

东方航空 (600115.SH) 航空运输业

评级：买入 维持评级

公司点评

股权联姻谋双赢，浦东或成达美亚太新枢纽

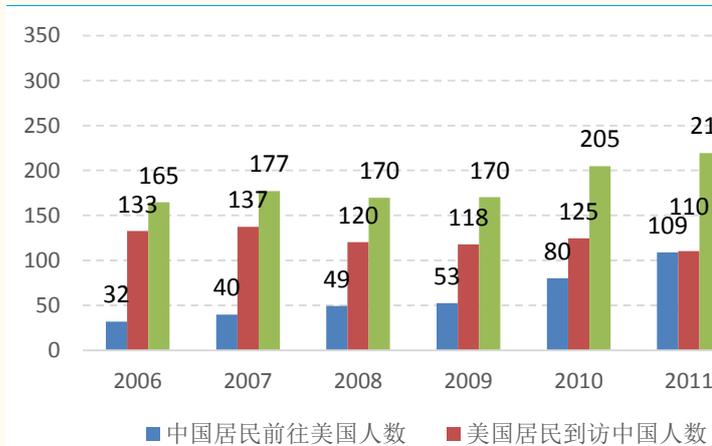
事件

东航将以每股 7.49 元港币向美国三大航空公司之一，同为天合联盟成员的达美航空发行 4.659 亿股，占本次发行后股本的 3.55%（不考虑 A 股定向增发，考虑后占 3%），锁定期为 36 个月，并附有转让限制和排他竞业条款。

评论

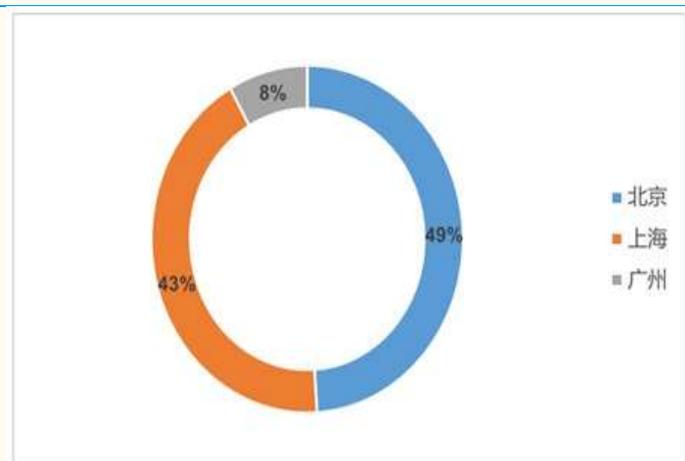
中美航线高景气及上海码头举足轻重的地位是本次合作的基础：近年来中美航空市场保持快速增长，双向客流量超 300 万人次，年增幅 10%~20%，其中出境游是主力，年增幅达 20%~40%，在国际长航线市场中傲视群雄。随着美国对华长期签证的发放和出境游的持续火爆，中美航线客流量将长期维持快速增长势头，波音预计到 2021 年，中美航线的客流量将会是 14 年的 3 倍。中美市场的持续高景气以及上海在中美航线中举足轻重的作用（上海始发航班占中美航线 43% 份额）是东航和达美本次合作的利益基础。

