	34.1	32.2	(26.1)	(22.2)	(9.7)	4.8	7.7
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 04 月 30 日 19 时 26 分的股价(Rmb2.37)得出。

投资主题

东方航空 A

投资理由

我们认为，1) 国内，若中国经济持续温和复苏，加之 2015 年上海迪斯尼开园，客运需求有望提升；2) 国际，中日航线占比主业利润保持在 1/3 以上，我们认为中日间团体客尚无恢复迹象，旅游市场前景堪忧，或继续拖累主营利润。参考外部因素：瑞银石化团队预计中长期国际油价或稳中有降，但瑞银宏观团队预计人民币升值趋势放缓，汇兑收益或缩水。站在目前时点，基于国内净票价同比下降、日本航线盈利前景尚不明朗，我们维持“卖出”评级。瑞银 2014-16 年 EPS 预测为 0.13/0.2/0.27 元，市场一致预期为 0.2/0.25/0.26 元。

乐观情景

如果 2014-15 年宏观经济持续转暖，欧美经济明显回升，中日关系改善，公司所在华东地区商务客出行明显上升，我们假设，2014/15 年国内客公里收益各同比增长 2%/3.5%，国际客公里收益各同比增长 3%/3.5%，则每股估值可能达到 2.72 元。

悲观情景

反之，我们假设 2014/15 年国内客公里收益各同比增长 -2%/-0.5%，国际客公里收益各同比增长 -1%/-0.5%，则每股估值可能跌至 1.7 元。

近期催化剂

国内 RPK 两位数增长、国内票价同比由负转正。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb2.00

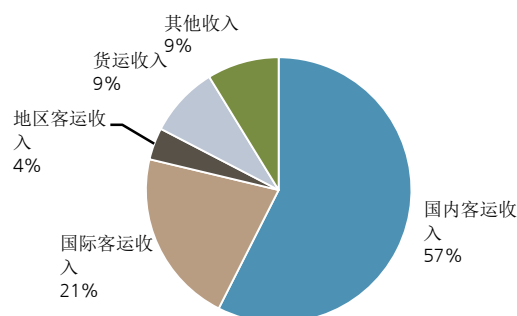
公司简介

东方航空是中国三大航空公司中机队规模最小的。公司以上海为航空枢纽中心，目前经营超过 400 架宽体和窄体飞机，其中包括大量的专用运输机。2012 年公司国际客运业务占东方航空营业收入的 20% 左右，货运业务占约 10%。东方航空 2002 年收购了西北航空、云南航空和武汉航空，09 年和上海航空合并。公司目前持有中国货运航空 70% 的股份。

行业展望

航空运输业消费属性鲜明，与宏观经济息息相关。2012 年我国人均乘机次数仅 0.24 次，较美国 2.35、英国 1.82 等仍有可观上升空间。我们认为若国内外经济持续好转，则国内商务客有望回暖，加之出境游持续升温，行业盈利前景有望逐步改善。

收入按业务分布，2013 (%)



数据来源：公司公告

各类业务的单位收益指标

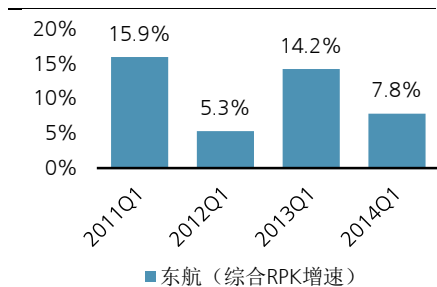
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客运(元/客公里)	0.66	0.60	0.60	0.60	0.59
其中：国内	0.69	0.61	0.61	0.61	0.60
国际	0.55	0.56	0.56	0.56	0.55
货运(元/吨公里)	0.81	0.86	0.85	0.86	0.86

