

东方航空 (600115.SH) 航空运输业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

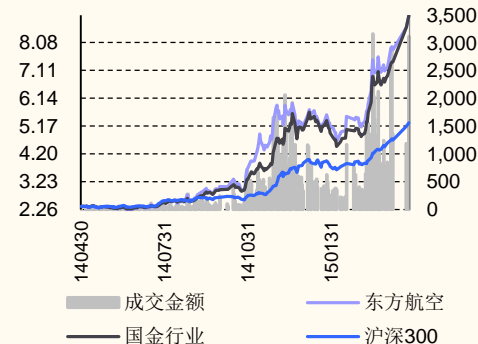
市场价格 (人民币): 8.47 元
目标价格 (人民币): 11.00-13.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,782.21
流通港股(百万股)	4,193.19
总市值(百万元)	107,351.06
年内股价最高最低(元)	8.99/2.26
沪深 300 指数	4774.33
上证指数	4476.62

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

- 《一次性因素推升业绩,航线补贴大幅增加》, 2015.3.30
- 《航线补贴大增和外线收益提升推动业绩超预期》, 2014.9.1
- 《中联航转型低成本,东航双品牌运营值得期待》, 2014.7.8

一季报符合预期, 迪士尼和机队调整释放业绩

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.187	0.270	0.498	0.598	0.814
每股净资产(元)	1.94	2.19	2.76	3.18	3.74
每股经营性现金流(元)	0.85	0.97	0.84	1.36	1.57
市盈率(倍)	14.78	19.21	17.27	14.38	10.57
行业优化市盈率(倍)	30.32	56.53	96.18	96.18	96.18
净利润增长率(%)	-30.73%	43.81%	84.76%	20.05%	36.10%
净资产收益率(%)	9.65%	12.34%	18.06%	18.83%	21.76%
总股本(百万股)	12,674.27	12,674.27	12,674.27	12,674.27	12,674.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 东航 15Q1 完成营收 223.9 亿, 同比增长 2.7%, 实现归母净利润 15.6 亿, 同比增加 17.7 亿, 合 EPS 0.12 元, 符合预期

经营分析

- 飞机利用率提高, 供需基本匹配:** 公司 15Q1 国内航线 RPK 增长 7.5%, 客座率微降 0.38%, 国际航线流量增长近 20%, 客座率基本持平。公司在飞机退出较多净引进数量较少的情况下通过提高小时利用率快速释放运力, 保证了供需的基本匹配, 巩固了市场份额
- 票价表现坚挺, 成本管控有提升空间:** 受燃油附加费减少影响公司吨公里收益 (RATK) 下降 6.8%, 剔除燃油影响后裸价格保持坚挺。从成本端看, 公司可用吨公里营业成本下降 16.4%, 油价大跌燃油成本下降是主因, 公司在运营成本管理和摊薄上仍有很大可挖掘空间。Q1 公司实现息税前利润 19.8 亿, 同比增加 21.9 亿, 毛利率上升 9.4% 至 17.9%。
- 补贴高基数致致营业外收入下降:** 由于去年同期补贴收入集中到账导致基数较高, Q1 营业外收入下降 9.5%, 但由于公司合作航线较多我们判断这不会影响全年补贴收入继续增长

盈利调整

- 我们上调公司 15 年 EPS 至 0.5 元、基于中期布油 75 美元假设预计 16~17 年 EPS 0.6 元和 0.81 元, 对应当前股价的 PE 分别为 17X, 14.1X 和 10.5X, 给与“买入”的投资评级, 上调目标价至 11 元

投资建议

- 受日韩东南亚等短途出境游市场需求火爆推动, 今年公司盈利将保持向上弹性, 关键仍在于提高飞机利用率及合理分配运力。16 年迪士尼将正式开园, 公司在上海市场收益端将会“量价齐升”, 成本端上公司将继续进行机队调整, 简化机型种类, 预计 16 年下半年会基本完成, 届时运营成本有望逐步下降。因此公司将从 16 年开始释放业绩, 加上成立电商子公司, 推行信息化战略和航空物流转型, 我们对前景充满信心, 公司有望成为航空股下一波上涨的龙头

