



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月11日

航空业

研究部

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

中性

ST 东航(600115.CH)

关注合并和注资进程

主要财务信息

单位 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	43,541	41,842	38,404	43,573
(+/-%)	18.3	(3.9)	(8.2)	13.5
主营业务利润	4,799	(2,125)	2,879	5,027
(+/-%)	163.6	(144.3)	235.5	74.6
EBITDA	2,165	(8,444)	7,722	7,325
(+/-%)	65.9	(490.0)	191.4	(5.1)
净利润	604	(13,928)	1,054	743
(+/-%)	n.m.	n.m.	107.6	(29.5)
每股盈利 (元)	0.12	(2.86)	0.11	0.08
每股经营现金流 (元)	1.01	0.28	1.75	1.83
市盈率 (倍)	48.4	n.m.	54.6	77.4
EV/EBITDA (倍)	32.5	n.m.	13.4	14.3
市净率 (倍)	11.6	n.m.	5.5	5.1
股价/每股经营现金流	3.0	10.8	1.8	1.7
净资产收益率 (%)	24.0	n.m.	30.5	17.7
投入资本回报率 (%)	(4.3)	1.1	(27.2)	6.0
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

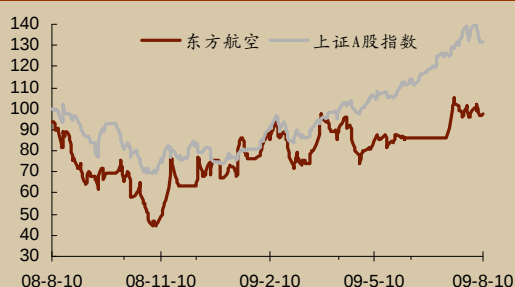
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 2.47	人民币 6.00
股票代码	670.HK	600115.CH
日成交量 (百万股)	9.4	9.2
52周最高价/最低价	港币 2.86/0.65	人民币 6.76/2.65
总市值 (百万元)	港币 39,654	人民币 34,968
发行股数 (百万股)	7,742	7,742
其中: 流通股 (百万股)	3,004	396
主要股东 (持股比例)	东方航空集团 (74.64%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600115.SH]	-3.23	+12.57	+11.32	+45.28
[上证A股指数]	-6.16	+4.35	+24.11	+78.43
[中金航空指数]	-8.13	+8.51	+25.03	+100.25

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2009 年中期业绩低于预期:

ST 东航上半年实现营业收入 174.9 亿元, 同比下滑 15.8%, 营业成本 168.6 亿元, 同比下降 14.9%。最终实现净利润 11.74 亿元, 合每股 0.15 元, 同比实现大幅增长, 但略低于我们的预期。

正面:

- 上半年航油价格比去年大幅下降, 公司的燃油成本同比下降 40.2%, 带动主营成本同比下降 14.9%。

负面:

- 上半年客运收益率下滑 17.8%, 导致客运收入同比下滑 10.7%; 货运业务下滑幅度更加明显, 收益率水平和收入分别同比下滑 36.8% 和 44.7% (H 股中报数)。
- 如果扣除燃油套保收益 (27.9 亿元) 及收到的民航建设基金返还等补贴, 公司主营业务亏损仍高达 28.4 亿元。

发展趋势:

进入 3 季度, 国内航空业出现量价齐升的局面。6 月下旬开始, 国内航线票价同比开始出现小幅提升, 而提升幅度在 7 月份进一步扩大。此外, 从目前的状况来看, 预计油价出现大幅度上涨的可能性不大, 因此下半年公司的燃油成本负担依然不会太大。我们预期东航下半年业绩能有较好的提升。公司下半年关注重点在于其和上航合并以及非公开发行事项的推进。

盈利预测调整:

近期行业运量的增长和票价水平的提升幅度均好于我们之前的预期。我们相应调整了东航下半年的盈利预测。我们同时下调了 10 年的盈利预测以反应可能的油价上涨。调整后, 09、10 年的盈利预测为 10.5 亿元和 7.4 亿元, 对应每股收益 0.11 元和 0.08 元, 调整幅度为 33% 和 -57%。

