

中国：航空公司
2015 年 10 月 12 日
投资建议：
600115 CH –买入（初次报告）
670 HK –买入（初次报告）
目标价隐含涨/跌幅：21.4%(A)
29.0% (H)
日期 2015/10/12
收盘价 RMB7.99(A)/HK\$4.65 (H)
十二个月目标价 RMB9.70(A)/HK\$6.0 (H)
信息更新：

► 初次纳入研究范围，给予买入评级与目标价人民币 9.7 元，系根据 13 倍 2016 年预估市盈率与 2.8 倍 2016 年预估市净率所推估。

► 我们预期 2015/16/17 年每股收益同比增长 118%/25%/11%至人民币 0.59/0.74/0.82 元。

本中心观点：

► 本中心看好东方航空 2015–17 年盈利展望，理由是 1)短程出境旅游需求强劲；2)受益于上海市城市转型；3)成本结构改善。

公司简介： 东方航空从事民航机营运，提供客运、货运、信件配送与其他运输服务。

股价相对上海 A 股指数表现


市值	RMB88,007.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB2,068.9 百万元
总股本股数 (百万股)	12,674.3
流通 A 股股数比例	66.9%
自由流通股数比例	26.9%
大股东：持股比例	中国东方航空集团公司, 40.0%
净负债比率	175.3%
每股净值 (2015F)	RMB2.85 元
市净率 (2015F)	2.80 倍

简明损益表(RMB 百万元) – 600115 CH

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	89.746	94.873	106.197	120.299
营业利润 **	1.755	10.292	10.925	11.813
税后净利润 *	3.418	7.725	9.686	10.711
每股收益(元)	0.27	0.59	0.74	0.82
每股收益同比增长率 (%)	38.3	118.0	25.4	10.6
市盈率 (倍)	29.6	13.6	10.8	9.8
股利收益率(%)	0.0	0.7	0.9	1.0
净资产收益率 (%)	12.3	20.6	21.0	19.2

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

简明损益表(RMB 百万元) – 670 HK

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
每股收益 (元)	0.27	0.59	0.74	0.81
每股净值 (元)	2.4	3.0	3.7	4.4

报告分析师：
张 咏涵
+886 2 3518 7977
april.chang@yuanta.com

中国东方航空 (600115 CH)

盈利动能起飞

初次纳入研究范围，给予买入评级与目标价人民币 9.7 元：受市场低迷与人民币贬值影响，东方航空股价自 6 月以来大跌，本中心认为目前低估值为投资人创造具吸引力的入场点，以把握东方航空未来盈利增长行情。我们认为东航将受益于 1)短程出境旅游需求畅旺；2) 上海市城市转型；3) 成本结构改善。本中心目标价(A 股)人民币 9.7 元系根据 2016 年 13 倍预估市盈率与 2.8 倍预估市净率所推估，取平均值而得。H 股目标价 6.0 港元系根据 2016 年 6.5 倍预估市盈率与 1.4 倍预估市净率推估，取平均值而得。

带领中国旅客飞向世界– 受益于短程出境旅游需求：短程出境旅游向来是中国飞航的需求主力。本中心认为东方航空为该趋势的主要受益者，系因公司 1)主要基地机场位于中国沿岸中心位置，方便内陆旅客转机；2) 于中国飞往东北亚与东南亚的航线位居领先地位与市占率。本中心预期 2015/16/17 年东方航空国际线客流量同比增长 23.7%/20.3%/18.8%。

受益于上海对旅客的吸引力增加– 上海正经历商务与旅游并重的城市转型：本中心认为上海正转变成一个商业与旅游元素更为平衡的城市(与东京相似)。2016 年上海迪斯尼开幕与极地海洋世界 2017 年营运可能是重要里程碑，为海内外旅客增添更多元的休闲旅游景点。我们预期上海迪斯尼 2016 年为东方航空贡献 2%额外营收，中长期而言每年则为东航带来 370 万稳定旅客流量。

成本结构改善有望：本中心假设 2015 下半年至 2017 年油价将温和上涨，预估公司毛利率将可维持在稳健水平。此外，近期中国部份针对民航的政策改变亦有利于东航盈利展望，包含 1) 直销比率提升、降低固定代销费率而节省销售成本；2) 开放控股航空公司实施统一运行管理，提升母子公司间运营效率。

研究员声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

投资重点 - 初次纳入研究范围，给予买入评级

本中心初次将东航(600115 CH/670 HK)纳入研究范围，给予买入评级。12个月A股目标价人民币9.7元系根据13倍目标市盈率乘上2016年预估每股收益人民币0.74元、2.8倍目标市净率乘上2016年预估每股净值人民币3.5元推估，取平均值而得。H股目标价6.0港元系根据2016年6.5倍预估市盈率与1.4倍预估市净率推估，取平均值而得。我们采用市盈率与市净率估值法，系因前者反映盈利增长潜力，而后者在下行周期时提供底部支撑。

投资理由

研究中心认为中国飞航产业已进入上行周期的起步阶段，并判断三项利好带动东航中长期股价走势：

短程旅游需求、上海市转型与成本结构改善为东航主要利好。

- 1) 东航主要受益于中国短程出境旅游需求畅旺，系因公司1)位于中国沿岸中心位置，内陆旅客转机方便；2) 于东北亚与东南亚航线市场占居领先地位与市占率。
- 2) 上海转型成一个商务与旅游更为平衡的城市，可为东航提供长期增长利好，而上海迪斯尼与上海极地海洋世界开幕可能是重要里程碑。
- 3) 油价重跌、销售成本大幅缩减加上统一管理航机政策未来将持续改善东航的成本结构。

财务展望

- 1) **2015 下半年展望：**本中心预估2015年3季度营收环比增长25%/同比增长7%，系因7-8月营运数据亮眼加上中秋假期带动。毛利率自2015年2季度的15.1%跳升至23.4%，原因是旺季效益、油价下跌以及持续节省每位乘客的销售费用。本中心将2015年3季度人民币贬值影响纳入估算后，预期2015年3季度/4季度每股收益达人民币0.10/0.22元。

我们预估 2015/16/17 年每股收益将达人民币 0.59/0.74/0.82 元。

- 2) **2015/16/17 年展望：**本中心预估2015/16/17年每股收益同比增长118%/25%/11%至人民币0.59/0.74/0.82元，理由是1)中国航旅需求强劲，尤其是短程出境旅客；2)上海市的商务与观光元素变得更加平衡；3)在油价走势温和且公司节省大笔销售费用下，成本结构将持续改善。

- ▶ **国内客运业务：**我们预期东航2015/16/17年国内客运收益公里数(运量)同比增长11.4%/10.6%/10%，动能来自于中国稳定的航空旅游需求。
- ▶ **国际客运业务：**本中心预估2015/16/17年国际线客运收益公里数(运量)同比增长23.7%/20.3%/18.8%，增长幅度高于产业年复合增长率14%，系因公司在短程出境航线区块具备地理优势，且在日本/韩国/南亚市场握有领先市占率。
- ▶ **地区客运业务：**研究中心认为2015-17年地区客运收益公里数年复合增长率维持1.5-2%缓慢水平，系因1)赴港澳旅客数增长速度更为和缓；2)台湾出入境许可核发人数设限。
- ▶ **货运业务：**货运仅占东航总营收7-8%，公司持续降低货运运能，以应对中国需求低迷与空运市场竞争激烈的情况。本中心预估2015年货运量同比下滑2.3%，2016/17年温和增长6.9%/4.9%。

投资风险

- 1) 油价骤升
- 2) 人民币进一步大幅走贬
- 3) 发生重大飞行意外或其他事件
- 4) 上海迪斯尼工程或大幅延迟开幕

股票估值 - 600115 CH

该档优质增长股目前的低估值提供入场佳机。

12 个月 A 股目标价人民币 9.7 元系根据 13 倍目标市盈率乘上 2016 年预估每股收益人民币 0.74 元、2.8 倍目标市净率乘上 2016 年预估每股净值人民币 3.5 元推估，取平均值而得。本中心设定市盈率目标倍数 13 倍为 2011 年产业上行周期估值区间 9-17 倍的中间点；市净率目标倍数 2.8 倍为 2011 年周期区间 2.3-4.2 倍的低缘，系因考虑 1) 人民币市场化；2) 非公开股权募资不确定性所造成的资产负债表估值风险。

经历市场不振与人民币贬值冲击后，东航股价已自 6 月下旬高点下跌近 82%，目前股价相当于 10.8 倍 2016 年预估每股收益，接近 2011 年上行周期估值区间低缘 9 倍。本中心假设油价温和复苏，因此预期东航 2015/16/17 年盈利有望显著提升，并认为该档优质增长股目前的低估值提供入场佳机。

股票估值 - 670 HK

H 股目标价 6.0 港元系根据 2016 年 6.5 倍预估每股收益人民币 0.74 元与 1.4 倍预估每股净值人民币 3.7 元推估(依香港 IFRS 准则)，取平均值而得。目标市盈率与市净率倍数落在前次上行周期(2011 年)估值区间的中段。

图 1：12 个月预估市盈率区间(A 股)



