

# 東方航空(670.HK)

## 公司年報點評

Bloomberg | Reuters | POEMS

670.HK | 670.HK | 670.HK

行業: 航空運輸

末期業績回顧

評級: 增持 收市價: 3.29HKD 目標價: 3.73HKD

### 公司概要

東方航空是中國三大航空集團之一以及天合聯盟成員，目前經營著以波音、空客為主的各型飛機 416 架，於 1997 年分別在香港 (670.HK) 和上海 (600115.SH) 上市，該公司的主要基地位於上海。

### 投資概要

受行業景氣程度下降，航空需求不足及競爭激烈令票價下滑影響，12 年東航實現營業收入 852.53 億人民幣，小幅增長 3.46%，實現歸屬股東淨利 29.54 億，同比大降 35.45%，對應每股收益 0.26 元，符合我們的預期。

營業成本同比增長 4.35% 至 827.4 億，其中燃油費用同比增長 2.2% 或 6.4 億至 298.7 億，是占比最大的運營成本。員工工資成本增 16% 或 13.9 億，是增長最快的運營成本。另外，由於 12 年人民幣升值放緩，匯兌收益由 11 年的 18.72 億大幅減少 92.1% 至 1.48 億，導致財務費用大幅增加 19 億，嚴重拖累了業績表現。

另一方面，公司未計提飛機減值損失，同時大量轉回航材及壞賬準備，令資產減值損失減少了 6.5 億，緩解了成本增幅。另外，政府補貼同比大增 6.58 億至 17.2 億亦幫助扮靚了業績。

東航的機隊結構在同行中最為繁雜，機齡相對老舊。公司計劃通過大規模引進新飛機和出售、退租老舊機型，來簡化機型結構，提升經營效率。12 年公司的可用座公里數大約增長 6.9%，預計 13 年增長 9.5%，未來幾年將逐年遞增。

公司一季度營運數據顯示良好的發展勢頭，旅客周轉量增速繼續攀升，達到 14.2%，運力增長 12.5%，客座率同比提升 1.2 個百分點至 79.7%。目前中日關係，東北亞局勢仍存在不確定性，弱復蘇的宏觀經濟環境仍對公司管理層的成本控制和經營水平構成考驗。4 月國內航油價格下調 478 元約 6% 利好於減輕成本。

我們預計 13 年公司客運量有望同比增長 10.5%，略高於供給。外部因素上，預計 13 年油價總體將保持穩定，匯兌損失的拖累將大幅減輕。預計公司 2013，2014 年的每股盈利預期分別至 0.33，0.39 元，折合港幣 HK\$0.414，HK\$0.494。我們謹慎給予 9 倍 P/E，對應 2013 年預期 EPS，12 個月目標價為 3.73 港元，較 3.29 港元的現價高 13%，因此給予“增持”的投資評級。

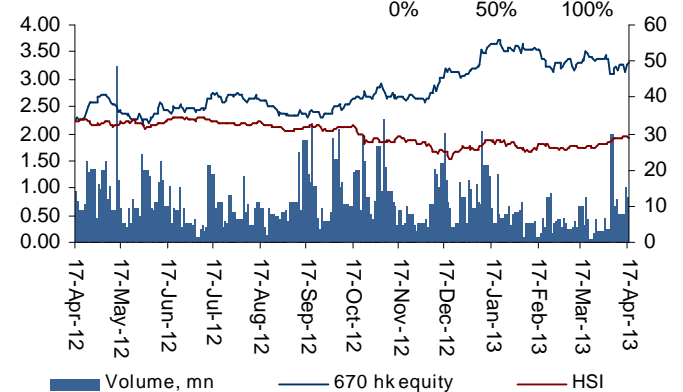


Phillip Securities (Hong Kong) Ltd  
Phillip Securities Research

17 April 2013

### 東方航空

Rating	2.00	增持
- Previous Rating	1.00	買入
Target Price (HKD)	3.73	
- Previous Target Price (HKD)	4.4	
Closing Price (HKD)	3.29	
Expected Capital Gains (%)	13.4%	
Expected Dividend Yield (%)	0.0%	
Expected Total Return (%)	13.4%	
Raw Beta (Past 2yrs w weekly data)	1.03	
Market Cap. (HKD bn)	42,228	
Enterprise Value (HKD mn)	95,899	
52 week range (HKD)	2.12 - 3.73	
Closing Price in 52 week range		