估值与建议:

公司目前对应的 A 股和 H 股市净率分别为 5.5x 和 2.3x (假设合并和非公开发行 09 年完成), 估值仍相对偏高, 因此我们维持对其“中性”的投资评级。虽然我们对于上海市场整合的效果保持乐观, 但在 A 股市场上, 由于上航 1:1.3 的换股比例使得其可以将上涨放大, 我们建议看好整合推进的投资者关注上海航空。

上半年业绩回顾:

ST 东航公布 2009 年中报, 上半年实现营业收入 174.9 亿元, 同比下滑 15.8%, 营业成本 168.6 亿元, 同比下降 14.9%。最终实现净利润 11.74 亿元, 合每股 0.15 元, 同比实现大幅增长, 比我们的预期略低。

扣除套保收益, 公司营业亏损仍达 28.4 亿元。与 1 季度同口径的 12.7 亿元营业亏损相比没有改善, 这主要是 2 季度收入水平继续下降所导致的。

票价水平下降拖累收入水平

上半年全球航空业需求仍旧低迷, 但国内航空业需求在国内经济好转的带动下, 增长情况出现良好恢复。在这一情况下, 东航也对国际国内运力的分配做出了及时调整。上半年国内航线可用座位公里同比增长了 28.3%, 而国际航线可用座位公里则同比下降 19.0%。而受益于国内良好增长, 东航国内航线的收入客公里同比增长了 27.1%, 带动整体收入客公里同比增长 8.7%, 整体客座率下滑 0.3 个百分点, 为 70.8%, 基本保持稳定。但是上半年国内航空客运需求的快速增长, 很大程度上是由于受到较大的折扣幅度刺激。国内航空业上半年存在着以价保量的局面。东航也未能避免, 上半年的整体客运收益率同比下滑了 17.8%, 拖累公司的客运收入同比下滑 10.7% (H 中报数据)。

图表 1: 上半年运营数据

(百万)	2009.1-6	2008.1-6	+/- (%)
客运			
可用座位公里	40,723	37,324	9.1
收入客公里	28,842	26,540	8.7
客座率 (%)	70.8	71.1	-0.3ppt
国内			
可用座位公里	28,322	22,082	28.3
收入客公里	21,126	16,624	27.1
客座率 (%)	74.6	75.3	-0.7ppt
国际			
可用座位公里	10,441	12,882	-19.0
收入客公里	6,426	8,376	-23.3
客座率 (%)	61.5	65.0	-3.5ppt
香港			
可用座位公里	1,960	2,359	-16.9
收入客公里	1,290	1,540	-16.2
客座率 (%)	65.8	65.3	0.6ppt
货运			
货运吨公里	1,088	1,241	-12.3

资料来源: 公司数据

图表 2: 客运收益率变动

(人民币)	1H09	1H08	Change (%)
国内航线	0.50	0.60	-16.7%
国际航线	0.52	0.65	-20.0%
港澳航线	0.60	0.65	-7.7%
总体	0.51	0.62	-17.7%

资料来源: 公司数据

成本大幅下降, 但无法弥补收入的下滑

上半年航油价格比去年同期大幅下降, 受益与此, 公司的燃油负担大为减轻。上半年公司的燃油成本大幅下降了 40.2%, 带动主营业务成本出现了 14.9% 的同比下降。

新管理层的一系列成本控制措施继续发挥成效。公司上半年管理费用同比下滑 35.4%, 延续了 1 季度的良好态势。这是上半年财务数据中最为可喜的地方。

不过成本的缩减难以弥补收入的剧烈下滑, 整体来看, 不计燃油套保收益和民航建设基金的返还, 公司运营亏损仍高达 28.4 亿元, 运营效率方面依然落后于国内的主要竞争者国航和南航。