资料来源：公司资料、元大

图 2：12 个月预估市净率区间(A 股)



资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较表

公司	代码	估值	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率			每股收益增长率		
					2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
东航	600115 CH	买入	RMB7.99	13,513	0.27	0.59	0.74	29.6	13.6	10.8	38%	118%	25%
国内同业													
中国国航	601111 CH	持有-超越	RMB8.34	15,121	0.31	0.69	0.81	27.1	12.2	10.2	14%	123%	19%
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.37	11,399	0.18	0.75	0.98	46.3	11.1	8.5	-6%	316%	31%
海南航空	600221 CH	未评级	RMB4.06	7,814	0.21	0.40	0.48	19.1	10.2	8.5	20%	88%	19%
平均									11.1	9.1			
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$14.82	7,522	0.80	1.53	1.73	18.5	9.7	8.6	20%	91%	13%
长荣航	2618 TT	买入	NT\$18	2,148	-0.40	2.74	2.82	N.M.	6.6	6.4	-172%	N.M.	3%
华航	2610 TT	买入	NT\$11	1,860	-0.14	1.36	1.60	N.M.	8.1	6.9	N.M.	N.M.	18%
平均									8.1	7.3			
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥335.3	9,809	11.24	18.88	21.90	29.8	17.8	15.3	108%	68%	16%
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4110	12,401	411	470	499	10.0	8.7	8.2	-10%	14%	6%
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5060	864	319	200	529	15.9	25.3	9.6	N.M.	-37%	164%
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.4	942	0.03	0.16	0.24	46.7	9.0	5.8	-77%	420%	56%
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$39.94	26,335	1.64	3.39	3.81	24.4	11.8	10.5	56%	106%	12%
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$47.21	37,551	0.78	5.35	5.59	N.M.	8.8	8.4	-94%	585%	5%
United Continental	UAL US	未评级	US\$55.71	21,281	2.93	10.90	8.53	19.0	5.1	6.5	92%	272%	-22%
American Airlines	AAL US	未评级	US\$42.42	28,499	3.93	8.40	6.37	10.8	5.0	6.7	N.M.	114%	-24%
Ryanair	RYA ID	未评级	€12.57	19,353	0.62	0.87	1.03	20.1	14.4	12.2	69%	40%	18%
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€13.59	7,156	0.12	2.84	2.38	N.M.	4.8	5.7	-82%	2266%	-16%
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.48	4,001	1.32	1.43	1.02	6.4	5.9	8.3	169%	8%	-28%
平均									10.6	8.8			

资料来源：Bloomberg、元大 (根据 10 月 12 日收盘价)

图 4：同业估值比较表 (续)

公司	代码	估值	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率			股利收益率			市净率		
					2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F	2014A	2015F	2016F
东航	600115 CH	买入	RMB7.99	13,513	12.3%	20.6%	21.0%	0.0%	0.7%	0.9%	3.7	2.8	2.3
国内同业													
中国国航	601111 CH	持有-超越	RMB8.34	15,121	7.0%	13.7%	14.3%	0.6%	1.2%	1.5%	1.9	1.7	1.5
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.37	11,399	5.0%	18.0%	20.0%	0.6%	2.2%	2.9%	2.3	2.0	1.7
海南航空	600221 CH	未评级	RMB4.06	7,814	929.2%	N.A.	N.A.	6.4%	N.A.	N.A.	1.73	N.A.	N.A.
平均						15.9%	17.1%		1.7%	2.2%		1.8	1.6
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$14.82	7,522	5.5%	11.8%	12.1%	2.4%	4.0%	4.5%	1.13	1.03	0.9
长荣航	2618 TT	买入	NT\$18	2,148	-3.3%	18.7%	17.0%	0.0%	5.6%	2.8%	1.5	1.2	1.1
华航	2610 TT	买入	NT\$11	1,860	-1.5%	12.2%	12.9%	0.0%	1.8%	0.9%	1.1	1.0	0.9
平均						14.2%	14.0%		3.8%	2.7%		1.1	1.0
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥335.3	9,809	5.1%	8.0%	9.0%	1.2%	1.5%	1.8%	1.47	1.38	1.3
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4110	12,401	20.3%	20.7%	19.0%	2.5%	2.9%	3.2%	1.92	1.63	1.4
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5060	864	6.5%	2.2%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.98	0.94	1.0
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.4	942	1.7%	10.0%	12.2%	2.1%	3.1%	3.8%	0.86	0.82	0.7
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$39.94	26,335	16.1%	31.6%	26.8%	0.6%	0.7%	0.8%	3.98	3.12	2.6
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$47.21	37,551	6.4%	34.2%	30.0%	0.6%	0.9%	1.2%	4.42	3.20	2.5
United Continental	UAL US	未评级	US\$55.71	21,281	42.1%	102.1%	44.9%	0.0%	0.0%	0.0%	8.71	3.59	2.3
American Airlines	AAL US	未评级	US\$42.42	28,499	N.A.	151.5%	50.4%	0.5%	0.9%	1.0%	14.64	4.71	3.2
Ryanair	RYA ID	未评级	€12.57	19,353	23.7%	26.3%	25.3%	0.0%	0.2%	1.3%	4.29	3.53	2.9
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€13.59	7,156	1.1%	25.3%	20.1%	0.0%	3.0%	4.1%	1.58	1.20	1.0
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.48	4,001	22.6%	15.0%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	1.28	0.97	0.9
平均						38.8%	23.3%		1.2%	1.6%		2.3	1.8

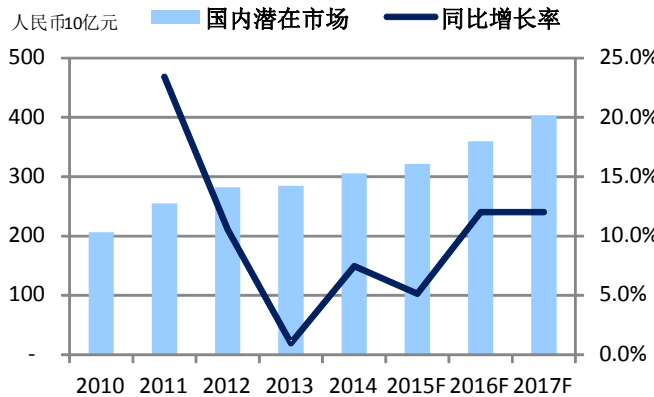
资料来源: Bloomberg、元大 (根据 10 月 12 日收盘价)

中国航空旅游需求的主要受益者

中国航空旅游业展望乐观

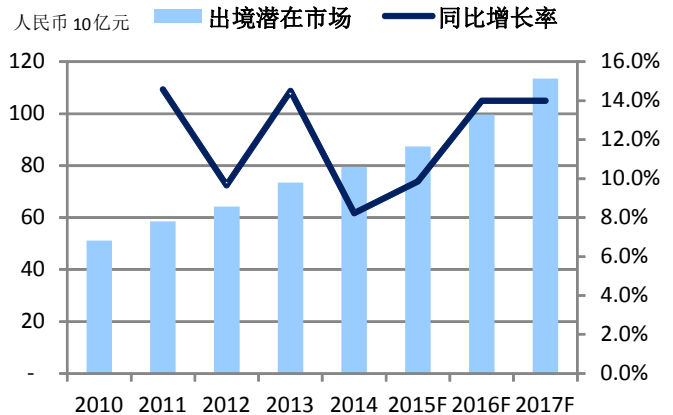
本中心看好中国航空旅游业 2016-17 年的增长前景,系考虑 1) 中国的出境渗透率仍远低于发达/邻近国家; 2) 中产阶级兴起,且可支配收入稳定增加; 3) 消费旅游升级; 4) 泰国、韩国、日本、台湾及美国等许多国家均已放宽对中国旅客的签证政策。本中心预估中国国内及出境航空旅游需求 2015-17 年年复合增长率将分别达到 12%与 14%。

图 5: 本中心预估的中国国内航空旅游潜在市场



资料来源: Wind、元大预估

图 6: 本中心预估的中国国际航空旅游潜在市场



资料来源: Wind、元大预估

图 7: 2015-17 年中国国内及出境航空旅游假设值

中国旅游业预估值	2010	2011	2012	2013	2014	2015 估	2016 估	2017 估
国内旅游 - 航空客运								
客运收益公里数 (百万)	327,988	364,315	402,645	451,658	501,238	563,893	631,560	707,347
同比增长率		11.1%	10.5%	12.2%	11.0%	12.5%	12.0%	12.0%
单位收益 (RMB)	0.63	0.70	0.70	0.63	0.61	0.57	0.57	0.57
同比增长率	17%	11%	0%	-10%	-3%	-7%	0%	0%
潜在市场 (人民币百万元)	206,632	255,021	281,851	284,545	305,755	321,419	359,989	403,188
同比增长率		23%	11%	1%	7%	5%	12%	12%
出境旅游 - 航空客运								
旅客数 (百万人)	26	28	32	35	41	48	55	64
同比增长率	30.9%	9.8%	10.7%	12.4%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
客运收益公里数(百万)	85,152	97,567	110,682	126,734	144,642	164,892	187,977	214,294
同比增长率		15%	13%	15%	14%	14.0%	14.0%	14.0%
单位收益 (RMB)	0.6	0.6	0.58	0.58	0.55	0.53	0.53	0.53
同比增长率	15%	0%	-3%	0%	-5%	-4%	0%	0%
潜在市场 (人民币百万元)	51,091	58,540	64,196	73,506	79,553	87,393	99,628	113,576
同比增长率		15%	10%	15%	8%	10%	14%	14%

