

## 东方航空 A

### 盈利存在不确定性，期待迪斯尼开园

#### 运营数据回顾：2014年 RPK 同比+6%，客座率小幅提升

客运方面，12月公司 RPK/ASK 同比+9.8%/10%，客座率 75.9%，同比基本持平；2014年，公司 RPK 同比+6%，客座率同比提升 0.3ppt 至 79.5%。货运方面，12月 RFTK/AFTK 同比-3.1%/+3.8%，货载率同比下滑 4.2ppt 至 59.1%；2014年，RFTK 同比-1.4%，货载率 58.9%，为 2010 年来的最低值。

#### 2015年展望：补贴收入存在下降风险，期待迪斯尼开园

我们预计公司盈利不确定性高于国航、南航，主要源于：1) 公司加大长航线运力投放，或令客座率及票价承压，而其新进机型燃油效率虽高，但在低油价环境下成本节省效用相对较小；2) 日韩市场竞争加剧，或令其利润贡献下滑；3) 公司往年政府补贴高于国航、南航，考虑到油价下跌，原亏损航线盈利改善，2015年补贴收入或下降。新闻报道称，2015年底迪斯尼有望开园，我们认为作为上海基地公司，东航有望明显受益于迪斯尼带来的客流增量。

#### 上调 2015/2016 年的盈利预测 68%/41%

我们将 2015/2016 年的油价假设由 6591/6270 元/吨下调至 4300/3760 元/吨，下调幅度为 35%/40%。尽管油价下跌影响因燃油附加费的下降而被部分抵消，我们仍预计利润率有望提升，将 2015/2016 年净利润预测从 31/40 亿元上调至 52/57 亿元。

#### 估值：目标价上调至 5.6 元，维持“中性”评级

我们基于 2.5 倍目标 12 个月动态市净率得出我们的新目标价 5.6 元（原：5 元），假设可持续 ROE 为 15%、COE 为 9.8%。维持“中性”评级。

### Equities

中国

航空公司

12 个月评级 **中性**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb5.60**  
之前: Rmb5.00

股价 **Rmb5.11**

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	Rmb5.95-2.26
市值	Rmb56.8 十亿/US\$9.08 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)	133,967
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb706.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb27.5 十亿
市净率 (12/14E)	2.4x
净债务 / EBITDA	8.3x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.16	0.18	15.52	0.16
12/15E	0.25	0.41	67.63	0.33
12/16E	0.32	0.45	41.14	0.41

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	93,574	93,255	96,414	100,615	105,908
息税前利润(UBS)	3,741	2,012	(1,384)	972	7,173	8,627	8,298	8,646
净利润 (UBS)	3,110	3,292	667	2,321	5,241	5,677	5,215	5,498
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.28	0.29	0.06	0.18	0.41	0.45	0.41	0.43
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)	(84,476)	(88,808)	(86,871)	(84,024)	(78,809)

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	1.0	7.7	8.9	8.2	8.2
ROIC (EBIT) (%)	4.9	2.4	(1.5)	0.9	6.0	6.8	6.4	6.6
EV/EBITDA(core)x	10.2	11.1	16.6	13.7	8.4	7.5	7.2	6.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	19.9	13.0	54.0	27.9	12.4	11.4	12.4	11.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	25.8	34.1	32.2	(22.2)	(2.0)	8.2	8.7	12.5
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 2015 年 02 月 02 日 16 时 51 分的股价(Rmb5.11)得出。

## 投资主题

### 东方航空 A

#### 投资理由

东方航空明显受益于和上海有关的迪斯尼乐园和自贸区等主题。但公司也不可避免地受国内航空市场面临的结构性问题的困扰，比如供需失衡、高铁分流等。其国际长航线仍然面临机队效率低下的问题，我们认为2015年新飞机到位后有望得到解决。东方航空的盈利和回报水平低于业内其他公司，但其估值接近国内航空板块的最高水平，我们认为这限制了其股价进一步上涨的空间。

#### 乐观情景

我们的乐观情景假设：1) 全球经济（特别是美国和欧元区）2015-2016年继续复苏；2) 中日关系改善；3) 东方航空所处华东地区的公务出行需求反弹。这种情景下，我们预计2015-2016年国内票价增长0%/1%（基准假设-5%/-1%）、国际票价增长-1%/1%（基准假设-6%/-1%），得出每股估值为7元。

#### 悲观情景

我们的悲观情景假设：1) 全球经济（特别是美国和欧元区）2015-2016年放缓；2) 中日关系恶化；3) 华东地区的公务出行需求继续下滑。这种情景下，我们预计2015-2016年国内票价下降6%/2%、国际票价下降7%/2%，得出每股估值为4.4元。

#### 近期催化剂

正面催化剂：迪斯尼开园有望加速国内容量增长；票价或转为同比正增长。负面催化剂：油价若大幅上涨。

12个月评级

中性

12个月目标价

Rmb5.60

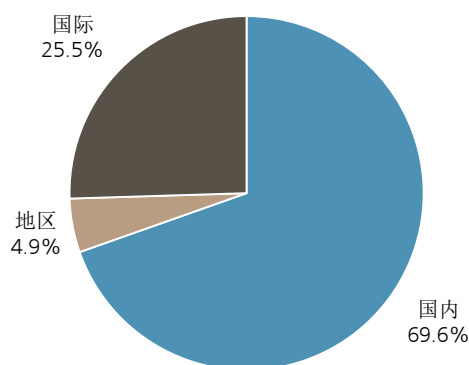
#### 公司简介

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

航空业与宏观经济高度相关。我们预计2015年全球经济将继续复苏，这或能支持航空旅行需求达到超过10%的增长。供给方面，在2013年的密集交付之后，我们预计对国内航空公司的飞机供应将放缓，令整个供需平衡更为有利，推升价格水平。

#### 收入按地区划分, 2014E



来源：公司数据，瑞银证券估算

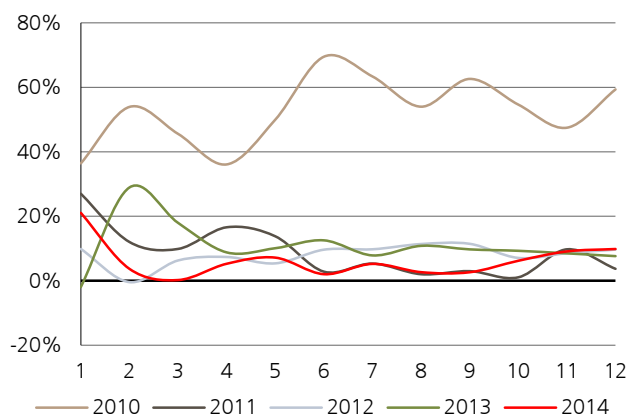
#### 收入按业务划分

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
客运	71,708	72,711	78,000	77,861	80,816
货邮	8,013	7,584	7,474	7,051	7,005
其他	5,849	7,714	8,100	8,343	8,593
总收入	85,569	88,009	93,574	93,255	96,414