来源：公司公告、瑞银证券估算

1 季度运营情况回顾：需求仅个位数增长

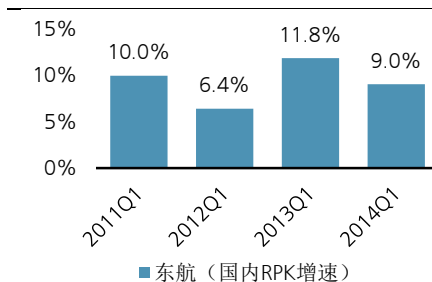
1 季度公司 RPK 累计同比增长 7.8%，其中国内、国际各同比增长 9%、5%，均缓于去年，我们认为主要源于运力投放增速放缓。公司客座率同比提升 0.8ppt 至 80.5%，主要得益于国内客座率同比提升 1.2ppt 至 81%；国际客座率 79.8%，同比略降 0.4%。

图表 1: 1 季度公司 RPK 同比+7.8%



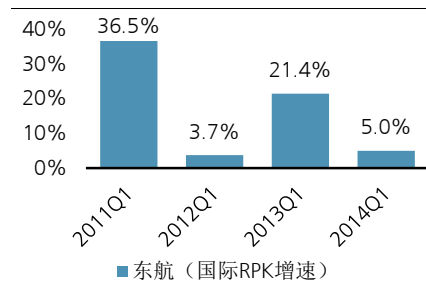
来源: 公司公告

图表 2: 1 季度国内 RPK 同比+9%



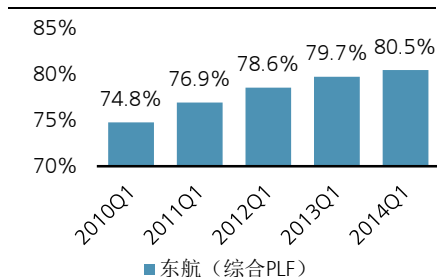
来源: 公司公告

图表 3: 1 季度国际 RPK 同比+5%



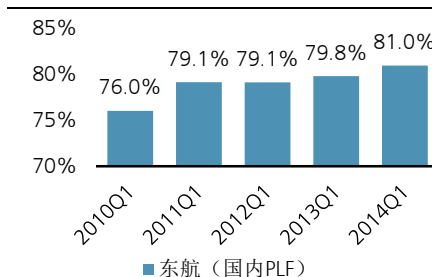
来源: 公司公告

图表 4: 1 季度公司客座率 80.5%



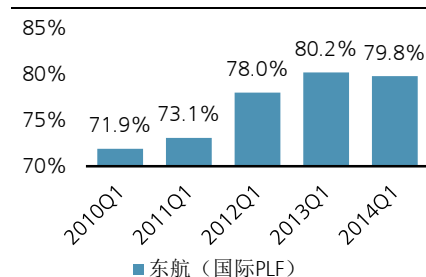
来源: 公司公告

图表 5: 1 季度国内客座率 81%



来源: 公司公告

图表 6: 1 季度国际客座率 79.8%

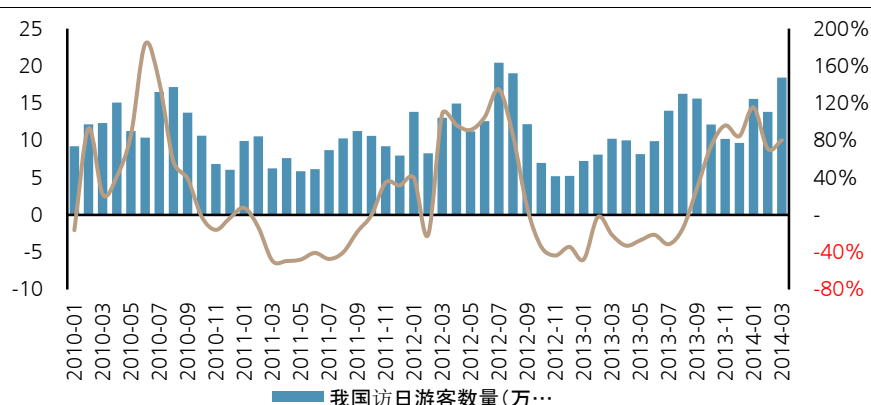


来源: 公司公告

日本：低基数基础上大幅反弹，受地缘政治影响盈利前景仍不明朗