资料来源: Wind、元大预估

东亚与南亚为中国短程旅游最受欢迎地区

研究中心认为，短程出境旅游受大众欢迎程度与日俱增，系因 1) 中国旅游旺季期间国内交通堵塞；2) 人民币相较于部分亚洲货币强势，如日元；3) 韩国等国家签证放宽；4) 政治风险和缓，如泰国与东南亚国家。

图 11 显示中国旅游局根据旅行社数据而统计的出境旅游目的地数据。53%的中国出境旅客目的地为亚洲内国家(不包括香港与澳门)，前去南亚旅客占 24%、东亚旅客占 29% (参见图 8)。所有目的地当中，泰国与日本年初至今中国旅客流量最为强劲，香港与台湾年初至新同比增长率则较为放缓。值得注意的是，MERS 疫情于 5 月下旬爆发前，1-5 月赴韩陆客量同比增长 43%。我们倾向认为在疫情已获控制下，赴韩旅游需求 8 月份逐渐复苏 (图 10)。本中心乐观看待赴韩陆客数量将于 2015 下半年恢复增长。

有鉴于市场地位，东航受益程度最佳

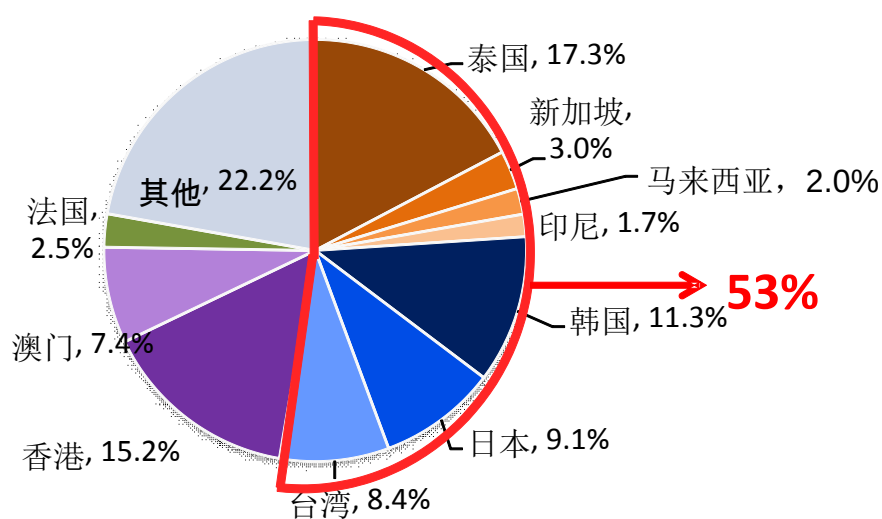
本中心认为东航是短程出境旅游需求强劲的主要受益者，理由如下：

- 1) 东航在上海机场握有 41.5%的领先市占率，上海位于东部海岸线中心位置因此为国内旅客飞往东北亚/东南亚的重要转机中心。
- 2) 东航分配至东北亚(占总运能 5-6%)与东南亚(占总运能 7-8%)的国际线运能高于其他当地同业。此外，公司亦在中日航线握有最大市占率。

2015 年 1 至 8 月国际线营运数据强劲即印证本中心观点，收益公里数(运量)同比增长率达 23% (图 11)。

本中心认为国际客运业务将是东航未来的主要增长动能。短期而言，除了 7-8 月营运数据强劲外，中秋连十一长假和韩国 MERS 疫情威胁趋缓有望将旺季效应拉长至 9 月下旬/10 月上旬。就中长期角度观之，强劲且持续性的出境旅游加上上海机场运量较有调整弹性均有利于东航进一步的增长态势(参见图 12 的一线机场运量增长图)。

图 8： 2015 年上半年中国出境旅客目的地分布



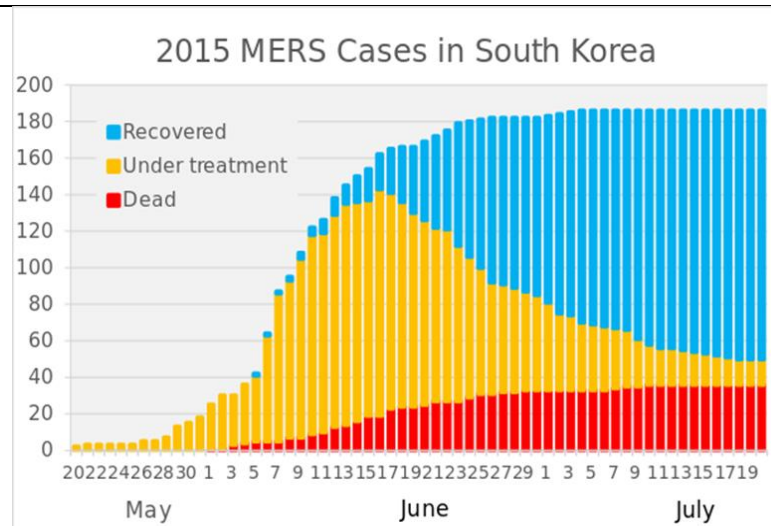
资料来源：中国旅游局、Wind、元大

图 9：中国旅客前往十大目的地人数同比增长率

目的地	中国旅客人数同比增长率
泰国	109% (至 2015 年 7 月止)
香港	2% (至 2015 年 7 月止)
韩国	27% (至 2015 年 6 月止) (若不计 6 月 (受 MERS 疫情爆发影响) 则为 43%)
台湾	6% (至 2015 年 8 月止)
日本	114% (至 2015 年 7 月止)
澳门	-4% (至 2015 年 8 月止)
新加坡	-9% (至 2015 年 3 月止)
马来西亚	-27% (至 2015 年 3 月止)
印度尼西亚	15% (至 2014 年止)
法国	28% (至 2015 年 6 月止)

