

2014年12月17日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元)

A股: 7元

H股: 5.5港幣

公司基本資訊

產業別	交通運輸		
A股價(2014/12/16)	5.62		
上證綜指(2014/12/16)	3021.52		
股價12個月高/低	5.89/2.26		
總發行股數(百萬)	12674.27		
A股數(百萬)	7782.21		
A市值(億元)	712.29		
主要股東	中國東方航空集團公司(40.03%)		
每股淨值(元)	2.10		
股價/賬面淨值	2.68		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	29.5	93.8	100.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
---	---	---

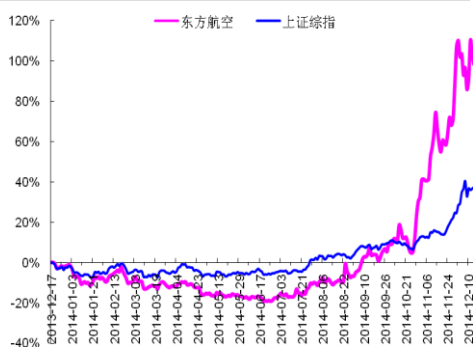
產品組合

客運	89.5%
貨運	9.1%
其他業務	1.4%

機構投資者占流通A股比例

基金	4.8%
一般法人	20.2%

股價相對大盤走勢



東方航空(600115.SH/0670.HK)

BUY 買入

原油價格暴跌帶動航油價格下跌，增厚業績

結論與建議：

原油價格持續下跌將直接使公司營業成本下降，而2015年亞洲最大的迪士尼項目——上海迪士尼一期項目預計將於國慶節開業，預計2016年參觀人數將達到1500萬人次，隨著園區運營成熟以及後續兩期項目的陸續開發，客流量還有巨大上升空間，以上海為航空樞紐的東方航空將是最為受益的航空公司。當前A股和H股股價對應2015年動態P/E分別為14倍和7.2倍，建議買入。

■ **11月民航需求增長明顯加快，而運力投放則較為謹慎：客運方面**，2014年11月需求（收入客公里）102.94億客公里，同比增長9%；供給（可用座公里）131.23億座公里，同比增長6%；客座率78.44%，同比增加2.25個百分點。1-11月累計需求1174億客公里，同比增長5.7%；累計供給1471.18億座公里，同比增長5%；累計客座率79.8%，同比增加0.38個百分點。**貨運方面**，2014年11月需求（收入噸公里）13.42億噸公里，同比增長3.8%；供給（可用噸公里）7.06億噸公里，同比下降2%；載運率60%，同比下降2.45個百分點。1-11月累計需求147.7億噸公里，同比增長3.4%；累計供給74.4億噸公里，同比增長0.41%；累計載運率58%，同比下降約1個百分點。

■ **公司未來看點：**第一，航油成本大約占到東航營業成本的40%，過去幾年原油價格基本穩定在110美元/桶附近，但近期原油價格暴跌使得航空煤油價格迅速下降，有利提高航空公司的盈利能力。近期布倫特原油價格暴跌至60美元/桶附近，與2014年高點相比，跌幅近40%。我們預計2014年4Q原油均價在80美金左右，同比下降約3成，按照去年4Q航油支出約70億元（全年實際支出約307億元）計算，且考慮燃油附加費同步下滑的影響，預計油價下跌增厚利潤約9億元。對於2015年原油價格走勢，市場普遍預計將繼續下跌並且預計跌幅可能擴大，預計全年均價在70美元/桶附近，同比下降約3成，一併考慮燃油附加費下滑，預估航油成本下降至少增厚公司業績36億元。第二，迪士尼樂園（一期）預計2015年國慶節開門營業，預計2015年4Q參觀人數達到400萬人次，預計2016年參觀人數將達到1500萬人次，按照外來客流占1/3的比重計算，將新增乘客1000萬人次，增量約10%。隨著園區運營成熟以及後續兩期項目的陸續開發，客流量還有巨大上升空間。在三大航中，東方航空的樞紐中心恰在上海，是最為受益的航空公司。第三，從長遠看，上海自貿區建設對提升上海兩大機場航空樞紐價值意義重大，東方航空將直接分享這一巨大的市場前景。

■ **盈利預測：**由於4Q屬民航需求淡季，且屬費用等固定支出集中期，因此往年4Q的業績常常虧損，就今年而言，由於油價暴跌貢獻了約9億元的利潤，綜合來看，預計4Q盈利可能轉正。綜上，預估公司2014年和2015年可分別實現淨利潤23.02億元（YoY-3.1%，EPS為0.18元）和51.68億元（YoY+124%，EPS為0.41元）。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	5,380.38	4,886.70	3,430.11	2,376.04	2,302.43	5,167.69
同比增減	%	896.85%	-9.18%	-29.81%	-30.73%	-3.10%	124.45%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.48	0.43	0.30	0.20	0.18	0.41
同比增減	%	475.21%	-10.19%	-29.81%	-34.25%	-9.17%	124.45%
A 股市盈率 (P/E)	X	12	13	19	29	31	14
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

預期報酬 (Expected Return ; ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

## 附一：合并損益表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
營業收入	74958	83975	85569	88009	91161	93801
經營成本	60727	70448	74700	80339	81042	80669
營業稅金及附加	1463	1803	670	306	273	281
銷售費用	5325	5406	5443	5910	5834	6003
管理費用	2656	2576	2743	2839	2553	2626
財務費用	431	(441)	1464	(440)	60	32
資產減值損失	427	799	(20)	184	123	28
投資收益	119	128	234	68	120	130
營業利潤	4882	3598	827	(1041)	1406	4299
營業外收入	1093	1599	2712	3319	1050	1110
營業外支出	134	28	23	58	50	10
利潤總額	5841	5168	3516	2221	2406	5399
所得稅	138	265	215	124	96	216
少數股東損益	323	16	(130)	(280)	7	16
歸屬於母公司所有者的淨利潤	5380	4887	3430	2376	2302	5168

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
貨幣資金	5027	6755	4238	2378	2735	3829
應收賬款	2127	2197	2956	3524	4229	4567
存貨	1287	1556	2088	2305	2536	2612
流動資產合計	11721	13712	12675	12610	12755	14420
長期股權投資	1450	1499	1484	1497	1500	1500
固定資產	68109	71565	80482	90677	93398	95265
在建工程	7397	13086	13879	18352	19086	20422
非流動資產合計	89089	98503	108288	125167	126387	129652
資產總計	100810	112215	120962	137777	139142	144073
流動負債合計	39168	43665	48842	53082	56797	59069
非流動負債合計	45066	46405	47078	58404	60156	62562
負債合計	84234	90070	95920	111486	116954	121632
少數股東權益	999	1708	1666	1674	(2920)	(3170)
股東權益合計	16576	22145	25043	26291	22189	22441
負債及股東權益合計	100810	112215	120962	137777	139142	144073

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
經營活動產生的現金流量淨額	10,444	13,464	12,608	10,779	11,857	13,635
投資活動產生的現金流量淨額	(8,436)	(14,780)	(11,780)	(17,028)	(17,709)	(17,177)
籌資活動產生的現金流量淨額	(652)	2,136	(2,174)	5,730	6,131	6,437
現金及現金等價物淨增加額	1,343	783	(1,349)	(544)	279	2,895

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。