图表 1：中美航线客运量快速增长（单位：万人次）



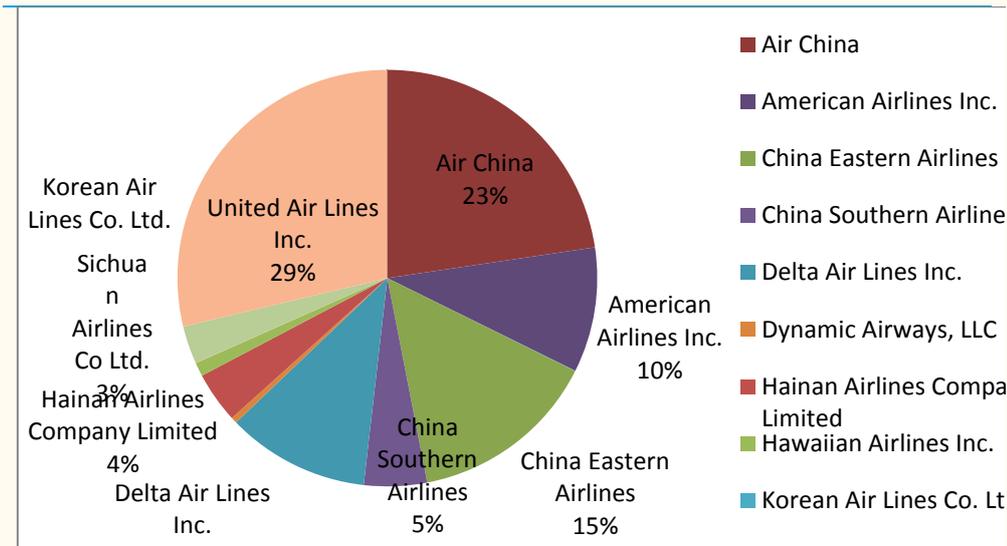
来源：国金证券研究所

图表 2：上海始发航班占中美航线半壁江山



来源：国金证券研究所

图表 3：东航达美合计拥有中美航线 26% 运力份额



来源：国金证券研究所

战略联盟深化合作谋双赢，浦东机场或成达美亚太新枢纽：虽然达美航空和东航都是天合联盟成员，此前就有代码共享等联盟框架下的业务合作，但此次通过股权纽带（尤其是溢价 8.5% 认购）进行战略投资提升了合作层次。两家公司合计拥有中美航线 26% 的运力份额，仅次于运力占比 29% 的美联航。我们认为

对东航而言：与达美深化合作将使公司更好地切入达美的北美和全球航线网络，在为东航飞洛杉矶和纽约的旅客提供更多北美航班中转衔接服务的同时加强上海枢纽地位吸引更多达美亚太客源来上海中转(国际转国际第七航权)。东航还将借此加强回程航班销售、共同开发产品和提升常旅客计划，提升差异化服务能力和各项管理水平等

对达美而言：通过股权合作（参股或成立合资公司）进入国际市场是达美的传统手段，13 年收购新航所持维珍大西洋航空 49% 股权切入伦敦机场拓展跨大西洋航线网络 以及 14 年以来谋求 Skymark 和大韩航空的股权投资机会以重构跨太平洋航线网络即是例证。此番参股东航除了加强国内中转衔接辐射内地客源外还间接加强了在浦东机场的地位，未来浦东机场或逐步取代首尔和东京成为达美在亚太的桥头堡和中转机场(衔接夏威夷、塞班、关岛、菲律宾和东南亚等地)。

目前达美和东航共在 7 条中美国际航线、30 条美国国内航线和 43 条中国国内航线上进行代码共享。东航目前有一周 35 个航班在中美间往返，通航洛杉矶、纽约、旧金山、夏威夷等城市。达美目前有一周 28 个航班从上海出发，达美通航中国上海、北京、香港。短期内东航和达美将在三方面合作

- (1) 达美加开上海—洛杉矶航线
- (2) 达美将把上海始发航班移至浦东机场 1 号航站楼使中转和行李直挂等服务实现无缝衔接
- (3) 进行联合营销，向中美客户提供更具竞争力的产品服务

投资建议

航空板块目前处于供需景气上行、低油价等利好因素和人民币贬值预期加强、暑运预期较高、风险偏好降低和蓝筹估值有向下压力等利空因素博弈的阶段，预计航空股将维持区间震荡。预计公司 15 至 17 的 EPS 为 0.7 元 0.81 元和 0.99 元。考虑到公司中报业绩略超预期，16 年迪士尼对业绩弹性较大、携手达美长期布局中美航线提升上海枢纽价值、机上 WIFI 等增值业务加速推进，维持公司“买入”的投资评级。