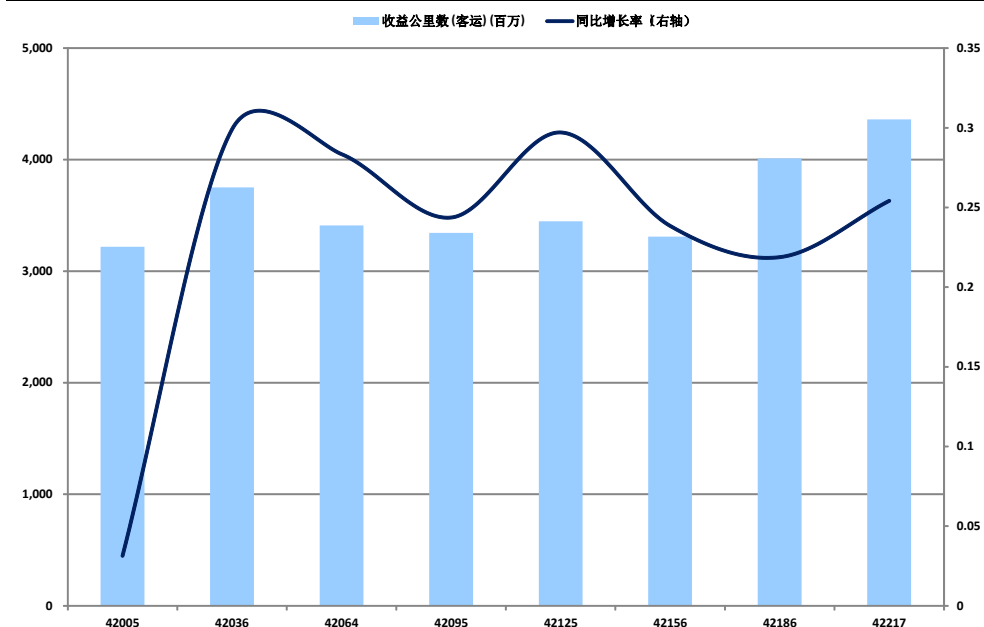
资料来源：上述国家出入境管理局、元大

图 10：2015 年韩国 MERS 案例变化



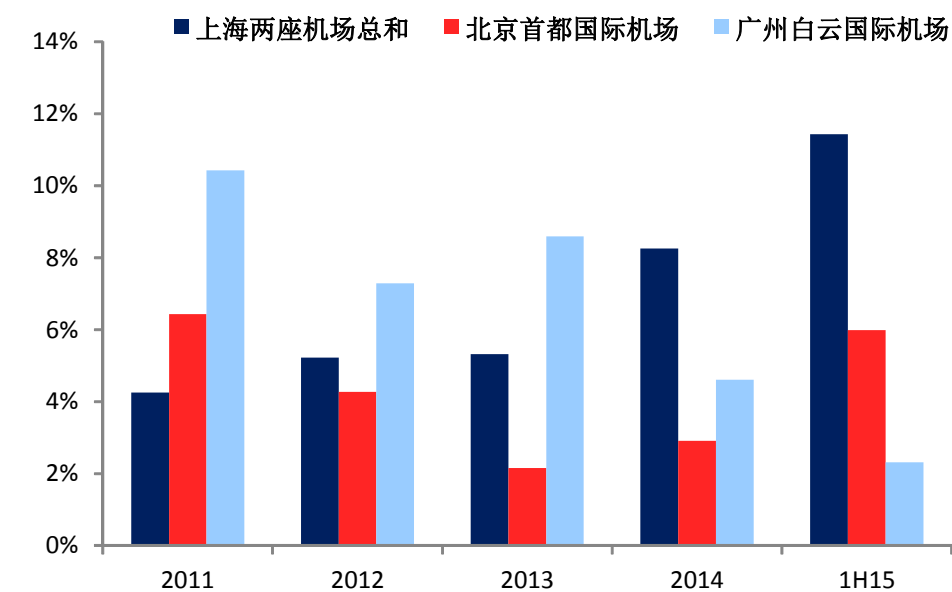
资料来源：韩国卫生福利部、Wikipedia

图 11：东方航空 1-8 月国际客运收益公里数数据与同比增长率



资料来源：公司资料

图 12：中国重点机场客流量同比增长率比较



资料来源：Wind、元大

图 13：中国三大航空公司比较表

特色	项目	中国南方航空	中国东方航空	中国国航
中国航空旅游市占率	国内	25%	17%	20%
	国际	28%	26%	33%
	地区	23%	27%	44%
	合计	26%	20%	23%
主要基地机场及市占率		广州 - 50% 上海 - 24% 北京 - 18% 乌鲁木齐 - 54%	上海 - 41.5% 昆明 - 40.8% 西安 - 30.4% 北京 - 19%	北京 - 46% (占总运能约 67%) 成都 - 35% 上海 - 11%
其他重要机场数量		14	12	6
客运收益公里数比重*	国内	74%	67%	65%
	国际	24% - 南亚: 5% - 纽澳: 4.8% - 北美: 4% - 欧洲: 4% - 日本及韩国: 3%	30% - 美/欧/澳洲: 13% - 南亚: 7-8% - 日本及韩国: 5-6%	31% - 北美: 15-16% - 欧洲: 13-14% - 日本及韩国: 2-3%
	地区	2%	3%	4%
	合计	76%	70%	69%
货邮运周转量 (RFTK)比重*	国内	31%	19%	23%
	国际	68%	78%	75%
	地区	1%	3%	2%
机队**	客机	642	522	582
	货机	14	9	15
飞机平均日利用率*		9.7 小时	9.9 小时	9-9.2 小时

资料来源：公司资料、元大预估。 *截至 2015 年上半年底； **截至 2015 年底

上海城市转型

上海有望与东京相同，成为商务与观光活动均衡的都市。

上海一直是中国经济增长的主要重心，其以商务需求为主的航空需求亦欣欣向荣。我们认为上海正开始变得像东京一样，成为商务与观光活动更加均衡的都市。上海迪斯尼乐园预计于 2016 年春天开幕，届时园区面积将是亚洲最大，接近东京迪斯尼乐园与东京迪斯尼海洋两园区面积总和，更是香港迪斯尼的三倍。上海极地海洋世界亦规划于 2017 年开幕，距上海迪斯尼乐园车程约 30 分钟。我们看好此两大主题乐园有望提供多样化的休闲吸引力，同时招徕国内与国际旅客。

上海迪斯尼乐园 - 短期贡献有限，但象征着上海城市蜕变的里程碑

迪斯尼乐园将成上海都市转型的里程碑。

如图 14 所示，上海迪斯尼乐园园区规划面积为 91 公顷，几乎相当于东京迪斯尼乐园与东京迪斯尼海洋两园区总和，亦相当于香港迪斯尼乐园 3 倍面积。由东京与香港迪斯尼乐园的开发经验看来，我们估计上海迪斯尼乐园第一年有望吸引 1,500 万名游客，中长期有望每年吸引 2,800 万-3,000 万名游客。我们保守假设游客中将有 30% (10% 为国内游客，20% 为国外游客) 搭机抵达上海，并假设东方航空在上海的市占率维持 41% 左右 (成真机率极高)，我们预期上海迪斯尼乐园将在第一年带动东方航空营收增长 2%，并在中长期带来每年载运 370 万名旅客的客流量，此数目相当于东方航空 2014 年总载客量的 4.5%。

我们估计上海迪斯尼乐园将在 2016 年为东方航空带来 2% 的营收增长，长期则将带来每年 370 万名的载客量。

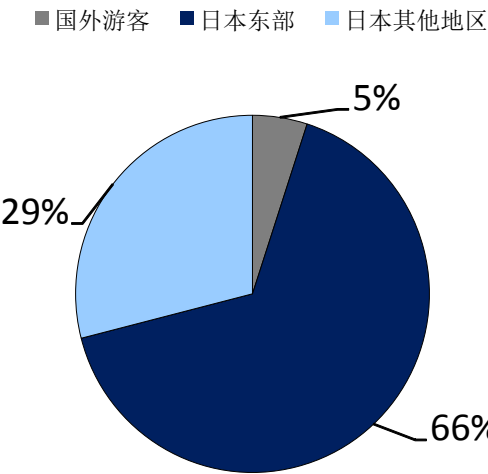
尽管上海迪斯尼乐园对东方航空的实时效益可能并不明显，但考虑迪斯尼乐园于景气波动时向来拥有较佳的承受能力与防御性 (参见图 17、图 18)，我们仍认为每年 370 万名的稳定载客量不容小觑。最重要的是，我们认为上海迪斯尼乐园开幕将成为上海转型的象征性里程碑，代表上海成为一个商务与观光活动更加均衡的都市。

图 14：亚洲迪斯尼乐园各园区与上海极地海洋世界比较

比较	东京迪斯尼乐园	东京迪斯尼海洋	香港迪斯尼乐园	上海迪斯尼乐园	上海极地海洋世界
开幕时间	1983 年	2001 年	2005 年 9 月	预计为 2016 年春天	预计为 2017 年
园区面积	51 公顷	49 公顷	28 公顷	91 公顷	29.7 公顷
开幕第一年游客数(百万人)	9.33	7.5	5.2	15*	4-5*
每年游客数(百万人)	17~17.5	14	7.5	28-30*	6-8*

