

# 东方航空 (600115.SH) 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

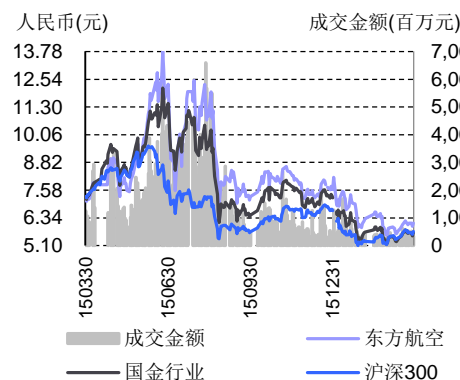
市场价格(人民币): 6.11元

## 汇兑损失拖累业绩, 迪斯尼长期利好

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,782.21
流通港股(百万股)	4,659.10
总市值(百万元)	80,286.49
年内股价最高最低(元)	13.79/5.56
沪深 300 指数	3216.28
上证指数	3000.64



### 相关报告

- 《成本下降票价上升业绩创新高, 股价维持震荡-东方航空业绩点评》, 2015.8.17
- 《股权联姻谋双赢, 浦东或成达美亚太新枢纽-东方航空公司点评》, 2015.7.28
- 《一季报符合预期, 迪斯尼和机队调整释放业绩-东方航空业绩点评》, 2015.4.30
- 《一次性因素推升业绩, 航线补贴大幅增加-东方航空业绩点评》, 2015.3.30

**戴亚雄** 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.351	0.464	0.595	0.658
每股净资产(元)	2.19	2.67	3.33	3.93	4.59
每股经营性现金流(元)	0.97	1.85	1.34	1.40	1.48
市盈率(倍)	18.88	21.70	13.17	10.27	9.28
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.97	58.97	58.97
净利润增长率(%)	41.33%	32.48%	32.31%	28.28%	10.63%
净资产收益率(%)	12.56%	13.11%	13.92%	15.15%	14.36%
总股本(百万股)	12,674.27	13,140.18	13,140.18	13,140.18	13,140.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司发布 2015 年年度报告。2015 年公司营业收入 938.4 亿元, 同比增长 4.6%, 归属于上市公司股东的净利润为 45.4 亿元, 同比增长 32.9%, 扣非后净利润为 31.9 亿元, 同比扭亏为盈, 基本每股收益为 0.355 元, 同比增长 31.7%。

### 经营分析

- 供需两旺, 客座率与客公里收益(不含燃油附加费)保持稳定:** 受益居民消费升级与出境游, 公司需求旺盛, 整体、国内航线和国际航线的 RPK 同比增长 14.6%、11.5%、24.6%, 而整体、国内航线和国际航线的 ASK 同比增长 13.2%、9.6%、24.3%。供给增速略低于需求增速, 国际航线供需两旺。整体客座率为 80.5%, 同比上升 0.95pts, 国内航线、国际航线客座率分别为 81.23%、79.34%, 分别同比上升 1.33pts, 0.16pts。由于国际航线运力投放较多, 不含燃油附加费的国际航线客公里收益同比下降 3.33%, 而国内航线则是上升 1.68%, 整体小幅下滑 0.19%。今年一季度全民航国际航线 ASK 同比增长 30%, 国际航线票价承压。
- 燃油成本下降, 与货运物流扭亏为赢, 大幅贡献业绩:** 2015 年, 公司航油消耗量约 531.42 万吨, 同比增长 11.7%, 但由于平均油价同比降低 39.9%, 公司的飞机燃料支出同比减少了 32.8%, 金额下降约 10 亿元, 对成本的占比从 2014 年的 38% 下降到 2015 年的 26.3%。货运物流方面, 旗下东航物流加强成本控制, 营业收入为 63.6 亿元, 净利润达到 2.13 亿元, 同比减亏增盈 2.88 亿元。并拓展“东航产地直达”分销渠道, 和跨境电商合作伙伴, 成功运营国内首架直购进口模式跨境电商包机, 全年跨境物流收入同比增长约 32%。
- 油价与汇率影响业绩, 积极减少美元债务比重:** 由于人民币贬值, 公司 2015 年财务费用为 72.7 亿元, 同比增长 218%, 而 2015 年第四季度财务费用为 23 亿元, 导致该季度净利润亏损 7.8 亿元。公司积极减少美元债务比重, 2015 年底, 公司美元债务占带息债务的比例为 73.3%, 到 2016 年 2 月末, 美元债务占带息债务比重下降至 53%。以 2015 年底情况分析, 如果美元兑人民币升值 1%, 公司净利润会减少 5.81 亿元, 而如果平均航油价格上升 5%, 公司航油成本将上升 10.16 亿元, 对业绩有较大的负面影响。
- 迪斯尼即将开园, 增量需求将拉动存量票价:** 上海迪斯尼将于 2016 年 3 月

