



2015.12.17

被低估的周期性消费品

——航空股的春季攻势

 郑武 (分析师) 岳鑫 (分析师)
 0755-23976528 0755-23976758
 zhengwu@gtjas.com yuexin@gtjas.com
 证书编号 S0880514030002 S0880514030006

本报告导读:

人民币贬值风险的兑现,引发航空股持续四个月调整。未来三个月高客座率与油价超预期下跌,将推动三大航引领航空板块的新一轮上涨。无需等待,机会就在当下。

摘要:

航空仍是长期增长前景最好的消费服务业之一,维持行业“增持”评级。中国人均乘机次数仅为美国 1/6,增长空间高于许多消费品和绝大多数的周期品。供给结构具有寡头特征,尽管不改航空业周期属性,但有利于需求高增长阶段实现超额收益。

维持南方航空(600029)、东方航空(600115)、中国国航(601111)增持评级。

- **汇兑风险预期的最高点。**过去半年人民币贬值提升了已兑现风险和风险预期,却大幅降低贬值超市场预期风险。过去 5 个月人民币贬值 5.4%,而未来 12 个月人民币远期合约隐含的贬值幅度仅为 1.7-2.9%。换言之,外汇市场预期汇率对 2016 年航空公司盈利增速提供正贡献,而资本市场对汇兑风险预期却达到高点。汇率风险最大的三大航,恰恰是目前预期差最大的公司。
- **短期客座率与盈利能力的低点。**航空公司股价经历了 6 个月的下跌,但扣除汇兑后的盈利却符合市场预期。冬季国际运力的高增长导致了短期的低客座率,抑制了股价。为春季预留的运力投放,将从一月份开始推动量价齐升。12 月以来油价跌幅 16%,春季的业绩攻势已经开始。
- **最高盈利增速最低市盈率板块。**2015 年 8 月人民币贬值导致航空股的周期性行情骤然中止,三季度末三大航机构持股比例极低,东航国航和春秋航空股价接近拟定增价。而基本面方面尽管经济持续低迷,航空公司扣非的盈利基本符合市场预期。我们预计 2016 年贬值仍将导致汇兑损失,但对盈利增速贡献为正值。建议增持汇兑敏感性最高的南方航空,受益迪士尼概念的东方航空以及航空国企龙头中国国航。贬值利空兑现,机会就在当下。
- **风险分析。**过去两年人民币兑非美元大幅升值,刺激国际航线高增长。若未来汇率效应衰减,国际航线增速将可能在旺季后回落,国内外市场供需再平衡的过程可能影响短期业绩。油价仍然是航空股业绩的重要影响因素,而我们对油价波动缺乏预测能力。此外,地缘政治、恐怖袭击及传染性疾病均可能在短期内快速影响航空需求。

评级:

航空

增持

上次评级:

增持

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
600029	南方航空	增持
600115	东方航空	增持
601111	中国国航	增持

相关报告

《旺季供给意外放缓,票价弹性将超预期》
2015.06.16

目 录

1. 汇率风险落地——边际贡献有望转正	3
1.1. 汇率对 2016 年利润增速贡献有望转正	3
1.2. 股价基本反映非经常性的汇率风险	5
2. 供给创造需求——春季是需求增速拐点	6
2.1. 航空长期属性——消费升级	7
2.2. 国际线高增长背后的汇率与地缘政治因素	7
2.3. 供给创造需求——旅游旺季需求拐点	9
3. 三大航增持机会就在当下	10
3.1. 最高盈利增速最低市盈率板块	10
3.2. 不确定性，是现在买的原因	11
4. 风险分析	11

南方航空 600029 扣非后市盈率仅 10 倍

东方航空 600115 股价接近定增价，迪士尼提升估值

中国国航 601111 业务结构最均衡，平滑周期能力最强

表：行业内重点覆盖公司

公司名称	代码	收盘价		盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
南方航空	600029	2015.12.14	7.98	0.18	0.44	0.67	44.19	18.29	11.93	增持	11.57
东方航空	600115	2015.12.14	7.41	0.26	0.36	0.51	28.50	20.81	14.66	增持	10.02
中国国航	601111	2015.12.14	8.42	0.29	0.53	0.66	29.13	15.76	12.72	增持	11.79

1. 汇率风险落地——边际贡献有望转正

过去半年人民币贬值提升了已兑现风险和风险预期，却大幅降低了未来的贬值超市场预期风险。

过去 5 个月人民币兑美元贬值 5.4%，而未来 12 个月人民币远期合约隐含的贬值幅度仅为 1.7-2.9%。

换言之，外汇市场预期汇率对 2016 年航空公司盈利增速提供正贡献，而资本市场对汇兑风险预期却达到高点。汇率风险最大的三大航，恰恰是目前预期差最大的公司。

1.1. 汇率对 2016 年利润增速贡献有望转正

➤ 四大航汇率敏感

航空业属于负债率较高的资本密集型行业，因购买飞机而拥有大量美元负债。美元升值通过汇兑损失对航空公司当期利润表产生负面影响。

根据测算，南方航空、东方航空、中国国航及海南航空等四大航业绩对人民币兑美元汇率波动最为敏感。

表 1：A 股航空公司汇率敏感性测算——四大航汇率风险明显

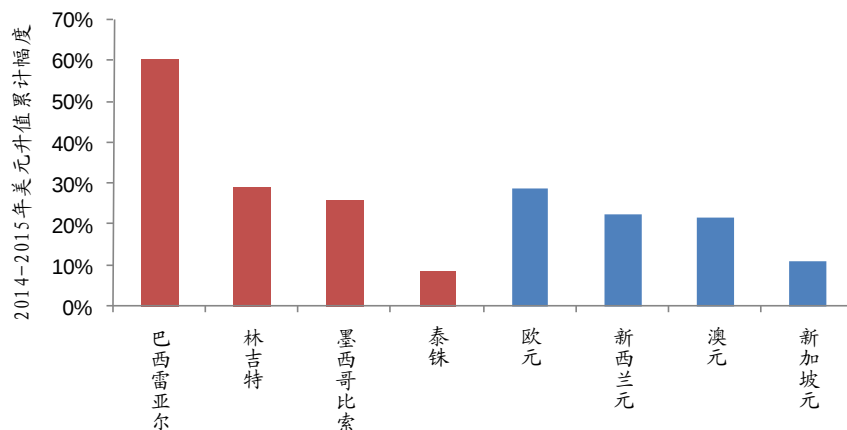
	美元升值 1% 影响净利润 (亿元)	美元升值 1% 影响 EPS (元/股)	美元升值 1% 对 2016 年 Wind 一致 预期净利润影响
南方航空	-6.7	-0.07	-7%
东方航空	-6.0	-0.05	-7%
中国国航	-4.7	-0.04	-5%
海南航空	-2.4	-0.02	-6%
春秋航空	-0.2	-0.02	-1%
吉祥航空	-0.2	-0.04	-1%