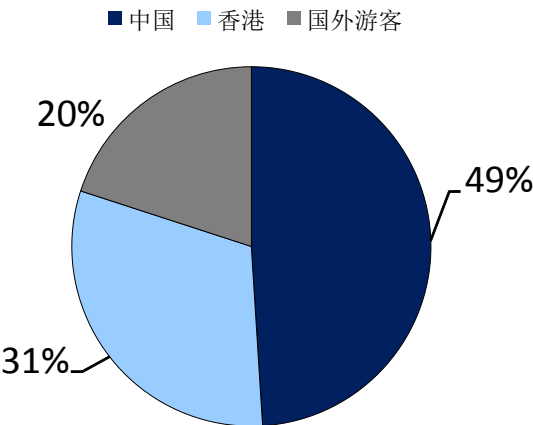
资料来源：Wiki、迪斯尼网站、极地海洋世界 *为本中心预估值

图 15：东京迪斯尼乐园游客来源分布



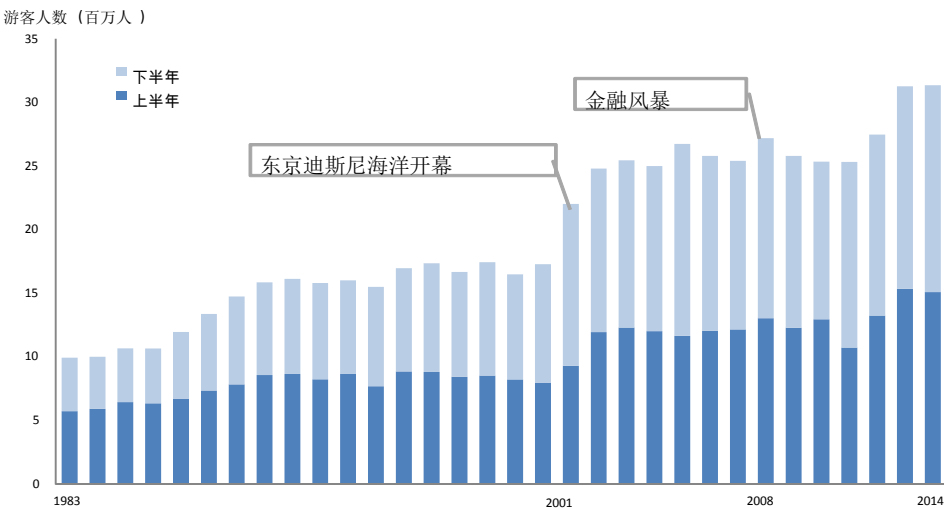
资料来源：东京迪斯尼乐园

图 16：香港迪斯尼乐园游客来源分布



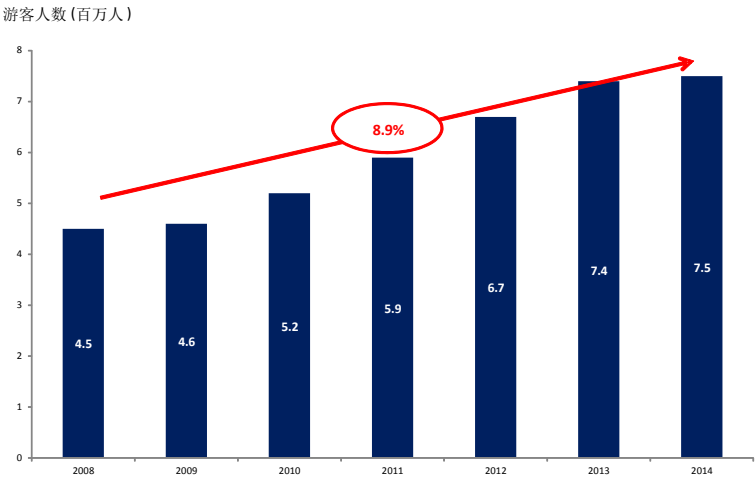
资料来源：香港迪斯尼乐园

图 17：东京迪斯尼乐园开幕以来游客人数



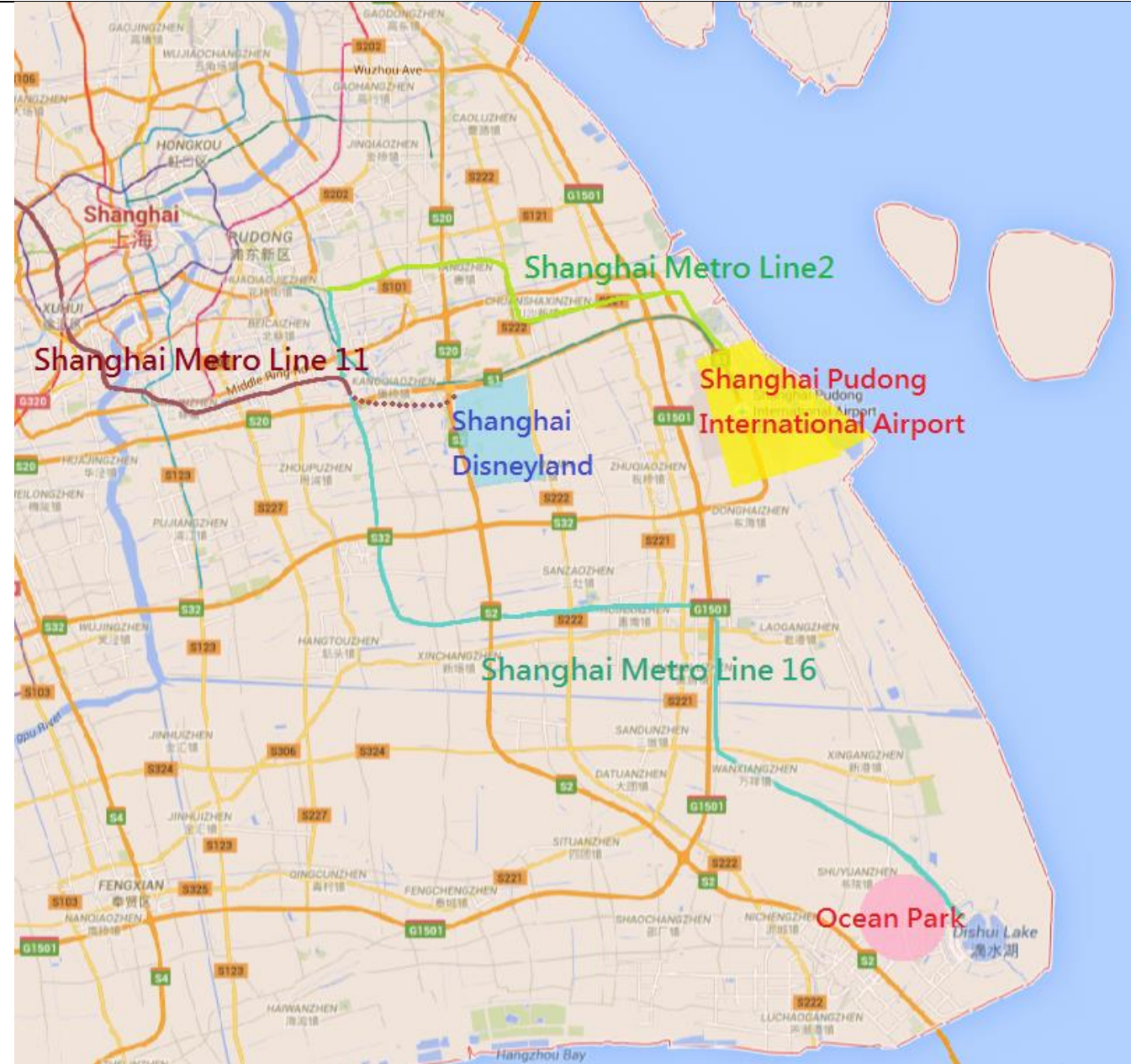
资料来源：东京迪斯尼乐园

图 18：香港迪斯尼乐园开幕以来游客人数



资料来源：香港迪斯尼乐园

图 19：上海迪斯尼乐园预定地邻近浦东国际机场



资料来源：上海迪斯尼乐园、上海地铁、元大预估

成本结构改善在望

中国东方航空除了受益于中国航空旅游需求增温及上海城市转型外，我们认为**低油价、直销及机队管理政策改变**也是带动公司盈利增长的利好因素。

低油价为一大利好

燃油成本一向为航空业者销货成本的主要来源之一，燃油价格下跌将直接推升航空公司的盈利能力。以中国东方航空而言，燃油成本约占其 2014 年销货成本的 38% 左右，但在燃油价格崩跌后，该比率已于 2015 年上半年降至仅 28.6%。此外，东方航空的毛利率也从 2014 年上半年的 7.7% 升至 2015 年上半年的 16.5%。

考虑布伦特原油价格在今年 3 季度已来到金融风暴之后的六年新低，本中心认为油价可能回升。不过，我们认为即使油价回升，涨幅可能也有限，系因 1) 目前并无迹象显示石油输出国组织的原油供给将大幅减产；2) 美国页岩气产量仍是长期疑虑；3) 中国经济增长恐进一步下滑；4) 伊朗原油在 2016 年解除制裁后可能重回市场；5) 若美联储决定升息，美元将长期走强。图 20 为本中心针对油价小幅回升的假设值，并据此推算东方航空的财务预估值。

根据本中心的油价假设，我们预估东方航空 2015/16/17 年的毛利率将维持在 19.5%/18.7%/17.7%，高于 2012-14 年的 8-12%。图 21 为本中心针对燃油成本所做的盈利敏感性分析。

本中心预估东方航空的毛利率将维持稳健，主要受益于低油价支撑。

图 20：布伦特原油价格假设值

	2015 估	2016 估	2017 估
布伦特原油价格 (美元/桶)	55	62	69
同比增长率	-44%	12%	11%

资料来源：元大预估

图 21：依据 2016 年假设值进行的燃油价格上涨敏感性分析

	中国东方航空
普通股	131.40 亿股*
燃油年消费量 (吨)	586 万
燃油价格下跌 10% 可节省的成本	人民币 26.06 亿元
2016 年盈利预估调整	+26.9%

资料来源：公司资料、元大预估 * 包含非公开发行股

政策改变有助于改善公司成本结构

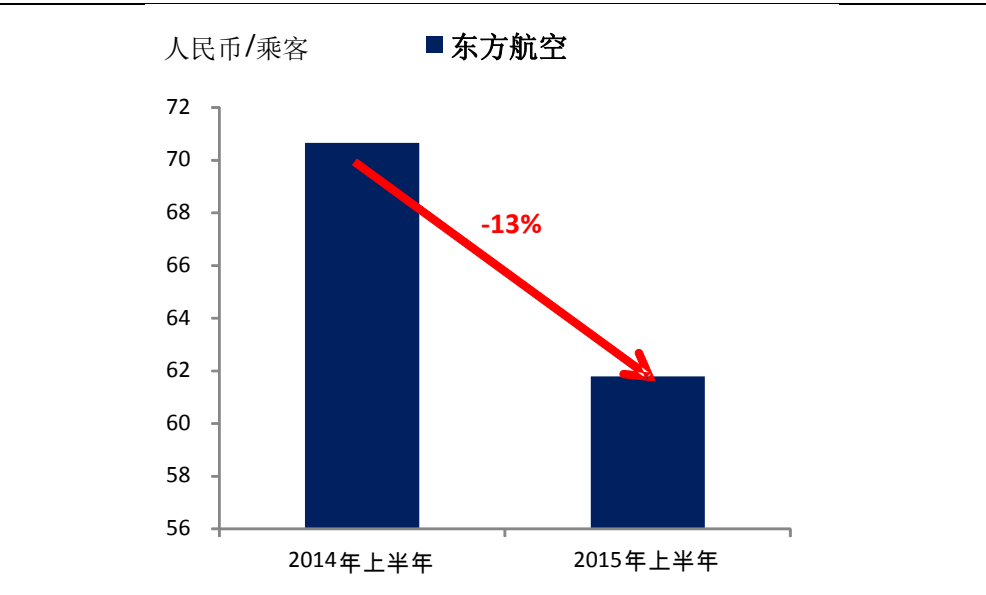
- 1) **直销比率提升促进营业费用进一步降低**：在国务院国有资产监督管理委员会的要求下，中国东方航空已持续提高其直销比率，将固定代销费率降至 0%，并改善直销平台。该公司的直销比率已由 2015 年 1 季度的 25% 升至 2015 年上半年末的 32%，公司目标为 2015-16 年底将该比率升至 40% 以上。受益于代销费率降低、直销比率提高以及规模效益，我们预估东方航空每名乘客的销售费用已同比下滑 13%，预期 2015 年上半年可节省人民币 3.6-4 亿元（参见图 22）。我们预估每名乘客销售费用降低，将有助于公司大幅节省成本，进而使营业费用率逐步降至 2015/16/17 年的 8.7%/8.4%/7.8%。

直销比率提高有助于降低营业费用率。

政策放宽有助于东方航空改善机队管理效率。

2) 母公司及持股 51%以上的子公司机队管理政策放宽：中国政府发布“关于控股航空公司实施统一运行有关问题的通知”，允许航空控股公司统一管理及运行旗下持股比例过半的子公司的飞机。中国东方航空是首家于今年落实该项政策的试点航空业者，系因其在中国航空产业的发展历史，而旗下子公司数量较国内同业多。加上公司简化机队阵容，我们预估在政策放宽下，东方航空成本结构有望改善（参见图 23）。

图 22：2015 年上半年每位乘客代销费用同比下滑率



资料来源：公司资料、Wind、元大

图 23：中国东方航空机队规划 (截至 2015 年 6 月 30 日)

2015 年下半年底			
机型	采用数量	退役数量	预估期末数量
客机			
A320 系列	17	8	240
A330 系列	2	0	51
A340-600	0	2	0
B777 系列	3	0	15
B737 系列	23	10	211
B757	0	1	0
EMB-145LR	0	3	5
客机总数	45	24	522
货机			
B747-400ER	0	1	3
B757-200F	0	0	0
B777F	0	0	6
货机总数	0	1	9
合计	45	25	531

资料来源：公司资料

盈利回顾与展望

2015 年 2 季度回顾：

2015 年 2 季度营收因淡季因素环比下降 2%，但仍在燃料附加费降低的负面影响下，较去年增长 5%，主要因旅游需求强劲。国际客运量稳健同比增长 26%，而国内客运量则同比增长 11.5%(高于前一季的 7.5%)。另外，2015 年 2 季度毛利率由去年同期的 7%大幅提升至 15.1%，主要因低油价省下高额成本。此外，营业费用率由去年同期的 10%减至 9.1%。公司 2015 年 2 季度也获得政府人民币 21 亿元的补助。整体而言，2015 年 2 季度每股收益环比增长 28%，同比增长 813%至人民币 0.16 元。

2015 年下半年展望

本中心预估 2015 年 3 季度营收有望环比增长 28%，同比增长 7%，系受益于中秋与国庆长假与正面的 7-8 月营运数据。本中心预估 2015 年 3 季度毛利率有望由 2015 年 2 季度的 15.1%跳升至 23.4%，系因适逢旺季，燃油价格更低，并持续通过节省每位乘客销售费用来降低成本。计入 2015 年 3 季度人民币贬值的负面影响后，本中心预估 2015 年 3/4 季度每股收益可达人民币 0.10/0.22 元。

图 24：东方航空-季度与年度简明损益表 (合并)

(百万人民币)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	22,393	21,918	28,043	22,519	94,873	24,685	24,704	31,658	25,151	106,197
销货成本	(18,418)	(18,602)	(21,469)	(17,874)	(76,363)	(20,372)	(20,999)	(24,662)	(20,330)	(86,363)
营业毛利	3,975	3,316	6,574	4,645	18,510	4,314	3,704	6,996	4,821	19,835
营业费用	(1,999)	(2,000)	(2,328)	(1,892)	(8,218)	(2,172)	(2,174)	(2,501)	(2,062)	(8,910)
营业利润	1,976	1,316	4,246	2,754	10,292	2,141	1,530	4,495	2,759	10,925
业外利益	114	1,284	(2,680)	709	(573)	(362)	502	120	509	769
税前净利润	2,090	2,600	1,566	3,463	9,719	1,779	2,032	4,615	3,268	11,694
少数股东权益	(199)	(96)	(96)	(96)	(487)	(96)	(96)	(96)	(96)	(384)
所得税费用	(327)	(504)	(157)	(519)	(1,507)	(278)	(394)	(462)	(490)	(1,624)
归属母公司税后净利润	1,564	2,000	1,314	2,847	7,725	1,405	1,542	4,058	2,681	9,686
每股收益(依加权稀释股数)(元)	0.12	0.16	0.10	0.22	0.59	0.11	0.12	0.31	0.20	0.74
加权平均股数	12,674	12,674	13,140	13,140	13,140	13,140	13,140	13,140	13,140	13,140
重要比率										
营业毛利率	17.8%	15.1%	23.4%	20.6%	19.5%	17.5%	15.0%	22.1%	19.2%	18.7%
营业利润率	8.8%	6.0%	15.1%	12.2%	10.8%	8.7%	6.2%	14.2%	11.0%	10.3%
税前净利润率	9.3%	11.9%	5.6%	15.4%	10.2%	7.2%	8.2%	14.6%	13.0%	11.0%
有效所得税率	15.6%	19.4%	10.0%	15.0%	15.5%	15.6%	19.4%	10.0%	15.0%	13.9%
季增率 (%)										
营业收入	6.6%	(2.1%)	27.9%	(19.7%)	5.7%	9.6%	0.1%	28.2%	(20.6%)	11.9%
营业利润	127.6%	(33.4%)	222.7%	(35.1%)	486.4%	(22.2%)	(28.5%)	193.7%	(38.6%)	6.2%
税后净利润	15.1%	27.9%	(34.3%)	116.8%	126.0%	(50.7%)	9.8%	163.1%	(33.9%)	25.4%
每股收益	15.1%	27.9%	(36.7%)	116.8%	118.0%	(50.7%)	9.8%	163.1%	(33.9%)	25.4%
营收分布(百万人民币)										
客运	18,728	18,330	23,717	18,981	79,756	20,932	21,028	27,243	21,449	90,651
货运	1,620	1,585	1,623	1,376	6,204	1,699	1,663	1,697	1,528	6,586
其他	2,046	2,002	2,703	2,162	8,914	2,054	2,013	2,718	2,174	8,960
总计	22,393	21,918	28,043	22,519	94,873	24,685	24,704	31,658	25,151	106,197
营收分布 (%)										
客运	84%	84%	85%	84%	84%	85%	85%	86%	85%	85%
货运	7%	7%	6%	6%	7%	7%	7%	5%	6%	6%
其他	9%	9%	10%	10%	9%	8%	8%	9%	9%	8%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史数据。

2015/16/17 年展望：本中心预估 2015/16/17 年每股收益同比增长 118%/25%/11%至人民币 0.59/0.74/0.82 元，理由是 1)中国航旅需求强劲，尤其是短程出境旅客；2)上海市的商务与观光元素变得更加平衡；3) 在油价走势温和且公司节省大笔销售费用下，成本结构将持续改善。

- ▶ **国内客运业务：**我们预期东航 2015/16/17 年国内客运收益公里数(运量)同比增长 11.4%/10.6%/10%，动能来自于中国稳定的航空旅游需求。
- ▶ **国际客运业务：**本中心预估 2015/16/17 年国际线客运收益公里数(运量)同比增长 23.7%/20.3%/18.8%，增长幅度高于产业年复合增长率 14%，系因公司在短程出境航线区块具备地理优势，且在日本/韩国/南亚市场握有领先市占率。
- ▶ **地区客运业务：**研究中心认为 2015-17 年地区客运收益公里数年复合增长率维持 1.5-2%缓慢水平，系因 1)赴港澳旅客数增长速度更为和缓；2) 台湾出入境许可核发人数设限。
- ▶ **货运业务：**货运仅占东航总营收 7-8%，公司持续降低货运运能，以应对中国需求低迷与空运市场竞争激烈。本中心预估 2015 年货运量同比下滑 2.3%，2016/17 年温和增长 6.9%/4.9%。

债务结构与汇兑风险

中国东方航空截至 2015 年上半年底的总负债为人民币 2,020 亿元，负债资产比为 81%。负债中有 79%为美元债务，低于中国南方航空的 94.7%，但高于中国国际航空的 71%。公司计划降低美元负债比例以减少美元曝险，可能会通过借入更多人民币、日元和其他货币来偿还部分美元负债。