### Key Financial Summary

FYE	12/11	12/12	12/13F	12/14F
Revenue (RMB mn)	83,465	85,253	97,025	106,892
Net Profit, adj. (RMB mn)	4,576	2,954	3,774	4,410
EPS, adj. (RMB)	0.41	0.26	0.33	0.39
P/E (X), adj.	6.6	10.0	7.8	6.7
BVPS (RMB)	1.79	2.07	2.39	2.80
P/B (X)	1.5	1.3	1.1	0.9
DPS (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00
Div. Yield (%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

Source: Bloomberg, PSR est.

\*All multiples & yields based on current market price

### Valuation Method

PE

### Analyst

Zhang Jing

[zhangjing@phillip.com.cn](mailto:zhangjing@phillip.com.cn)

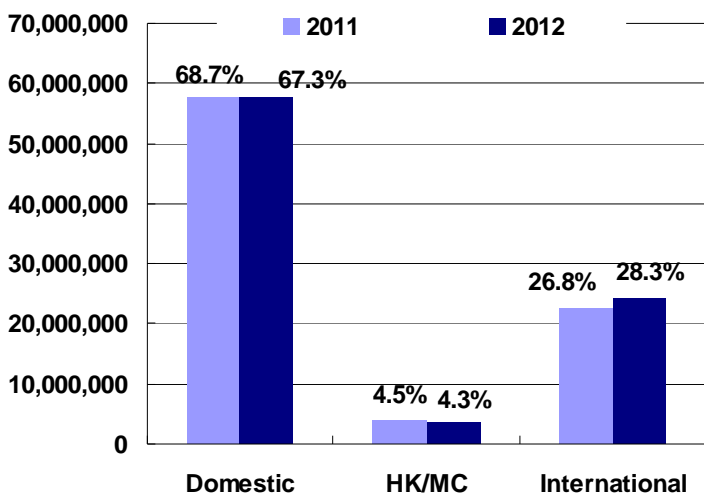
+86 63512937

· 行業景氣下降令業績回調，符合預期

受行業景氣程度下降影響，12年東航實現營業收入852.53億人民幣，小幅增長3.46%，實現歸屬股東淨利29.54億，同比大降35.45%，對應每股收益0.26元，符合我們的預期。

客運收入和貨運收入分別同比增長4.36%及減少0.67%。值得一提的是，國際航線收入占比提升，貨運收入占比下滑。雖然在三大航中，東航是唯一整體客座率正增長的航空公司，但受旅客周轉量增速小於收入增長，反映需求不足及競爭激烈令票價下滑。

Fig 1. International routes account more



Source: Company reports, PSR

· 燃油成本，匯兌收益明顯影響業績

營業成本同比增長4.35%至827.4億，其中燃油費用同比增長2.2%或6.4億至298.7億，主要由燃油消耗量增長7.2%和平均價格上漲2.14%促成。如果按營業稅口徑計算，燃油費用將增長9.5%，是占比最大的運營成本。員工工資成本增16%或13.9億，是增長最快的運營成本。

不過，12年公司未計提飛機減值損失，同時大量轉回航材及壞賬準備，令資產減值損失減少了6.5億，緩解了成本增幅。另外，政府補貼同比大增6.58億至17.2億亦幫助扮靚了業績。

由於12年人民幣升值放緩，匯兌收益由11年的18.72億大幅減少92.1%至1.48億，導致財務費用大幅增加19億，嚴重拖累了業績表現。

· 運力結構將進一步優化

東航的機隊結構在同行中最為繁雜，機齡相對老舊。公司計劃通過大規模引進新飛機和出售、退租老舊機型，來簡化機型結構，從而提升經營效率和節省維護修理成本，預計未來機型結構將壓縮至4個系列（A320，A330，B737和B777系列）。公司2012年共退出10架飛機，購買及租賃49架飛機，（5架A321，19架

A320，6架A330，7架A319，12架B737）。截止12年底，公司共運營428架飛機，其中客機397架，貨機19架，公務機12架。12年公司的可用座公里數大約增長6.9%，預計13年增長9.5%，未來幾年將逐年遞增。