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

➤ 2015 年汇率风险落地

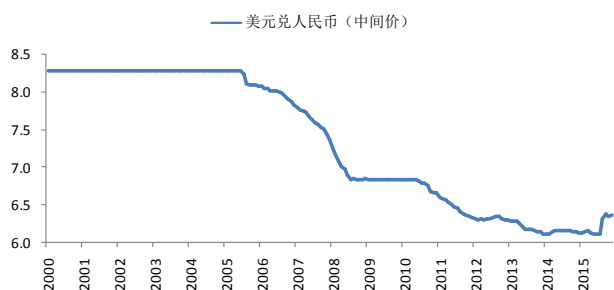
2005 年汇改后人民币兑美元单边升值。且在过去的两年中，即使美元兑新兴市场及发达国家货币均大幅升值，人民币仍保持坚挺。

图 1：2014-2015 年美元兑新兴市场货币及发达国家货币均明显升值



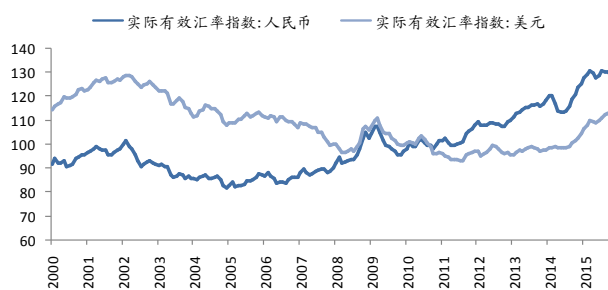
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：2015 年前人民币兑美元单边波动



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：2005 年汇改后人民币进入升值通道

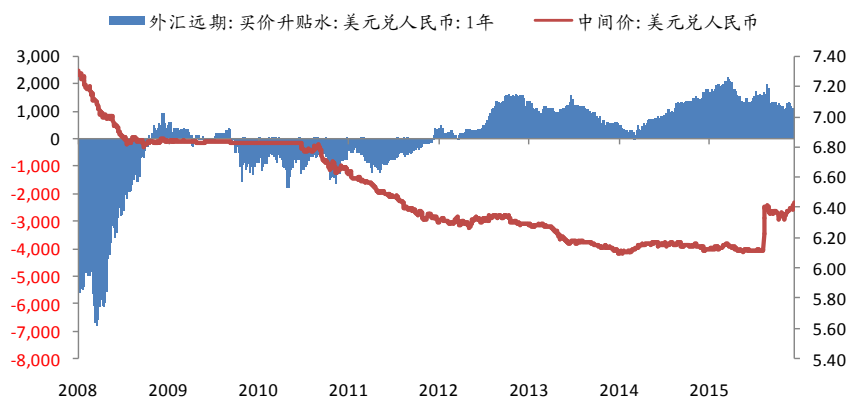


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

8 月 11 日中间价报价改革，触发人民币兑美元三天内贬值 4.7%。

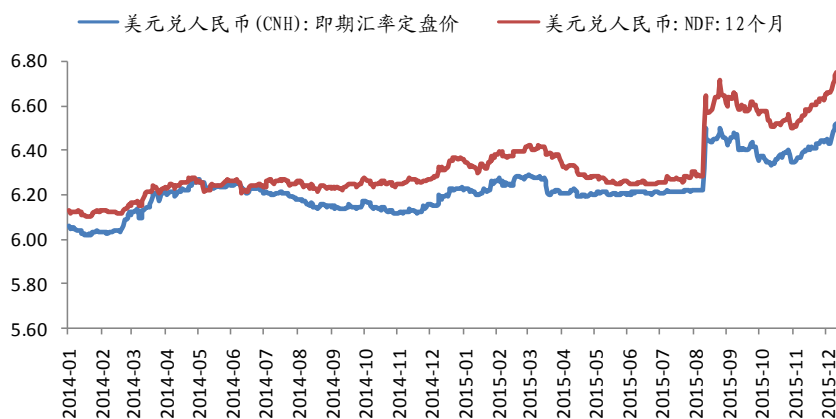
当期汇率风险的兑现，明显降低了远期贬值超市场预期风险。目前在岸市场预期 12 个月人民币兑美元贬值 1.7%，离岸市场预期 12 个月人民币兑美元贬值 2.9%。

图 4：2015 年初人民币贬值见顶，目前在岸市场预期 12 个月人民币贬值 1.7%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5: 目前 NDF 市场预期 12 个月人民币贬值 2.9%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

➤ 汇率风险边际贡献有望转正

过去的五个月中人民币兑美元贬值 5.4%，大幅扣抵四大航 2015 年净利润。我们认为 2016 年汇率风险对四大航业绩增速的贡献有望转正。

表 2: 2016 年汇率风险边际贡献有望转正

	美元升值 1% 影响净利润 (亿元)	2015 年至今 美元累计升值 5.4% 影响净利润 (亿元)	假设 2016 年 美元升值 2.5% 影响净利润 (亿元)	2016 年 汇兑损益 同比贡献 (亿元)
南方航空	-6.7	-36	-17	+19
东方航空	-6.0	-32	-15	+17
中国国航	-4.7	-25	-12	+14
海南航空	-2.4	-13	-6	+7

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

以南方航空为例, 假设 2015 年净利润 40 亿元, 扣除汇兑损失 36 亿元, 实际主业净利润为 76 亿元。

假设 2016 年主业净利润随运力规模同比增长 10% 至 84 亿元, 若 2016 年美元升值 2.5%, 则汇兑损失 17 亿元, 最终净利润为 67 亿元, 较 2015 年将大幅增长 68%。

表 3: 南方航空 2016 年净利润增速对人民币贬值幅度的单变量敏感性测算

		2016 年人民币贬值幅度假设									
		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
2015 年人民币 贬值幅度假设	5%	136%	119%	102%	85%	69%	52%	35%	18%	2%	-15%
	5.4%	143%	126%	109%	93%	76%	59%	42%	26%	9%	-8%
	6%	154%	137%	121%	104%	87%	70%	54%	37%	20%	3%

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 股价基本反映非经常性的汇率风险

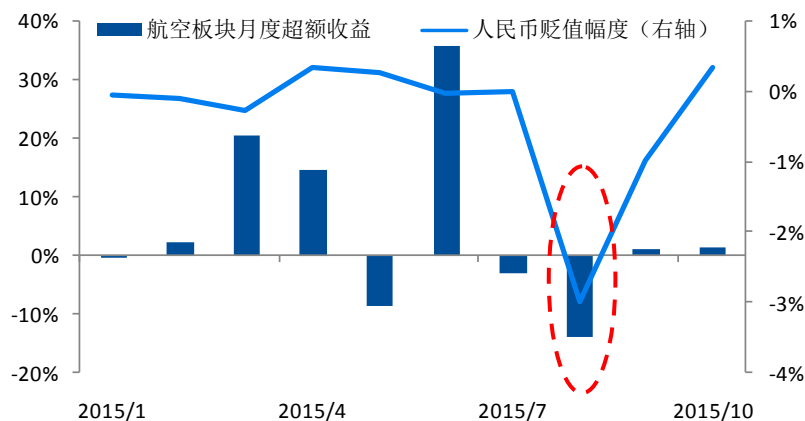
8 月 11 日中间价报价改革, 触发人民币兑美元三天内贬值 4.7%。此次未被市场充分预期的贬值, 引发航空股短期内快速下跌, 并持续调整四

