

## 东方航空 (600115)

买入 (维持)

## 三季度利润触底，关注迪斯尼和油价弹性

## 市场数据

报告日期	2014-10-30
收盘价(元)	3.65
总股本(百万股)	12674.27
流通股本(百万股)	11276.54
总市值(百万元)	46261.08
流通市值(百万元)	28405.08
净资产(百万元)	26609
总资产(百万元)	156105
每股净资产	2.10

## 相关报告

《东方航空中报点评：汇兑损失是业绩下滑主因，廉航转型值得期待》2014-09-01

《东方航空一季报点评：汇兑损失拖累业绩，昆明市场进入发力期》2014-04-30

《东方航空年报点评：客座率与票价拖累业绩，战略转型值得期待》2014-03-27

分析师：

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com

S0190514070002

纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn

S0190511020003

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	88009	90121	93636	101811
同比增长	1.8%	2.4%	3.9%	8.7%
净利润(百万元)	2376	2072	2381	4695
同比增长	-25.1%	-12.8%	14.9%	97.2%
毛利率	8.7%	8.7%	9.1%	9.9%
净利润率	2.7%	2.3%	2.5%	4.6%
净资产收益率(%)	9.7%	7.8%	8.2%	13.9%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.19	0.37
每股经营现金流(元)	0.85	1.06	1.55	1.04

## 投资要点

## 事件：

东方航空 2014 年前三季度实现营业收入 687.35 亿元，同比增长 2.42%；归属上市公司股东的净利润 20.58 亿元，同比下滑 39.68%；合 EPS0.1625 元，同比下滑 43.85%。

## 点评：

- **汇兑损失和 7 月华东管制是第三季度业绩下滑主因。** 2014 年前三季度公司投入 ASK 1200.56 亿客公里，同比增长 5.15%，完成 RPK 960.50 亿客公里，同比增长 5.28%、客座率 80.00%，同比增加 0.10 个百分点。2014 年前三季度公司完成主营业务收入 687.35 亿元，同比增长 2.42%，归属上市公司股东的净利润 20.58 亿元，同比下滑 39.68%。其中第三季度实现营业收入 261.44 亿元，同比增长 1.99%，归属上市公司股东的净利润 20.93 亿元，同比下滑 26.69%。虽然受国内外经济增速放缓、7 月空难事件及华东管制大范围晚点冲击、反腐造成高端商务旅客需求减少以及高铁网络化等因素影响，东方航空收入端依旧维持小幅增长，但由于汇兑损失和 7 月华东管制等因素导致第三季度净利润继续下滑 26.69%。第三季度人民币继续贬值 1.06%，汇兑损失导致财务费用大幅增加(第三季度财务费用 4.17 亿元，去年同期仅为 0.25 亿元)；同时 7 月华东地区管制大范围晚点(攻延误 9800 班)，延误成本和签转成本导致成本端的营业成本和管理成本增加明显(分别增加 5.59%、4.90%，增幅大于业务量增幅)。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **国内国际市场温和复苏，地区航线快速增长。**2014 年前三季度东航国内航线旅客人数 5343.25 万人，同比增加 5.41%，RPK 同比增加 6.10%；国际航线旅客人数 712.89 万人，同比增加 3.61%，RPK 同比增加 2.73%；地区航线旅客人数 238.37 万人，同比增加 7.92%，RPK 同比增加 9.82%。面对 2014 年地缘政治不稳定、国内经济增速放缓、高端商务旅客需求减弱、行业竞争加剧、高铁冲击常态化等，东航适时调整运力投放，精细运价和舱位管理，优化机型，加密航班做精沪港航线，及时调减东南亚运力，增加日本、韩国、北美等航线的运力投放，保证了客运业务的稳步增长。
- **积极拓展增值业务，货运市场逐步回暖。**随着全球国际贸易的复苏，航空货运业有所回暖。公司货运需求量有所缩减，2014 年前三季度东方航空实现 RFTK35.41 亿吨公里，同比下滑 0.58%，货邮载运率 58.68% 同比减少 0.89%，AFTK 60.34 亿吨公里，同比增长 0.92%。但是受益公司调整航线运价、精细舱位管控、精简货运机队、优化航线网络、业务转型、拓展物流集成及快递增值业务等举措，公司货运效益稳步提升。
- **机队结构继续优化，未来将显著受益。**东航是三大航中调整机队结构最坚决的公司，截至 2014 年 9 月 30 日，东航共运营 481 架飞机，其中客机 469 架、货机 12 架。未来东航将持续推出老旧机型，机队将以远程 B777 系列，中远程 A330 系列，中短程 A320 和 B737NG 系列为主力机型。我们认为机队结构的持续优化可以使东方航空满足中、短程客运市场快速增长的需求，加强中短程客运航线的运力，进一步完善航线网络，优化公司机队，并有助于减少单位油耗，降低运营成本，显著增强公司的竞争能力。
- **国际油价大跌，将有助于公司未来业绩修复。**受欧佩克（OPEC）成员国原油增产、页岩油产量剧增以及美国国内石油需求的锐减，国际油价近期连续大幅下跌。燃油成本是航空公司最主要的成本构成，2013 年东航、燃油成本为 306.8 亿，占营业成本的 38.2%，预计东航 2014 年燃油成本大概为 320 亿，按目前的油价水平，明年均价比今年大概会下跌 13% 左右，在考虑燃油附加费下滑的情况，对应增厚的利润分别为 24.0 亿。本次油价下跌是政治原因大于经济原因。本次国际油价下跌除了需求展望预期下调外，更多的是欧佩克内斗和美国页岩油产量剧增，以及美元中期强势姿态不改，令以美元计价的国际原油承压。对于国内航空公司而言，国内经济的“维稳”将有助于国内需求保持平稳增长，同时在跨境游等消费性需求快速增长和航空公司宽体机大量投入国际航线的带动下，国际航线仍将保持高增速。我们认为油价带来成本端的大幅下降将有助于东方航空未来的业绩改善。（关于油价的探讨详细请参见我们的报告：兴业交运-燃油价格下跌的航空业绩弹性分析）
- **迪斯尼开园临近提升估值，未来长期收益增量客流。**目前全球共有 5 家