28日开售门票，6月16日正式开园。门票销售火爆，开园后的头几天门票被迅速“秒杀”，半小时内度假区官方网站点击量超过500万。上海迪斯尼平日票价全球最便宜，估算比其他迪斯尼乐园的平均票价，低约35%，比香港迪斯尼票价低约19%。由于限流影响，预计第一年为1000万人次，中期可达3000万人次，未来航空旅客增量将在500-800万人次之间，增量比例约为6%-10%。更重要的是，增量效应将带动存量票价上涨，公司的上海业务量占比为40%，将受益于量价齐升。

### 投资建议

- 我们看好长三角民航消费需求，以及迪斯尼带来长期增量客流，公司将受益于量价齐升。公司引进美国达美航空为战略投资者，并积极推进中联航转型低成本航空，未来业绩仍有上升空间。预计2016-2018年的EPS为0.464元、0.595元和0.658元。

### 风险提示

- 人民币大幅贬值，油价大幅反弹，经济放缓拖累民航需求等。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>88,105</b>	<b>89,818</b>	<b>93,921</b>	<b>100,304</b>	<b>105,369</b>	<b>111,372</b>
增长率		1.9%	4.6%	6.8%	5.0%	5.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-80,350</b>	<b>-79,656</b>	<b>-77,156</b>	<b>-84,615</b>	<b>-90,315</b>	<b>-96,041</b>
%销售收入	91.2%	88.7%	82.1%	84.4%	85.7%	86.2%
<b>毛利</b>	<b>7,756</b>	<b>10,162</b>	<b>16,765</b>	<b>15,689</b>	<b>15,055</b>	<b>15,332</b>
%销售收入	8.8%	11.3%	17.9%	15.6%	14.3%	13.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-306</b>	<b>-107</b>	<b>-178</b>	<b>-201</b>	<b>-211</b>	<b>-223</b>
%销售收入	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>营业费用</b>	<b>-5,910</b>	<b>-5,788</b>	<b>-6,136</b>	<b>-6,520</b>	<b>-6,744</b>	<b>-7,016</b>
%销售收入	6.7%	6.4%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%
<b>管理费用</b>	<b>-2,839</b>	<b>-2,451</b>	<b>-2,914</b>	<b>-3,009</b>	<b>-3,056</b>	<b>-3,118</b>
%销售收入	3.2%	2.7%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-1,299</b>	<b>1,816</b>	<b>7,537</b>	<b>5,960</b>	<b>5,045</b>	<b>4,974</b>
%销售收入	n.a	2.0%	8.0%	5.9%	4.8%	4.5%
<b>财务费用</b>	<b>440</b>	<b>-2,286</b>	<b>-7,269</b>	<b>-1,860</b>	<b>-1,100</b>	<b>-854</b>
%销售收入	-0.5%	2.5%	7.7%	1.9%	1.0%	0.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>-184</b>	<b>-22</b>	<b>-228</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>18</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>68</b>	<b>142</b>	<b>239</b>	<b>200</b>	<b>180</b>	<b>160</b>
%税前利润	3.0%	3.4%	4.2%	2.7%	2.0%	1.6%
<b>营业利润</b>	<b>-956</b>	<b>-339</b>	<b>285</b>	<b>4,300</b>	<b>4,125</b>	<b>4,280</b>
%营业收入	n.a	n.a	0.3%	4.3%	3.9%	3.8%
<b>营业外收支</b>	<b>3,262</b>	<b>4,520</b>	<b>5,453</b>	<b>3,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,500</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,306</b>	<b>4,181</b>	<b>5,738</b>	<b>7,300</b>	<b>9,125</b>	<b>9,780</b>
利润率	2.6%	4.7%	6.1%	7.3%	8.7%	8.8%
<b>所得税</b>	<b>-124</b>	<b>-573</b>	<b>-624</b>	<b>-803</b>	<b>-1,004</b>	<b>-978</b>
所得税率	5.4%	13.7%	10.9%	11.0%	11.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>2,181</b>	<b>3,608</b>	<b>5,114</b>	<b>6,497</b>	<b>8,121</b>	<b>8,802</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-280</b>	<b>130</b>	<b>506</b>	<b>400</b>	<b>300</b>	<b>150</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,461</b>	<b>3,478</b>	<b>4,608</b>	<b>6,097</b>	<b>7,821</b>	<b>8,652</b>