个月。

目前资本市场普遍预期人民币将可能继续贬值，只是时间点与幅度并不一致。

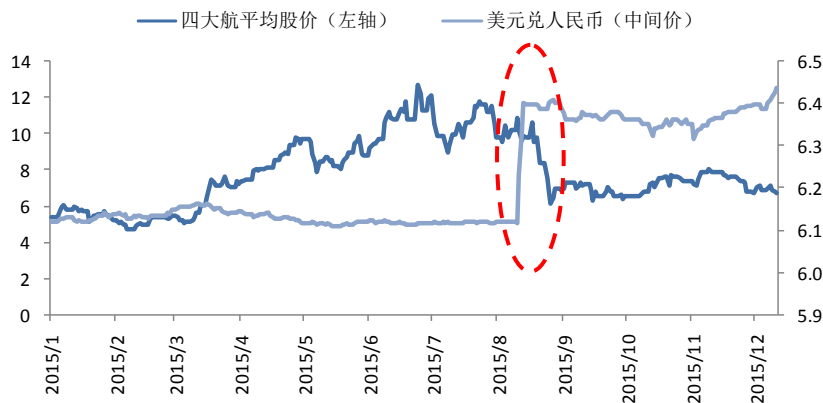
三季度末三大航机构持股比例极低，东航国航和春秋航空股价接近拟定增价。我们认为目前的航空股价中已体现了贬值预期，但未体现汇兑风险边际贡献有望转正预期。

图 6：8 月份航空股价对汇率波动敏感



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：8 月份人民币贬值引发航空股持续调整



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 供给创造需求——春季是需求增速拐点

航空仍是长期增长前景最好的消费服务业之一。中国人均乘机次数仅为美国 1/6，增长空间高于许多消费品和绝大多数的周期品。

供给结构具有寡头特征，尽管不改航空业周期属性，但有利于需求高速增长阶段实现超额收益。

冬季国际运力的高增长导致了短期的低客座率，抑制了股价。为春季预

留的运力投放, 将从一月份开始推动量价齐升。12 月以来油价下跌 16%, 春季的业绩攻势已经开始。

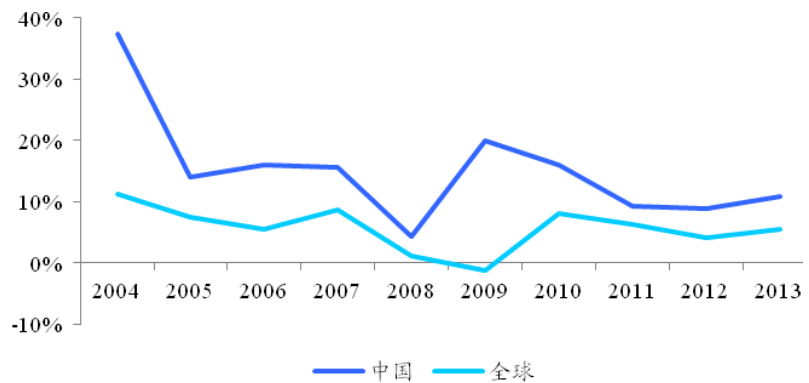
2.1. 航空长期属性——消费升级

与其他周期品相比, 航空的长期属性具有明显差异——消费升级。

受益于消费升级, 中国航空市场长期增长趋势稳定。

2004-2013 年中国民航旅客运输量复合增长率为 12.6%。根据国际航空运输协会数据显示, 同期全球民航业旅客运输量复合增长率仅为 4.1%。

图 8: 2004 -2013 年中国和全球航空运输业旅客运输量增速比较

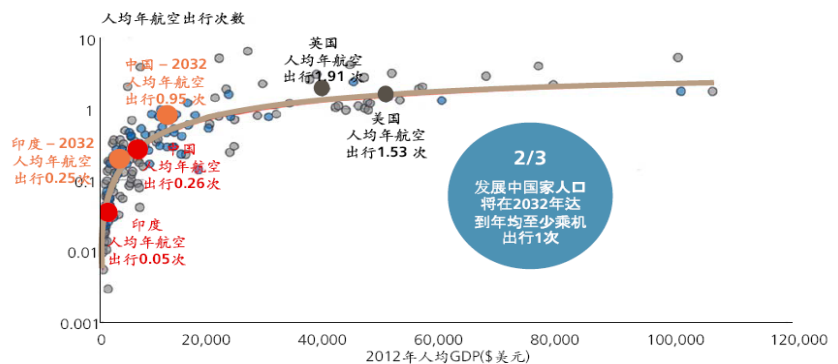


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

中国人均乘机次数较美国仍有明显差距, 未来仍有较大的发展空间。据空客统计, 2012 年美国人均乘机次数为 1.53 次, 而中国为 0.26 次/年, 仅为美国的 1/6。

图 9: 我国人均乘机次数 0.26 次, 仅为美国的 1/6

2012 年人均国内生产总值和人均乘机次数比较



数据来源: 春秋航空招股说明书, 空客《全球市场预测 (2013-2032)》

2.2. 国际线高增长背后的汇率与地缘政治因素

2015 年, 虽然国内经济下行, 但航空业仍呈现高景气度, 很大程度上源于国际航线的高增长。

相对于消费升级等长期因素, 我们认为汇率及地缘政治等短期因素是更为主要的原因。

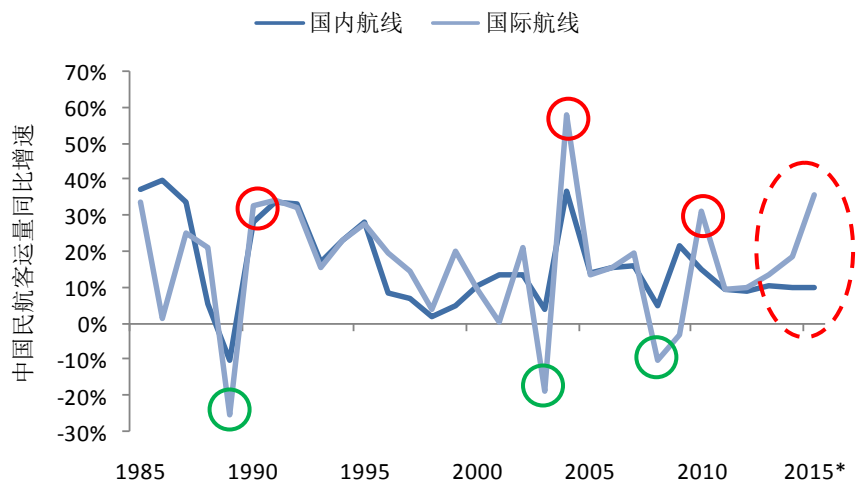
➤ 2015 年国际航线高增长

在 2014 年以前，中国民航市场的国内航线与国际航线客运量增速基本趋同。

但是在 2014 年以后，国际航线与国内航线增长趋势发生背离，且二者增速由 2014 年的 9 个百分点迅速扩大至 2015 年的 26 个百分点。

事实上，在过去的三十年中，国际航线也曾出现数次超过 30% 的高增长，但前一年均出现了明显的负增长。而 2015 年的国际航线高增长，并非建立在低基数基础之上。

图 10：中国民航国内航线与国际航线客运量增速比较



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

➤ 汇率与地缘政治因素是主因

相对于消费升级等长期因素，我们认为汇率及地缘政治等短期因素是导致 2015 年国际航线加速的主要原因。

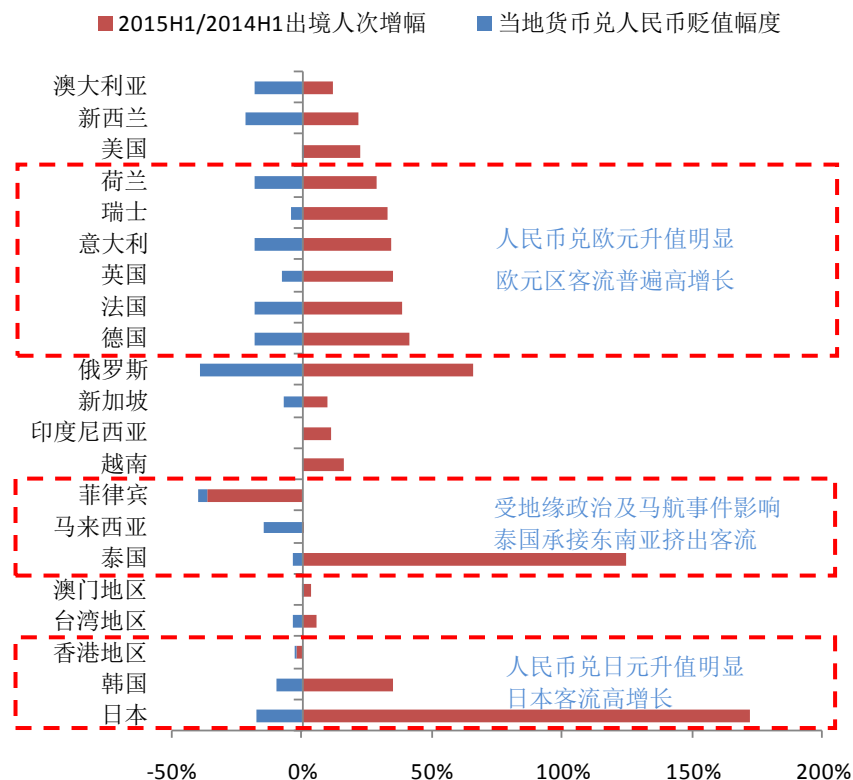
从 2015 年上半年分目的地的出境人次增速来看，超过 30% 的高增速主要集中在欧元区国家、俄罗斯、日本及泰国。

前三者几乎都可以用汇率进行解释。2014 年中至 2015 年中，人民币兑欧元升值 18%，兑卢布升值 39%，兑日元升值 17%。

而对于泰国，我们认为与地缘政治因素有关。受菲律宾政治及马航事件影响，泰国承接了大部分的东南亚旅游增量。

此外，日本的高增速，也在一定程度上承接了香港等地区挤出的购物旅游客流。

图 11: 2015 上半年中国出境人次增速与人民币汇率分析



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.3. 供给创造需求——旅游旺季需求拐点

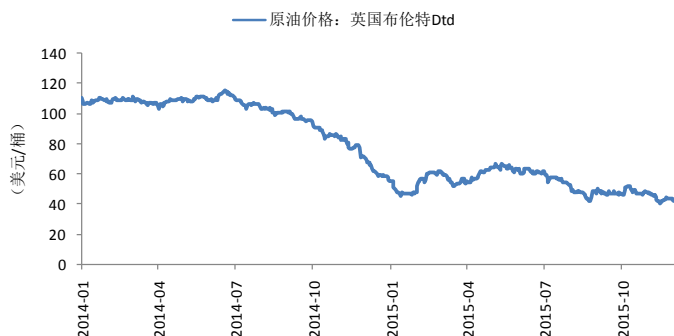
2015 年国际航线的高增长，刺激航空公司持续在国际航线上大量投放新增运力。从我们调研的情况来看，预计 2016 年国内航线运力增速仍将保持在 10% 左右，而国际航线运力增速将可能达到 20% 以上。

冬季国际运力的高增长导致了短期的低客座率，抑制了股价。

但对于即将到来的春节旅游旺季，需求向上弹性充足，供给的高增长将转化为需求高增长。为春季预留的运力投放，将从一月份开始推动量价齐升。

此外，12 月以来油价已下跌 16%，春季三大航业绩攻势已经开始。

图 12: 油价 12 月下跌 16%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 三大航增持机会就在当下

目前三大航估值明显低于美国航空公司，且是盈利增速最高而市盈率最低的周期板块。维持航空行业“增持”评级。

贬值利空兑现，机会就在当下。维持南方航空（600029）、东方航空（600115）、中国国航（601111）增持评级。

3.1. 最高盈利增速最低市盈率板块

三大航扣非 PE 估值及 PB 估值均低于美国航空公司。

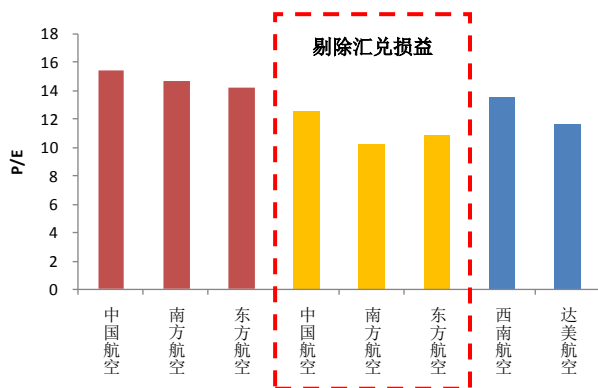
与 A 股周期性行业相比，航空行业消费升级属性明显且成长空间巨大，2016 年盈利有望继续高增长，我们认为三大航目前价值存在低估。

➤ 中美航空股估值比较

从市值来看，美国达美航空一家航空公司的总市值 388 亿美元，折合人民币超 2500 亿元。而中国三大航市值合计仅 2348 亿元人民币。

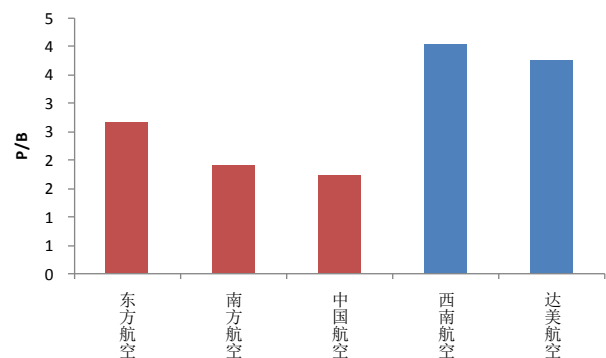
与美国航空公司相比，中国三大航 PB 估值明显低于美国航空公司。PE 估值看似较高，但若剔除汇兑损益三大航平均 PE 仅 11 倍左右，同样低于美国航空公司。

图 13: 中美航空公司 PE 估值比较 (2015-12-11)



数据来源: Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 14: 中美航空公司 PB 估值比较 (2015-12-11)