迪士尼主题乐园度假区，分布位于美国加利福尼亚州、佛罗里达州、法国巴黎、日本东京和中国香港。这些迪士尼主题乐园，都是当地经济的有力引擎。上海迪士尼乐园作为世界第六个迪士尼主题公园，外围总面积约 24.7 平方公里，核心面积 7 平方公里，一期规划 3.9 平方公里，建成后将成为亚洲最大，世界第三大的迪士尼主题乐园。根据《上海浦东新区“十二五”规划纲要（草案）》，迪士尼乐园开园初期预计每年游客接待能力将达到 730 万人次左右，这个预计相对较为保守。在全球的已经成立的 5 家迪士尼乐园中，美国加州和日本东京的迪士尼体量与上海迪士尼相当，而 2013 年美国加州迪士尼接待旅客人数为 2248 万，日本东京迪士尼为 2593 万。我们预计迪士尼 2016 年旅客流量在 2000-2500 万左右，2017 年以后常态化接待旅客能力在 2500 万左右。如果按照 2500 万人次，东方航空 16 年迪士尼带来业绩弹性为 70% 左右。（关于迪士尼的探讨请参见我们的深度报告：山鸣谷应，风起云涌——上海迪士尼主题投资策略）

**表 8、东方航空 16 年迪士尼业绩弹性估算（按 15% 的航空旅客，东航占上海份额 40.5% 计算）**

	2000 万人	2500 万人	3000 万人
营业收入弹性	4.10%	4.57%	5.04%
归属母公司净利润弹性	55.10%	69.49%	85.36%
航空业务净利润弹性（扣除汇兑）	97.58%	123.07%	151.19%

