

2015年08月17日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

A股: 14元

H股: 8港币

东方航空(600115.SH/0670.HK)

BUY 买入

受益于航油价格下跌, 2015H1 同比增长 236 倍, 符合业绩预告

结论与建议:

受益于航空燃油价格下降, 东航 2015H1 净利润同比剧增, 净赚 35.64 亿元, 符合业绩预告。展望未来, 受益于航空煤油价格下跌使成本下降, 以及上海迪士尼一期开业带动客流量上升, 东方航空业绩将持续释放。当前 A 股和 H 股股价对应 2016 年动态 P/E 分别为 15 倍和 6 倍, 维持买入评级。

公司基本资讯

产业别	交通运输
A 股价(2015/8/16)	11.98
上证综指(2015/8/16)	3965.33
股价 12 个月高/低	13.79/2.52
总发行股数(百万)	12674.27
A 股数(百万)	7782.21
A 市值(亿元)	932.31
主要股东	中国东方航空集团(40.03%)
每股净值(元)	2.47
股价/账面净值	4.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.3 31.8 373.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-07-28	11.54	买入
2015-07-16	8.64	买入

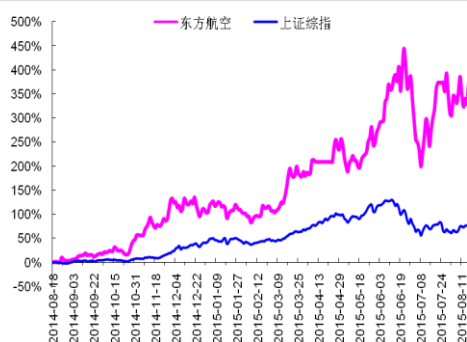
产品组合

客运	89.9%
货运	8.8%
其他业务	1.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	71.3%

股价相对大盘走势



■ 公司公告半年报, 符合此前发布的业绩预告: 受益于低油价, 2015 年上半年实现营业收入 443.11 亿元, 归属净利 35.64 亿元, 同比分别增长 3.9% 及 236 倍, 对应 EPS 为 0.2812 元。目前国内民航需求稳中有升, 业绩增长最主要的原因来自于国际原油价格低位震荡, 公司航油成本大幅降低, 2015H1 毛利率大幅提高 5.58 个百分点至 16.52%。

■ 分季度看, 2Q 实现营业收入 219.18 亿元, 归属净利 20 亿元, 同比分别增长 5.4% 及 813 倍。

■ 2015 年上半年, 东航的收入吨公里同比增长 10.3%, 客座率同比增长 0.45 个百分点至 80.39%, 货邮载运率同比下降 1.72 个百分点至 56.11%。

■ 公司未来看点: 第一, 航油成本大约占到东航营业成本的 40%, 过去几年原油价格基本稳定在 110 美元/桶附近, 但从 2014 年四季度开始原油价格暴跌使得航空煤油价格迅速下降。2015 年上半年原油均价下跌至 60 美元/桶附近, 市场普遍预计原油价格将继续下跌, 我们下调原油全年均价, 预计全年均价在 55 美元/桶附近, 同比下降约 5 成, 一并考虑燃油附加费下滑, 预估航油成本下降至少增厚公司业绩 60 亿元。第二, 迪士尼乐园(一期)预计 2016 年初开门营业, 预计 2016 年参观人数将达到 2500 万人次, 按照外来客流占 1/3 的比重计算, 将新增乘客 1600 万人次, 增量约 15%。随着园区运营成熟以及后续两期项目的陆续开发, 客流量还有巨大上升空间。在三大航中, 东方航空的枢纽中心恰在上海, 是最为受益的航空公司。第三, 从长远看, 上海自贸区建设对提升上海两大机场航空枢纽价值意义重大, 东方航空将直接分享这一巨大的市场前景。

■ 在国内经济增速放缓的背景下, 我们预计 2015 年下半年民航需求将延续上半年的态势: 客运需求同比增长, 从地区来看, 国际市场总体而言受出境旅游热度不减, 客运市场将持续升温, 预计日本、韩国, 以及欧美航线将有较好的增长, 而东南亚局势动荡后市场需求疲弱。货运需求可能继续下降。

■ 截至 2015 年 6 月 31 日, 东航的美元负债 827 亿元, 美元资产 27.5 亿元, 公司测算人民币波动 1%, 影响净利润 6 亿元。照此测算, 前期人民币大幅贬值 3% 将影响公司净利润。根据央行的表态, 人民币贬值已经到位, 而目前油价处于弱势中, 若油价继续下行则全年油价水平极有可能低于我们此前的预期, 因此, 两相冲抵, 暂不调整公司盈利预测。

■ **盈利预测:** 预估公司 2015 年和 2016 年可分别实现净利润 83.1 亿元 (YoY+143%, EPS 为 0.66 元) 和 93.48 亿元 (YoY+12%, EPS 为 0.74 元)。 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,886.70	3,430.11	2,376.04	3,417.00	8,310.78	9,347.67
同比增减	%	-9.18%	-29.81%	-30.73%	43.81%	143.22%	12.48%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	0.30	0.20	0.27	0.66	0.74
同比增减	%	-10.19%	-29.81%	-34.25%	34.80%	143.22%	12.48%
A 股市盈率 (P/E)	X	25	36	54	40	17	15
股利 (DPS)	RMB 元	0	0	0	0	0	0
股息率 (Yield)	%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	83975	85569	88009	89746	93801	100662
经营成本	70448	74700	80339	79645	77386	82543
营业税金及附加	1803	670	306	107	281	302
销售费用	5406	5443	5910	5788	6003	6442
管理费用	2576	2743	2839	2451	2626	2819
财务费用	(441)	1464	(440)	2286	31	0
资产减值损失	799	(20)	184	22	28	28
投资收益	128	234	68	142	130	130
营业利润	3598	827	(1041)	(400)	7583	8666
营业外收入	1599	2712	3319	4609	1110	1110
营业外支出	28	23	58	89	10	10
利润总额	5168	3516	2221	4120	8683	9766
所得税	265	215	124	573	347	391
少数股东损益	16	(130)	(280)	130	25	28
归属于母公司所有者的净利润	4887	3430	2376	3417	8311	9348

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	6755	4238	2378	1393	1672	2340
应收账款	2197	2956	3524	3862	4229	4567
存货	1556	2088	2305	2259	2536	2612
流动资产合计	13712	12675	12610	18243	16022	17262
长期股权投资	1499	1484	1497	1591	1500	1500
固定资产	71565	80482	90677	107278	110496	112706
在建工程	13086	13879	18352	22376	23271	24900
非流动资产合计	98503	108288	125167	145299	147671	151571
资产总计	112215	120962	137777	163542	163693	168833
流动负债合计	43665	48842	53082	61127	56797	59069
非流动负债合计	46405	47078	58404	58404	60156	62562
负债合计	90070	95920	111486	119531	116954	121632
少数股东权益	1708	1666	1674	1674	21630	21590
股东权益合计	22145	25043	26291	26291	46739	47201
负债及股东权益合计	112215	120962	137777	163542	163693	168833

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	13,464	12,608	10,779	12,252	13,477	15,499
投资活动产生的现金流量净额	(14,780)	(11,780)	(17,028)	(24,033)	(24,994)	(24,244)
筹资活动产生的现金流量净额	2,136	(2,174)	5,730	11,112	11,890	12,484
现金及现金等价物净增加额	783	(1,349)	(544)	(684)	373	3,739

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。