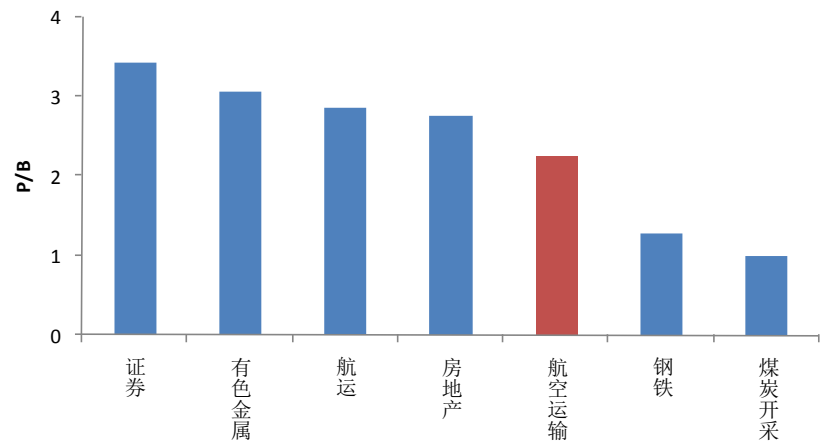


数据来源: Wind, Bloomberg, 国泰君安证券研究

➤ 周期性行业市净率对比

与 A 股周期性行业比较，航空股 PB 处于低位，而航空公司的盈利能力及增长空间均明显高于大多数的周期性行业。

图 15: A 股周期板块 PB 估值比较 (2015-12-11)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 不确定性，是现在买的原因

2015 年 8 月人民币贬值导致航空股的周期性行情骤然中止，三季度末三大航机构持股比例极低，东航国航和春秋航空股价接近拟定增价。

而基本面方面尽管经济持续低迷，航空公司扣非的盈利基本符合市场预期。我们预计 2016 年贬值仍将导致汇兑损失，但对盈利增速贡献为正值。国际航线高运力投放及油价下跌，已开启春季业绩攻势。

建议增持汇兑敏感性最高的南方航空，受益迪士尼概念的东方航空以及航空国企龙头中国国航。贬值利空兑现，机会就在当下。

维持南方航空（600029）、东方航空（600115）、中国国航（601111）增持评级。

4. 风险分析

过去两年人民币兑非美元大幅升值，刺激国际航线高增长。若未来汇率效应衰减，国际航线增速将可能在旺季后回落，国内外市场供需再平衡的过程可能影响短期业绩。

油价仍然是航空股业绩的重要影响因素，而我们对油价波动缺乏预测能力。

此外，地缘政治、恐怖袭击及传染性疾病均可能在短期内快速影响航空需求。

南方航空 (600029)

扣非后市盈率仅 10 倍

	郑武 (分析师)	岳鑫 (分析师)
	0755-23976528	0755-23976758
	zhengwu@gtjas.com	yuexin@gtjas.com
证书编号	S0880514030002	S0880514030006

本报告导读:

南方航空在三大航空公司中汇率弹性最大,扣非后市盈率仅 10 倍,汇率风险释放后股价弹性较大。

投资要点:

维持南方航空“增持”评级。考虑人民币贬值情况,我们将公司 2015-2017 年的 EPS 预测由 0.92/0.93/0.95 元,下调为 0.44/0.67/0.89 元。扣除汇兑损失,公司 PE 仅 10 倍。我们给予公司 2016 年 2.7 倍 PB,相对美国前三大航空公司平均 3.4 倍的 PB 均值略有折价,下调目标价至 11.57 元,维持增持。

汇率弹性最大,待风险出清后更易起飞。我们测算,人民币兑美元汇率每波动 1%,影响公司净利润约 6.7 亿元,变动额居三大航之首。随着汇率贬值风险释放,预计 2016 年净利增速将超过 50%。

国际航线带动整体业绩迎来高增速时期。公司 2015 年 1-10 月收入客公里 (RPK) 同比增速居三大航之首,达到 15%。从公司运力投放计划来看,2015 年宽体机运力增速预计达到 12.9%,明显高于 5.3%的窄体机增速,说明公司运力投放向国际航线倾斜。

季节性弹性大且拐点将至。南航为了春节旺季准备的运力提前投放,导致了短期数据的低迷。但是随着旺季的到来,我们预计南航春季经营同比和环比均将呈现非常健康的增长。

风险提示:油价波动风险;人民币兑美元的贬值风险;美元加息风险;需求不稳定风险。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.57

上次预测: 16.50

当前价格: 7.98

2015.12.15

交易数据

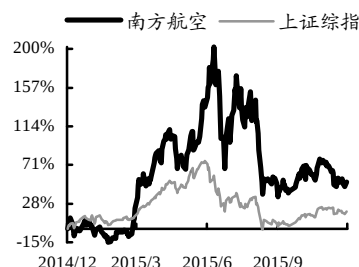
52 周内股价区间 (元)	4.38-16.74
总市值 (百万元)	78,344
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,818/7,023
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/2,795
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12621.69
日均成交值 (百万元)	1070.53

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	39,808
每股净资产	4.05
市净率	2.0
净负债率	110.69%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.03	0.19
Q2	-0.07	0.16
Q3	0.23	0.12
Q4	0.05	-0.03
全年	0.18	0.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-14%	1%	51%
相对指数	-12%	-12%	32%

相关报告

《旺季供给意外放缓,票价弹性将超预期》
2015.06.15

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	98,130	108,313	113,256	125,663	137,032
(+/-)%	-3%	10%	5%	11%	9%
经营利润 (EBIT)	258	2,445	13,123	15,087	17,108
(+/-)%	-92%	848%	437%	15%	13%
净利润	1,895	1,773	4,284	6,568	8,727
(+/-)%	-28%	-6%	142%	53%	33%
每股净收益 (元)	0.19	0.18	0.44	0.67	0.89
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	0.3%	2.3%	11.6%	12.0%	12.5%
净资产收益率 (%)	5.6%	5.0%	11.3%	15.5%	17.7%
投入资本回报率 (%)	0.2%	2.1%	10.8%	11.5%	12.8%
EV/EBITDA	15.9	11.4	6.2	5.5	4.7
市盈率	55.4	59.2	24.5	16.0	12.0
股息率 (%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%

模型更新时间: 2015.12.14

股票研究

工业
运输

南方航空 (600029)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.57

上次预测: 16.50

当前价格: 7.98

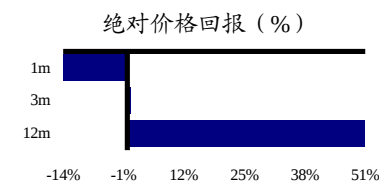
公司网址

www.csair.com

公司简介

公司是中国南方航空集团公司属下航空运输主业公司。

在全国共有 15 个分公司和 5 家控股子公司, 在新加坡、东京、汉城、阿姆斯特丹等地设有多个国外办事处。



52 周价格范围 4.38-16.74
市值 (百万) 78,344

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

98,130

87,061

267

7,855

2,689

258

0

431

-1,294

1,415

701

754

1,895

资产负债表

12,610

1,243

3,248

136,563

3,424

165,145

49,213

73,720

34,139

投入资本(IC)