数据来源：兴业证券研究所

- **中联航试水廉价航空，战略转型积极推进。**面对全球廉价航空蓬勃发展的势头，东航积极应对，2012 年 8 月与澳航合资成立捷星香港，2013 年上半年又引入了第三方香港本地股东—香港信德集团，三方股东均持有捷星香港 1/3 的股权。目前，捷星香港的航空服务牌照的申请正在进行中。同时，2014 年 7 月，东航旗下中国联合航空公司正式宣布转型低成本航空，2014 年上半年中联航净利润 0.65 亿元。中联航拥有廉价航空运营的基础条件：单一机型机队（26 架波音 737）、大城市附近运营基地（北京南苑机场），但票价低廉只是低成本航空的表现，能否提供高效精益的运营服务（高客座率、高日利用率、低成本费用率）是中联航未来能否成功的关键。虽然我们通过对国外 60 多家传统航空公司设立低成本子公司的案例分析发现这种航空公司混合型运营模式很少有成功的案例，但是从东方航空在廉价航空、电商化、货运物流化等领域的尝试，我们看到了东方航空面对业绩压力和国企低运行效率现状的积极转型和努力，因而我们对于东方航空的廉价航空转型依旧保持积极正面的态度，未来商业模式的创新也给中联航无尽的想象和探索空间。（关于廉价航空的探讨请参见兴业交运之前发布的低成本航空深度报告：一飞冲天，“价值毁灭者”的涅槃）
- **盈利预测与估值：**自 7 月以来我们独家持续重点推荐东方航空以来（券商中唯一一家给予“买入”评级，并发布了唯一一篇航空股推荐深度报

告，参见我们8月1日的深度报告《航空投资策略报告：海阔天高，直上青云》，东方航空作为我们主推品种，涨幅超过50%。我们认为目前东方航空依然向上弹性较大，伴随东方航空联盟效应不断显现，机队结构持续改善，同时众多国际航线培育日渐成熟，昆明市场进入发力期，迪斯尼带来长期增量客流，同时近期人民币重回升值轨道，油价大幅下降，公司未来盈利弹性有望逐渐显现，我们继续看好公司业绩估值双提升，建议继续重点配置。我们预测公司2014-2016年EPS为0.16、0.19、0.37元，对应PE为21、18、9倍，维持买入评级。

- **风险提示：**宏观经济不佳影响市场需求，油价大幅上涨，汇率大幅贬值，高铁分流，突发性战争、疾病、安全事故。

图 1、东航 RTK 同比增速比较

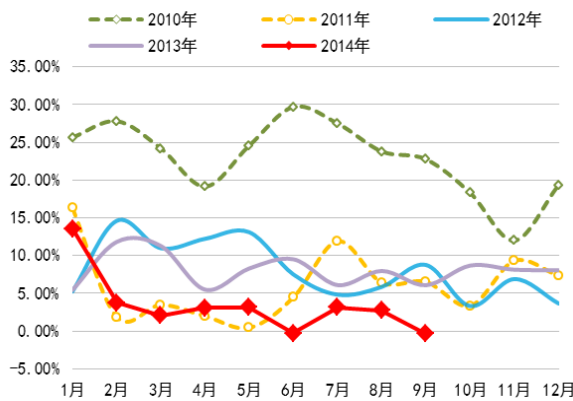
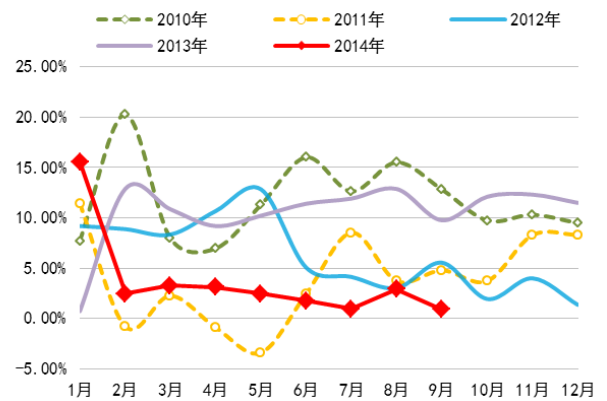