一次性收益帮助上半年获利

由于国际油价回升, 东航上半年转回的燃油套保合约公允价值损失达到 27.9 亿元, 成为上半年公司获利的主要贡献。此外, 上半年共计入了民航基础建设基金返还和财政/航线等补贴收入共 11.1 亿元, 帮助公司上半年实现净利润大增。

下半年及未来展望:

3 季度享受行业量价齐升

由于去年相对较低的基数, 我们预计国内航空客运需求 3 季度将保持高速增长。此外, 进入航空业的传统旺季, 加上国内经济形势转好的支撑, 我们预计目前国内航线票价回升的局面将在旺季得以延续。我们认为东航也将能享受到行业转暖的趋势, 在 3 季度扭转收入水平下滑的局面。

下半年燃油成本负担不会太重

虽然 7 月 1 日发改委将国内航油价格每吨上调了 1030 元, 但此后的 7 月底紧接着每吨下调了 280 元。以目前的水平来看, 如不进行进一步调整, 3 季度国内航油价同比仍然下跌 40.7%。我们预计下半年国际油价出现大幅上涨的可能性不大, 很可能维持波动。此外, 尽管去年 3 季度开始国际油价出现持续下跌, 国内航油价格直到 12 月 19 日才下调, 因此, 整体来看, 下半年公司的燃油成本负担不会太重。不过, 在这一预期下, 预计下半年的套保收益将难以达到上半年的水平。

关注合并和注资的进程

目前公司与上航的合并以及非公开发行事项目正在推进中,为了顺利保障2010年将举行的上海世博会,预计将在年底左右完成。如我们此前分析的,合并和注资最直接的好处就是将能改变东航目前资不抵债的状况,降低资本负债率和利息负担。此外,合并将消除上海市场存在的恶性竞争,长期协同效应值得期待。整体来看,合并对于东航来说机会大于挑战,赋予了公司与国航和南航竞争的實力,未来发展潜力值得期待。

估值与建议:

公司目前对应的A股和H股市净率分别为5.5x和2.3x(假设合并09年完成),估值相对偏高,因此我们维持对其“中性”的投资评级。虽然我们对于上海市场整合的效果保持乐观,但由于上航1:1.3的换股比例使得其可以将上涨放大,我们建议看好整合推进的投资者关注上海航空。

图表3: 2009年上半年业绩分析

(单位:百万元)	季度数据							半年度数据			中金点评
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	YoY	1H08	1H09	YoY	
营业收入	10,609	10,178	10,807	10,248	8,946	8,552	-15.7%	20,788	17,498	-15.8%	上半年票价下滑,导致总收入降低
吨公里收入(元/吨公里)	5.84	5.67	6.04	5.64	5.14	4.45	-12.0%	5.76	4.78	-17.0%	
主营业务成本	9,665	10,157	11,081	12,173	8,423	8,436	-12.8%	19,822	16,859	-14.9%	上半年燃油成本大幅下降40.2%
吨公里成本(元/吨公里)	3.35	3.54	3.88	4.01	2.85	2.72	-14.9%	3.45	2.79	-19.2%	
营业税金及附加	264	257	280	91	219	220	-16.9%	520	439	-15.6%	
主营业务利润	681	(235)	(554)	(2,016)	304	(104)	-55.4%	445	200	-55.2%	
主营业务利润率(%)	6.4	(2.3)	(5.1)	(19.7)	3.4	(1.2)	-3.0ppt	2.1	1.1	-1.0ppt	
营业费用	601	584	585	752	595	678	-1.0%	1,185	1,273	7.5%	
管理费用	478	503	544	(1)	305	329	-36.2%	982	634	-35.4%	加大成本的控制力度
财务费用	(643)	(211)	443	768	684	368	n.m.	(853)	1,052	n.m.	
资产减值损失	34	(1)	(4)	1,993	5	41	-85.5%	32	46	40.9%	汇兑收益减少18.7亿元,利息支出增加
公允价值变动收益	(92)	476	(271)	(6,515)	422	2,392	n.m.	384	2,814	631.9%	计提的资产减值准备减少
投资收益	21	44	11	30	14	(43)	-33.9%	65	(29)	-145.2%	原油期货合约公允价值转回27.9亿元
营业利润	140	(591)	(2,381)	(12,014)	(850)	829	n.m.	(516)	8	-101.6%	
营业利润率(%)	1.3	(5.8)	(22.0)	(117.2)	(9.5)	9.7	-10.8ppt	(2.5)	0.0	2.5ppt	
营业外收入	90	445	33	338	877	371	871.8%	535	1,248	133.3%	财政/航线补贴、民航建设基金返还等
营业外支出	4	30	5	6	3	5	-34.2%	34	8	-77.5%	
利润总额	226	(176)	(2,353)	(11,682)	24	1,195	-89.4%	50	1,219	n.m.	
所得税	20	28	25	(11)	13	1	-36.6%	47	13	-71.6%	
少数股东损益	(5)	6	(44)	(75)	(29)	61	n.m.	1	32	3189.9%	
净利润	211	(209)	(2,334)	(11,595)	40	1,133	-81.0%	1	1,174	n.m.	
净利润率(%)	2.0	(2.1)	(21.6)	(113.1)	0.4	13.3	-1.5ppt	0.0	6.7	6.7ppt	
每股收益(元)	0.027	(0.027)	(0.301)	(1.498)	0.005	0.146	-81.0%	0.000	0.152	n.m.	