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号: S1130514080001
(8621)60230251
wuyanfeng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	85,569	88,009	89,746	92,335	104,196	113,992	货币资金	4,238	2,378	1,393	2,685	3,896	4,728
增长率		2.9%	2.0%	2.9%	12.8%	9.4%	应收款项	4,522	5,631	7,027	7,589	8,478	9,369
主营业务成本	-74,700	-80,339	-79,645	-77,007	-88,140	-93,781	存货	2,088	2,305	2,259	2,215	2,536	2,698
%销售收入	87.3%	91.3%	88.7%	83.4%	84.6%	82.3%	其他流动资产	1,827	2,296	7,564	2,924	3,058	3,125
毛利	10,869	7,671	10,101	15,328	16,056	20,211	流动资产	12,675	12,610	18,243	15,414	17,968	19,920
%销售收入	12.7%	8.7%	11.3%	16.6%	15.4%	17.7%	%总资产	10.5%	9.2%	11.2%	8.9%	9.7%	10.1%
营业税金及附加	-670	-306	-107	-118	-126	-134	长期投资	1,486	1,908	2,024	2,124	2,224	2,324
%销售收入	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	94,361	109,029	129,654	133,287	143,495	152,954
营业费用	-5,443	-5,910	-5,788	-5,905	-6,331	-6,736	%总资产	78.0%	79.1%	79.3%	77.3%	77.4%	77.6%
%销售收入	6.4%	6.7%	6.4%	6.4%	6.1%	5.9%	无形资产	11,621	12,809	12,838	20,523	20,596	20,705
管理费用	-2,743	-2,839	-2,451	-2,815	-2,990	-3,181	非流动资产	108,288	125,167	145,299	157,034	167,415	177,083
%销售收入	3.2%	3.2%	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	89.5%	90.8%	88.8%	91.1%	90.3%	89.9%
息税前利润 (EBIT)	2,012	-1,384	1,755	6,490	6,610	10,160	资产总计	120,962	137,777	163,542	172,448	185,383	197,004
%销售收入	2.4%	n.a	2.0%	7.0%	6.3%	8.9%	短期借款	22,294	24,291	31,334	36,530	38,447	36,911
财务费用	-1,464	440	-2,286	-3,482	-2,175	-2,397	应付款项	17,611	15,232	15,004	15,477	17,773	19,019
%销售收入	1.7%	-0.5%	2.5%	3.8%	2.1%	2.1%	其他流动负债	8,936	13,558	14,789	7,828	8,891	10,200
资产减值损失	20	-184	-22	-10	-10	-10	流动负债	48,842	53,082	61,127	59,835	65,111	66,130
公允价值变动收益	25	18	11	15	15	15	%总资产	20,596	20,330	20,228	20,328	20,428	20,528
投资收益	234	68	142	150	160	170	其他长期负债	26,482	38,074	52,700	55,315	57,315	60,315
%税前利润	6.7%	3.1%	3.4%	1.8%	1.6%	1.3%	负债	95,920	111,486	134,055	135,478	142,854	146,973
营业利润	827	-1,041	-400	3,164	4,600	7,938	普通股股东权益	23,376	24,617	27,696	34,961	40,259	47,405
%营业利润率	1.0%	n.a	n.a	3.4%	4.4%	7.0%	少数股东权益	1,666	1,674	1,791	2,009	2,270	2,626
营业外收支	2,688	3,262	4,520	5,000	5,200	5,400	负债股东权益合计	120,962	137,777	163,542	172,448	185,383	197,004
税前利润	3,516	2,221	4,120	8,164	9,800	13,338	比率分析						
利润率	4.1%	2.5%	4.6%	8.8%	9.4%	11.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-215	-124	-573	-1,633	-1,960	-2,668	每股指标						
所得税率	6.1%	5.6%	13.9%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.304	0.187	0.270	0.498	0.598	0.814
净利润	3,300	2,096	3,547	6,531	7,840	10,670	每股净资产	2.073	1.942	2.185	2.758	3.176	3.740
少数股东损益	-130	-280	130	218	261	356	每股经营现金净流	1.118	0.850	0.967	0.835	1.356	1.568
归属于母公司的净利润	3,430	2,376	3,417	6,313	7,579	10,315	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.180	0.250
净利率	4.0%	2.7%	3.8%	6.8%	7.3%	9.0%	回报率						
							净资产收益率	14.67%	9.65%	12.34%	18.06%	18.83%	21.76%
							总资产收益率	2.84%	1.72%	2.09%	3.66%	4.09%	5.24%
							投入资本收益率	2.68%	-1.68%	1.65%	4.99%	4.73%	6.90%
							增长率						
							主营业务收入增长率	1.90%	2.85%	1.97%	2.89%	12.85%	9.40%
							EBIT 增长率	-46.20%	-168.78%	-226.80%	269.81%	1.85%	53.71%
							净利润增长率	-29.81%	-30.73%	43.81%	84.76%	20.05%	36.10%
							总资产增长率	7.80%	13.90%	18.70%	5.45%	7.50%	6.27%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	11.0	13.4	15.0	17.0	16.5	16.5
							存货周转天数	8.9	10.0	10.5	10.5	10.5	10.5
							应付账款周转天数	51.6	53.1	54.3	54.8	55.2	55.5
							固定资产周转天数	343.3	376.1	436.3	426.6	385.8	344.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	164.26%	187.25%	205.02%	174.35%	153.46%	125.92%
							EBIT 利息保障倍数	1.4	3.1	0.8	1.9	3.0	4.2
							资产负债率	79.30%	80.92%	81.97%	78.56%	77.06%	74.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-27	增持	2.51	N/A
2	2014-07-08	增持	2.35	N/A
3	2014-09-01	增持	2.61	N/A
4	2015-03-30	增持	7.04	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD