

中国：航空公司

2015年10月28日

投资建议：
600115 CH - 买入 (维持评级)
670 HK - 买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**21.4% (A)**
19.5% (H)

 日期 **2015/10/28**

 收盘价 **RMB7.99 (A)/ HK\$5.02(H)**
 十二个月目标价 **RMB9.70(A)/ HK\$6.00 (H)**
 前次目标价 **RMB9.70(A)/HK\$ 6.00 (H)**
信息更新：

- ▶ 东方航空 2015 年 3 季度盈利人民币 17.7 亿元，较本中心预估高 35%，系因毛利率提升，销售成本降低。
- ▶ 研究中心将 2015/16 年每股收益估值上调 5.6%/3.6%。

本中心观点：

- ▶ 研究中心认为投资人乐于见到东方航空成本结构大幅改善与低油价带来的好处。
- ▶ 研究中心预估东方航空 2015 年 4 季度/2016 年盈利有望有稳健同比增长。

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	RMB86,952.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,936.2 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	175.7%
每股净值 (2015F)	RMB2.92
市净率 (2015F)	2.75 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	94,533	104,096	119,346
营业利润 **	1,755	11,157	11,695	12,224
税后净利润 *	3,418	8,085	9,836	10,522
每股收益(元)	0.27	0.63	0.77	0.82
每股收益同比增长率 (%)	38.3	133.7	21.7	7.0
市盈率 (倍)	29.8	12.8	10.5	9.8
股利收益率(%)	0.0	0.8	1.0	1.0
净资产收益率 (%)	12.3	21.6	21.2	18.8

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

简明损益表(RMB) - 670 HK

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
每股收益 (元)	0.27	0.63	0.77	0.82
每股净值 (元)	2.4	3.1	3.8	4.5

报告分析师：
张咏涵

+86 2 3518 7977

april.chang@yuanta.com

东方航空 (600115 CH)

3Q15 财报印证本中心的正面看法

个股信息： 研究中心重申东方航空买入评级，系因 2015 年 3 季度财报强劲。我们认为公司成本结构改善，航空旅游需求畅旺，有望带动公司盈利同比稳健增长。研究中心将 2015/16 年每股收益预估分别调升 5.6%/3.6%。目前估值相当于 10.5 倍 2016 年预估市盈率，具吸引力，我们认为这是布局此优质股的适宜买点。本中心维持 A 股目标价人民币 9.7 元，隐含 21.4% 上涨空间。

2015 年 3 季度财报稳健，优于预期： 东方航空 2015 年 3 季度盈利人民币 17.7 亿元(环比下滑 12%，同比下滑 13%)，较本中心预估高 35%，主要系因 1) 油价位于低位；2) 飞机效率提升；3) 销货成本(例如机上餐食、薪酬、维修成本)管理得宜；4) 直销模式大幅节省支出。2015 年 3 季度毛利率由去年同期的 15.6% 大幅扩张至 25.9%，营业利润率由去年同期的 6.6% 增至 18.5% 创新高。业外损失人民币 28 亿元，其中包括约人民币 32 亿元的汇兑损失，大致符合本中心预期。

成本管理与效率改善： 东方航空 2015 年 1 季度至 3 季度每可利用吨公里(ATK)的成本与费用(扣除燃油与汇兑影响)同比下滑 8.6% 至人民币 2.21 元。同时，2015 年 1 季度至 3 季度飞机日利用小时数达 10.1 小时。我们认为投资人将乐见此项改善，因其证明东方航空除因油价位于低位而被动受惠外，亦已积极改进其成本控制效率。管理层表示，未来几季成本与费用将持续同比下滑趋势。

2015 年 4 季度与 2016 年财测乐观： 管理层预估 2015 年 4 季度整体运量有望同比增长 10.5%，主要系由国际航线同比增长 18.7% 带动。此外，管理层亦对 2016 年展望深具信心，预估公司业务增长将优于产业水平，其中欧洲航线业务今年亏损减少近人民币 5 亿元后，明年有望达到损益两平。

分析师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。

2015 年 3 季度财报回顾与预估调整

图 1：东方航空 - 2015 年 3 季度财报回顾

人民币百万元	3Q15 实际值	元大预估		2Q15 实际值	季增率	3Q14 实际值	同比增长率
营业收入	27,652	28,043	-1.4%	21,918	26%	26,144	6%
营业利润	7,172	6,574	9.1%	3,316	116%	4,076	76%
营业费用	2,067	2,328	-11.2%	2,000	3%	2,347	-12%
营业利润	5,105	4,246	20.2%	1,316	288%	1,729	195%
业外利益	-2,810	-2,680	4.9%	1,284	-319%	505	-656%
税前净利润	2,295	1,566	46.5%	2,600	-12%	2,234	3%
所得税	-328	-157	108.9%	-504	-35%	-141	133%
税后净利润	1,770	1,314	34.7%	2,000	-12%	2,044	-13%
每股收益 (元)	0.138	0.100	38.0%	0.158	-13%	0.161	-14%
重要比率							
营业毛利率	25.9%	23.4%		15.1%		15.6%	
营业费用率	7.5%	8.3%		9.1%		9.0%	
营业利润率	18.5%	15.1%		6.0%		6.6%	
税前净利润率	8.3%	5.6%		11.9%		8.5%	
税率	-14.3%	-10.0%		-19.4%		-6.3%	
税后净利润率	6.4%	4.7%		9.1%		7.8%	

资料来源：公司资料、元大预估

图 2：东方航空 - 研究中心预估调整

人民币百万元	2015F			2016F			2016F		
	调整前	调整后	差异	调整前	调整后	差异	调整前	调整后	差异
营业收入	94,873	94,533	-0.4%	106,197	104,096	-2.0%	120,299	119,346	-0.8%
营业毛利	18,510	18,983	2.6%	19,835	19,859	0.1%	21,237	21,115	-0.6%
营业费用	8,218	7,826	-4.8%	8,910	8,164	-8.4%	9,425	8,892	-5.7%
营业利润	10,292	11,157	8.4%	10,925	11,695	7.0%	11,813	12,224	3.5%
税前净利润	9,719	10,453	7.6%	11,694	12,466	6.6%	12,882	13,294	3.2%
税后净利润	7,725	8,085	4.7%	9,686	9,836	1.5%	10,711	10,522	-1.8%
每股收益 (元)	0.60	0.63	5.6%	0.74	0.77	3.6%	0.82	0.82	0.0%
重要比率									
营业毛利率	19.5%	20.1%		18.7%	19.1%		17.7%	17.7%	
营业费用率	8.7%	8.3%		8.4%	7.8%		7.8%	7.5%	
营业利润率	10.8%	11.8%		10.3%	11.2%		9.8%	10.2%	
税后净利润率	8.1%	8.6%		9.1%	9.4%		8.9%	8.8%	