Fig 2. Fleet Delivery Plan

未來機隊計劃表

機型	2013年		2014年		2015年		2016年		2017年	
	引進	退出	引進	退出	引進	退出	引進	退出	引進	退出
A320系列	22	4	26	-	31	-	20	-	15	-
A330系列	8	-	8	-	7	-	-	-	-	-
A340系列	-	-	-	1	-	4	-	-	-	-
B737NG	26	5	24	-	35	-	15	-	-	-
B737	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-
B777-300ER	-	-	4	-	5	-	5	-	3	-
支線飛機	-	-	-	8	-	5	-	5	-	-
貨機	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A300-600F	-	3	-	-	-	-	-	-	-	-
B747	-	-	1	-	1	-	-	-	1	-
B757F	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-
MD11	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	56	14	62	11	78	13	40	5	18	1

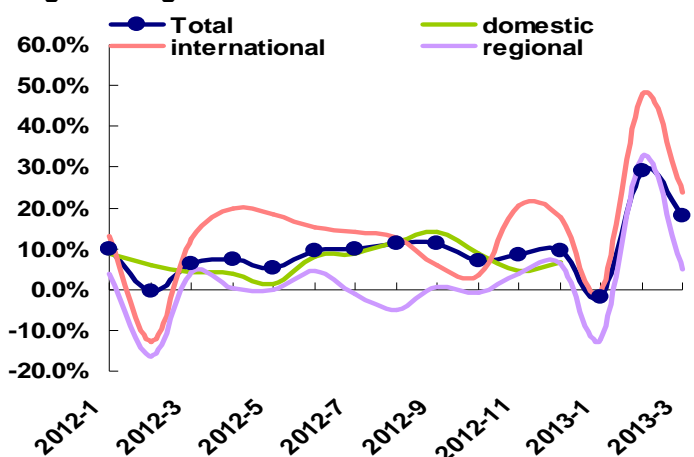
Source: Company reports, PSR

· 13年主營業務逐步改善，弱復蘇基礎上考驗仍存

公司計劃通過增加通航點以及加密航班班次等手段，穩步推進上海核心樞紐、昆明和西安區域樞紐的航班波建設，增強樞紐市場的中轉銜接能力，同時利用上海、北京72小時過境免簽證政策，大力開發國際中轉及旅遊產品。

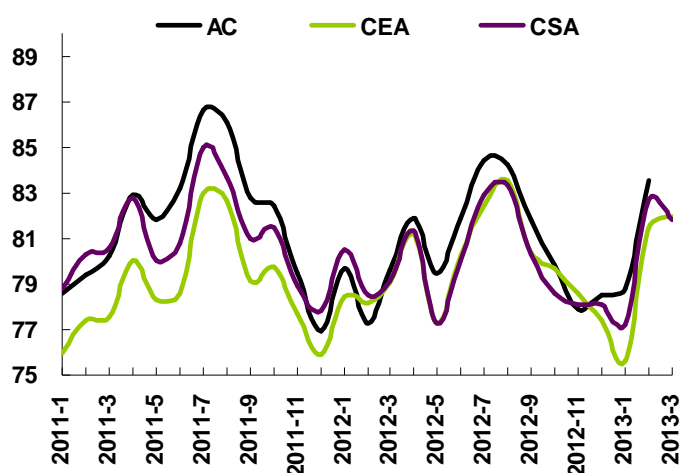
從最新營運數據上看，公司一季度旅客周轉量增速繼續攀升，達到14.2%，運力增長12.5%，客座率同比提升1.2個百分點至79.7%。顯示良好的發展勢頭。考慮到近期禽流感事件影響，預計4月有所回調。我們認為，目前中日關係，東北亞局勢仍存在不確定性，弱復蘇的宏觀經濟環境仍對公司管理層的成本控制和經營水平構成考驗。4月國內航油價格下調478元約6%利好於減輕成本。

Fig 3. RPK growth of CEA



Source: Company reports, PSR

Fig 4. P L/F (Passenger Load Factor) Comparison



Source: Company reports, PSR

Fig 5. Peer Valuation Comparison

Ticker	Name	Cap:USD Mil	BEst P/B	BEst P/B:Y+1	BEst P/E	BEst P/E:Y+1	BEst EV/BEst	ROE	OPM LF
QAN AU Equity	QANTAS AIRWAYS LTD	4062.1	0.7	0.6	23.8	10.4	3.8	-4.1	4.9
601111 CH Equity	AIR CHINA LTD-A	10629.8	1.2	1.1	11.3	9.8	7.3	10.2	10.4
600029 CH Equity	CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-A	5256.1	1.0	0.9	8.8	8.3	5.5	8.1	4.5
600115 CH Equity	CHINA EASTERN AIRLINES CO-A	5265.9	1.2	1.0	9.0	7.6	6.2	15.8	2.7
600221 CH Equity	HAINAN AIRLINES CO-A	4453.2	1.3	1.2	14.7	11.4	8.5	10.1	4.1
670 HK Equity	CHINA EASTERN AIRLINES CO-H	5265.9	1.1	0.9	7.5	6.4	6.5	15.8	2.7
753 HK Equity	AIR CHINA LTD-H	10629.9	1.1	1.0	10.3	8.5	7.5	10.2	10.4
293 HK Equity	CATHAY PACIFIC AIRWAYS	6375.7	0.9	0.8	17.6	10.1	7.7	1.6	4.1
1055 HK Equity	CHINA SOUTHERN AIRLINES CO-H	5256.1	0.8	0.7	8.4	7.2	5.6	8.1	4.5
9202 JP Equity	ANA HOLDINGS INC	7103.3	0.9	0.9	16.8	15.2	4.8	5.3	10.0
SIA SP Equity	SINGAPORE AIRLINES LTD	10136.5	1.0	0.9	33.0	18.6	4.3	2.5	2.8
DAL US Equity	DELTA AIR LINES INC	13182.6	211.1	5.0	6.0	5.2	4.7	NA	5.5
UAL US Equity	UNITED CONTINENTAL HOLDINGS	10072.2	6.7	3.0	8.0	6.1	4.2	-63.2	-0.3
LUV US Equity	SOUTHWEST AIRLINES CO	9574.5	1.3	1.2	13.2	11.0	4.6	6.1	2.5

Source: Bloomberg, PSR

## 公司估值

我們預計 13 年公司客運量有望同比增長 10.5%，略高於供給。外部因素上，預計 13 年油價總體將保持穩定，匯兌損失對航空公司的拖累將大幅減輕。

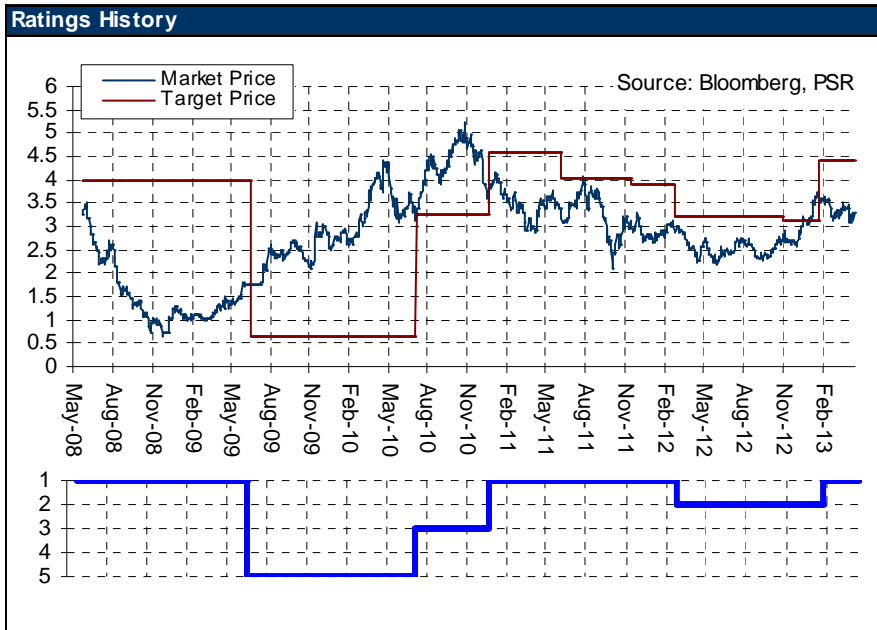
我們對 13 年公司業績增長持謹慎樂觀態度，盈利向上彈性將逐步顯現。預計公司 2013，2014 年的每股盈利預期分別至 0.33，0.39 元，折合港幣 HK\$0.414，HK\$0.494。我們謹慎給予 9 倍 P/E，對應 2013 年預期 EPS，12 個月目標價為 3.73 港元，較 3.13 港元的現價高 19%，因此給予“增持”的投資評級。

## 風險因素

- 經濟衰退深化導致航空需求大幅下降；
- 油價飆升；
- 人民幣大幅貶值導致匯兌損失；
- 行業內發生非理性價格戰；
- 戰爭、恐怖事件、流行性疾病等突發事件；
- 高鐵的衝擊大於預期。

FYE DEC	FY10	FY11	FY12	FY13F	FY14F
<b>Valuation Ratios</b>					
P/E (X), adj.	6.1	6.6	10.0	7.8	6.7
P/B (X)	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9
Dividend Yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
<b>Per share data (RMB)</b>					
EPS, reported	0.44	0.41	0.26	0.33	0.39
EPS, adj.	0.44	0.41	0.26	0.33	0.39
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BVPS	1.35	1.79	2.07	2.39	2.80
<b>Growth &amp; Margins (%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	84.9%	12.1%	2.1%	13.8%	10.2%
EBIT	220.5%	-25.8%	1.9%	11.4%	21.1%
Net Income, adj.	2837.8%	-7.7%	-35.4%	27.8%	16.8%
<b>Margins</b>					
EBIT margin	6.8%	6.5%	2.0%	3.3%	3.3%
Net Profit Margin	6.7%	5.5%	3.5%	3.9%	4.1%
<b>Key Ratios</b>					
ROE (%)	60.1%	25.9%	13.6%	15.0%	15.1%
ROA (%)	5.7%	4.2%	3.1%	4.2%	4.2%
<b>Income Statement (RMB mn)</b>					
<b>Revenue</b>	<b>74,462</b>	<b>83,465</b>	<b>85,253</b>	<b>97,025</b>	<b>106,892</b>
<b>Operating expenses</b>	<b>(68,765)</b>	<b>(79,292)</b>	<b>(82,745)</b>	<b>(93,418)</b>	<b>(102,417)</b>
Profit from operations	5,697	4,173	4,228	4,689	5,685
Non-operating income/expense	67	106	133	167	195
Profit before tax	5,418	4,841	3,012	4,032	4,715
<b>Tax</b>	<b>(133)</b>	<b>(264)</b>	<b>(205)</b>	<b>(242)</b>	<b>(283)</b>
Profit for the period	5,284	4,576	2,808	3,790	4,432
Minority interests	(326)	(1)	146	(15)	(22)
Total capital share	11,257	11,257	11,277	11,277	11,277
<b>Net profit</b>	<b>4,958</b>	<b>4,576</b>	<b>2,954</b>	<b>3,774</b>	<b>4,410</b>

Source: PSR



**PSR Rating System**

Total Returns	Recommendation	Rating
> +20%	Buy	1
+5% to +20%	Accumulate	2
-5% to +5%	Neutral	3
-5% to -20%	Reduce	4
< -20%	Sell	5

**Remarks**

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

#### 輝立證券研究部股份選擇系統

總回報	建議	評級	備註
>+20%	買入	1	較現時股價有>20%的潛在升幅
+5% to +20%	增持	2	較現時股價有+5% 至 +20%的潛在升幅
-5% to +5%	中性	3	較現時股價有± 5% 的變幅
-5% to -20%	減持	4	較現時股價有-5% 至 -20%的潛在跌幅
<-20%	出售	5	較現時股價有>20%的潛在跌幅

本公司並不純粹以上述的量化回報組別作出評級建議。於作出最終評級建議前，本公司亦考慮包括以下各種(甚至更多)的質化因素：股份的風險回報紀錄、市場情緒、股價近期之升幅、存在或欠缺股價推動因素，以及周邊股市的投機意向。