图 2、东航 ATK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 3、东航 RPK 同比增速比较

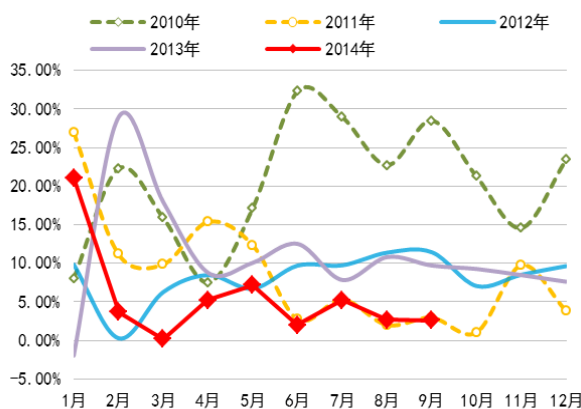
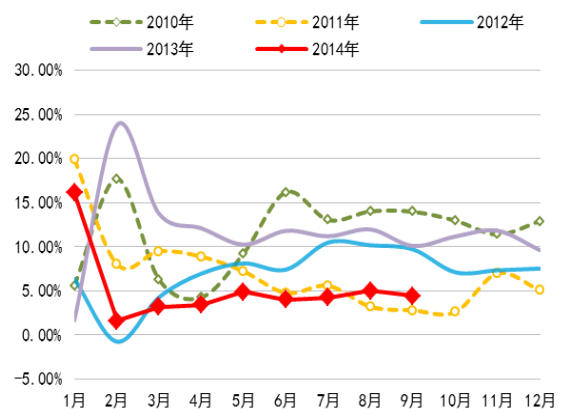


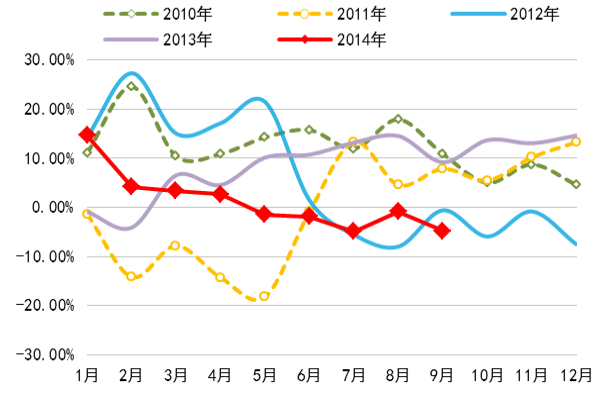
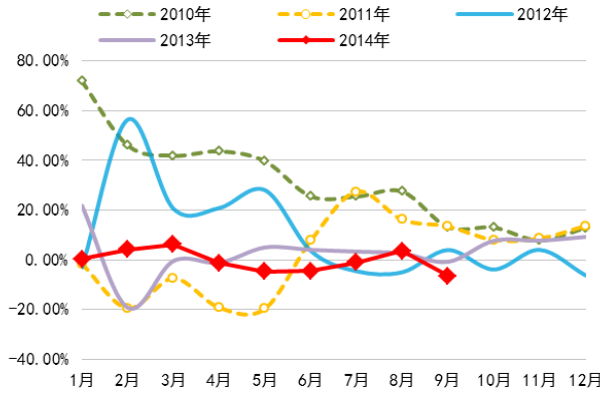
图 4、东航 ASK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、东航 RFTK 同比增速比较

图 6、东航 AFTK 同比增速比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 7、东航历年客座率比较

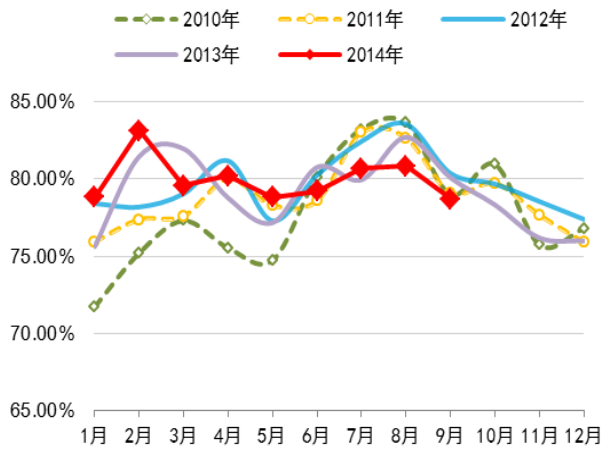
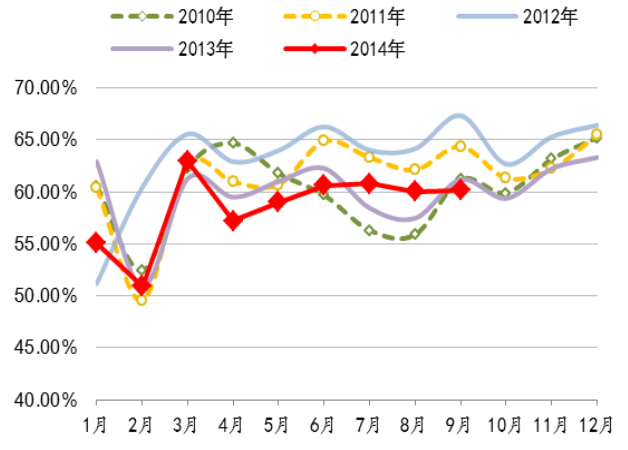