净利率	2.8%	3.9%	4.9%	6.1%	7.4%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>2,096</b>	<b>3,547</b>	<b>5,047</b>	<b>6,497</b>	<b>8,121</b>	<b>8,802</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>8,897</b>	<b>9,757</b>	<b>11,079</b>	<b>11,185</b>	<b>12,223</b>	<b>13,061</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-978</b>	<b>1,738</b>	<b>6,752</b>	<b>-1,062</b>	<b>-3,649</b>	<b>-4,129</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>987</b>	<b>-2,790</b>	<b>1,443</b>	<b>1,053</b>	<b>1,723</b>	<b>1,680</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11,002</b>	<b>12,252</b>	<b>24,321</b>	<b>17,672</b>	<b>18,418</b>	<b>19,415</b>
<b>资本开支</b>	<b>-18,527</b>	<b>-23,927</b>	<b>-28,005</b>	<b>-1,183</b>	<b>-6,410</b>	<b>-4,810</b>
<b>投资</b>	<b>-283</b>	<b>-84</b>	<b>-329</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1,783</b>	<b>-22</b>	<b>534</b>	<b>200</b>	<b>180</b>	<b>160</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-17,028</b>	<b>-24,033</b>	<b>-27,800</b>	<b>-983</b>	<b>-6,230</b>	<b>-4,650</b>
<b>股权募资</b>	<b>3,978</b>	<b>0</b>	<b>2,855</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>5,962</b>	<b>16,374</b>	<b>17,681</b>	<b>-3,023</b>	<b>3,000</b>	<b>6,000</b>
<b>其他</b>	<b>-4,236</b>	<b>-5,277</b>	<b>-9,336</b>	<b>453</b>	<b>-1,551</b>	<b>-1,551</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5,704</b>	<b>11,097</b>	<b>11,200</b>	<b>-2,570</b>	<b>1,449</b>	<b>4,449</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-321</b>	<b>-684</b>	<b>7,721</b>	<b>14,119</b>	<b>13,637</b>	<b>19,214</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>货币资金</b>	<b>2,378</b>	<b>1,393</b>	<b>9,115</b>	<b>23,234</b>	<b>36,872</b>	<b>56,085</b>
<b>应收款项</b>	<b>5,631</b>	<b>7,027</b>	<b>7,748</b>	<b>8,519</b>	<b>8,949</b>	<b>9,459</b>
<b>存货</b>	<b>2,305</b>	<b>2,259</b>	<b>2,056</b>	<b>2,318</b>	<b>2,474</b>	<b>2,631</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,296</b>	<b>7,564</b>	<b>4,159</b>	<b>4,346</b>	<b>4,503</b>	<b>4,660</b>
<b>流动资产</b>	<b>12,610</b>	<b>18,243</b>	<b>23,078</b>	<b>38,418</b>	<b>52,798</b>	<b>72,836</b>
%总资产	9.2%	11.2%	11.8%	18.8%	24.3%	31.0%
<b>长期投资</b>	<b>1,908</b>	<b>2,024</b>	<b>2,807</b>	<b>2,807</b>	<b>2,807</b>	<b>2,807</b>
<b>固定资产</b>	<b>109,029</b>	<b>129,654</b>	<b>154,408</b>	<b>158,794</b>	<b>158,039</b>	<b>155,345</b>
%总资产	79.1%	79.3%	78.9%	77.8%	72.6%	66.1%
<b>无形资产</b>	<b>12,741</b>	<b>12,808</b>	<b>13,278</b>	<b>2,285</b>	<b>2,227</b>	<b>2,170</b>
<b>非流动资产</b>	<b>125,167</b>	<b>145,299</b>	<b>172,631</b>	<b>165,586</b>	<b>164,793</b>	<b>162,062</b>