根据公司数据，人民币贬值 1%，税后净利润将对应减少约人民币 6 亿元。我们已经于 2015 年 3 季度的盈利预估中大致计入汇兑损失造成的负面冲击。长远来看，由于中国政府计划让人民币市场化而非持续贬值，我们认为人民币贬值空间有限。我们在财务模型中假设汇率为人民币 6.3 元兑 1 美元。

图 25：人民币兑美元汇率波动的盈利敏感度分析

百万人民币	若人民币贬值 1%，税后净利润将减少 (2014 年底估值)	2014 年税后净利润 占比	若人民币贬值 1%，税后净利润将减少 (2015 年上半年年底估值)	2015 年税后净利润 占比
600115 CH 中国东方航空	\$628	18.4%	\$600	7.8%

资料来源：公司资料、元大。

图 26：中国东方航空营运数据估值

营运数据估值		中国东方航空			
		2014	2015 估	2016 估	2017 估
客运	项目				
国内航线	可用座公里	110,599	120,998	133,754	147,543
	客运收益公里数	88,251	98,283	108,740	119,614
	载客率	80%	81%	81%	81%
国际航线	可用座公里	44,263	53,831	64,695	77,350
	客运收益公里数	35,032	43,331	52,126	61,941
	载客率	79%	80%	81%	80%
地区航线	可用座公里	5,738	5,420	5,527	5,638
	客运收益公里数	4,354	4,155	4,216	4,301
	载客率	76%	77%	76%	76%
总计	可用座公里	160,600	180,249	203,976	230,531
	客运收益公里数	127,637	145,769	165,081	185,856
	载客率	79%	81%	81%	81%
	单位收益(人民币/周转量)	0.59	0.55	0.55	0.56
	营收(百万人民币)	74,738	79,756	90,651	104,290
客运	项目	增长率			
国内航线	可用座公里	5.8%	9.4%	10.5%	10.3%
	客运收益公里数	6.5%	11.4%	10.6%	10.0%
	载客率	0.7%	1.8%	0.1%	-0.3%
国际航线	可用座公里	4.9%	21.6%	20.2%	19.6%
	客运收益公里数	4.4%	23.7%	20.3%	18.8%
	载客率	-0.4%	1.7%	0.1%	-0.6%
地区航线	可用座公里	7.4%	-5.5%	2.0%	2.0%
	客运收益公里数	9.5%	-4.6%	1.5%	2.0%
	载客率	2.0%	1.0%	-0.5%	0.0%
总计	可用座公里	5.6%	12.2%	13.2%	13.0%
	客运收益公里数	6.0%	14.2%	13.2%	12.6%
	载客率	0.4%	1.8%	0.1%	-0.4%
	单位收益(人民币/周转量)	-3.0%	-6.6%	0.4%	2.2%
	营收(百万人民币)	2.8%	6.7%	13.7%	15.0%
货运	项目				
总计	可用吨公里	8,153	8,769	9,194	9,646
	货运收益吨公里数	4,800	4,692	5,016	5,264
	载运率	59%	54%	55%	55%
	单位收益(人民币/周转量)	1.52	1.32	1.31	1.33
	营收(百万人民币)	7,302	6,204	6,586	7,000
货运	项目	增长率			
总计	可用吨公里	0.7%	7.6%	4.8%	4.9%
	货运收益吨公里数	-1.4%	-2.3%	6.9%	4.9%
	载运率	-2.0%	-9.1%	2.0%	0.0%
	单位收益(人民币/周转量)	-2.4%	-13.1%	-0.7%	1.3%
	营收(百万人民币)	-3.7%	-15.0%	6.2%	6.3%

资料来源：公司资料、元大预估

公司简介

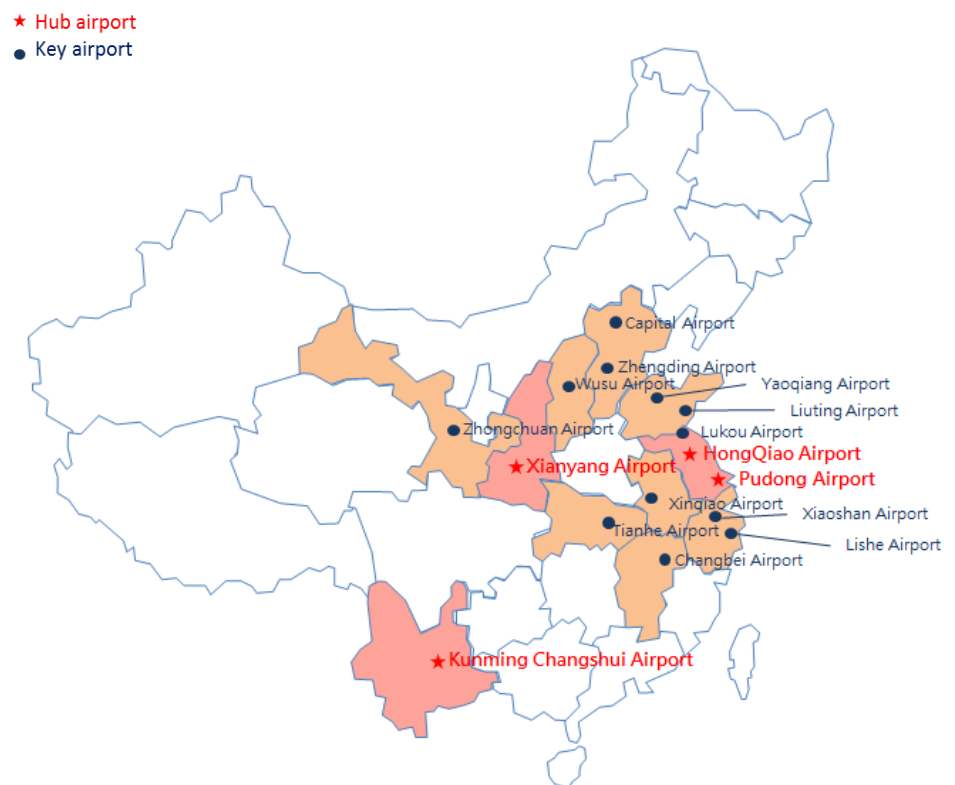
公司背景

中国东方航空公司成立于 1988 年，总部位于上海，以乘客数而言是中国第二大运输业者，以上海浦东机场及虹桥机场为核心枢纽。公司旗下机队阵容包括 Airbus、Boeing、Embraer 及 Bombardier 飞机，航线网络分布广大，包含逾 350 条国内航线及 40 个国际航点，涵盖澳洲、欧洲、韩国、日本、北美及东南亚各城市。中国东方航空于 2010 年与上海航空合并，并于 2011 年 6 月与南航一同加入天合联盟。截至 2014 年 12 月 31 日，公司旗下机队共有 515 架飞机，包括 485 架客机、12 架货机及 18 架商务机。

核心枢纽与主要机场

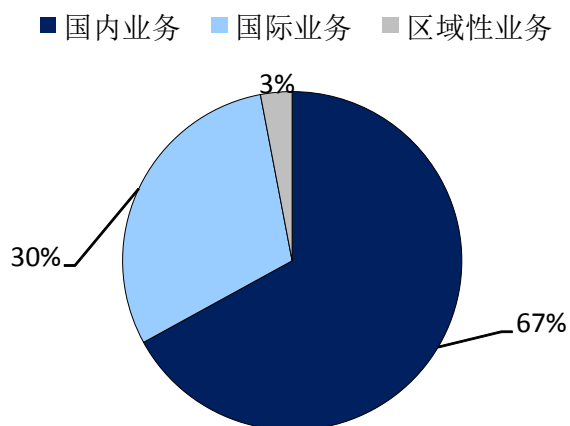
中国东方航空的核心枢纽机场主要集中在华东地区，公司在昆明长水机场的市占率亦相当高，为其内陆航线网络提供良好支持。

图 27：中国东方航空的核心枢纽与主要机场



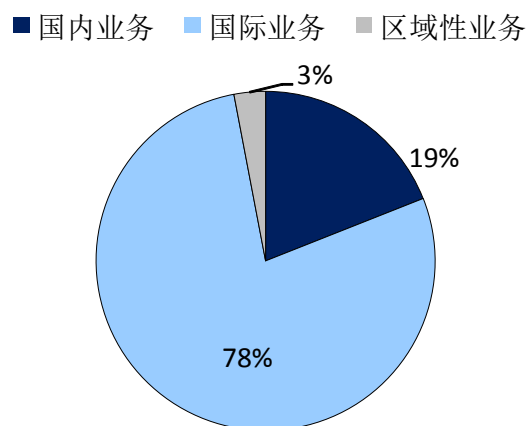
资料来源：公司资料、元大预估

图 28: 客运业务分布



资料来源: 公司资料

图 29: 货运业务分布



资料来源: 公司资料

图 30: 中国东方航空机队规模与规划

机型	2015 年下半年			2016 估			2017 估		
	预计交付飞机	预计退役飞机	期末飞机数量预估值	预计交付飞机	预计退役飞机	期末飞机数量预估值	预计交付飞机	预计退役飞机	期末飞机数量预估值
客机									
A320 系列	17	8	240	30	6	264	15	0	279
A330 系列	2	0	51	0	0	51	0	7	44
A340-600	0	2	0	0	0	0	0	0	0
B777 系列	3	0	15	7	0	22	4	0	26
B737 系列	23	10	211	35	15	231	26	17	240
B757	0	1	0	0	0	0	0	0	0
EMB-145LR	0	3	5	0	5	0	0	0	0
客机数量总计	45	24	522	72	26	568	45	24	589
货机									
B747-400ER	0	1	3	0	0	3	0	1	2
B757-200F	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B777F	0	0	6	n/a	n/a	6	0	0	6
货机数量总计	0	1	9	0	0	9	0	1	8
合计	45	25	531	72	26	577	45	25	597