现金流量表

204

9,505

-640

-11,782

-2,713

11,128

-11,056

2,032

2,104

财务指标

成长性

-3.3%

-92.1%

-27.9%

11.3%

0.3%

1.9%

收益率

5.6%

1.1%

0.2%

运营能力

7

8

572

5.87

12%

偿债能力

74.4%

145.8%

估值比率

55.4

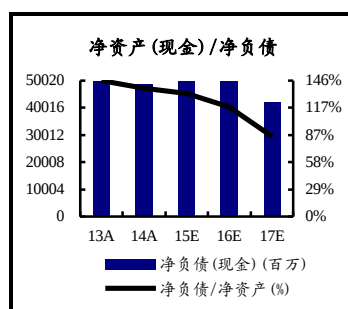
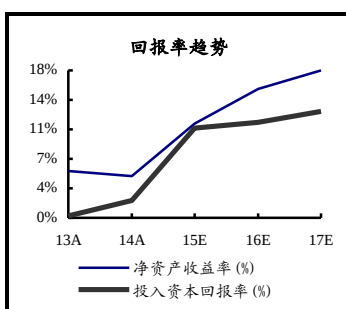
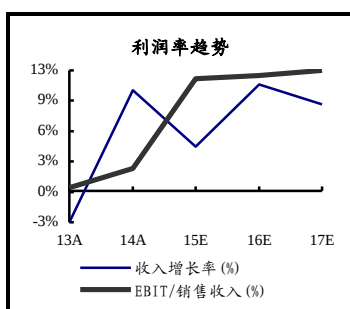
3.1

15.9

1.1

1.9%

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	98,130	108,313	113,256	125,663	137,032
营业成本	87,061	95,151	90,245	99,644	108,002
税金及附加	267	188	260	251	274
销售费用	7,855	7,947	7,022	7,791	8,496
管理费用	2,689	2,582	2,605	2,890	3,152
EBIT	258	2,445	13,123	15,087	17,108
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	431	416	612	400	430
财务费用	-1,294	2,251	8,335	6,022	4,614
营业利润	1,415	405	5,391	9,465	12,923
所得税	701	677	1,636	2,508	3,332
少数股东损益	754	645	1,559	2,389	3,175
净利润	1,895	1,773	4,284	6,568	8,727
货币资金、交易性金融资产	12,610	18,306	49,410	39,274	38,523
其他流动资产	1,243	1,590	0	0	0
长期投资	3,248	3,636	3,636	3,636	3,636
固定资产合计	136,563	153,248	157,874	161,241	163,350
无形及其他资产	3,424	3,928	4,025	4,124	4,222
资产合计	165,145	189,697	223,094	218,740	219,353
流动负债	49,213	54,086	82,888	71,538	62,211
非流动负债	73,720	91,312	92,028	92,030	92,033
股东权益	34,139	35,501	37,822	42,426	49,189
投入资本(IC)	89,602	90,349	95,263	102,372	104,575
NOPLAT	204	1,910	10,253	11,787	13,366
折旧与摊销	9,505	11,003	12,062	13,320	14,579
流动资金增量	-640	150	4,815	-3,644	5
资本支出	-11,782	-6,621	-14,707	-14,786	-14,476
自由现金流	-2,713	6,442	12,422	6,677	13,473
经营现金流	11,128	15,116	17,390	22,582	29,485
投资现金流	-11,056	-6,819	-14,095	-14,386	-14,046
融资现金流	2,032	-2,586	27,810	-18,332	-16,190
现金流净增加额	2,104	5,711	31,104	-10,137	-750
收入增长率	-3.3%	10.4%	4.6%	11.0%	9.0%
EBIT 增长率	-92.1%	847.7%	436.7%	15.0%	13.4%
净利润增长率	-27.9%	-6.4%	141.6%	53.3%	32.9%
利润率	11.3%	12.2%	20.3%	20.7%	21.2%
EBIT 率	0.3%	2.3%	11.6%	12.0%	12.5%
净利润率	1.9%	1.6%	3.8%	5.2%	6.4%
净资产收益率(ROE)	5.6%	5.0%	11.3%	15.5%	17.7%
总资产收益率(ROA)	1.1%	0.9%	1.9%	3.0%	4.0%
投入资本回报率(ROIC)	0.2%	2.1%	10.8%	11.5%	12.8%
存货周转天数	7	6	6	6	6
应收账款周转天数	8	8	8	8	8
总资产周转率	572	598	665	642	583
净利润现金含量	5.87	8.53	4.06	3.44	3.38
资本支出/收入	12%	6%	13%	12%	11%
资产负债率	74.4%	76.6%	78.4%	74.8%	70.3%
净负债率	145.8%	137.7%	132.0%	117.9%	86.0%
PE	55.4	59.2	24.5	16.0	12.0
PB	3.1	3.0	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	15.9	11.4	6.2	5.5	4.7
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
股息率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%



东方航空 (600115)

股价接近定增价，迪士尼提升估值

	岳鑫 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976758	0755-23976528
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002

本报告导读:

东方航空 12 月 9 日获批准定向增发 150 亿元，用于引进 28 架飞机，偿还 30 亿元债务。这将对公司运力结构和负债率带来优化。

投资要点:

维持公司“增持”评级。考虑人民币贬值情况，我们将公司 2015-2017 年的 EPS 预测由 0.68/0.72/0.77 元，下调为 0.36/0.51/0.59 元。公司后续运力结构和负债率将得到优化，叠加迪士尼概念，目前股价仅比增发价高 15%。我们给予公司 2016 年 3.6 倍 PB，相对于美国前三大航空公司 3.4 倍的平均 PB 略有溢价，下调目标价至 10.2 元，维持增持。

定增获批，助力运力结构和负债率优化。东方航空 12 月 9 日新获批准定增 150 亿元资金，其中 120 亿元用于引进 28 架主力机型飞机，进一步扩大四大主力机型在机队中所占比例。根据低成本航空单一机型的经验，简单的机队结构有助于公司利用规模效应、节约成本。另外，定增中的 30 亿元用于偿还美元债务，一方面使公司目前接近 80% 的资产负债率得到改善，另一方面在人民币贬值的大环境下将减少汇兑损益对利润带来的影响。

迪士尼开业在即，市场风险偏好或将提升估值。东航从上海始发航线占比要高于国航与南航，但低于春秋与吉祥。上海迪士尼预计于 2016 年中开业，虽然对航线客流增长影响还有待观察，但公司估值可随市场风险偏好走强而提升。

风险提示：油价波动风险；人民币兑美元的贬值风险；美元加息风险；需求不稳定风险。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：10.02

上次预测：14.28

当前价格：7.41

2015.12.15

交易数据

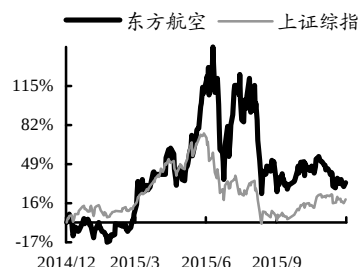
52 周内股价区间 (元)	4.56-13.98
总市值 (百万元)	97,369
总股本/流通 A 股 (百万股)	13,140/7,782
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,494
流通股比例	86%
日均成交量 (百万股)	10462.40
日均成交值 (百万元)	832.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	35,611
每股净资产	2.71
市净率	2.7
净负债率	160.42%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	-0.02	0.12
Q2	0.02	0.16
Q3	0.16	0.14
Q4	0.10	-0.06
全年	0.26	0.36

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-4%	33%
相对指数	-10%	-17%	14%

相关报告

《旺季供给意外放缓，票价弹性将超预期》
2015.06.15

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	88,009	89,746	93,043	105,118	116,677
(+/-)%	3%	2%	4%	13%	11%
经营利润 (EBIT)	-1,384	1,755	9,213	10,669	10,141
(+/-)%	-169%	227%	425%	16%	-5%
净利润	2,376	3,417	4,679	6,643	7,805
(+/-)%	-31%	44%	37%	42%	17%
每股净收益 (元)	0.18	0.26	0.36	0.51	0.59
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	-1.6%	2.0%	9.9%	10.1%	8.7%
净资产收益率 (%)	9.7%	11.2%	13.2%	16.8%	17.5%
投入资本回报率 (%)	-1.8%	1.7%	5.8%	6.3%	5.8%
EV/EBITDA	19.5	13.4	10.1	8.9	8.5
市盈率	41.0	28.5	20.8	14.7	12.5
股息率 (%)	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

模型更新时间: 2015.12.14

股票研究

工业
运输

东方航空 (600115)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 10.02

上次预测: 14.28

当前价格: 7.41

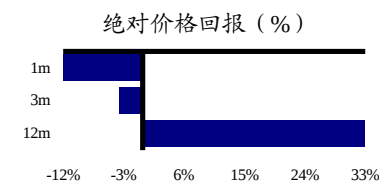
公司网址

www.ceair.com

公司简介

公司是中国三大国有大型骨干航空企业集团之一,是东航集团的核心企业,是中国第一家在香港、纽约和上海上市的航空公司。

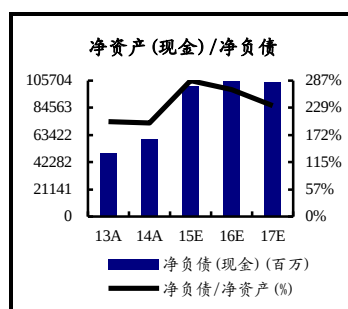
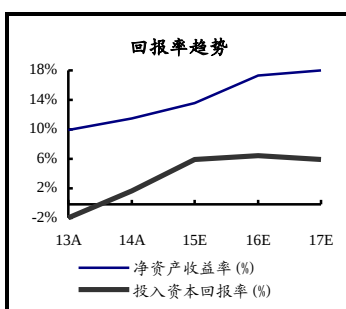
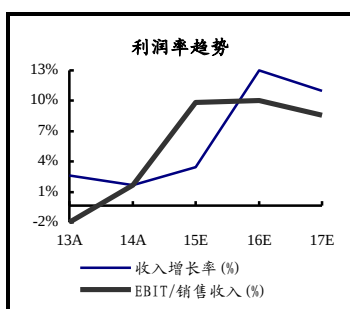
公司以上海为中心,依托长三角,拥有贯通中国东西部,连接亚洲、欧洲、澳洲和美洲的庞大航线网络。



52 周价格范围 4.56-13.98
市值 (百万) 97,369

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	88,009	89,746	93,043	105,118	116,677
营业成本	80,339	79,645	75,643	85,304	96,210
税金及附加	306	107	186	210	233
销售费用	5,910	5,788	5,583	6,307	7,001
管理费用	2,839	2,451	2,419	2,628	3,092
EBIT	-1,384	1,755	9,213	10,669	10,141
公允价值变动收益	18	11	0	0	0
投资收益	68	142	151	151	151
财务费用	-440	2,286	7,121	6,345	4,416
营业利润	-1,041	-400	2,106	4,475	5,876
所得税	124	573	785	1,114	1,309
少数股东损益	-280	130	178	253	297
净利润	2,376	3,417	4,679	6,643	7,805
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,378	1,393	25,556	25,994	26,908
其他流动资产	1,100	2,256	3,000	3,000	3,000
长期投资	1,908	2,024	2,024	2,024	2,024
固定资产合计	109,029	129,654	139,708	148,244	155,262
无形及其他资产	13,840	13,451	13,366	13,425	13,483
资产合计	137,433	159,212	192,920	205,442	212,451
流动负债	53,082	61,127	129,329	137,583	139,117
非流动负债	52,789	70,106	30,513	30,513	30,513
股东权益	24,617	30,549	35,471	39,486	44,663
投入资本(IC)	73,641	90,796	137,091	145,392	149,731
现金流量表					
NOPLAT	-1,307	1,511	7,932	9,185	8,731
折旧与摊销	8,713	9,735	10,573	12,091	13,609
流动资金增量	-3,518	-1,291	1,154	293	2,737
资本支出	-18,527	-23,927	-17,144	-17,150	-17,150
自由现金流	-14,639	-13,972	2,514	4,419	7,927
经营现金流	10,779	12,252	15,723	20,234	25,488
投资现金流	-17,028	-24,033	-16,993	-16,999	-16,999
融资现金流	5,730	11,112	25,433	-2,797	-7,574
现金流净增加额	-519	-669	24,163	438	914
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.9%	2.0%	3.7%	13.0%	11.0%
EBIT 增长率	-168.8%	226.8%	425.0%	15.8%	-4.9%
净利润增长率	-30.7%	43.8%	36.9%	42.0%	17.5%
利润率					
毛利率	8.7%	11.3%	18.7%	18.8%	17.5%
EBIT 率	-1.6%	2.0%	9.9%	10.1%	8.7%
净利润率	2.7%	3.8%	5.0%	6.3%	6.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.7%	11.2%	13.2%	16.8%	17.5%
总资产收益率(ROA)	1.7%	2.1%	2.4%	3.2%	3.7%
投入资本回报率(ROIC)	-1.8%	1.7%	5.8%	6.3%	5.8%
运营能力					
存货周转天数	10	10	10	10	10
应收账款周转天数	13	15	15	15	15
总资产周转天数	536	603	691	692	654
净利润现金含量	4.54	3.59	3.36	3.05	3.27
资本支出/收入	21%	27%	18%	16%	15%
偿债能力					
资产负债率	77.0%	82.4%	82.9%	81.8%	79.8%
净负债率	200.0%	197.9%	286.6%	267.7%	234.1%
估值比率					
PE	41.0	28.5	20.8	14.7	12.5
PB	3.8	3.1	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.5	13.4	10.1	8.9	8.5
P/S	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%



中国国航 (601111)

业务结构最均衡，平滑周期能力最强

	郑武 (分析师)	岳鑫 (分析师)
	0755-23976528	0755-23976758
	zhengwu@gtjas.com	yuexin@gtjas.com
证书编号	S0880514030002	S0880514030006

本报告导读:

中国国航是航空公司中时刻价值最高，业务结构最均衡，平滑周期能力最强的公司，也是航空央企的龙头。

投资要点:

维持中国国航“增持”评级。考虑人民币贬值情况，我们将公司 2015-2017 年的 EPS 预测由 0.69/0.72/0.78 元，下调为 0.53/0.66/0.73 元。国航相对均衡的资产获得相对较强的平滑周期能力，考虑行业景气上行、油价下跌、汇率风险出清的情况下，我们给予公司 2016 年 2.2 倍 PB，相对于美国前三大航空公司 3.4 倍的平均 PB 有所折价，下调目标价至 11.79 元。

时刻价值最高的航空公司。中国特大城市的布局决定了时刻的稀缺性，也令时刻成为航空业最大的表外无形资产。国航的战略布局，尤其是其在时刻紧张的首都机场的寡头地位，令其成为时刻价值最高的航空公司。近期民航总局开始试点时刻拍卖，有助于解决无形资产定价的量化问题。