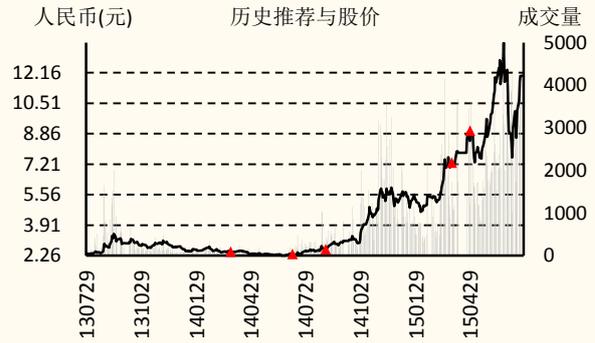
附录：三张报表预测摘要

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	96,096	108,986	118,439	货币资金	4,238	2,378	1,393	2,685	3,896	4,728
增长率	2.9%	2.0%	7.1%	13.4%	8.7%		应收账款	4,522	5,631	7,027	7,898	8,868	9,735
主营业务成本	-74,700	-80,339	-79,645	-78,546	-89,901	-95,655	存货	2,088	2,305	2,259	2,260	2,586	2,752
%销售收入	87.3%	91.3%	88.7%	81.7%	82.5%	80.8%	其他流动资产	1,827	2,296	7,564	2,943	3,079	3,148
毛利	10,869	7,671	10,101	17,551	19,085	22,784	流动资产	12,675	12,610	18,243	15,785	18,429	20,362
%销售收入	12.7%	8.7%	11.3%	18.3%	17.5%	19.2%	%总资产	10.5%	9.2%	11.2%	9.1%	9.9%	10.3%
营业税金及附加	-670	-306	-107	-120	-129	-137	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%	77.1%	77.2%	77.5%
%销售收入	6.4%	6.7%	6.4%	6.1%	5.8%	5.7%	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%	2.9%	2.7%	2.7%	%总资产	89.5%	90.8%	88.8%	90.9%	90.1%	89.7%
息税前利润 (EBIT)	2,012	-1,384	1,755	8,710	9,636	12,730	资产总计	120,962	137,777	163,542	172,819	185,845	197,445
%销售收入	2.4%	n.a	2.0%	9.1%	8.8%	10.7%	短期借款	22,294	24,291	31,334	33,851	33,033	29,085
财务费用	-1,464	440	-2,286	-2,862	-2,175	-2,397	应付款项	17,611	15,232	15,004	15,799	18,149	19,414
%销售收入	1.7%	-0.5%	2.5%	3.0%	2.0%	2.0%	其他流动负债	8,936	13,558	14,789	7,965	9,057	10,363
资产减值损失	20	-184	-22	-10	-10	-10	流动负债	48,842	53,082	61,127	57,615	60,240	58,863
公允价值变动收益	25	18	11	15	15	15	长期贷款	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%	1.3%	1.2%	1.0%	负债	95,920	111,486	134,055	133,258	137,983	139,706
营业利润	827	-1,041	-400	6,003	7,627	10,508	普通股股东权益	23,376	24,617	27,696	37,467	45,414	54,857
营业利润率	1.0%	n.a	n.a	6.2%	7.0%	8.9%	少数股东权益	1,666	1,674	1,791	2,095	2,448	2,883
营业外收支	2,688	3,262	4,520	5,400	5,600	5,800	负债股东权益合计	120,962	137,777	163,542	172,819	185,845	197,445
税前利润	3,516	2,221	4,120	11,403	13,227	16,308	比率分析						
利润率	4.1%	2.5%	4.6%	11.9%	12.1%	13.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-215	-124	-573	-2,281	-2,645	-3,262	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	0.696	0.807	0.995
净利润	3,300	2,096	3,547	9,123	10,581	13,047	每股净资产	2.073	1.942	2.185	2.956	3.583	4.328
少数股东损益	-130	-280	130	304	353	435	每股经营现金净流	1.118	0.850	0.967	0.966	1.540	1.727
归属于母公司的净利润	3,430	2,376	3,417	8,819	10,229	12,612	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%	9.2%	9.4%	10.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.67%	9.65%	12.34%	23.54%	22.52%	22.99%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	2.84%	1.72%	2.09%	5.10%	5.50%	6.39%
净利润	3,300	2,096	3,547	9,123	10,581	13,047	投入资本收益率	2.68%	-1.68%	1.65%	6.70%	6.91%	8.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	7,986	8,897	9,757	9,931	10,914	11,848	主营业务收入增长率	1.90%	2.85%	1.97%	7.08%	13.41%	8.67%
非经营收益	989	-978	1,738	-2,629	-3,600	-3,588	EBIT 增长率	-46.20%	-168.78%	-226.80%	396.30%	10.64%	32.11%
营运资金变动	333	987	-2,790	-4,180	1,629	583	净利润增长率	-29.81%	-30.73%	43.81%	158.08%	15.99%	23.30%
经营活动现金净流	12,608	11,002	12,252	12,244	19,524	21,890	总资产增长率	7.80%	13.90%	18.70%	5.67%	7.54%	6.24%
资本开支	-13,086	-18,527	-23,927	-16,236	-15,595	-15,616	资产管理能力						
投资	10	-283	-84	-100	-100	-100	应收账款周转天数	11.0	13.4	15.0	17.0	16.5	16.5
其他	1,296	1,783	-22	165	175	185	存货周转天数	8.9	10.0	10.5	10.5	10.5	10.5
投资活动现金净流	-11,780	-17,028	-24,033	-16,171	-15,520	-15,531	应付账款周转天数	51.6	53.1	54.3	54.8	55.2	55.5
股权募资	454	3,978	0	0	0	0	固定资产周转天数	343.3	376.1	436.3	409.9	368.9	331.6
债权募资	4,016	5,962	16,374	5,228	1,283	-848	偿债能力						
其他	-6,648	-4,236	-5,277	-9	-4,076	-4,679	净负债/股东权益	164.26%	187.25%	205.02%	156.16%	125.05%	95.55%
筹资活动现金净流	-2,178	5,704	11,097	5,219	-2,793	-5,527	EBIT 利息保障倍数	1.4	3.1	0.8	3.0	4.4	5.3
现金净流量	-1,349	-321	-684	1,292	1,211	832	资产负债率	79.30%	80.92%	81.97%	77.11%	74.25%	70.76%

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
5	2015-04-30	买入	8.47	11.00~13.00

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：

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