1 季度，我国访日游客在去年低基数基础上大幅反弹，累计同比增长 87.2%。日本市场受中日地缘政治影响较大，我们对该市场今年盈利前景保持谨慎态度。

图表 7: 我国访日游客数量及其同比增速



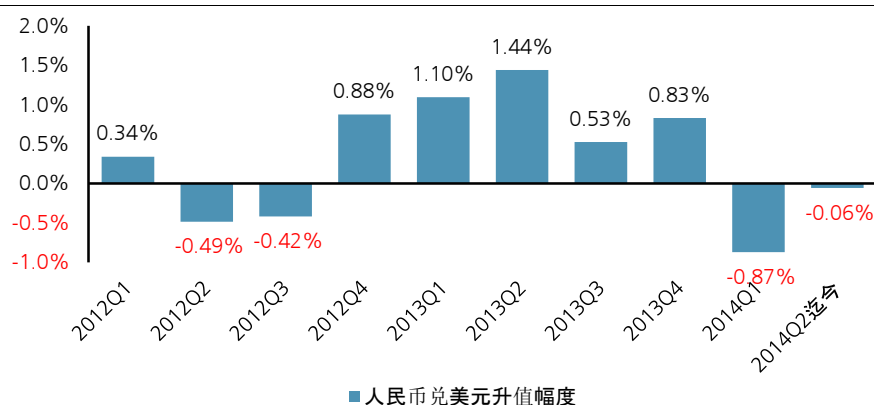
来源: 日本国家旅游局

1 季度业绩分析: 我们预计公司主业减亏, 汇兑损失拖累业绩

我们测算, 1 季度公司票价转为同比正增长约 2%, 其中国内净票价同比增长约 2%, 国际票价增幅好于国内; 主业利润约为-6.2 亿元(2013 年同期为-9.8 亿元)。我们预计, 主业减亏主要源于: 1) 运力投放的有效控制, 昆明市场企稳, 国内净票价转为同比正增长; 2) 中日旅游市场低基数反弹, 日本线回暖, 加之台湾等高收益市场运力增投, 提振国际票价; 3) 国内航油出厂价同比降 6.2%, 考虑到公司运力投放明显放缓, 我们预计航油成本同比持平或略有下降。

1 季度业绩亏损主要源于: 根据人行中间价, 人民币兑美元贬值 0.87% (2013Q1 为升值 1.01%), 导致汇兑损失大幅增加; 我们测算, 1 季度汇兑损失或达 8~9 亿元(2013Q1 为汇兑收益)。

图表 8: 1 季度人民币兑美元贬值 0.87%



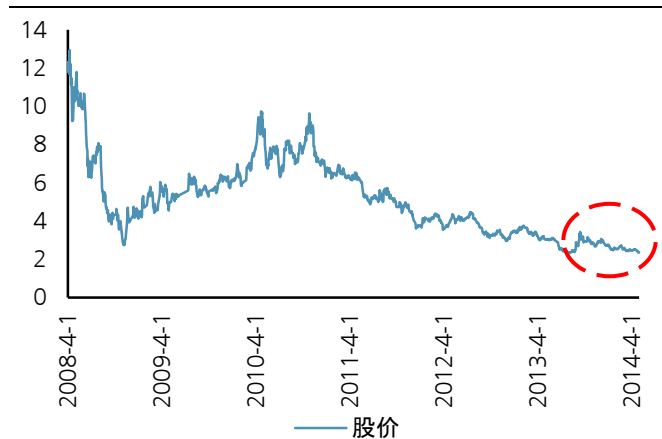
来源: 中国人民银行 (更新于 2014 年 4 月 29 日)