业务结构均衡，平滑周期能力强。在三大航中，国航在国际/国内航线布局均相对均衡，国际长航线与短航线相对均衡。2015 年 1-10 月国航国际航线 RPK 增速 15.8%，国内航线 RPK 增速 9.8%，增长平稳均衡。由于国泰航空大部分燃油在油价高企时进行了对冲，国航的长期盈利能力暂时被掩盖。

汇率弹性相对较小。国航近年积极降低美元负债风险头寸。如果 2016 年人民币贬值幅度超过市场预期，国航的风险将低于其他国有大型航空公司。

风险提示：油价波动风险；人民币兑美元的贬值风险；美元加息风险；需求不稳定风险。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	97,628	104,826	111,356	121,733	129,614
(+/-)%	-2%	7%	6%	9%	6%
经营利润 (EBIT)	4,401	6,144	14,959	15,897	14,781
(+/-)%	-39%	40%	143%	6%	-7%
净利润	3,319	3,782	6,989	8,660	9,585
(+/-)%	-33%	14%	85%	24%	11%
每股净收益 (元)	0.25	0.29	0.53	0.66	0.73
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.5%	5.9%	13.4%	13.1%	11.4%
净资产收益率 (%)	6.1%	6.4%	11.0%	12.4%	12.5%
投入资本回报率 (%)	3.1%	4.1%	7.9%	8.7%	8.2%
EV/EBITDA	14.8	13.2	9.7	8.5	8.0
市盈率	48.3	42.4	22.9	18.5	16.7
股息率 (%)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.79

上次预测: 15.82

当前价格: 8.42

2015.12.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.53-15.36
总市值 (百万元)	110,174
总股本/流通 A 股 (百万股)	13,085/8,329
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/4,563
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	6264.85
日均成交值 (百万元)	554.79

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	61,455
每股净资产	4.70
市净率	1.8
净负债率	96.15%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.01	0.14
Q2	0.03	0.18
Q3	0.21	0.19
Q4	0.05	0.02
全年	0.29	0.53

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	5%	20%
相对指数	-11%	-8%	0%

相关报告

《旺季供给意外放缓，票价弹性将超预期》
2015.06.15

模型更新时间: 2015.12.14

股票研究

工业

运输

中国国航 (601111)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.79

上次预测: 15.82

当前价格: 8.42

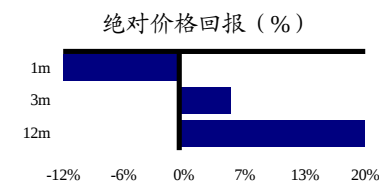
公司网址

www.airchina.com.cn

公司简介

公司是国内最大的航空公司,在国际航线上占据垄断地位。

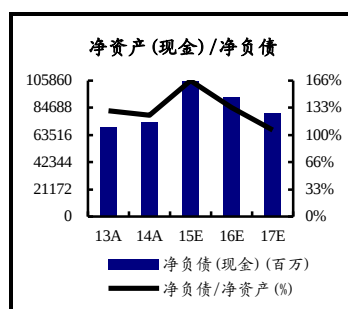
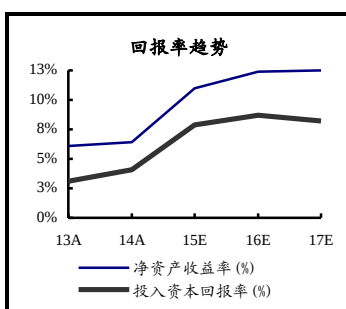
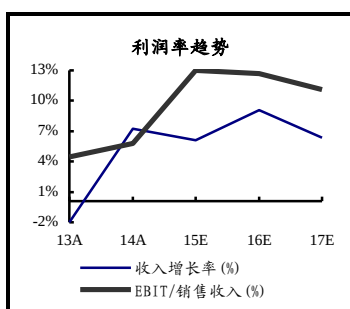
作为中国唯一载国旗飞行的航空公司,几十年来,国航承担了党和国家领导人的出访和部分国内专机任务,也承担了许多外国元首和政府首脑在国内的专机和包机任务。



52 周价格范围 6.53-15.36
市值 (百万) 110,174

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	97,628	104,826	111,356	121,733	129,614
营业成本	82,646	87,841	85,573	94,004	101,975
税金及附加	309	188	245	268	285
销售费用	7,199	7,434	7,461	8,156	8,684
管理费用	3,073	3,218	3,118	3,409	3,888
EBIT	4,401	6,144	14,959	15,897	14,781
公允价值变动收益	0	7	0	0	0
投资收益	825	877	1,164	1,164	1,164
财务费用	777	3,241	7,446	6,602	4,329
营业利润	3,959	3,917	8,661	10,459	11,617
所得税	913	768	1,419	1,759	1,947
少数股东损益	351	468	864	1,070	1,185
净利润	3,319	3,782	6,989	8,660	9,585
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	15,519	9,747	11,306	10,354	8,958
其他流动资产	1,237	2,511	1,930	1,930	1,930
长期投资	16,686	14,331	14,331	14,331	14,331
固定资产合计	155,761	166,056	163,757	160,123	155,154
无形资产及其他资产	4,330	5,280	6,031	6,781	7,530
资产合计	204,367	209,185	209,324	206,197	201,110
流动负债	69,644	60,472	96,050	85,808	72,565
非流动负债	77,775	89,699	49,024	49,026	49,029
股东权益	54,154	59,399	63,771	69,814	76,782
投入资本(IC)	113,348	126,209	161,280	155,518	151,761
现金流量表					
NOPLAT	3,524	5,204	12,669	13,463	12,519
折旧与摊销	11,128	11,613	12,599	13,934	15,270
流动资金增量	1,172	-580	-1,362	2,878	-462
资本支出	-21,347	-12,666	-10,456	-10,020	-9,950
自由现金流	-5,523	3,571	13,451	20,256	17,376
经营现金流	17,436	17,523	20,141	29,696	27,769
投资现金流	-20,638	-10,313	-9,292	-8,856	-8,786
融资现金流	6,443	-12,318	-9,289	-21,792	-20,379
现金流净增加额	3,241	-5,108	1,559	-953	-1,396
财务指标					
成长性					
收入增长率	-2.2%	7.4%	6.2%	9.3%	6.5%
EBIT 增长率	-39.4%	39.6%	143.5%	6.3%	-7.0%
净利润增长率	-32.9%	14.0%	84.8%	23.9%	10.7%
利润率					
毛利率	15.3%	16.2%	23.2%	22.8%	21.3%
EBIT 率	4.5%	5.9%	13.4%	13.1%	11.4%
净利润率	3.4%	3.6%	6.3%	7.1%	7.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.1%	6.4%	11.0%	12.4%	12.5%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.8%	3.3%	4.2%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	3.1%	4.1%	7.9%	8.7%	8.2%
运营能力					
存货周转天数	5	4	4	4	4
应收账款周转天数	11	11	11	11	11
总资产周转率	729	720	686	623	573
净利润现金含量	5.25	4.63	2.88	3.43	2.90
资本支出/收入	22%	12%	9%	8%	8%
偿债能力					
资产负债率	72.1%	71.8%	69.3%	65.4%	60.5%
净负债率	129.4%	124.0%	166.0%	133.2%	105.6%
估值比率					
PE	48.3	42.4	22.9	18.5	16.7
PB	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.8	13.2	9.7	8.5	8.0
P/S	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		