#### 免責聲明總綱

本刊物由輝立證券(香港)有限公司(下稱“輝立證券”)所編制。閣下收取或閱讀本刊物時，即同意受下述條款以及限制所約束。

閣下不能以任何理由複製、分發或公佈本刊物的全部或部份內容。輝立證券並不會對任何經由使用本刊物所載之資料而構成的直接或間接損失負責。

本刊物所載之資料均由公開渠道獲得，輝立證券按憑據相信該等資料屬可靠；任何本刊物涵蓋的分析、預測、估計、預期及意見(統稱為“研究”)乃基於該等資料，並只屬輝立證券的意見之演繹。輝立證券並未驗證該等資料，而無作出任何表示或保證(無論表述或隱含的)指該等資料或研究為準確、完備或經驗證，甚或可信。本刊物所載的任何資料或研究或會隨時變更，而輝立證券並無任何責任更改經公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在任何情況下，即使資料使用者已被知會有機會發生該等損失，輝立證券並不會為任何由使用經公開的資料或研究而帶來特殊的、間接的、附帶的或相應的損失負責。

本刊物所載的任何意見、預測、假設、估計、估值及價格，均屬指定日期，而在無提前通知的情況下，或會隨時變更。

本刊物只適用於普及流通，而並未有照顧任何特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本刊物提及的產品並非適合所有投資者，而收取或閱讀本刊物的人士在投資該產品前，應從投資顧問獲取有關該產品的專業意見，並考慮其指定投資目標、財務狀況或個別需要。在沒有進一步顧及收件人的個別驗證及判斷的情況下，本刊物不應被視作具權威性。本刊物流通的狀態並不構成建立指定交易的建議，亦不代表此刊物所描述的任何產品適合或適用於收件人。收件人應注意本刊物所描述的眾多產品涉及重大風險，因而未必適合所有投資者；在決定建立涉及該類產品的交易前，投資者需要理解所有該等風險，而作出獨立決定，判斷該交易為適當。涉及任何產品而於本刊物中論述的風險，不應被視作所有風險的披露或該等風險的完整論述。

本報告中的任何內容均不得被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料，包括任何有關該證券的註冊招股書。

#### 權益披露

分析員披露：撰寫本報告的分析員或其相關人士並未涉及任何與報告中描述的上市公司的金錢利益或擔當其中任何職務。

公司披露：輝立證券並無與報告中描述的上市公司有任何投資關係，亦無任何 1%或以上公司市值的財務利益。另外，輝立證券並無任何行政人員服務報告中描述的上市公司。

#### 可應用性

如分配、發佈、使用或應用本報告引述的資料，將違反任何司法管轄區或國家適用的法律或法規，或令輝立證券受到任何登記或發牌或其他要求，或於該司法管轄區內違反該等要求的懲罰，任何司法管轄區或國家的任何人士或實體均不得支配、擬分配或使用本報告引述的資料、工具及提材。



**聯絡資料 (各地區成員公司)**

---

**新加坡 SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
電話 : (65) 6533 6001  
傳真 : (65) 6535 6631  
網頁: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**香港 HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
電話 : (852) 22776600  
傳真 : (852) 28685307  
網頁: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**印尼 INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
電話 : (62-21) 57900800  
傳真 : (62-21) 57900809  
網頁: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**泰國 THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
電話 : (66-2) 6351700 / 22680999  
傳真 : (66-2) 22680921  
網頁: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**英國 UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
電話 : (44-20) 7426 5950  
傳真 : (44-20) 7626 1757  
網頁: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**澳洲 AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 37, 530 Collins Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
電話 : (613) 96298380  
傳真 : (613) 96148309  
網頁: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**馬來西亞 MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
電話 : (603) 21628841  
傳真 : (603) 21665099  
網頁: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**日本 JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
電話 : (81-3) 35953631  
傳真 : (81-3) 35953630  
網頁: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**中國 CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 550 Yan An East Road,  
Ocean Tower Unit 2318,  
Postal code 200001  
電話 : (86-21) 51699200  
傳真 : (86-21) 63512940  
網頁: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**法國 FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
電話 : (33-1) 45633100  
傳真 : (33-1) 45636017  
網頁: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**美國 UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
電話 : +1.312.356.9000  
傳真 : +1.312.356.9005