

# 东方航空 (600115.SH) 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

吴彦丰  
联系人  
(8621)60230251  
wuyanfeng@gjzq.com.cn

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 中联航转型低成本, 东航双品牌运营值得期待

### 事件

近日, 东方航空旗下中国联合航空宣布正式转型为低成本航空公司。中联航将以北京南苑机场、佛山沙堤机场为基地开辟更多的航线, 加速布局国内旅游航线和周边国际旅游航线。

### 评论

**中联航转型表明中国低成本航空市场广阔, 路径明确, 模式可行:** 中联航转型后将成为首家国有低成本航空公司, 作为央企三大航之一的东航涉足国内低成本市场, 将旗下中联航整体转型为低成本航空公司表明了中国航空业主要经营对国内低成本市场潜力、发展路径和商业模式的看好。2013年欧美低成本航空市场份额在30%~40%, 亚太为15%, 而中国只有不到5%。在消费升级, 旅游业蓬勃发展, 航空出行大众化趋势的推动下未来发展空间巨大。中联航以北京为基地、春秋航空和西部航空分别以上海和重庆为基地逐步向石家庄、沈阳、郑州扩展揭示了中国低成本航空将从收入和发展水平较高的地区起步逐渐向二线省会城市扩展, 这符合欧美低成本航空的发展路径。

低成本航空公司通过提高飞机利用率、保持机队年轻化、提高座位密度、自建销售系统、削减管理开支等方法降低单位成本。以春秋航空为例, 虽然公司单位收益水平低于行业平均31%, 但由于单位营业总成本比行业低35% (其中单位航油成本低于行业同机型13%), 所以仍然能够取得不低于同行的利润率, 而利润的增长将通过运力增加和市场份额的提高来实现, 低成本商业模式可行。

**中联航转型低成本有股东、基地和成本优势:** 1. 中联航作为东航全资子公司在股东背景上具备很大优势, 东航可以通过飞机调和其他资源调配快速扩大中联航机队规模, 实现做大市场份额, 实现规模经济优势。此外, 东航航线和销售网络覆盖全球, 这都有利于未来中联航在基地和航线上的拓展。2. 北京是全国收益水平最高的市场之一, 旅游和缝隙市场客源充足, 有利于中联航在早期快速成长和稳定盈利。另一基地佛山机场虽然现阶段规模很小, 但离广州只有1小时车程, 未来如果发展壮大将对广州的价格敏感型旅客有很大吸引力, 相当于曲线切入广州这一高收益市场。3. 东航运营500余架飞机, 在飞机引进, 航材储备等方面都具有规模成本优势, 中联航将从中受益, 有利于自身压缩成本。

**中联航转型短期内对东航业绩提升贡献不大, 但长期影响不容小觑:** 中联航目前运营23架飞机, 到今年年末将增加至31架, 约占公司客机总数的6.5%, 13年中联航净利润1.86亿, 占比8.9%。中联航以南苑机场为主基地, 2012年中联航客运量353万人次, 其中346万来自其独家运营的北京南苑机场。经过12年的扩建后目前南苑机场年产能600万人次, 占东航总客运量8%左右。因此中联航受制于产能瓶颈短期内不会对东航业绩构成显著影响。但由于南苑机场将在首都二机场建成后关闭, 所有航班将平移至二机场, 所以中长期看等二机场建成产能瓶颈释放后中联航将迎来重大发展机遇期, 而且二机场辐射京津冀三地, 有利于中联航进一步扩大客源腹地范围, 中联航长期前景看好, 对东航的影响不容小觑。

**双品牌运营值得期待, 引入市场化管理机制是难点:** 中联航转型低成本航空之后, 东航将形成以东上航品牌为代表的全服务网络型航空公司和以中联航品牌为代表的低成本点对点航空公司, 这就形成了差异化的双品牌战略架构。虽然国外也有澳航和捷星这样双品牌运营的成功典范, 但双品牌间如何避免竞争, 发挥协同仍是不小的挑战, 业界的失败案例也比比皆是, 东航未来如何运营值得关注。此外, 低成本航空立于不败之地的关键在于持续削减成本, 公司如何盘活机制, 引入市场化管理, 建立激励机制, 营造与低成本模式相适应的企业文化将是转型过程中的难点。

### 投资建议

我们预计公司2014~2016年的EPS分别为0.16元, 0.19元和0.25元, 对应当前股价的PE为16.7X, 11.8X和9.4X。在供需缺口扩大和人民币贬值持续升值阶段结束的大背景下考虑到公司昆明时刻放量和东南亚市场下滑等因素仍需要时间予以消化, 我们对公司的盈利能力持相对谨慎的态度, 维持公司“增持”的投资评级。

### 风险提示

双品牌战略运营不成功, 管理效率低下, 油价飙升, 人民币贬值, 宏观经济下行

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-07-13	增持	4.41	5.20 ~ 5.20
2	2012-08-31	增持	3.40	N/A
3	2012-09-12	增持	3.46	N/A
4	2012-10-31	增持	3.47	N/A
5	2014-03-27	增持	2.48	N/A

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

**特别声明:**

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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD