

2015年12月10日

东方航空 (600115.SH)

定增获批，机队再度优化

■东方航空非公开发行A股股票获得中国证监会发审会通过。公司6月公布的定增预案于12月9日获批，方案为以不低于6.44元的价格发行不超过23.3亿新股，募集约150亿元人民币，其中约120亿元将用于引进28架飞机，30亿元将用于偿还美元债务，新发行的股份有12个月的锁定期。

■机队结构改造再下一城。根据国家发改委批文，东方航空拟使用本次募集资金于2015年下半年和2016年度购买飞机共28架，机型包括B777-300ER、A330-200、A321、B737-800。航空公司可控成本主要取决于机队结构，东方航空从2009年就开始着力于精简机型，经过5年耕耘，从早期近20种机型，调整到现在的，前四大主力机型占总客机比例95%以上。本次定增募投的28架飞机全部为四大主力机型（两窄两宽），延续了公司此前的思路。参考低成本航空运营模式，单一机型所带来的规模效应是成本优势的重要来源。东方航空作为机队规模超过500架的全服务航空公司，在长短线运力分配得当的情况下，运力95%以上集中到四种主力机型实属难得。我们判断，随着机队规模的逐步扩大，东方航空在维修成本、航材储备、油耗等方面的成本优势将充分显现。

■改善资产负债结构，降低财务费用。2015年三季报显示，东方航空资产负债率79.38%，为四大航最高，抗财务风险能力较弱，不利于公司长期稳定发展。募集资金30亿若按计划偿还贷款，资产负债率将下降6pt左右，处于行业平均水平。同时，带息负债的偿还，可直接降低公司的利息支出，改善公司盈利水平。

■投资建议：若考虑定增影响，预计公司2015-2017年EPS0.45元、0.49元和0.59元。航空股短期压力主要来自于美联储加息，人民币进一步贬值预期。我们判断16年行业景气向上，中期看好东方航空一季度春运表现及迪斯尼带来的业绩弹性，维持“买入-A”评级，6个月目标价9.2元。

■风险提示：宏观经济不佳，油价波动，人民币贬值等。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	88,009.2	89,746.0	93,837.0	97,918.9	102,266.5
净利润	2,376.0	3,417.0	5,809.1	7,628.4	9,126.3
每股收益(元)	0.18	0.26	0.45	0.49	0.59
每股净资产(元)	1.87	2.11	2.83	3.02	3.61
盈利和估值					
市盈率(倍)	40.6	28.3	16.4	14.9	12.5
市净率(倍)	3.9	3.5	2.6	2.4	2.0
净利润率	2.7%	3.8%	6.2%	7.8%	8.9%
净资产收益率	9.7%	12.3%	15.9%	16.3%	16.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-2.2%	2.2%	9.3%	7.6%	9.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

航空

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

9.2元

股价(2015-12-09)

7.35元

交易数据

总市值(百万元)	96,580.31
流通市值(百万元)	57,199.27
总股本(百万股)	13,140.18
流通股本(百万股)	7,782.21
12个月价格区间	4.63/13.79元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.61	-20.18	24.04
绝对收益	-14.93	-13.22	41.07

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002
jiangming@essence.com.cn

相关报告

安信东方航空15年3季报	2015-10-28
点评：汇率侵蚀业绩，迪斯尼渐行渐近	
油价下跌释放业绩，自贸区多重利好	2015-03-18
汇兑收益拖累业绩，关注中联航转型	2014-09-01

财务报表预测和估值数据汇总(2015年12月10日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	88,009.2	89,746.0	93,837.0	97,918.9	102,266.5	成长性					
减:营业成本	80,338.6	79,645.0	75,181.5	81,496.8	84,756.7	营业收入增长率	2.9%	2.0%	4.6%	4.4%	4.4%
营业税费	306.4	107.0	391.1	288.6	283.2	营业利润增长率	-225.9%	-61.6%	-831.4%	59.1%	29.9%
销售费用	5,909.7	5,788.0	5,630.2	5,875.1	6,136.0	净利润增长率	-30.7%	43.8%	70.0%	31.3%	19.6%
管理费用	2,838.6	2,451.0	2,865.9	2,941.0	2,995.9	EBITDA 增长率	-31.4%	64.2%	68.5%	-10.8%	5.6%
财务费用	-440.3	2,286.0	6,885.0	2,800.0	2,200.0	EBIT 增长率	-164.6%	-227.3%	420.2%	-24.0%	10.6%
资产减值损失	183.9	22.0	137.0	79.5	108.3	NOPLAT 增长率	-165.0%	-216.1%	401.5%	-24.0%	10.6%
加:公允价值变动收益	18.3	11.0	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	20.9%	-6.3%	-9.8%	-15.8%
投资和汇兑收益	68.1	142.0	179.3	215.2	258.2	净资产增长率	5.0%	12.2%	28.8%	25.1%	17.5%
营业利润	-1,041.3	-400.0	2,925.5	4,653.0	6,044.6	利润率					
加:营业外净收支	3,261.9	4,520.0	3,555.0	3,779.0	3,951.3	毛利率	8.7%	11.3%	19.9%	16.8%	17.1%
利润总额	2,220.6	4,120.0	6,480.5	8,432.0	9,995.9	营业利润率	-1.2%	-0.4%	3.1%	4.8%	5.9%
减:所得税	124.3	573.0	1,101.7	1,433.4	1,699.3	净利润率	2.7%	3.8%	6.2%	7.8%	8.9%
净利润	2,376.0	3,417.0	5,809.1	7,628.4	9,126.3	EBITDA/营业收入	7.7%	12.3%	19.9%	17.0%	17.2%
						EBIT/营业收入	-1.7%	2.1%	10.5%	7.6%	8.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	350	397	403	369	330
						流动营业资本周转天数	-75	-64	-63	-66	-59
						流动资产周转天数	52	62	68	75	93
						应收帐款周转天数	21	25	21	22	23
						存货周转天数	9	9	8	8	8
						总资产周转天数	529	604	608	558	523
						投资资本周转天数	279	320	324	286	239
						投资回报率					
						ROE	9.7%	12.3%	15.9%	16.3%	16.3%
						ROA	1.5%	2.2%	3.5%	4.6%	5.7%
						ROIC	-2.2%	2.2%	9.3%	7.6%	9.3%
						费用率					
						销售费用率	6.7%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
						管理费用率	3.2%	2.7%	3.1%	3.0%	2.9%
						财务费用率	-0.5%	2.5%	7.3%	2.9%	2.2%
						三费/营业收入	9.4%	11.7%	16.4%	11.9%	11.1%
						偿债能力					
						资产负债率	80.9%	82.0%	75.2%	68.5%	62.0%
						负债权益比	424.0%	454.6%	303.4%	217.0%	162.9%
						流动比率	0.24	0.30	0.25	0.39	0.64
						速动比率	0.19	0.26	0.23	0.35	0.59
						利息保障倍数	3.36	0.83	1.42	2.66	3.75
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	2,096.3	3,547.0	5,809.1	7,628.4	9,126.3	EPS(元)	0.18	0.26	0.45	0.49	0.59
加:折旧和摊销	8,713.3	9,735.0	8,831.8	9,172.0	9,308.1	BVPS(元)	1.87	2.11	2.83	3.02	3.61
资产减值准备	183.9	22.0	-	-	-	PE(X)	40.6	28.3	16.4	14.9	12.5
公允价值变动损失	-18.3	-11.0	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	2.6	2.4	2.0
财务费用	-575.8	1,777.0	6,885.0	2,800.0	2,200.0	P/FCF	157.7	-68.4	31.4	-56.2	11.7
投资损失	-68.1	-142.0	-179.3	-215.2	-258.2	P/S	1.1	1.1	1.0	1.2	1.1
少数股东损益	-279.8	130.0	-430.3	-629.9	-829.7	EV/EBITDA	12.3	11.3	7.5	8.5	6.8
营运资金的变动	12,024.2	5,303.2	-3,131.1	107.1	2,712.8	CAGR(%)	49.5%	32.7%	17.7%	49.5%	32.7%
经营活动产生现金流量	10,778.8	12,252.0	17,785.2	18,862.5	22,259.3	PEG	0.8	0.9	0.9	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-17,027.6	-24,033.0	375.5	-607.0	274.2	ROIC/WACC	-0.2	0.2	1.0	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	5,729.6	11,112.0	-12,046.7	-17,928.9	-13,317.2	REP	-4.8	5.9	1.7	2.3	1.9

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

姜明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青			zhangqing2@essence.com.cn
邓欣			dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

