

业绩崩溃后必定动作频出

事件：东方航空公布年报显示：2008 年实现营业收入 418.42 亿元，同比增长 -3.9%；实现利润总额-139.85.48 亿元，同比下降 2029.42%；实现归属于母公司净利润-139.28 亿元，同比下降 2406.28%；每股收益-2.86 元，同比下降 2483.33%。业绩低于我们预期（-2.21），每股净资产-2.38 元。

研究结论

- 两大因素使业绩低于我们预期：1、第四季度产生资产减值损失 20.22 亿，原因在于经济环境恶化情况下对商誉与机队进行了减值测试，并计提了损失，这一项影响 EPS 0.42 元。这一项无法预期。2、第四季度一些成本项的集中释放使得营业成本相较于第三季度有 10 个亿的上升，影响 EPS 0.21 元。
- 市场票与计划油是经营性亏损的重要原因。2008 年亏损的重要原因在于票价已基本实现市场化与国内航空煤油计划价之前的矛盾。自 2008 年 6 月 20 日上调航空煤油出厂价 1500 元/吨后，尽管上调了燃油附加费，但燃油附加费一方面只能覆盖一部分成本，第二其作为票价一部分对基础票价是有替代的，是一个整体，不能分开来看。即不能认为油价上涨部分可以通过燃油附加费传导。能不能传导受需求的约束。总的来说，加上燃油附加费的票价已经基本实现市场化。2008 年第四季度受需求影响，国内票价水平下降，而国内航空煤油价格到 2008 年 12 月 19 日才进行调整，远落后于国际市场，给经营造成了严重的亏损。
- 燃油套期保值业务亏损。东方航空在燃油套期保值合约损失为 62 亿元，贡献了一半的亏损。这些合约是在燃油价格预期高涨的背景下签定的，为了减少看涨期权费用，往往同时卖出多个看跌期权，造成油价下跌时损失加速扩大。2008 年这部分合约实现的现金交割损失为 1455 万美元。2009 年油价不在目前的交易区间的话，现金损失将大为增加。
- 东航国内业务一季度强劲增长，国际业务下滑依旧严重。去年 10 月开始，东航的 RPK 增长一直落后于国内平均水平。但到一季度，情况有了根本改观，东航国内业务同比增长均在 20%以上，位列三大航之首。另一方面，东航国际业务下滑十分严重，去年 6 月以来，都是 20%—30% 的下降。而远落后于同期的中国国航，在客座率水平上东航国际航线更是远远低于国航，平均客座率水平低于国航 12—15 个点。尽管东航已积极调配运力，但国际航线低迷的客座率与货载率注定会严重拖累业绩。
- 燃油套期保值合约损失的冲回将是一季报的亮点。按照 WTI 原油价格 2009 年 3 月 31 日相较于 2008 年 12 月 30 日上涨 11.3%，那么其公允价值损失冲回可能在 10 亿元以上。按我们对一季度的测算，如果不考虑政府补助与资产减值损失，那么东航一季度将亏损 1.22 亿。如果燃油套期保值合约损失冲回，则有可能盈利 8.78 亿元。
- 东航今年必将会动作频出。继撤资幸福航、西藏航之后，东航高层向媒体表示正在考虑设立云南子公司的事，还有诸如传言中的继续注资事项等等。相信今年东航会不断有令人关注的事情出现。我们认为东航今年整年或基本盈亏平衡，维持中性的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

航空运输行业分析师
8621-63325888 × 6066
Zhangqi1@orientsec.com.cn

王晶

首席分析师

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2009 年 4 月 15 日）	5.90 元				
目标价格（6 个月）	5.90 元				
总股本/A 股（万股）	4867/4867				
A 股市值（百万元）	287.15				
国家/地区	中国				
行业	航空				
报告日期	2009 年 4 月 16 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.29	10.81	-45.47
相对表现 (%)	0.66	-7.9	-22.52

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	55873	41840	38492	423421
主营业务利润（百万）	2138	-14688	369	2216
净利润（百万）	2039	-14066	296	1662
EBITDA（百万）	72661	10959	6527	8482
每股收益（元）	0.42	-2.81	0.04	0.20
每股经营现金流（元）	1.47	-1.11	0.75	1.48
市盈率(X)	15	NA	147.5	29.5
EV/EBITDA(X)	8	NA	9	7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