资料来源：元大预估

图 3：东方航空 - 公司预估 2015 年 4 季度运力增投规划

航线	运量同比增长率预估	运量分配比例
整体	+10.5%	100%
国内	+7.4%	36%
国际	+18.7%	64%
区域	+0.01%	0%

资料来源：公司资料

图 4：东方航空 - 营运数据估值

营运数据估值		中国东方航空			
		2014	2015F	2016F	2017F
客运	项目				
	可用座公里	110,599	120,675	132,781	146,475
国内航线	客运收益公里数	88,251	97,981	107,957	118,757
	载客率	80%	81%	81%	81%
	可用座公里	44,263	55,265	66,209	79,150
国际航线	客运收益公里数	35,032	44,147	52,979	63,348
	载客率	79%	80%	80%	80%
	可用座公里	5,738	5,553	5,665	5,779
地区航线	客运收益公里数	4,354	4,219	4,319	4,407
	载客率	76%	76%	76%	76%
	可用座公里	160,600	181,493	204,655	231,404
	客运收益公里数	127,637	146,347	165,255	186,513
总计	载客率	79%	81%	81%	81%
	单位收益(人民币/周转量)	0.59	0.55	0.54	0.56
	营收(百万人民币)	74,738	80,106	89,519	103,951
客运	项目		增长率		
	可用座公里	5.8%	9.1%	10.0%	10.3%
国内航线	客运收益公里数	6.5%	11.0%	10.2%	10.0%
	载客率	0.7%	1.8%	0.1%	-0.3%
	可用座公里	4.9%	24.9%	19.8%	19.5%
国际航线	客运收益公里数	4.4%	26.0%	20.0%	19.6%
	载客率	-0.4%	0.9%	0.2%	0.0%
	可用座公里	7.4%	-3.2%	2.0%	2.0%
地区航线	客运收益公里数	9.5%	-3.1%	2.4%	2.0%
	载客率	2.0%	0.1%	0.4%	0.0%
	可用座公里	5.6%	13.0%	12.8%	13.1%
	客运收益公里数	6.0%	14.7%	12.9%	12.9%
总计	载客率	0.4%	1.5%	0.1%	-0.2%
	单位收益(人民币/周转量)	-3.0%	-6.5%	-1.0%	2.9%
	营收(百万人民币)	2.8%	7.2%	11.8%	16.1%
货运	项目				
	可用吨公里	8,153	8,825	9,252	9,707
	货运收益吨公里数	4,800	4,765	4,969	5,214
总计	载运率	59%	54%	54%	54%
	单位收益(人民币/周转量)	1.52	1.35	1.30	1.33
	营收(百万人民币)	7,302	6,438	6,454	6,932
货运	项目		增长率		
	可用吨公里	0.7%	8.2%	4.8%	4.9%
	货运收益吨公里数	-1.4%	-0.7%	4.3%	4.9%
总计	载运率	-2.0%	-8.3%	-0.5%	0.0%
	单位收益(人民币/周转量)	-2.4%	-11.2%	-3.9%	2.3%
	营收(百万人民币)	-3.7%	-11.8%	0.3%	7.4%

资料来源：公司资料、元大预估

股票估值

股票估值 – 600115 CH

重申买入，目标价人民币 9.7 元

本中心维持 12 个月 A 股目标价人民币 9.7 元不变，目标价系根据 13 倍目标市盈率乘上 2016 年预估每股收益人民币 0.77 元、2.6 倍目标市净率乘上 2016 年预估每股净值人民币 3.6 元推估，取平均值而得。

研究中心以 13 倍目标市盈率(与前次相同)乘上 2016 年预估每股收益人民币 0.77 元，得出预期市盈率目标价人民币 10.0 元。

研究中心以 2.6 倍(由前次 2.8 倍下调)目标市净率乘上 2016 年每股净值人民币 3.6 元推出预期市净率目标价 9.4 元。

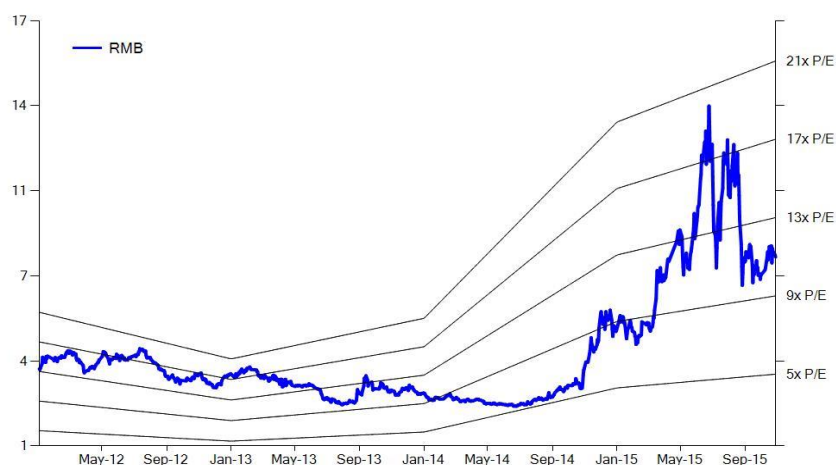
我们给予市盈率估值法与市净率估值法相同权重，得出最后目标价人民币 9.7 元。

股票估值 – 670 HK

重申买入，目标价 6.0 港元

本中心维持 12 个月 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 0.77 元与 1.3 倍预估每股净值人民币 3.8 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 5：12 个月预估市盈率区间



资料来源：公司资料、元大

图 6: 12 个月预估市净率区间



资料来源: 公司资料、元大

图 7: 东方航空-季度与年度简明损益表 (合并)

(百万人民币)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	22,393	21,918	27,652	22,570	94,533	24,199	23,799	30,789	25,310	104,096
销货成本	(18,418)	(18,602)	(20,480)	(18,050)	(75,550)	(19,261)	(19,748)	(23,822)	(21,406)	(84,237)
营业毛利	3,975	3,316	7,172	4,520	18,983	4,937	4,051	6,967	3,904	19,859
营业费用	(1,999)	(2,000)	(2,067)	(1,760)	(7,826)	(1,960)	(1,951)	(2,278)	(1,974)	(8,164)
营业利润	1,976	1,316	5,105	2,760	11,157	2,977	2,099	4,689	1,930	11,695
业外利益	114	1,284	(2,810)	709	(703)	(362)	502	121	509	770
税前净利润	2,090	2,600	2,295	3,469	10,453	2,615	2,601	4,810	2,439	12,466
少数股东权益	(199)	(96)	(197)	(197)	(689)	(170)	(170)	(170)	(170)	(680)
所得税费用	(327)	(504)	(328)	(520)	(1,679)	(392)	(504)	(688)	(366)	(1,950)
归属母公司税后净利润	1,564	2,000	1,770	2,751	8,085	2,053	1,927	3,953	1,903	9,836
每股收益(依加权稀释股数)(元)	0.12	0.16	0.14	0.21	0.63	0.16	0.15	0.31	0.15	0.77
加权平均股数	12,674	12,674	12,826	12,826	12,826	12,826	12,826	12,826	12,826	12,826
重要比率										
营业毛利率	17.8%	15.1%	25.9%	20.0%	20.1%	20.4%	17.0%	22.6%	15.4%	19.1%
营业利润率	8.8%	6.0%	18.5%	12.2%	11.8%	12.3%	8.8%	15.2%	7.6%	11.2%
税前净利润率	9.3%	11.9%	8.3%	15.4%	11.1%	10.8%	10.9%	15.6%	9.6%	12.0%
有效所得税率	15.6%	19.4%	14.3%	15.0%	16.1%	15.0%	19.4%	14.3%	15.0%	15.6%
季增率 (%)										
营业收入	6.6%	(2.1%)	26.2%	(18.4%)	5.3%	7.2%	(1.7%)	29.4%	(17.8%)	10.1%
营业利润	127.6%	(33.4%)	287.9%	(45.9%)	535.7%	7.9%	(29.5%)	123.3%	(58.8%)	4.8%
税后净利润	15.1%	27.9%	(11.5%)	55.5%	136.5%	(25.4%)	(6.1%)	105.1%	(51.9%)	21.7%
每股收益	15.08%	27.88%	(12.56%)	55.46%	133.74%	(25.38%)	(6.13%)	105.10%	(51.85%)	21.65%

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。

图 8: 同业估值比较表

公司	代码	估值	股价	市值 (美元百万)	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	13,674	0.27	0.63	0.77	29.8	12.8	10.5	38%	134%	22%
国内同业													
中国国航	601111 CH	持有-超越	RMB8.87	16,285	0.31	0.69	0.81	28.8	12.9	10.9	14%	123%	19%
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.47	11,745	0.18	0.75	0.98	46.9	11.3	8.6	-6%	316%	31%
海南航空	600221 CH	未评级	RMB4.03	7,720	0.21	0.40	0.48	18.9	10.1	8.5	20%	88%	19%
平均										11.4	9.3	176%	23%
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$15.5	7,868	0.80	1.52	1.72	19.4	10.2	9.0	20%	90%	13%
长荣航	2618 TT	买入	NT\$19.5	2,317	-0.40	2.74	2.82	N.M.	7.1	6.9	-172%	N.M.	3%
华航	2610 TT	买入	NT\$11.85	1,996	-0.14	1.36	1.60	N.M.	8.7	7.4	N.M.	N.M.	18%
平均										8.7	7.8	90%	11%
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥366.3	10,703	11.24	18.88	21.90	32.6	19.4	16.7	108%	68%	16%
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4545	13,697	411	470	499	11.1	9.7	9.1	-10%	14%	6%
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5010	865	319	-4	492	15.7	N.M.	10.2	N.M.	-101%	N.M.
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.49	972	0.03	0.16	0.24	49.7	9.1	6.1	-77%	447%	48%
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$45.47	29,981	1.64	3.38	3.93	27.7	13.5	11.6	56%	106%	16%
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$50.87	40,008	0.78	5.04	5.64	N.M.	10.1	9.0	-94%	546%	12%
United Continental	UAL US	未评级	US\$60.94	23,279	2.93	11.36	8.71	20.8	5.4	7.0	92%	288%	-23%
American Airlines	AAL US	未评级	US\$46.46	29,285	3.93	8.29	6.45	11.8	5.6	7.2	N.M.	111%	-22%
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€14.195	7,286	0.12	3.35	2.53	N.M.	4.2	5.6	-82%	2690%	-24%
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.29	3,959	1.32	1.54	1.05	6.3	5.4	7.9	169%	16%	-32%
平均										9.1	9.0		

资料来源: Bloomberg、元大 *根据 10/28 日收盘价

图 9: 同业估值比较表 (续)

公司	代码	估值	股价	市值 (美元百万)	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	13,674	12.3%	21.6%	21.2%	0.0%	0.8%	1.0%	3.7	2.8	2.2
国内同业													
中国国航	601111 CH	持有-超越	RMB8.87	16,285	7.0%	13.7%	14.3%	0.6%	1.2%	1.4%	2.0	1.8	1.6
南方航空	600029 CH	买入	RMB8.47	11,745	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	RMB4.03	7,720	929.2%	N.A.	N.A.	6.4%	N.A.	N.A.	1.71	N.A.	N.A.
平均						15.9%	17.1%		1.7%	2.1%	1.9	1.6	
港台同业													
国泰航空	293 HK	未评级	HK\$15.5	7,868	5.5%	11.0%	12.0%	2.3%	3.8%	4.3%	1.18	1.08	1.0
长荣航	2618 TT	买入	NT\$19.5	2,317	-3.3%	18.7%	17.0%	0.0%	5.1%	2.6%	1.6	1.3	1.2
华航	2610 TT	买入	NT\$11.85	1,996	-1.5%	12.2%	12.9%	0.0%	1.7%	0.8%	1.2	1.1	1.0
平均						14.0%	14.0%		3.5%	2.6%	1.2	1.0	
全球同业													
ANA	9202 JP	未评级	¥366.3	10,703	5.1%	8.0%	9.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.60	1.51	1.4
Japan Airlines	9201 JP	未评级	¥4545	13,697	20.3%	20.7%	19.0%	2.3%	2.6%	2.9%	2.12	1.80	1.6
Asiana Airlines	020560 KS	未评级	₩5010	865	6.5%	-1.8%	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.97	0.97	0.9
AirAsia	AIRA MK	未评级	MYR1.49	972	1.7%	10.4%	12.2%	2.0%	3.0%	3.6%	0.91	0.87	0.8
Southwest Airlines	LUV US	未评级	US\$45.47	29,981	16.1%	31.7%	28.0%	0.5%	0.7%	0.7%	4.53	3.70	3.0
Delta Airlines	DAL US	未评级	US\$50.87	40,008	6.4%	34.5%	31.0%	0.6%	0.9%	1.2%	4.76	3.48	2.7
United Continental	UAL US	未评级	US\$60.94	23,279	42.1%	103.6%	38.2%	0.0%	0.0%	0.0%	9.53	3.43	2.5
American Airlines	AAL US	未评级	US\$46.46	29,285	N.A.	179.3%	52.0%	0.4%	0.8%	0.9%	16.03	6.50	4.2
Deutsche Lufthansa	LHA GR	未评级	€14.195	7,286	1.1%	26.3%	19.5%	0.0%	3.4%	4.0%	1.66	1.20	1.0
Turkish Airlines	THYAO TI	未评级	TRY8.29	3,959	22.6%	15.5%	10.6%	0.0%	0.0%	0.0%	1.25	0.91	0.8
平均						42.8%	22.7%		1.3%	1.5%	2.4	1.9	

资料来源: Bloomberg、元大 *根据 10/28 日收盘价

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	24,349	27,133	(38,471)
存货	2,305	2,259	2,295	2,321	3,061
应收帐款及票据	3,551	3,862	3,908	3,792	4,709
其他流动资产	4,404	10,729	9,991	11,114	13,082
流动资产	12,683	18,243	40,542	44,360	(17,618)
长期投资	1,905	2,024	2,245	2,467	2,688
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	163,371	181,444	199,516
资产总额	137,846	163,542	203,914	225,804	181,898
应付帐款及票据	12,585	11,147	10,711	10,752	12,015
短期借款	24,301	31,334	47,324	53,472	24,274
什项负债	16,233	18,646	18,079	18,939	21,933
流动负债	53,119	61,127	76,114	83,164	58,222
长期借款	27,315	30,513	46,084	52,071	23,638
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	88,499	94,486	66,053
负债总额	111,523	134,055	164,612	177,650	124,275
股本	12,674	12,674	12,826	12,826	12,826
资本公积	17,438	17,410	19,800	19,800	19,800
保留盈余	(2,952)	465	7,737	16,589	26,059
换算调整数	(2,514)	(2,853)	(2,853)	(2,853)	(2,853)
归属母公司之权益	24,646	27,696	37,510	46,363	55,832
少数股权	1,674	1,791	1,791	1,791	1,791
股东权益总额	26,320	29,487	39,301	48,154	57,623

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	8,774	10,516	11,202
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)	(346)	(133)	632
其他营业资产	(1,042)	4,715	4,278	4,278	4,278
营运活动之现金流量	10,775	12,252	22,115	24,078	25,529
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)	1,729	(984)	(1,052)
本期负债变动	6,758	21,557	31,560	12,136	(57,632)
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	23,095	958	(68,879)
本期产生现金流量	(556)	(684)	22,956	2,783	(65,603)
自由现金流量	(6,245)	(11,781)	(138)	1,825	3,276

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	94,533	104,096	119,346
销货成本	(80,760)	(79,752)	(75,550)	(84,237)	(98,230)
营业毛利	7,349	9,994	18,983	19,859	21,115
营业费用	(8,747)	(8,239)	(7,826)	(8,164)	(8,892)
营业利润	(1,398)	1,755	11,157	11,695	12,224
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	221	221	221
其他业外收入(支出)净额	3,975	(63)	(2,876)	(1,402)	(1,102)
非常项目净额	0	1	0	0	0
税前净利润	2,205	4,121	10,453	12,466	13,294
所得税费用	(126)	(573)	(1,679)	(1,950)	(2,092)
少数股权净利	279	(130)	(689)	(680)	(680)
归属母公司之净利	2,358	3,418	8,085	9,836	10,522
税前息前折旧摊销前净利	7,316	11,490	21,255	21,793	22,322
每股收益 (RMB)	0.20	0.27	0.63	0.77	0.82
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.20	0.27	0.63	0.77	0.820

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	5.3	10.1	14.6
营业利润	(180.5)	(225.5)	535.7	4.8	4.5
税前息前折旧摊销前净	(24.9)	57.1	85.0	2.5	2.4
税后净利润	(25.7)	45.0	136.5	21.7	7.0
每股收益	(30.70)	38.30	133.74	21.65	6.98
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	8.3	11.1	20.1	19.1	17.7
营业利润率	(1.6)	2.0	11.8	11.2	10.2
税前息前 折旧摊销前净利率	8.3	12.8	22.5	20.9	18.7
税后净利率	2.7	3.8	8.6	9.4	8.8
资产报酬率	1.6	2.4	4.8	4.9	5.5
净资产收益率	9.6	12.3	21.6	21.2	18.8
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	196.1	209.7	237.7	219.2	83.1
净现金(负债)权益比(%)	7.7	4.6	61.9	56.3	(66.8)
利息保障倍数 (倍)	6.0	(0.8)	(4.4)	(5.4)	(5.8)
利息及短期债	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	24.5	(5.4)	(11.3)	(12.3)	(13.1)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	1.1
流动比率 (倍)	0.2	0.3	0.5	0.5	(0.3)
速动比率 (倍)	0.2	0.3	0.5	0.5	(0.4)
净负债 (RMB 百万元)	49,193	60,454	69,058	78,411	86,382
每股净值 (RMB)	2.04	2.19	2.92	3.61	4.35
估值指标 (倍)					
市盈率	41.3	29.8	12.8	10.5	9.8
股价自由现金流量比	(15.6)	(8.7)	(746.8)	56.6	31.5
市净率	3.9	3.7	2.8	2.2	1.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	13.3	8.9	4.9	4.7	4.6
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之分析师，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。

东方航空 (600115 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/10/12	7.99	9.70	9.70	买入	张咏涵

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