估值: 下调盈利预测, 下调目标价至 2 元, 维持“卖出”评级

我们测算, 13 年汇兑收益占比净利润约 65%; 考虑到 2014 年以来人民币兑美元大幅贬值, 累计贬值幅度达 0.97%, 瑞银宏观团队预计 14 年人民币兑

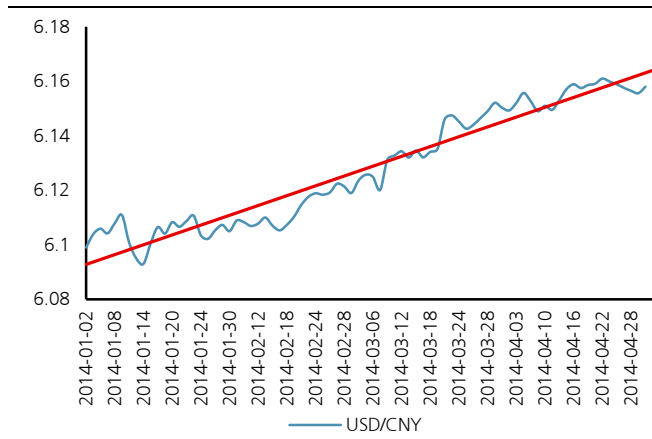
美元升值幅度或明显小于 13 年，若暂不考虑迪斯尼影响，我们 2014-2016 年 EPS 预测由 0.23/0.31/0.38 元下调至 0.13/0.2/0.27 元（扣非后 EPS 预测由 0.23/0.31/0.38 元下调至 0.13/0.2/0.27 元）。考虑到 2014 年起公司主业利润有望转为同比增长，同时参考亚洲上市航空公司平均估值水平，我们给予公司 2014 年 15 倍 PE，目标价由 2.43 元下调至 2 元，维持“卖出”评级。

图表 9: 2008 年迄今公司股价走势



来源: 彭博

图表 10: 今年以来人民币兑美元持续贬值



来源: 中国人民银行

图表 11: 亚洲航空公司估值比较

名称	收盘价	PE			PB			EV/EBITDA		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
国泰航空	14.6	20.4	12.9	9.5	1.0	0.9	0.8	8.6	7.2	6.1
东方航空 H	2.4	10.2	7.0	6.5	0.8	0.7	0.7	8.5	7.6	7.5
南方航空 H	2.3	10.3	5.8	4.6	0.5	0.5	0.5	7.6	6.6	6.0
中国国航 H	4.4	11.1	8.4	7.3	0.8	0.7	0.7	7.9	7.0	6.6
印尼鹰航	461.0	39.9	10.0	4.4	0.8	0.7	0.8	7.8	5.6	5.8
全日空	223.0	24.8	18.9	NA	1.0	0.9	NA	5.7	5.2	NA
亚洲航空	2.2	8.9	7.6	6.4	1.1	1.0	0.9	8.3	7.6	7.0
新加坡航空	10.4	25.4	17.4	14.0	0.9	0.9	0.9	4.1	3.5	3.4
长荣航	15.3	16.1	14.8	15.9	1.3	1.3	NA	NA	NA	NA
华航	10.1	16.3	22.0	18.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
泰国国际航空	13.0	NA	15.8	6.3	0.5	0.5	0.5	9.4	7.1	5.8
中国国航 A	3.31	9.4	11.7	9.3	0.8	0.8	0.7	7.5	7.9	7.2
东方航空 A	2.37	11.6	8.2	7.0	1.1	1.0	0.9	8.1	7.0	6.2
南方航空 A	2.40	12.3	8.4	6.3	0.8	0.7	0.8	7.5	6.6	5.8
亚洲平均	54.77	16.7	12.1	8.9	0.9	0.8	0.7	7.6	6.6	6.1

来源: 彭博 (更新与 2014 年 4 月 30 日)