资料来源: 公司数据

图表 4：盈利预测调整

		2009E	2010E
客公里收入	调整前	0.57	0.57
(人民币/客公里)	调整后	0.58	0.59
	(+/-%)	2	3
客座率	调整前	70.3%	72.5%
	调整后	71.4%	72.7%
	(+/-%)	1.1%	0.2%
客运周转量	调整前	57,293	63,740
(百万)	调整后	59,374	65,646
	(+/-%)	4	3
货运收入	调整前	5,528	6,135
(人民币 百万)	调整后	3,177	4,046
	(+/-%)	-43	-34
主营收入净额	调整前	38,948	43,309
(人民币 百万)	调整后	38,404	43,573
	(+/-%)	-1	1
燃油成本	调整前	11,550	13,165
(人民币 百万)	调整后	12,201	13,406
	(+/-%)	6	2
原油期货合约收益	调整前	1,600	1,000
(人民币 百万)	调整后	3,500	1,000
	(+/-%)	119	0
净利润	调整前	510	1,117
(人民币 百万)	调整后	1,054	743
	(+/-%)	107	-34
总股数	调整前	7,742	7,742
(人民币 百万)	调整后	9,582	9,582
	(+/-%)	24	24
每股盈利	调整前	0.08	0.18
(人民币)	调整后	0.11	0.08
	(+/-%)	33	-57
EBITDA	调整前	5,490	6,748
(人民币 百万)	调整后	7,722	7,325
	(+/-%)	41	9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 历史和预测的财务指标

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表				
主营业务收入净额	43,541	41,842	38,404	43,573
(+/-%)	18.3	(3.9)	(8.2)	13.5
主营业务成本	37,650	43,076	34,707	37,619
(+/-%)	10.6	14.4	(19.4)	8.4
主营业务利润	4,799	(2,125)	2,879	5,027
(+/-%)	163.6	(144.3)	235.5	74.6
营业利润	-162	(8,551)	(3,277)	(685)
(+/-%)	(93.8)	(5,377.1)	(138.3)	(120.9)
利润总额	725	(13,985)	1,484	1,076
(+/-%)	(125.5)	(2,029.4)	110.6	27.5
净利润	604	(13,928)	1,054	743
(+/-%)	(121.7)	(2,406.1)	107.6	(29.5)
现金流量表				
经营活动现金流	4,935	1,383	8,500	8,907
投资活动现金流	(2,265)	(2,524)	(5,858)	(8,846)
融资活动现金流	(3,003)	2,937	2,055	(1,883)
现金及现金等价物净增加额	-332	1,796	4,697	-1,822
资产负债表				
流动资产	9,690	10,401	12,565	11,253
长期投资和固定资产	54,079	60,180	61,086	64,527
无形资产及其他资产	2,632	2,524	2,524	2,524
流动负债	36,306	54,565	51,022	54,687
长期负债	26,975	29,683	21,094	18,708
少数股东权益	705	534	683	790
股东权益	2,518	-11,599	3,454	4,197
财务指标				
税前利润率 (%)	1.7	(33.4)	3.9	2.5
净利润率 (%)	1.4	(33.3)	2.7	1.7
息税折旧摊销前利润率 (%)	4.9	(19.7)	19.7	16.4
股本回报率 (%)	24.0	n.m.	30.5	17.7
资产收益率 (%)	0.9	(19.0)	1.4	0.9
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益 (%)	1,833.0	(455.3)	1,181.3	1,006.5
资产负债率 (%)	95.2	115.1	94.6	93.6
流动比率	0.3	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2

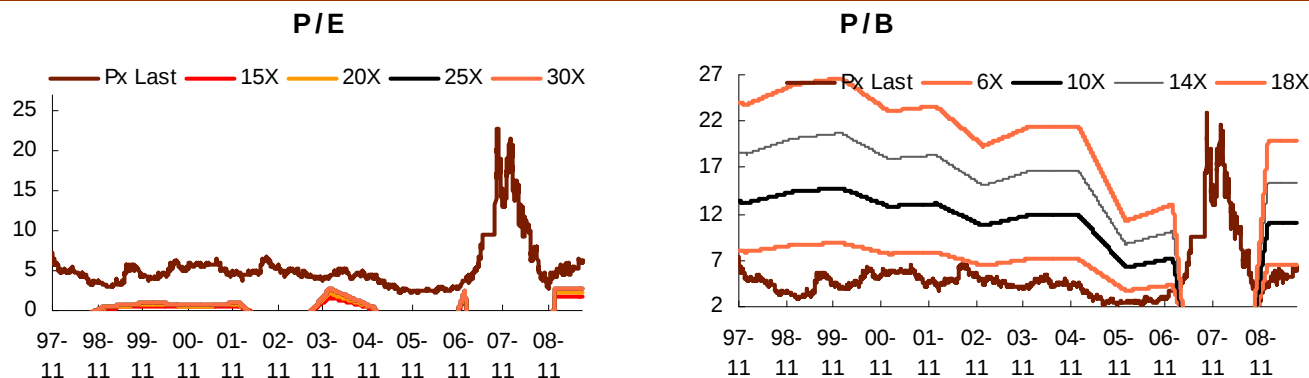
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