➤ 分季度经营分析——实际都为亏损

表 1：季度盈利比较

	2008 第四季度	2008 第三季度	2008 第二季度	2008 第一季度
营业收入(百万元)	10,204	10,807	10,222	10,609
营业成本(百万元)	12,265	11,081	10,065	9,665
营业税金及附加(百万元)	90	280	257	264
销售费用(百万元)	652	585	584	601
管理费用(百万元)	-2	544	503	478
财务费用(百万元)	54	443	-211	-643
资产减值损失(百万元)	1,993	-4	-1	34
公允价值变动净收益(百万元)	-6,418	-271	381	-92
投资净收益(百万元)	30	11	44	21
营业利润(百万元)	-12,054	-2,381	-551	140
加：营业外收入(百万元)	338	33	445	90
减：营业外支出(百万元)	-84	5	30	4
利润总额(百万元)	-11,722	-2,353	-136	226
扣除汇兑收益	-12,173	-2,461	-851	-921
扣除公允价值变动	-5,755	-2,190	-1,232	-830
扣除资产减值损失	-3,762	-2,187	-1,230	-836

资料来源：公司数据

我们将公司的业绩分季进行拆分，并且将其剥离汇兑收益、公允价值、及资产减值损失各项。我们发现各季度均为亏损，但是亏损额度逐一加大。

燃油价格同比的大幅增长，和下游需求不振，导致票价水平难以提高是经营性亏损的重要原因，或者我们概括我市场票、计划油。

自 2008 年 6 月 20 日上调航空煤油出厂价 1500 元/吨后，尽管上调了燃油附加费，但燃油附加费一方面只能覆盖一部分成本，第二其作为票价一部分对基础票价是有替代的，是一个整体，不能分开来看。即不能认为油价上涨部分可以通过燃油附加费传导。能不能传导受需求的约束。总的来说，加上燃油附加费的票价已经基本实现市场化。2008 年第四季度受需求影响，国内票价水平下降，而国内航空煤油价格到 2008 年 12 月 19 日才进行调整，远落后于国际市场，给经营造成了严重的亏损。

➤ 国内业务一季度强劲增长，国际业务周转量与客座率大幅下滑

去年 10 月开始，东航的 RPK 增长一直落后于国内平均水平。但到一季度，情况有了根本改观，东航国内业务同比增长均在 20% 以上，位列三大航之首。另一方面，东航国际业务下滑十分严重，去年 6 月以来，都是 20%—30% 的下降。而远落后于同期的中国国航，在客座率水平上东航国际

航线更是远远低于国航，平均客座率水平低于国航 12—15 个点。尽管东航已积极调配运力，但国际航线低迷的客座率与货载率注定会严重拖累业绩。

图 2：国内一季度 RPK 强劲增长

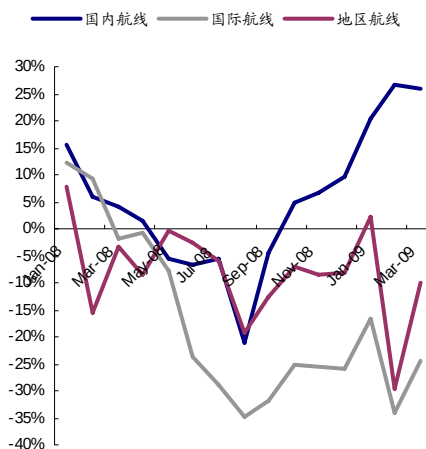
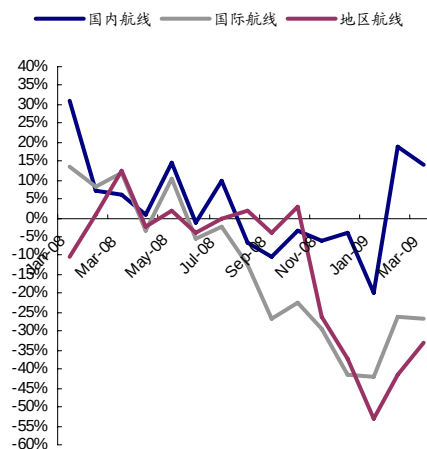