来源：公司数据，瑞银证券估算

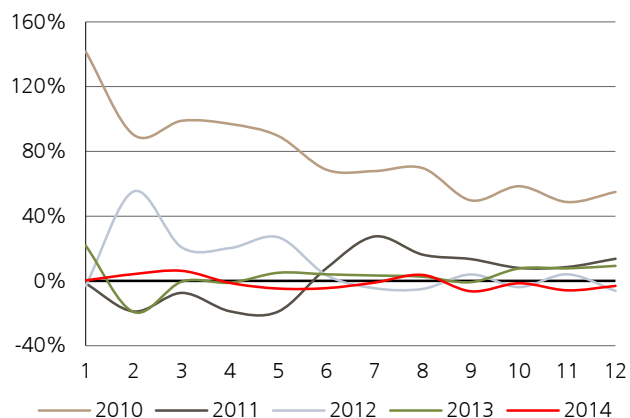
# 2014 年运营回顾

图表 9: 2014 年公司 RPK 同比+6%



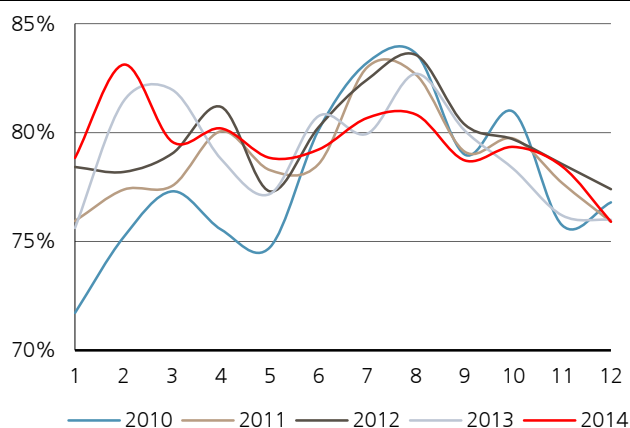
来源: 公司数据

图表 11: 2014 年公司 RFTK 同比-1.4%



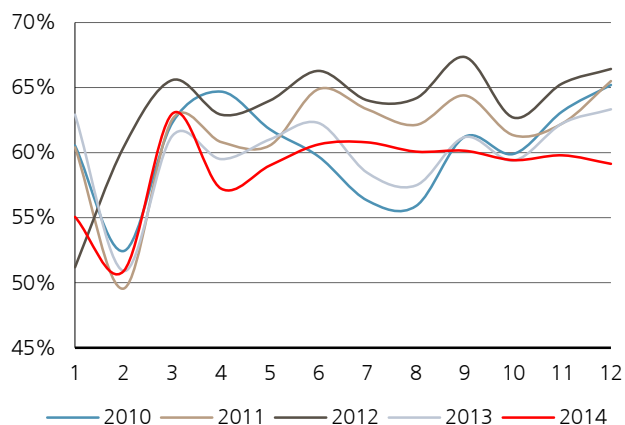
来源: 公司数据

图表 10: 2014 年公司客座率同比+0.3ppt 至 79.5%



来源: 公司数据

图表 12: 2014 年公司货载率同比-1.2ppt 至 58.9%



来源: 公司数据

# 盈利预测变动

图表 13: 盈利预测变动

人民币 百万元	2014E			2015E			2016E		
	新	旧	变动幅度	新	旧	变动幅度	新	旧	变动幅度
客运收入	78,000	77,308	0.9%	77,861	83,426	-6.7%	80,816	92,194	-12.3%
货运收入	7,474	7,474	0.0%	7,051	7,422	-5.0%	7,005	7,595	-7.8%
其他收入	8,100	8,100	0.0%	8,343	8,343	0.0%	8,593	8,593	0.0%
总收入	93,574	92,882	0.7%	93,255	99,191	-6.0%	96,414	108,382	-11.0%
营业利润	972	911	6.7%	7,173	3,110	130.6%	8,627	4,712	83.1%
营业利润率	1.0%	1.0%	0.1%	7.7%	1.0%	6.7%	8.9%	1.0%	8.0%
财务费用	(1,770)	(1,576)	12.3%	(2,249)	(1,787)	25.8%	(2,257)	(1,837)	22.9%
净利润	1,265	1,514	-16.5%	4,543	3,126	45.3%	5,322	4,023	32.3%
净利润 (UBS)	2,321	2,009	15.5%	5,241	3,126	67.6%	5,677	4,023	41.1%
EPS (元)	0.18	0.16	15.5%	0.41	0.25	67.6%	0.45	0.32	41.1%

来源: 瑞银证券估算

图表 14: PB band



来源: Wind, 瑞银证券估算

## 东方航空 A (600115.SS)

损益表(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	93,574	6.3	93,255	-0.3	96,414	100,615	105,908
毛利	11,724	10,199	7,364	11,265	53.0	17,431	54.7	19,233	19,366	20,296
息税折旧摊销前利润(UBS)	10,707	8,783	6,086	10,175	67.2	17,495	71.9	19,790	20,301	21,489
折旧和摊销	(6,966)	(6,770)	(7,470)	(9,203)	23.2	(10,323)	12.2	(11,163)	(12,003)	(12,843)
息税前利润(UBS)	3,741	2,012	(1,384)	972	-	7,173	NM	8,627	8,298	8,646
联营及投资收益	0	0	68	65	-4.6	71	10.0	79	86	95
其他非营业利润	986	2,968	3,262	3,567	9.3	1,783	-50.0	892	446	223
净利息	(1,431)	(1,612)	(1,536)	(1,770)	-15.3	(2,249)	-27.0	(2,257)	(2,118)	(1,887)
例外项目(包括商誉)	1,872	148	1,810	(1,408)	-	(930)	33.9	(474)	0	0
税前利润	5,168	3,516	2,221	1,426	-35.8	5,849	310.2	6,866	6,712	7,077
税项	(265)	(215)	(124)	(356)	-186.8	(1,462)	-310.2	(1,717)	(1,678)	(1,769)
税后利润	4,902	3,300	2,096	1,069	-49.0	4,387	310.2	5,150	5,034	5,308
优先股股息及少数股权	(16)	130	280	196	-30.0	157	-20.0	172	181	190
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	4,887	3,430	2,376	1,265	-46.8	4,543	259.1	5,322	5,215	5,498
净利润(UBS)	3,110	3,292	667	2,321	248.1	5,241	125.8	5,677	5,215	5,498
税率(%)	5.1	6.1	5.6	25.0	346.7	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.28	0.29	0.06	0.18	232.1	0.41	125.8	0.45	0.41	0.43
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.43	0.30	0.20	0.10	-49.2	0.36	259.1	0.42	0.41	0.43
每股收益(UBS, 基本)	0.28	0.29	0.06	0.18	232.1	0.41	125.8	0.45	0.41	0.43
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	2.17	11.8	2.51	15.6	2.91	3.30	3.71
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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	6,755	4,238	2,378	2,428	2.1	2,116	-12.9	2,072	1,940	2,174
其他流动资产	6,957	8,437	10,232	9,219	-9.9	7,291	-20.9	7,595	7,999	7,449
流动资产总额	13,712	12,675	12,610	11,647	-7.6	9,407	-19.2	9,668	9,939	9,623
有形固定资产净值	71,565	80,482	90,677	107,580	18.6	117,257	9.0	121,094	124,091	126,248
无形固定资产净值	10,408	10,470	11,403	11,490	0.8	11,490	0.0	11,490	11,490	11,490
投资/其他资产	16,529	17,336	23,087	23,191	0.5	23,203	0.1	23,221	23,248	23,284
总资产	112,215	120,962	137,777	153,908	11.7	161,357	4.8	165,473	168,768	170,645
应付账款和其他短期负债	22,260	26,547	28,790	26,662	-7.4	25,633	-3.9	26,502	27,656	29,111
短期债务	21,404	22,294	24,291	22,980	-5.40	22,980	0.00	22,980	22,980	22,980
流动负债总额	43,665	48,842	53,082	49,642	-6.5	48,614	-2.1	49,482	50,637	52,092
长期债务	45,155	45,604	51,043	63,924	25.2	67,944	6.3	65,963	62,983	58,003
其它长期负债	1,250	1,474	7,361	10,934	48.5	10,934	0.0	10,934	10,934	10,934
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	124,500	11.7	127,492	2.4	126,380	124,554	121,028
普通股股东权益	20,437	23,376	24,617	27,531	11.8	31,833	15.6	36,889	41,828	47,041
少数股东权益	1,708	1,666	1,674	1,876	12.1	2,032	8.4	2,205	2,386	2,576
负债和权益总计	112,215	120,962	137,777	153,908	11.7	161,357	4.8	165,473	168,768	170,645
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	4,887	3,430	2,376	1,265	-46.8	4,543	259.1	5,322	5,215	5,498
折旧和摊销	6,966	6,770	7,470	9,203	23.2	10,323	12.2	11,163	12,003	12,843
营运资本变动净值	(638)	(2,807)	(448)	898	-	899	0.1	565	751	2,005
其他营业性现金流	2,250	5,215	1,381	3,042	120.3	3,082	1.3	2,618	1,997	1,757
经营性现金流	13,464	12,608	10,779	14,408	33.7	18,847	30.8	19,668	19,966	22,102
有形资本支出	0	0	0	(27,000)	-	(20,000)	25.9	(15,000)	(15,000)	(15,000)
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)	163	-	196	-	235	282	338
投资性现金流	(14,780)	(11,780)	(17,028)	(26,837)	-57.6	(19,804)	26.2	(14,765)	(14,718)	(14,662)
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	909	-93.09	(3,374)	-	(2,966)	(2,400)	(2,225)
债务及优先股变化	(5,103)	(1,339)	(7,436)	6,411	-	9,760	52.25	5,912	1,259	297
融资性现金流	2,136	(2,174)	9,302	7,320	-21.3	6,386	-12.8	2,946	(1,141)	(1,928)
现金流量中现金的增加(减少)	820	(1,346)	3,053	(5,109)	-	5,428	-	7,849	4,107	5,512
外汇/非现金项目	908	(1,171)	(4,913)	5,160	-	(5,741)	-	(7,892)	(4,239)	(5,278)
资产负债表现金增加(减少)	1,728	(2,517)	(1,860)	50	-	(312)	-	(44)	(133)	235