	代码	货币	股价		市盈率					EV/EBITDA				市净率			
			09-8-10	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E		
亚太航空公司																	
国泰航空	293 HK	HKD	11.40	6.4	n.m.	38.0	19.6	6.7	18.2	8.7	7.2	0.9	1.2	1.1	1.1		
新加坡航空	SIA SP	SGD	13.62	8.1	60.5	19.0	12.7	5.2	5.4	6.8	5.1	1.2	1.2	1.1	1.1		
全日空	9202 JP	JPY	263.00	8.0	n.m.	n.m.	131.5	7577.7	12.7	12.3	9.1	0.1	1.6	1.5	1.4		
日本航空	9205 JP	JPY	167.00	n.m.	n.m.	92.8	16.7	20.0	26.1	8.5	6.5	30.7	2.7	2.2	1.7		
大韩航空	003490 KS	KRW	45500.00	252.8	n.m.	15.9	11.6	10.4	21.2	12.7	10.5	0.7	1.1	1.2	1.1		
韩亚航空	020560 KS	KRW	4135.00	n.m.	n.m.	9.7	6.7	12.1	15.9	12.1	10.5	0.7	0.7	0.6	0.6		
中华航空	2610 TT	TWD	8.49	n.m.	n.m.	n.m.	31.4	13.9	1637.6	13.6	11.5	0.6	1.3	1.1	1.2		
长荣航空	2618 TT	TWD	8.90	n.m.	n.m.	n.m.	28.5	273.9	12.1	10.1	8.7	0.8	1.4	1.0	1.1		
快达航空	QAN AU	AUD	2.40	4.8	32.0	18.8	12.3	3.2	6.0	5.1	4.5	0.8	0.9	0.9	0.8		
泰国航空	THAI TB	THB	15.30	4.1	n.m.	10.8	7.4	5.8	17.1	5.9	5.2	0.4	0.5	0.5	0.5		
马来西亚航空	MAS MK	MYR	3.20	5.9	21.9	n.m.	n.m.	6.1	12.6	n.m.	19.1	1.4	14.8	1.3	1.3		
平均值				41.4	38.2	29.3	27.8	721.4	162.2	9.6	8.9	3.5	2.5	1.2	1.1		
中值				6.4	32.0	18.8	14.7	10.4	15.9	9.4	8.7	0.8	1.2	1.1	1.1		
国际航空公司																	
英国航空	BAY LN	GBp	168.70	n.m.	n.m.	0.9	0.1	4.7	9.2	3.8	2.8	1.2	0.0	0.0	0.0		
汉莎航空	LHA GR	EUR	10.66	3.0	8.1	n.m.	80.2	2.0	2.0	3.9	3.0	0.7	0.8	0.8	0.8		
法国航空	AF FP	EUR	10.27	n.m.	n.m.	n.m.	14.4	5.8	9.4	5.8	4.0	0.5	0.5	0.5	0.5		
平均值				3.0	8.1	n.m.	31.6	4.2	6.8	4.5	3.3	0.8	0.5	0.4	0.4		
中值				3.0	8.1	n.m.	14.4	4.7	9.2	3.9	3.0	0.7	0.5	0.5	0.5		
国内航空公司 (港股)																	
中国国航	753 HK	HKD	4.57	12.4	n.m	12.0	24.5	10.6	23.7	10.6	11.1	1.7	2.4	2.0	2.0		
南方航空	1055 HK	HKD	2.81	6.2	n.m	20.3	19.4	9.1	n.m.	8.7	10.1	0.9	2.3	1.8	1.7		
东方航空	670 HK	HKD	2.47	42.0	n.m	30.6	42.8	13.7	n.m.	10.1	10.9	3.7	n.m.	2.3	2.2		
平均值				20.2	n.m.	21.0	28.9	11.1	23.7	9.8	10.7	2.1	2.3	2.0	2.0		
中值				12.4	n.m.	20.3	24.5	10.6	23.7	10.1	10.9	1.7	2.3	2.0	2.0		
国内航空公司 (A股)																	
中国国航	601111 CH	CNY	9.09	28.7	n.m	27.4	52.4	14.1	30.5	18.0	18.7	3.6	5.6	4.8	4.4		
南方航空	600029 CH	CNY	6.51	15.4	n.m	50.2	45.5	12.6	n.m.	10.9	12.1	2.3	6.1	4.6	4.2		
ST东航	600115 CH	CNY	6.00	49.8	n.m	64.2	91.1	15.9	n.m.	13.4	14.3	10.2	n.m.	5.5	5.1		
*ST上航	600591 CH	CNY	6.41	n.m	n.m	82.1	43.0	67.3	n.m.	12.7	12.4	4.4	20.9	5.9	5.4		
平均值				31.3	n.m.	56.0	58.0	27.5	30.5	13.7	14.4	5.1	9.7	5.2	4.8		
中值				28.7	n.m.	57.2	48.9	15.0	30.5	13.0	13.3	4.0	6.1	5.1	4.8		

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。