资料来源: 公司资料、元大预估

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	2,423	1,393	4,848	(6,846)	(23,801)
存货	2,305	2,259	2,344	2,388	3,040
应收帐款及票据	3,551	3,862	3,936	3,920	4,649
其他流动资产	4,404	10,729	10,065	11,465	12,924
流动资产	12,683	18,243	21,193	10,927	(3,188)
长期投资	1,905	2,024	2,244	2,464	2,684
固定资产	109,029	129,654	147,505	165,356	183,207
什项资产	14,229	13,621	13,621	13,621	13,621
其他资产	125,163	145,299	163,370	181,441	199,512
资产总额	137,846	163,542	184,563	192,368	196,324
应付帐款及票据	12,585	11,147	10,946	11,059	11,902
短期借款	24,301	31,334	37,343	36,144	31,778
什项负债	16,233	18,646	18,212	19,554	21,645
流动负债	53,119	61,127	66,501	66,757	65,324
长期借款	27,315	30,513	36,365	35,197	30,945
其他负债及准备	31,089	42,415	42,415	42,415	42,415
长期负债	58,404	72,928	78,780	77,612	73,360
负债总额	111,523	134,055	145,281	144,369	138,684
股本	12,674	12,674	13,140	13,140	13,140
资本公积	17,438	17,410	19,800	19,800	19,800
保留盈余	(2,952)	465	7,404	16,122	25,762
换算调整数	(2,514)	(2,853)	(2,853)	(2,853)	(2,853)
额归属母公司之权益	24,646	27,696	37,491	46,209	55,849
少数股权	1,674	1,791	1,791	1,791	1,791
股东权益总额	26,320	29,487	39,282	48,000	57,640
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	2,079	3,547	8,212	10,070	11,095
折旧及摊提	8,714	9,735	10,098	10,098	10,098
本期营运资金变动	745	(5,615)	(130)	26	94
其他营业资产	(1,042)	4,715	4,279	4,279	4,279
营运活动之现金流量	10,775	12,252	21,972	24,089	25,183
资本支出	(22,782)	(29,677)	(27,455)	(27,455)	(27,455)
本期长期投资变动	(351)	23	0	0	0
其他资产变动	6,113	5,621	5,202	5,202	5,202
投资活动之现金流量	(17,020)	(24,033)	(22,253)	(22,253)	(22,253)
股本变动	4,518	(250)	2,070	(969)	(1,071)
本期负债变动	6,758	21,557	11,861	(2,367)	(8,618)
其他调整数	(5,562)	(10,195)	(10,195)	(10,195)	(10,195)
融资活动之现金流量	5,714	11,112	3,736	(13,531)	(19,885)
本期产生现金流量	(556)	(684)	3,455	(11,695)	(16,955)
自由现金流量	(6,245)	(11,781)	(281)	1,836	2,930
资料来源：公司资料、元大					

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	88,109	89,746	94,873	106,197	120,299
销货成本	(80,760)	(79,752)	(76,363)	(86,363)	(99,062)
营业毛利	7,349	9,994	18,510	19,835	21,237
营业费用	(8,747)	(8,239)	(8,218)	(8,910)	(9,425)
营业利润	(1,398)	1,755	10,292	10,925	11,813
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(440)	2,286	1,951	1,951	1,951
利息收入净额	(440)	2,286	1,951	1,951	1,951
投资利益(损失)净额	68	142	220	220	220
其他业外收入(支出)净额	3,975	(63)	(2,744)	(1,402)	(1,102)
非常项目净额	0	1	0	0	0
税前净利润	2,205	4,121	9,719	11,694	12,882
所得税费用	(126)	(573)	(1,507)	(1,624)	(1,786)
少数股权净利	279	(130)	(487)	(384)	(384)
归属母公司之净利	2,358	3,418	7,725	9,686	10,711
税前息前折旧摊销前净利	7,316	11,490	20,390	21,023	21,911
每股收益 (RMB)	0.20	0.27	0.59	0.74	0.82
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.20	0.27	0.59	0.74	0.81

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长长率 (%)					
营业收入	2.0	1.9	5.7	11.9	13.3
营业利润	(180.5)	(225.5)	486.4	6.2	8.1
税前息前折旧摊销前净	(24.9)	57.1	77.5	3.1	4.2
税后净利润	(25.7)	45.0	126.0	25.4	10.6
每股收益	(30.70)	38.30	117.99	25.39	10.58
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	8.3	11.1	19.5	18.7	17.7
营业利润率	(1.6)	2.0	10.8	10.3	9.8
税前息前 折旧摊销前净利率	8.3	12.8	21.5	19.8	18.2
税后净利率	2.7	3.8	8.1	9.1	8.9
资产报酬率	1.6	2.4	4.7	5.3	5.7
净资产收益率	9.6	12.3	20.6	21.0	19.2
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	196.1	209.7	187.6	148.6	108.8
净现金(负债)权益比(%)	7.7	4.6	12.2	(14.3)	(41.4)
利息保障倍数 (倍)	6.0	(0.8)	(4.0)	(5.0)	(5.6)
利息及短期债	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	24.5	(5.4)	(11.3)	(12.3)	(12.9)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
流动比率 (倍)	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0
速动比率 (倍)	0.2	0.3	0.3	0.1	(0.1)
净负债 (RMB 百万元)	49,193	60,454	68,860	78,187	86,524
每股净值 (RMB)	2.04	2.19	2.85	3.52	4.25
估值指标 (倍)					
市盈率	41.0	29.6	13.6	10.8	9.8
股价自由现金流量比	(15.5)	(8.6)	(373.3)	57.2	35.8
市净率	3.9	3.7	2.8	2.3	1.9
股价税前息前折旧摊销 前净利比	13.2	8.8	5.1	5.0	4.8
股价营收比	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

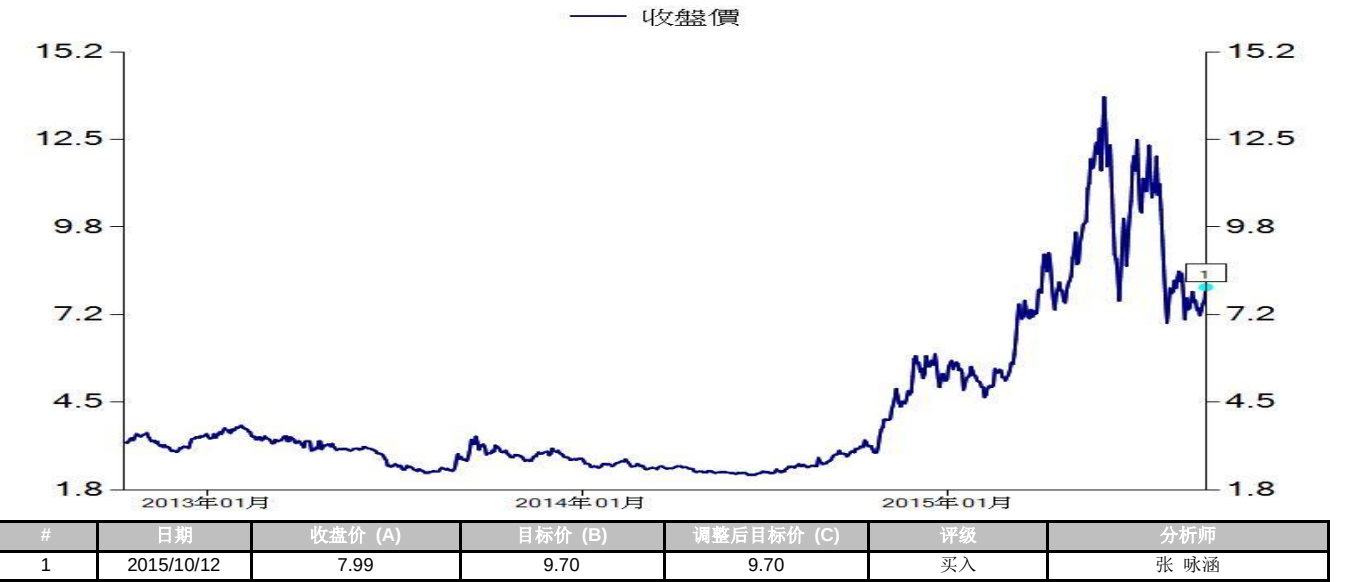
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国东方航空 (600115 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计：	417	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