东方航空 A (600115.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	83,975	85,569	88,009	94,415	7.3	104,321	10.5	116,052	128,196	141,333
毛利	11,724	10,199	7,364	8,937	21.4	12,385	38.6	14,204	16,576	18,669
息税折旧摊销前利润(UBS)	10,707	8,783	6,086	7,941	30.5	11,699	47.3	13,654	16,018	18,146
折旧和摊销	(6,966)	(6,770)	(7,470)	(8,167)	9.3	(9,242)	13.2	(10,208)	(11,100)	(12,110)
息税前利润(UBS)	3,741	2,012	(1,384)	(226)	83.7	2,456	-	3,446	4,918	6,035
联营及投资收益	0	0	68	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	986	2,968	3,262	3,507	7.5	2,207	-37.1	2,707	2,307	1,907
净利息	(1,431)	(1,612)	(1,536)	(1,494)	2.7	(1,857)	-24.4	(2,227)	(2,455)	(2,496)
例外项目(包括商誉)	1,872	148	1,810	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	5,168	3,516	2,221	1,787	-19.5	2,806	57.0	3,926	4,770	5,446
税项	(265)	(215)	(124)	(100)	19.5	(157)	-57.0	(240)	(292)	(334)
税后利润	4,902	3,300	2,096	1,687	-19.5	2,649	57.0	3,685	4,478	5,112
优先股股息及少数股权	(16)	130	280	(51)	-	(79)	-57.0	(208)	(134)	(153)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	4,887	3,430	2,376	1,637	-31.1	2,570	57.0	3,477	4,344	4,959
净利润(UBS)	3,110	3,291	667	1,637	145.4	2,570	57.0	3,477	4,344	4,959
税率(%)	5.1	6.1	5.6	5.6	0.0	5.6	0.0	6.1	6.1	6.1
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.28	0.29	0.06	0.13	134.2	0.20	57.0	0.27	0.34	0.39
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.43	0.30	0.20	0.13	-34.3	0.20	57.0	0.27	0.34	0.39
EPS(UBS, 基本)	0.28	0.29	0.06	0.13	134.2	0.20	57.0	0.27	0.34	0.39
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	1.81	2.07	1.94	2.07	6.6	2.27	9.8	2.55	2.89	3.28
平均股数(稀释后)	11,276.53	11,276.53	12,091.88	12,674.27	4.8	12,674.27	0.0	12,674.27	12,674.27	12,674.27
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	6,755	4,238	2,378	2,551	7.3	2,819	10.5	3,136	3,464	3,819
其他流动资产	6,957	8,437	10,232	10,369	1.3	11,255	8.5	12,321	13,472	14,737
流动资产总额	13,712	12,675	12,610	12,920	2.5	14,074	8.9	15,456	16,936	18,556
有形固定资产净值	71,565	80,482	90,677	101,410	11.8	112,167	10.6	120,960	126,860	132,749
无形固定资产净值	10,408	10,470	11,403	11,343	-0.5	11,283	-0.5	11,228	11,168	11,108
投资/其他资产	16,529	17,336	23,087	23,769	3.0	24,369	2.5	24,969	25,569	26,169
总资产	112,215	120,962	137,777	149,442	8.5	161,893	8.3	172,613	180,533	188,582
应付账款和其他短期负债	22,260	26,547	28,790	29,954	4.0	31,530	5.3	33,420	35,580	37,984
短期债务	21,404	22,294	24,291	30,105	23.94	35,332	17.36	45,462	45,743	45,276
流动负债总额	43,665	48,842	53,082	60,060	13.1	66,862	11.3	78,882	81,323	83,260
长期债务	45,155	45,604	51,043	54,043	5.9	57,043	5.6	52,058	53,058	54,058
其它长期负债	1,250	1,474	7,361	7,361	0.0	7,361	0.0	7,361	7,361	7,361
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	90,070	95,920	111,486	121,464	8.9	131,266	8.1	138,300	141,742	144,679
普通股股东权益	20,437	23,376	24,617	26,254	6.6	28,823	9.8	32,300	36,644	41,603
少数股东权益	1,708	1,666	1,674	1,725	3.0	1,804	4.6	2,013	2,147	2,300
负债和权益总计	112,215	120,962	137,777	149,442	8.5	161,893	8.3	172,613	180,533	188,582
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	4,887	3,430	2,376	1,637	-31.1	2,570	57.0	3,477	4,344	4,959
折旧和摊销	6,966	6,770	7,470	8,167	9.3	9,242	13.2	10,208	11,100	12,110
营运资本变动净值	(638)	(2,807)	(448)	(1,026)	-129.0	(690)	32.8	(824)	(1,009)	(1,140)
其他营业性现金流	2,250	5,215	1,381	3,454	150.1	3,173	-8.1	3,941	4,463	4,786
经营性现金流	13,464	12,608	10,779	12,231	13.5	14,295	16.9	16,801	18,898	20,715
有形资本支出	0	0	0	(19,590)	-	(20,540)	-4.8	(19,545)	(17,540)	(18,540)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(14,780)	(11,780)	(17,028)	211	-	143	-	143	143	143
投资性现金流	(14,780)	(11,780)	(17,028)	(19,379)	-13.8	(20,397)	-5.3	(19,402)	(17,397)	(18,397)
已付股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
股份发行/回购	0	0	3,572	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	7,239	(835)	13,166	(1,494)	-	(1,857)	-24.37	(2,227)	(2,455)	(2,496)
债务及优先股变化	(5,103)	(1,339)	(7,436)	8,814	-	8,227	-6.67	5,144	1,281	533
融资性现金流	2,136	(2,174)	9,302	7,321	-21.3	6,369	-13.0	2,917	(1,174)	(1,964)
现金流量中现金的增加/(减少)	820	(1,346)	3,053	173	-94.3	268	54.6	317	328	355
外汇/非现金项目	908	(1,171)	(4,913)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,728	(2,517)	(1,860)	173	-	268	54.6	317	328	355