图 3：RFTK 同比增长



资料来源：东方证券研究所整理

图 2：国际航线客座率相当不乐观

客座率	国内	yoy	国际	yoy	地区	yoy	总计	yoy
2008 年 1 月	74.45%	8.87%	68.07%	3.76%	65.65%	12.75%	71.58%	7.35%
2008 年 2 月	73.39%	-0.70%	67.28%	-0.84%	68.34%	-3.62%	70.92%	-0.98%
2008 年 3 月	78.01%	0.72%	65.75%	-5.16%	63.15%	1.16%	72.92%	-1.20%
2008 年 4 月	79.16%	0.06%	63.66%	-6.83%	68.13%	0.87%	72.97%	-2.42%
2008 年 5 月	73.02%	-2.11%	60.18%	-5.98%	63.85%	6.15%	68.02%	-2.91%
2008 年 6 月	73.35%	-1.79%	65.22%	-3.91%	62.45%	3.64%	70.09%	-1.89%
2008 年 7 月	76.11%	-3.23%	66.13%	-5.89%	72.94%	3.35%	73.04%	-3.23%
2008 年 8 月	70.44%	-10.78%	66.75%	-6.46%	71.12%	-1.82%	69.43%	-8.63%
2008 年 9 月	73.83%	-4.59%	64.86%	-5.64%	65.76%	2.83%	70.97%	-3.90%
2008 年 10 月	76.49%	-3.46%	62.64%	-8.09%	68.22%	-0.71%	72.08%	-4.09%
2008 年 11 月	73.47%	-6.99%	61.38%	-7.98%	67.46%	-4.45%	69.74%	-6.34%
2008 年 12 月	69.86%	-4.42%	62.72%	-4.97%	67.64%	2.66%	67.69%	-3.60%
2009 年 1 月	72.77%	-1.67%	64.65%	-3.43%	70.07%	4.42%	70.22%	-1.36%
2009 年 2 月	77.23%	3.83%	59.91%	-7.37%	64.11%	-4.23%	71.15%	-0.10%
2009 年 3 月	74.82%	-3.18%	58.33%	-7.42%	67.92%	4.77%	70.29%	-2.64%

资料来源：东方证券研究所整理

➤ 燃油套期保值合约将成为一季报亮点

燃油套期保值业务亏损。东方航空在燃油套保合约损失为 62 亿元，贡献了一半的亏损。这些合约是在燃油价格预期高涨的背景下签定的，为了减少看涨期权的费用，往往同时卖出多个看跌期权，造成油价下跌时损失加速扩大。2008 年这部分合约实现的现金交割损失为 1455 万美元。2009 年油价不在目前的交易区间的话，现金损失将大为增加。2009 到期的合约大约有 22 亿。

燃油套保合约损失的冲回将是一季报的亮点。按照 WTI 原油价格 2009 年 3 月 31 日相较于 2008 年 12 月 30 日上涨 11.3%，那么其公允价值损失冲回可能在 10 亿元以上。按我们对一季度的测算，如果不考虑政府补助与资产减值损失，那么东航一季度将亏损 1.22 亿。如果燃油套保合约损失冲回，则有可能盈利 8.78 亿元。

➤ 东航今年必将会动作频出

首先，在飞机引进上，东航也将原本计划 2009 年引入 29 架飞机，调整为引进 13 架，延迟交付了一批。

其次继撤资幸福航、西藏航之后，东航高层向媒体表示正在考虑设立云南子公司的事，还有诸如传言中的继续注资事项等等

我们可以静静等待刘绍勇上任后的“输血”、“止血”、“断臂”、“造血”计划。相信东航今年会不断出现令人关注的事情。

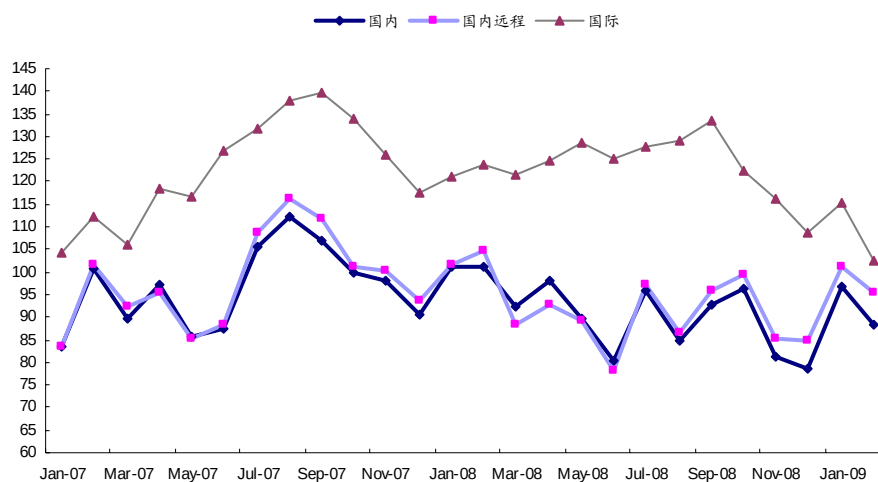
在飞机引进上，东航也将原本计划 2009 年引入 29 架飞机，调整为引进 13 架，延迟交付了一批。

