

东方航空 (600115)

——2014年中报点评：汇兑损失拖累业绩，未来增量看转型发展

报告原因：有业绩公布需要点评

中性

维持

市场数据： 2014年09月01日

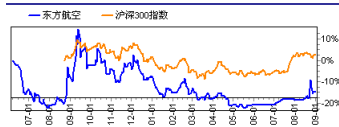
收盘价(元)	2.61
一年内最高/最低(元)	3.53/2.24
上证指数/深证成指	2236/7941
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	20312

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	1.94
资产负债率%	82.60
总股本/流通A股(百万)	12674/7782
流通B股/H股(百万)	-/3494

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东方航空(600115)2013年报点评：业绩略低于预期，维持“中性”评级》 2014/03/30

《东方航空(600115)2013年中报点评：业绩因汇兑损益超预期但因行业景气下滑下调盈利预测》 2013/09/01

证券分析师

张西林 A0230512070001
zhangxl@swsresearch.com
吴一凡 A0230513080007
wuyf@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297818x7469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	88,009	3	2,376	-31	0.19	8.7	9.7	14	8
2014H1	42,591	3	14	-98	0.00	7.8	0.1		
2014E	103,564	17.7	1,432	(39.7)	0.11	12.1	5.5	23.7	13.0
2015E	112,786	8.9	3,214	124.4	0.25	13.9	11.0	10.4	10.2
2016E	118,965	5.5	3,474	8.1	0.27	13.9	10.6	9.7	9.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- 东方航空公告 2014 年中报，报告期内，公司实现营业收入 425.91 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1400 万元、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-1.86 亿元，分别同比增长 2.68%、-97.16%、-134.77%。
- 汇兑损失导致业绩大幅下降，非经常性损益使业绩略高于预期。公司实现基本每股收益 0.0011 元，业绩大幅下降主要由于报告期内汇兑损失 6.6 亿元，去年同期则为汇兑收益 11.7 亿元，但其高于我们预期（预期为-0.05 元），系由公司经营性航线补贴增加导致（经营性航线补贴之前放在主营收入中，2014 年单独出来放在营业外收入，实际较 2013 年同期增加 4.5 亿元）。由于地方政府对于新开航线积极性较高，预计未来该项收入有望保持较好的持续性。
- 客运业务保持稳健。报告期内，客运收入为人民币 354.74 亿元，同比增长 2.79%，其中国内业务占比 69%，增长 2.7%，国际和地区航线客运业务分别增长 3.7%和减少 0.4%；客座率同比小幅增长 0.6 个百分点至 79.94%；客运人公里收益同比增长 0.2%至 0.60 元。客运业务总体保持稳健增长状态。公司运输量同比增长 4.1%至 77.52 亿收入吨公里，收入吨公里收益同比增长 2.0%至 5.21 元。
- 未来增量看迪斯尼及转型。1) 迪斯尼于 2015 年开通运营，预计将为东方航空带来旅客运输量的增加。2) 公司积极开展业务转型。客运方面：试航了国内首班空中 WIFI 商业航班，布局空中商城。货运方面：积极探索跨境贸易，打造“快递+电商+贸易”的模式。子公司业务上，“东航产地直达”网站经营进口生鲜水果业务；中联航则正式转型低成本航空。
- 维持“中性”评级和盈利预测。我们维持 2014-2016 年 0.11、0.25 及 0.27 元盈利预测；对应最新股价的 PE 为 23.7X、10.4X 和 9.7X，对应最新股价的 PB 为 1.35X。基于中国经济仍处于全面深化改革初期和供需弱平衡格局，我们维持“中性”评级。

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	86,409	88,009	103,564	112,786	118,965
客运	71,419	72,711	86,192	94,749	100,393
货运	8,025	7,584	8,333	8,749	9,012
其他主营	959	900	2,000	2,000	2,000
其他业务	5,166	6,814	7,040	7,287	7,560
营业总成本	86,118	89,137	102,224	109,777	115,713
营业成本	75,539	80,339	91,059	97,076	102,402
燃油	29,872	30,681	33,033	35,591	37,607
折旧与租赁	11,208	12,076	12,733	14,014	15,395
起降	9,066	9,190	9,894	10,660	11,264
人工、维修及其他	25,394	28,392	35,400	36,811	38,135
营业税金及附加	670	306	361	393	414
销售费用	5,443	5,910	6,954	7,573	7,988
管理费用	3,021	2,839	3,340	3,638	3,837
财务费用	1,464	(440)	1,080	1,045	1,037
资产减值损失	(20)	184	(571)	51	34
公允价值变动损益	25	18	0	0	0
投资收益	234	68	0	0	0
营业利润	550	(1,041)	1,341	3,009	3,252
营业外收支	2,688	3,262	0	0	0
利润总额	3,239	2,221	1,341	3,009	3,252
所得税	208	124	77	174	188
净利润	3,031	2,096	1,263	2,835	3,065
少数股东损益	(142)	(280)	(169)	(378)	(409)
归属于母公司所有者的净利润	3,173	2,376	1,432	3,214	3,474

资料来源:申万研究

合并现金流量表

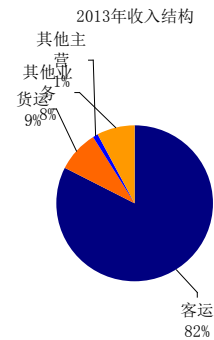
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,031	2,096	1,263	2,835	3,065
加: 折旧摊销减值	7,987	8,897	6,410	8,178	9,305
财务费用	1,349	(576)	1,080	1,045	1,037
非经营损失	(259)	(86)	0	0	0
营运资本变动	637	987	1,242	675	687
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	12,636	10,779	9,995	12,733	14,094
资本开支	13,086	18,527	18,300	20,300	18,300
其它投资现金流	122	(188)	0	0	0
投资活动现金流	(11,780)	(17,028)	(18,300)	(20,300)	(18,300)
吸收投资	454	3,978	0	0	0
负债净变化	16	(5,024)	9,547	8,612	5,243
支付股利、利息	2,115	1,688	1,080	1,045	1,037
其它融资现金流	(4,529)	(2,523)	0	0	0
融资活动现金流	(2,174)	5,730	8,466	7,567	4,206
净现金流	(1,322)	(544)	161	0	0

资料来源:申万研究

关键假设

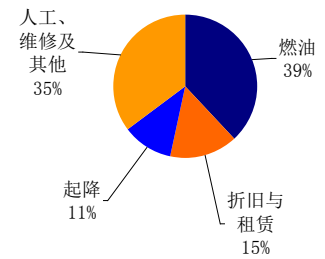
	2013	2014E	2015E	2016E
国内RPK增速	9%	10%	8%	6%
国内ASK增速	10%	5%	7%	3%
燃油价格涨幅	-7%	0%	0%	0%

收入结构

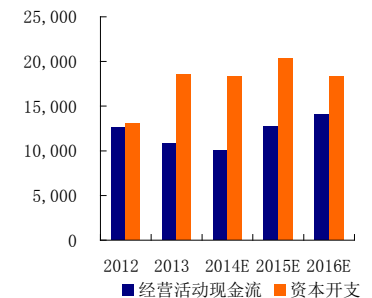


成本结构

2013年成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	12,752	12,610	14,103	14,694	15,137
现金及等价物	4,285	2,378	2,539	2,539	2,539
应收款项	5,459	6,503	7,125	7,495	7,742
存货净额	2,088	2,305	3,358	3,580	3,776
其他流动资产	920	1,080	1,080	1,080	1,080
长期投资	1,486	1,908	1,908	1,908	1,908
固定资产	94,361	109,029	120,349	132,522	141,551
无形资产及其他资产	13,072	14,161	14,161	14,161	14,161
资产总计	121,671	137,777	150,521	163,285	172,758
流动负债	49,000	53,082	60,744	70,939	77,614
短期借款	22,380	24,291	34,104	42,982	48,492
应付款项	15,986	17,583	19,929	21,246	22,411
其它流动负债	4,340	4,003	4,003	4,003	4,003
非流动负债	53,226	58,404	52,398	52,132	51,866
负债合计	102,226	111,486	113,142	123,071	129,480
股本	11,277	12,674	12,674	12,674	12,674
资本公积	11,961	14,882	14,882	14,882	14,882
盈余公积	0	0	0	0	0
未分配利润	(5,316)	(2,939)	(1,507)	1,706	5,180
少数股东权益	1,522	1,674	1,505	1,127	718
股东权益	19,444	26,291	27,554	30,389	33,454
负债和股东权益合计	121,671	137,777	140,697	153,461	162,934

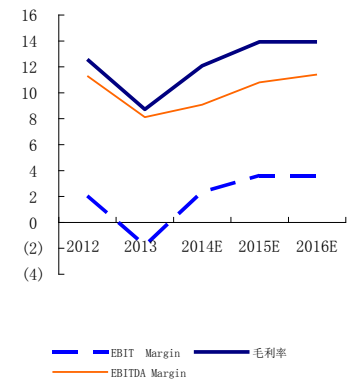
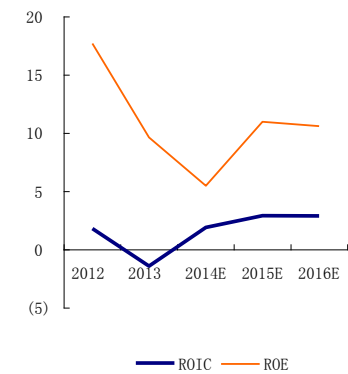
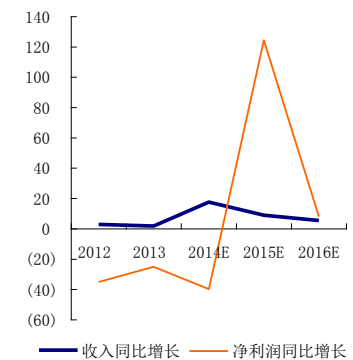
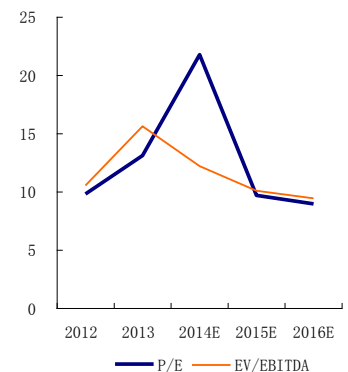
资料来源:申万研究

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.19	0.11	0.25	0.27
每股经营现金流	1.00	0.85	0.79	1.00	1.11
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.41	1.94	2.06	2.31	2.58
关键运营指标(%)					
ROIC	1.8	(1.4)	1.9	2.9	2.9
ROE	17.7	9.7	5.5	11.0	10.6
毛利率	12.6	8.7	12.1	13.9	13.9
EBITDA Margin	11.3	8.1	9.1	10.8	11.4
EBIT Margin	2.0	(1.8)	2.3	3.6	3.6
收入同比增长	2.9	1.9	17.7	8.9	5.5
净利润同比增长	(35.1)	(25.1)	(39.7)	124.4	8.1
资产负债率	84.0	80.9	75.2	75.4	74.9
净资产周转率	4.82	3.58	3.98	3.85	3.63
总资产周转率	0.71	0.64	0.69	0.69	0.69
有效税率	6.9	5.8	5.8	5.8	5.8
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	9.8	13.1	21.8	9.7	9.0
P/B	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/Sale	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	10.6	15.6	12.2	10.1	9.5

资料来源:申万研究

请参阅最后一页的信息披露和法律声明

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。