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

东方航空 A (600115.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	12.6	12.5	15.2	18.4	11.7	8.6	6.9	6.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.9	13.0	54.0	18.4	11.7	8.6	6.9	6.1
股价/每股现金收益	6.1	4.2	4.4	3.1	2.5	2.2	1.9	1.8
权益 FCF (UBS) 收益率 %	25.8	34.1	32.2	(26.1)	(22.2)	(9.7)	4.8	7.7
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	3.0	1.8	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
企业价值/营业收入(核心)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	9.6	10.4	15.5	12.3	9.1	8.3	7.7	6.4
企业价值/息税前利润(核心)	27.5	NM	NM	NM	NM	NM	25.1	19.2
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.5	NM	NM	NM	19.1	15.0	12.5	9.7
企业价值/运营投入资本	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	52,257	36,982	33,425	28,191	28,191	28,191	28,191	28,191
净债务 (现金)	58,117	61,732	68,308	77,277	85,577	91,970	94,861	95,426
少数股东权益	510	510	510	510	510	510	510	510
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	110,884	99,224	102,243	105,977	114,277	120,671	123,561	124,126
- 非核心资产	(8,000)	(8,000)	(8,000)	(8,000)	(8,000)	(8,000)	0	(8,000)
核心企业价值	102,883	91,223	94,243	97,977	106,277	112,670	123,561	116,126
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12.0	1.9	2.9	7.3	10.5	11.2	10.5	10.2
息税折旧摊销前利润(UBS)	-7.3	-18.0	-30.7	30.5	47.3	16.7	17.3	13.3
息税前利润(UBS)	-21.9	-46.2	-	83.7	-	40.3	42.7	22.7
每股收益(UBS 稀释后)	-13.4	5.8	-81.1	134.2	57.0	35.3	24.9	14.2
每股股息净值	-	-	-	-	-	-	-	-
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	14.0	11.9	8.4	9.5	11.9	12.2	12.9	13.2
息税折旧摊销前利润率	12.7	10.3	6.9	8.4	11.2	11.8	12.5	12.8
息税前利润率	4.5	2.4	-1.6	-0.2	2.4	3.0	3.8	4.3
净利 (UBS) 率	3.7	3.8	0.8	1.7	2.5	3.0	3.4	3.5
ROIC (EBIT)	4.9	2.4	(1.5)	(0.2)	2.2	2.8	3.8	4.5
税后投资资本回报率	4.7	2.3	NM	NM	2.0	2.6	3.6	4.2
净股东权益回报率(UBS)	17.3	15.0	2.8	6.4	9.3	11.4	12.6	12.7
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	5.6	7.2	12.0	10.3	7.7	6.9	6.0	5.3
净债务/总权益	270.1	254.2	277.5	291.6	292.4	275.1	245.8	217.6
净债务/(净债务 + 权益)	73.0	71.8	73.5	74.5	74.5	73.3	71.1	68.5
净债务/企业价值	58.1	69.8	77.4	83.3	84.3	83.8	77.2	82.3
资本支出 / 折旧 %	0.0	0.0	0.0	NM	NM	191.5	158.0	153.1
资本支出/营业收入(%)	0.0	0.0	0.0	20.7	19.7	16.8	13.7	13.1
息税前利润/净利息	2.6	1.2	NM	NM	1.3	1.5	2.0	2.4
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	-	-	-	-	-
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	83,975	85,569	88,009	94,415	104,321	116,052	128,196	141,333
总计	83,975	85,569	88,009	94,415	104,321	116,052	128,196	141,333
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	3,741	2,012	(1,384)	(226)	2,456	3,446	4,918	6,035
总计	3,741	2,012	(1,384)	(226)	2,456	3,446	4,918	6,035