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	51.2	14.3	12.2	12.4	11.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	19.9	13.0	54.0	27.9	12.4	11.4	12.4	11.8
股价/每股现金收益	6.1	4.2	4.4	5.6	4.2	3.8	3.8	3.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	25.8	34.1	32.2	(22.2)	(2.0)	8.2	8.7	12.5
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	2.4	2.0	1.8	1.5	1.4
企业价值/营业收入(核心)	1.3	1.1	1.1	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.2	11.1	16.6	13.7	8.4	7.5	7.2	6.6
企业价值/息税前利润(核心)	29.2	NM	NM	NM	20.6	17.3	17.7	16.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	23.9	NM	NM	NM	NM	NM	NM	25.3
企业价值/运营投入资本	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	52,257	36,982	33,425	56,777	56,777	56,777	56,777	56,777
净债务 (现金)	58,117	61,732	68,308	78,716	86,642	87,840	85,448	81,416
少数股东权益	510	510	510	1,876	2,032	2,205	2,386	2,576
养老金拨备/其他	0	0	0	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
<b>企业价值总额</b>	<b>110,884</b>	<b>99,224</b>	<b>102,243</b>	<b>142,985</b>	<b>151,067</b>	<b>152,437</b>	<b>150,226</b>	<b>146,384</b>
非核心资产	(1,499)	(1,484)	(1,497)	(3,472)	(3,514)	(3,560)	(3,611)	(3,668)
<b>核心企业价值</b>	<b>109,385</b>	<b>97,739</b>	<b>100,746</b>	<b>139,513</b>	<b>147,553</b>	<b>148,877</b>	<b>146,614</b>	<b>142,717</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	12.0	1.9	2.9	6.3	-0.3	3.4	4.4	5.3
息税折旧摊销前利润(UBS)	-7.3	-18.0	-30.7	67.2	71.9	13.1	2.6	5.9
息税前利润(UBS)	-21.9	-46.2	-	-	NM	20.3	-3.8	4.2
每股收益(UBS 稀释后)	-13.4	5.8	-81.1	NM	125.8	8.3	-8.1	5.4
每股股息净值	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	14.0	11.9	8.4	12.0	18.7	19.9	19.2	19.2
息税折旧摊销前利润率	12.7	10.3	6.9	10.9	18.8	20.5	20.2	20.3
息税前利润率	4.5	2.4	-1.6	1.0	7.7	8.9	8.2	8.2
净利 (UBS) 率	3.7	3.8	0.8	2.5	5.6	5.9	5.2	5.2
ROIC (EBIT)	4.9	2.4	(1.5)	0.9	6.0	6.8	6.4	6.6
税后投资资本回报率	4.7	2.3	NM	0.7	4.5	5.1	4.8	5.0
净股东权益回报率(UBS)	17.3	15.0	2.8	8.9	17.7	16.5	13.3	12.4
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	5.6	7.2	12.0	8.3	5.1	4.4	4.1	3.7
净债务/总权益 %	270.1	254.2	277.5	287.3	262.2	222.2	190.0	158.8
净债务/(净债务 + 总权益) %	73.0	71.8	73.5	74.2	72.4	69.0	65.5	61.4
净债务/企业价值	54.7	65.1	72.4	60.6	60.2	58.4	57.3	55.2
资本支出 / 折旧 %	0.0	0.0	0.0	NM	193.7	134.4	125.0	116.8
资本支出/营业收入(%)	0.0	0.0	0.0	28.9	21.4	15.6	14.9	14.2
息税前利润/净利息	2.6	1.2	NM	0.5	3.2	3.8	3.9	4.6
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	83,975	85,569	88,009	93,574	93,255	96,414	100,615	105,908
<b>总计</b>	<b>83,975</b>	<b>85,569</b>	<b>88,009</b>	<b>93,574</b>	<b>93,255</b>	<b>96,414</b>	<b>100,615</b>	<b>105,908</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	3,741	2,012	(1,384)	972	7,173	8,627	8,298	8,646
<b>总计</b>	<b>3,741</b>	<b>2,012</b>	<b>(1,384)</b>	<b>972</b>	<b>7,173</b>	<b>8,627</b>	<b>8,298</b>	<b>8,646</b>

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。