图 8、东航历年货邮载运率比较



数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

## 附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	12610	12825	28312	38184
货币资金	2378	2751	17638	26490
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3524	3579	3727	4053
其他应收款	2106	2119	2217	2413
存货	2305	2318	2413	2597
<b>非流动资产</b>	125167	115330	106230	96847
可供出售金融资产	411	390	387	388
长期股权投资	1497	1608	1649	1699
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	90677	91092	86359	79026
在建工程	18352	9175	4588	2294
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2375	2520	2690	2874
<b>资产总计</b>	137777	128155	134542	135031
<b>流动负债</b>	53082	44992	49204	51122
短期借款	7925	8000	8000	8000
应付票据	40	121	123	119
应付账款	12532	12369	12866	13908
其他	32584	24503	28215	29096
<b>非流动负债</b>	58404	54939	54918	49184
长期借款	20330	10330	6330	1330
其他	38074	44609	48588	47854
<b>负债合计</b>	111486	99931	104122	100306
股本	12674	12674	12674	12674
资本公积	14882	14882	14882	14882
未分配利润	-2939	-868	1513	6209
少数股东权益	1674	1518	1315	903
<b>股东权益合计</b>	26291	28224	30420	34724
<b>负债及权益合计</b>	137777	128155	134542	135031

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2376	2072	2381	4695
折旧和摊销	8713	8840	9471	9785
资产减值准备	20	138	-33	46
无形资产摊销	599	96	98	99
公允价值变动损失	18	18	18	20
财务费用	-440	1870	1609	65
投资损失	-68	-80	-90	-100
少数股东损益	-280	-157	-203	-411
营运资金的变动	-1283	-5390	-2581	133

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	88009	90121	93636	101811
营业成本	80339	82283	85105	91684
营业税金及附加	306	108	112	122
销售费用	5910	5389	5560	6280
管理费用	2839	2360	2470	2859
财务费用	-440	1870	1609	65
资产减值损失	184	20	50	50
公允价值变动	18	18	18	20
投资收益	68	80	90	100
<b>营业利润</b>	-1041	-1811	-1163	870
营业外收入	3319	3870	3500	3700
营业外支出	58	30	30	32
<b>利润总额</b>	2221	2029	2307	4538
所得税	124	114	129	254
净利润	2096	1915	2178	4284
少数股东损益	-280	-157	-203	-411
<b>归属母公司净利润</b>	2376	2072	2381	4695
<b>EPS (元)</b>	0.19	0.16	0.19	0.37

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	1.9%	2.4%	3.9%	8.7%
营业利润增长率	-289.2%	-273.9%	-164.2%	-25.1%
净利润增长率	-25.1%	-12.8%	14.9%	97.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	8.7%	8.7%	9.1%	9.9%
净利率	2.7%	2.3%	2.5%	4.6%
ROE	9.7%	7.8%	8.2%	13.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.9%	78.0%	77.4%	74.3%
流动比率	0.24	0.29	0.58	0.75
速动比率	0.18	0.22	0.51	0.68
<b>营运能力</b>				
资产周转率	67.8%	67.8%	71.3%	75.5%
应收帐款周转率	2553.5%	2392.3%	2409.3%	2462.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.19	0.16	0.19	0.37

公司公告点评



经营活动产生现金流量	10806	13424	19700	13225	每股经营现金	0.85	1.06	1.55	1.04
投资活动产生现金流量	-16130	-0	-224	-337	每股净资产	1.94	2.11	2.30	2.67
融资活动产生现金流量	11135	-13051	-4589	-4035					
现金净变动	5812	373	14887	8852	估值比率(倍)				
现金的期初余额	4267	2378	2751	17638	PE	18.4	21.1	18.4	9.3
现金的期末余额	10079	2751	17638	26490	PB	1.8	1.6	1.5	1.3

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。