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	-15.6%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	-15.6%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	-25.1%

风险声明

公司面临的下行风险包括：大盘系统性，国际油价上行；宏观经济硬着陆；行业发生非理性价格战；高铁替代效应超出我们预期等。由于日韩航线占公司主业利润接近 50%，若日韩航线反弹不如我们预期也会对公司业绩产生影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：陈欣。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东方航空 A ¹⁶	600115.SS	卖出	不适用	Rmb2.35	2014 年 04 月 29 日

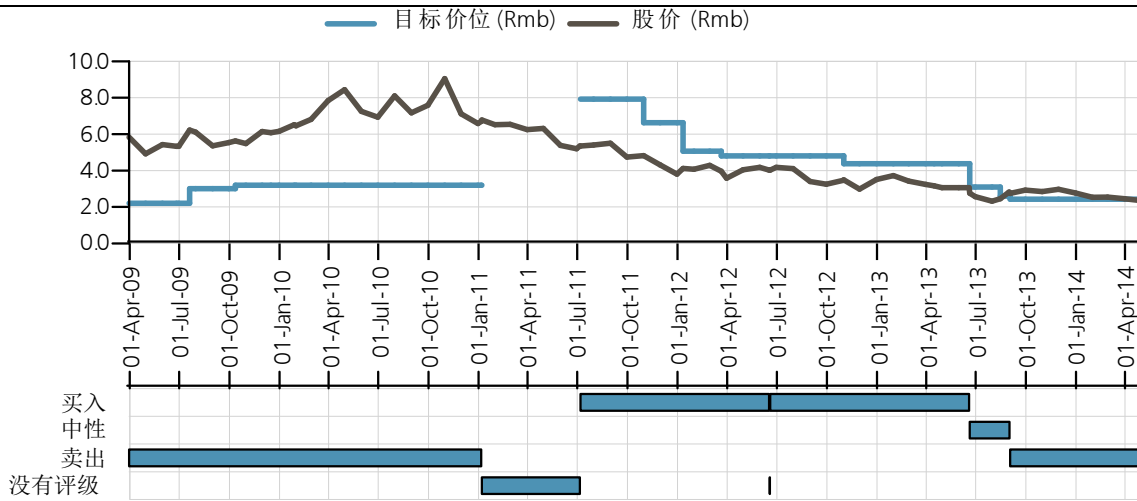
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

东方航空 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 29 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