%总资产	90.8%	88.8%	88.2%	81.2%	75.7%	69.0%
<b>资产总计</b>	<b>137,777</b>	<b>163,542</b>	<b>195,709</b>	<b>204,004</b>	<b>217,591</b>	<b>234,898</b>
<b>短期借款</b>	<b>24,291</b>	<b>31,334</b>	<b>30,855</b>	<b>25,000</b>	<b>26,000</b>	<b>27,000</b>
<b>应付款项</b>	<b>15,232</b>	<b>15,004</b>	<b>15,734</b>	<b>16,565</b>	<b>17,646</b>	<b>18,743</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>13,558</b>	<b>14,789</b>	<b>27,795</b>	<b>29,237</b>	<b>30,623</b>	<b>32,029</b>
<b>流动负债</b>	<b>53,082</b>	<b>61,127</b>	<b>74,384</b>	<b>70,802</b>	<b>74,269</b>	<b>77,773</b>
<b>长期贷款</b>	<b>20,330</b>	<b>20,228</b>	<b>20,408</b>	<b>20,408</b>	<b>20,408</b>	<b>20,408</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>38,074</b>	<b>52,700</b>	<b>63,266</b>	<b>66,090</b>	<b>68,090</b>	<b>73,090</b>
<b>负债</b>	<b>111,486</b>	<b>134,055</b>	<b>158,058</b>	<b>157,300</b>	<b>162,767</b>	<b>171,271</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>24,617</b>	<b>27,696</b>	<b>35,137</b>	<b>43,790</b>	<b>51,611</b>	<b>60,263</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,674</b>	<b>1,791</b>	<b>2,514</b>	<b>2,914</b>	<b>3,214</b>	<b>3,364</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>137,777</b>	<b>163,542</b>	<b>195,709</b>	<b>204,004</b>	<b>217,591</b>	<b>234,898</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.194	0.274	0.351	0.464	0.595	0.658
每股净资产	1.942	2.185	2.674	3.333	3.928	4.586
每股经营现金净流	0.850	0.967	1.851	1.345	1.402	1.478
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.00%	12.56%	13.11%	13.92%	15.15%	14.36%
总资产收益率	1.79%	2.13%	2.35%	2.99%	3.59%	3.68%
投入资本收益率	-1.58%	1.72%	6.92%	5.29%	4.11%	3.76%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	2.96%	1.94%	4.57%	6.80%	5.05%	5.70%
EBIT增长率	N/A	-239.80%	314.99%	-20.92%	-15.35%	-1.40%
净利润增长率	-28.25%	41.33%	32.48%	32.31%	28.28%	10.63%
总资产增长率	13.90%	18.70%	19.67%	4.24%	6.66%	7.95%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.4	15.0	13.1	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	10.0	10.5	10.2	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	53.1	54.3	49.6	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	375.7	436.0	510.8	492.4	464.7	429.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	187.25%	205.02%	133.43%	64.80%	32.15%	-0.92%
EBIT利息保障倍数	3.0	0.8	1.0	3.2	4.6	5.8
资产负债率	80.92%	81.97%	80.76%	77.11%	74.80%	72.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-07-08	增持	2.35	N/A
2	2014-09-01	增持	2.61	N/A
3	2015-03-30	增持	7.04	N/A
4	2015-04-30	买入	8.47	11.00~13.00
5	2015-07-28	买入	11.99	N/A
6	2015-08-17	增持	10.89	10.30~13.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
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%以上。

**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