➤ 投资建议

我们预测东航 2009 年或将盈亏平衡，目前暂时维持中性的投资评级。

我们核心假设为 2009 年全年航空煤油价格 4200，国内业务 RPK 增长 15%，国际业务 RPK 下降 15%，票价水平相较于 2008 年全年下降 10%。运力投入增长 5%

附：票价水平

图 6：票价水平走势


资料来源：东方证券研究所整理

附：财务预测

附：财务预测

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E		
流动资产	7566	7892	6934	7444	营业收入	43529	41840	38492	42342		
现金	2128	2524	2325	2425	营业成本	37655	43074	30655	32188		
应收账款	2126	2141	1925	2118	营业税金及附加	1093	1050	966	1063		
其它应收款	1713	1682	1540	1695	营业费用	2766	2364	2175	2392		
预付账款	382	293	208	219	管理费用	2076	1255	1836	2020		
存货	1118	1104	785	825	财务费用	-106	431	2574	2463		
其他	99	149	149	163	资产减值损失	225	2022	28	0		
非流动资产	59576	60830	60135	58295	公允价值变动收益	84	-6400	0	0		
长期投资	991	1404	1544	1474	投资净收益	155	101	111	0		
固定资产	48057	51857	52935	52568	营业利润	60	-14655	369	2216		
无形资产	1599	1455	1311	1167	营业外收入	677	567	0	0		
其他	8929	6114	4344	3086	营业外支出	29	39	0	0		
资产总计	67142	68722	67068	65739	利润总额	707	-14127	369	2216		
流动负债	35876	53141	44395	40461	所得税	97	-61	74	554		
短期借款	15189	22170	19540	14737	净利润	611	-14066	296	1662		

应付账款	7160	14611	10398	10918	少数股东损益	24	-565	15	89
其他	13528	16359	14456	14805	归属母公司净利润	586	-13501	281	1573
非流动负债	27697	32480	36401	37344	EBITDA	4491	-10959	6527	8482
长期借款	11369	12369	14369	16369	EPS (元)	0	-3	0	0
其他	16328	20110	22032	20975					
负债合计	63574	85620	80796	77805	主要财务比率				
少数股东权益	705	140	155	243	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	4867	4867	7742	7742	成长能力				
资本公积	1258	1258	1258	1258	营业收入	13.9%	-3.9%	-8.0%	10.0%
留存收益	-3262	-16763	-16482	-14909	营业利润	-98.5%	-24684.6%	-97.5%	499.7%
归属母公司股东权益	2863	-17038	-13883	-12309	归属于母公司净利润	-80.4%	-2402.2%	-97.9%	460.3%
负债和股东权益	67142	68722	67068	65739	获利能力				
现金流量表			单位: 百万元		毛利率	13.5%	-3.0%	20.4%	24.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	1.3%	-32.3%	0.7%	3.7%
经营活动现金流	4935	-5425	3775	7041	ROE	20.5%	79.2%	-2.0%	-12.8%
净利润	611	-14066	296	1662	偿债能力				
折旧摊销	4537	3266	3584	3803	资产负债率	94.7%	124.6%	120.5%	118.4%
财务费用	-106	431	2574	2463	净负债比率	51.4%	49.2%	50.4%	49.3%
投资损失	-155	-101	-111	0	流动比率	0.21	0.15	0.16	0.18
营运资金变动	-26	12824	-2484	-858	速动比率	0.16	0.12	0.13	0.15
其它	75	-7778	-83	-28	营运能力				
投资活动现金流	-1756	-3116	-2930	-2081	总资产周转率	0.68	0.62	0.57	0.64
资本支出	2265	2689	2822	2065	应收账款周转率	20.02	18.83	18.18	20.11
长期投资	-92	413	140	-70	应付账款周转率	8.33	3.96	2.45	3.02
其他	416	-15	32	-86	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-3495	8937	-1044	-4860	每股收益 (最新摊薄)	0.12	-2.77	0.06	0.32
短期借款	2013	6981	-2630	-4803	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.01	-1.11	0.78	1.45
长期借款	-465	1000	2000	2000	每股净资产 (最新摊薄)	0.59	-3.50	-2.85	-2.53
普通股增加	0	0	2875	0	估值比率				
资本公积增加	19	0	0	0	P/E	48.96	-2.13	162.67	29.03
其他	-5062	956	-3289	-2057	P/B	10.03	-1.69	-3.29	-3.71
现金净增加额	-332	396	-199	100	EV/EBITDA	13.01	-5.33	8.95	6.89

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

章琪：航空运输业分析师

王晶：首席分析师

本人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，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。客户应当考虑到本公司可能存在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。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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn