

ST 东航(600115.sh)

东上整合和世博机遇赋予较大的成长空间

黄永琳 研究员
 电话: 020-87555888—660
 eMail: hyl2@gf.com.cn

董丁 研究助理
 电话: 020-87555888-403
 eMail: dd2@gf.com.cn

运力快速增长

通过机队扩张、飞机利用率提升、国内外运力结构调配,公司 ASK 快速增长,1-7 月同比增 10.7%,其中国内增 28.8%、国际降 16.8%。2009-2011 年公司计划将各有 21、20、15 架新飞机交付。

需求旺季效应显现,国际市场趋向复苏

7 月国内客运量环比增长 19.1%,国际环比增长 27.1%,总体客座率环比提升 2 个百分点,8 月份客座率同比提升可期。同时,裸票价格同比提升 10-11%,已基本达到去年同期含燃油费的综合票价水平。

受益世博机遇

公司是 2010 年上海世博会全球合作伙伴及唯一航空客运承运人。经过敏感性分析,2010 年新东航客运量新增 390 万人次,即可维持现有客座率水平。这意味着,若进港和出港各占一半,选乘新东航的来沪旅客仅占世博会目标旅客的 3%。可见,新东航客座率有较大的提升空间。

新东航:市场控制力和内部管理效益具备提升潜力,为获得新注资打开空间

合并上航之后,大股东的持股比例将由现 74.64%降至 61.24%。目前东、上航在上海市场的占有率为 47%,随着明年 3 月虹桥二期投入使用,依托基地航空公司优势和上海机场枢纽定位,新东航市场份额将进一步提升。规模优势将利于降低采购成本和融资成本、销售等费用。同时,长期航线网络结构的优化,将改善投入产出状况。

投资建议

东上整合对提升公司票价水平有积极影响,我们认为这是可以在中短期内实现的愿景。在整合背景下,世博机遇不仅给公司带来直接的经营收益,更将提升公司的品牌价值、服务和管理质量。公司的发展趋势向好,且估值上东上合并的股东现金选择权为公司提供了安全边际,建议“买入”。

主要风险

航空需求受疾病、政策等因素的影响,增长低于预期。油价大幅上涨。汇率波动。东上整合的协同效应低于预期。

公司评级

买入

当前价格(元) 5.66
 目标价格(元) 7.00
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-9.44%	4.43%	20.94%
上证综指	-16.80%	8.65%	21.72%

股票数据

总股本(万股) 774,170.0
 流通 A 股(万股) 340,032.5
 主要股东:

中国东方航空集团公司
 主要股东持股比例 56.08%
 流通 A 股比例 43.92%

财务比率

ROE %
 ROA -19.03%
 资产负债率 115.12%
 每股净资产(元) -2.38

2008 年报数据。

公司调研简要与投资建议

近期我们到公司实地拜访了董秘罗总和其他高管，就公司的最新经营情况和长期发展战略进行了沟通和交流。

进入3季度，航空旺季效应明显显现，运力投放基本与需求增长相匹配。7月份公司国内客运量环比增长19.1%，客座率环比提升1.3个百分点，8月份客座率同比提升可期。同时，目前裸票价格水平同比提升10%-11%，已基本达到去年同期含燃油附加费的综合票价水平。

对于公司未来的潜在增长点，我们认为主要体现在两方面：东上合并以及世博机遇。目前东航和上航的客座率、票价水平较低，均有较大的提升空间。东上整合之后，新东航的市场控制力显著提升，对改善公司的票价水平提升客运收益有积极影响，并且我们认为这是可以在中短期内实现的愿景；规模优势对投入产出的改善则更多地需要航线网络结构的优化来达到，我们预计到2011年，随着公司加入国际航空联盟、大型飞机的运营，将从客观上提高飞机利用率、降低单位飞行成本。同时，整合之后的新东航为获取新的注资重新打开空间。在整合的背景下，世博机遇不仅给公司带来直接的经营收益，更将提升公司的品牌价值、优化航线结构、服务和管理质量。

从估值上来看，我们认为东上合并的股东现金选择权为公司提供了安全边际。东上合并方案中赋予上航异议股东以现金选择权，东航的现金对价为A股5.28元，上航为5.50元。公司发展趋势向好，给予“买入”评级。

公司最新经营情况

运力快速增长

2009年上半年，公司新引进A320、B737系列飞机6架次，退租B737系列3架次，机队规模达243架。下半年，公司计划引进A320、B737系列客机15架次。2010-11年，公司将各有20、15家新飞机交付并投入运营。

通过机队扩张、飞机利用率显著提升、国内外运力结构调配，公司ASK快速增长。1-7月份，公司ASK同比增长10.7%，其中国内航线增长28.8%、国际航线下降16.8%。

表 1: 公司计划引进飞机预期

交付年份	飞机类型	架数
2009 下半年	A320	7
	B 737-700	5
	B 737-800	3
2010 年	A320	14
	B 737-700	4
	B 737-800	2
2011 年	A320	11
	B 787	3
	B 737-700	1

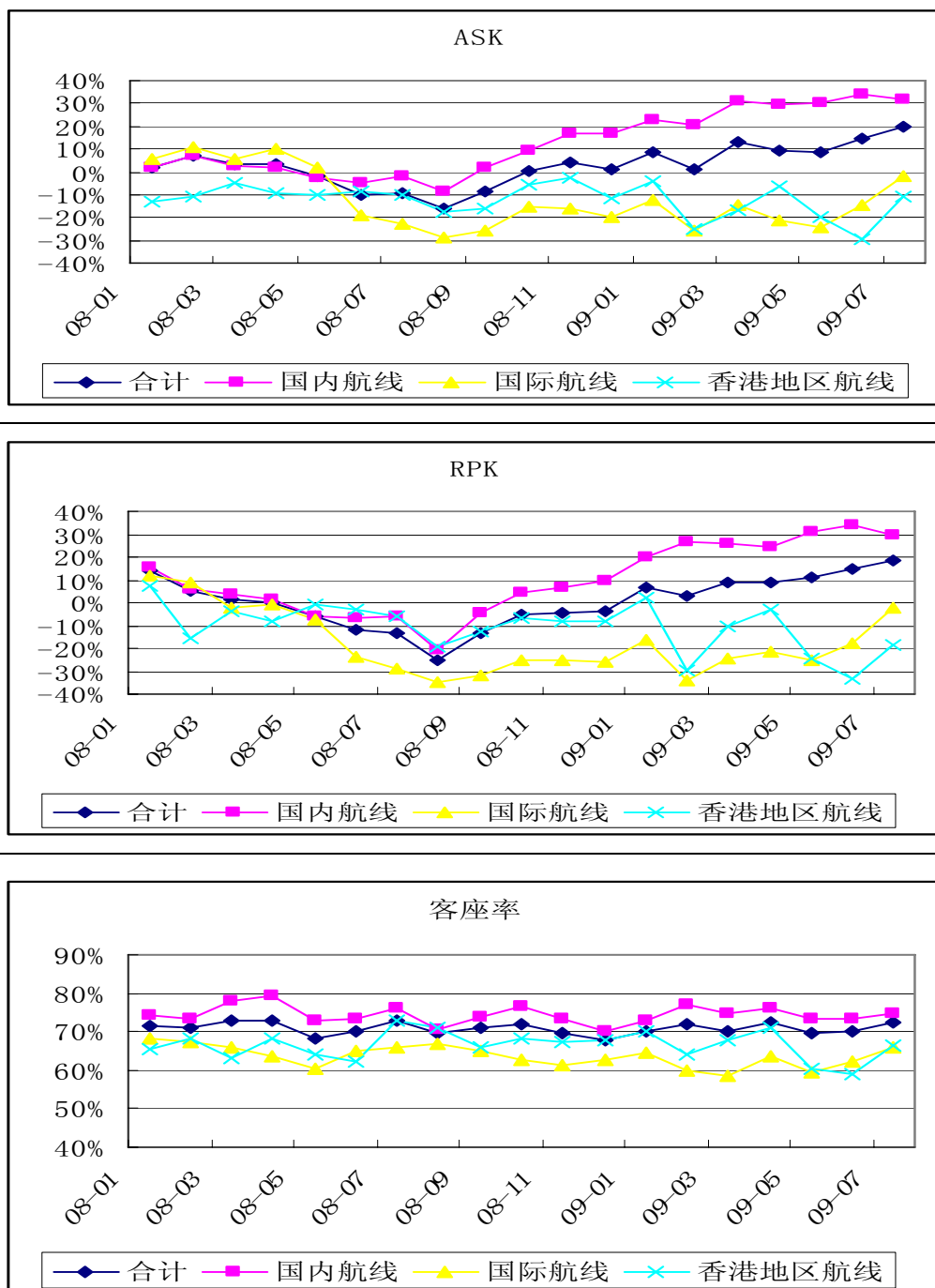
数据来源：上市公司

需求旺季效应显现，国际市场趋向复苏

2009年1-7月份，公司RPK同比增长10.1%，其中国内航线增长27.5%，客座率同比小幅下滑0.34个百分点，运力投放基本与需求增长相匹配。进入3季度旺季效应明显显现，7月份国内客运量环比增长19.1%，客座率环比提升1.3个百分点，8月份客座率同比提升可期。同时，7月份裸票价格水平同比提升10%-11%，已基本达到去年同期含燃油附加费的综合票价水平。

公司国际航线以日韩为主。在经历了国际金融危机、甲型流感之后，国际客运量有明显的回升势头。7月份，国际航线旅客量环比增长27.1%、同比降幅从年初以来的20%左右缩窄至5.8%。

图1: 东航月度ASK、RPK、客座率的变化情况



数据来源: 上市公司、广发证券发展研究中心

公司潜在增长点

受益世博机遇

公司是2010年上海世博会首家全球合作伙伴及唯一航空客运承运人。世博会不仅会给公司带来直接的经营收益,更将提升公司的品牌价值、改善航线网络、服务和管理质量。

公司将通过自身网络和合作航空公司的航线资源覆盖更多的航线网络，国际航线的增长将带动飞机利用效率进一步有所提高。同时根据公司新飞机引进计划，我们预计公司明年ASK增长11%，新东航整体运力增长12%左右。

依托基地航空公司优势和上海机场枢纽定位，整合之后的新东航在上海市场的占有率将随明年虹桥机场二期投入运营而进一步提升。

世博组织预计世博会期间旅客参观人次达7000万左右。2008年上海市接待国际旅游入境人数640.37万人次、国内外省市来沪旅游者7842.05万人次。可见上海世博会目标易于实现。假设到2010年上海新增旅客量全部由世博会带来，国内外省市来沪旅游者6000万（剔除了上海本地游客1000万，2008年上海市本地人口1900万），新东航平均飞行航距恢复到2006-08年的较高水平，经过我们的敏感性分析，2010年新东航客运量新增390万人次，即可维持现有客座率水平。这意味着，若进港和出港各占一半，选乘新东航的来沪旅客仅占目标旅客的3%。可见，新东航客座率有较大的提升空间。

表2：世博会对公司客运量、客座率的敏感性分析

	2005	2006	2007	2008	2009E	
客座率 (%)						
东航	69.39%	71.34%	73.58%	70.80%	70.80%	
上航	68.49%	69.18%	72.76%	70.58%	71.19%	
新东航	69.21%	70.98%	73.43%	70.76%	70.88%	
对 2010 年客座率进行敏感性分析						
假设条件 1:						
平均航距 (公里)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
东航	1498	1435	1460	1445	1385	1460
上航	1293	1304	1347	1360	1347	1360
假设条件 2:						
世博会实现目标旅客人次 7000 万，其中入境旅客人次 6000 万						
假设条件 3:						
2010 年新东航占上海市场的占有率为 50%						
来沪旅客选择相同航空公司飞机出入港						
情景分析:						
	2009E			2010E		
	-	情形 1	情形 2	情形 3	情形 4	情形 5
选乘航空工具的来沪旅客 (万人)	-	300	420	600	720	900
占来沪目标旅客的比重 (%)	-	5.0%	7.0%	10.0%	12.0%	15.0%
贡献新东航客运量 (万人)	-	300	420	600	720	900
占来沪目标旅客的比重 (%)	-	2.50%	3.50%	5.00%	6.00%	7.50%
新东航主要指标						
客运量 (万人)	5495	5795	5915	6095	6215	6395
RPK(百万)	75652	83293	84994	87547	89248	91801
客座率 (%)	70.88%	69.78%	71.21%	73.35%	74.77%	76.91%
其中: 东航	70.80%	69.96%	71.04%	72.67%	73.76%	75.38%
上航	71.19%	69.15%	71.81%	75.80%	78.46%	82.45%

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

表 3: 历届世博会基本情况

时间	主办国	主办城市	性质	会期(天)	参观人次(万)
1964	美国	纽约	综合	360	5167
1967	加拿大	蒙特利尔	综合	185	5031
1970	日本	圣安东尼奥	综合	183	6500
1974	美国	大阪	专业	184	519
1975	日本	斯波坎	专业	183	349
1981	日本	冲绳	专业	180	1610
1982	美国	诺克斯维尔	专业	152	1112
1984	美国	新奥尔良	专业	184	1100
1985	日本	筑波	专业	184	2000
1986	加拿大	温哥华	专业	165	1500
1988	澳大利亚	布里斯班	专业	154	1800
1990	日本	大阪	专业	182	2760
1992	西班牙	塞维利亚	综合	176	4100
1992	意大利	热那亚	专业	92	800
1993	韩国	大田	专业	93	1400
1998	葡萄牙	里斯本	专业	132	1000
1999	中国	云南	专业	184	990
2000	德国	汉诺威	综合	153	1850
2005	日本	爱知县	专业	185	2200
2010	中国	上海	综合	184	7000(预计)

数据来源: 广发证券发展研究中心

新东航:

为获得新注资打开空间

公司于2008年底获得政府注资70亿元,现已获得证监会核准通过向东航集团及东航国际分别定向增发143,737.5万股A股和143,737.5万股H股的方案,募集资金70亿元人民币。此次定增之后,大股东的持股比例达74.64%,社会公众股的持股比例只有25.35%,公司持续获得新的注资存在较大的难度。

吸收合并上航之后,上航将成为公司的全资子公司并退市,公司将因本次换股吸收合并新增16.95亿股A股,总股本达到94.37亿股,大股东的持股比例被摊薄至61.24%,为吸收新的注资重新打开空间。

表 4: 公司现有股本结构

股份类别	持股数量	占总股本比例 (%)
一、中国东方航空集团公司及下属全资子公司	5,778,750,000	74.64
东航集团 (A 股)	4,341,375,000	56.08
东航国际 (H 股)	1,437,375,000	18.57
二、社会公众股	1,962,950,000	25.36
A 股	396,000,000	5.12
H 股	1,566,950,000	20.24
总股本	7,741,700,000	100

数据来源: 上市公司

表 5: 新东航公司股本结构

股份类别	换股吸收合并前		换股吸收合并后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
东航集团及其下属企业	5,778,750,000	74.64%	5,778,750,000	61.24%
上海联和投资有限公司	0	0.00%	502,400,262	5.32%
锦江国际 (集团) 有限公司	0	0.00%	400,334,918	4.24%
中银集团投资有限公司	0	0.00%	187,052,580	1.98%
其他社会公众股东	1,962,950,000	25.36%	2,568,001,100	27.21%
合计	7,741,700,000	100.00%	9,436,538,860	100.00%

数据来源: 上市公司

市场控制力显著提升

作为上海本地影响力较大的两大航空公司, 东上整合无疑将提升上海这一高端市场的集中度, 有效减少同业竞争导致的价格战。目前新东航在上海市场的占有率约为 47%, 随着明年 3 月份虹桥二期投入使用, 新东航依托基地航空公司优势和上海机场枢纽定位, 预计市场份额将进一步提升。

表 6: 新东航、国航、南航占枢纽机场的市场份额

客运					
基地	东方航空 上海	上海航空 上海	新东航 上海	国航 北京	南航 广州
2006 年	35.70%	14.40%	50.10%	38.30%	53.20%
2007 年	33.90%	14.60%	48.50%	39.10%	50.70%
2008 年	32.10%	14.50%	46.60%	39.80%	49.00%
货运					
基地	东方航空 上海	上海航空 上海	新东航 上海	国航 北京	南航 广州
2006 年	19.40%	9.50%	28.90%	45.80%	42.10%
2007 年	17.50%	9.50%	27.00%	44.20%	39.70%
2008 年	17.60%	9.00%	26.60%	45.90%	37.00%

数据来源: 上市公司

表 7: 东、上航与国航的客运收益水平

	综合票价水平（元）			客公里收益（元）		
	2007	2008	2009H	2007	2008	2009H
国航	1246	1266	1022	0.64	0.65	0.55
其中：国内	837	838	758	0.66	0.66	0.57
东航	894	904	706	0.62	0.62	0.51
其中：国内	695	709	591	0.61	0.61	0.5
上航	799	813	657	0.59	0.60	0.49

数据来源：上市公司、广发证券发展研究中心

内部管理效益具有提升潜力

截至到2009年6月底，东航拥有机队243架，上航拥有机队88架，整合之后的新东航机队规模将超过国航，仅次于南航。规模优势将利于降低采购成本和融资成本。

吸收合并后，东航及上航可以利用各自的销售网点进行交叉销售，提高网点的市场覆盖率，自销比重的提高将创造经济效益。

公司航线网络结构的优化，是改善投入产出状况的关键因素。无论国内还是国际航线方面，东航和上航存在较多的重叠，双方的国际航线都以东南亚地区为主，因此短期内飞机利用效率难以达到更高水平。我们预计到2011年，随着公司加入国际航空联盟、大型飞机的运营，将从客观上提高公司的飞机利用率、降低单位飞行成本。

表 8: 东、上航的期间费用率

	2006	2007	2008	2009H
东航				
期间费用率(%)	13.76	10.88	10.53	16.91
销售费用率(%)	6.68	6.36	6.03	7.28
管理费用率(%)	5.08	4.77	3.64	3.62
财务费用率(%)	1.99	-0.24	0.85	6.01
上航				
期间费用率(%)	12.7	12.84	13.57	18.21
销售费用率(%)	7.69	7.96	8.04	9.58
管理费用率(%)	3.61	4	4.61	5.1
财务费用率(%)	1.4	0.88	0.92	3.53
国航				
期间费用率(%)	10.76	9.15	9.88	13.09
销售费用率(%)	5.85	6.62	6.2	7.32
管理费用率(%)	2.89	2.64	2.97	3.06
财务费用率(%)	2.02	-0.11	0.71	2.71

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 9: 东、上航的单位运输成本与毛利率

	2007	2008	2009H
单位可用吨公里成本 (元)			
国航	3.32	3.88	2.81
东航	3.55	4.88	2.68
上航	4.15	4.41	3.54
剔除燃油成本之后的单位 ATK 成本 (元)			
国航	2.11	2.28	1.96
东航	2.30	3.29	1.83
营业毛利率 (%)			
国航	18.96	8.24	15.31
东航	13.49	-2.95	3.65
上航	11.25	6.38	9.93

数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

由于航空公司的盈利水平受汇兑、燃油套保公允价值变动、政府补贴等营业外收入影响较大, 因此对未来公司盈利预测主要针对主营部分。盈利预测的假设条件:

2010年东、上航合并报表;

需求和运力方面, 预计公司2009年RPK和ASK均同比增长11%, 2010年新东航RPK和ASK分别同比增长16%、12%, 2011年同比增速分别为12%、15%;

航油成本方面, 预计今年综合采购价格为4430万/吨, 采购总量250万吨, 2010-11年油价每年上涨10%;

东上整合之后, 销售和管理费用比率逐年下降。

今年上半年公司实现EPS0.24元, 下半年的情况要明显好于上半年, 预计公司2009年EPS0.26元, 其中扣除政府补贴和公允价值变动收益的EPS为-0.26元; 预计2010-11年新东航的EPS (扣除政府补贴和公允价值变动收益之后) 为0.11、0.15。

从经营上来讲, 公司发展趋势向好。东上整合带来的市场控制力显著提升, 对改善公司的票价水平提升客运收益有积极影响, 并且我们认为这是可以在中短期内实现的愿景; 公司运输成本的降低则更多地需要航线网络结构的优化来达到, 这是一个中长期的过程。在整合的背景下, 世博机遇不仅给公司带来直接的经营收益, 更将提升公司的品牌价值、服务和管理质量。

从估值上来看, 我们认为东上合并的股东现金选择权为公司提供了安全边际。东上合并方案中赋予上航异议股东以现金选择权, 东航的现金对价为A股5.28元, 上航为5.50元。综上, 给予公司“买入”评级。

主要风险

航空需求受到疾病、政策等因素的影响，增长低于预期。
 油价大幅上涨。
 汇率波动。
 东上整合的协同效应未能显现，收入增加和成本减少低于预期。

表 10：利润表预测		单位：人民币千元			
		2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入		41,842,361	40,484,313	61,103,708	68,753,960
	同比增长率 (%)	-3.87%	-3.25%	50.93%	12.52%
二、营业总成本		50,393,540	43,495,736	59,797,691	67,418,324
营业成本		43,075,888	36,625,549	50,558,810	58,102,163
	毛利率 (%)	-2.95%	9.53%	17.26%	15.49%
营业税金及附加		891,064	850,171	1,466,489	1,684,472
销售费用		2,522,136	2,429,059	3,788,430	4,193,992
	销售费用率 (%)	6.03%	6.00%	6.20%	6.10%
管理费用		1,524,864	1,445,290	2,150,851	2,406,389
	管理费用率 (%)	3.64%	3.57%	3.52%	3.50%
财务费用		357,410	2,145,669	1,833,111	1,031,309
资产减值损失		2,022,178	0	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益		-6,400,992	4,000,000	0	0
投资净收益		105,837	-30,000	-18,000	-9,000
四、营业利润		-14,846,334	958,577	1,288,017	1,326,635
加：营业外收入		906,238	1,300,000	0	0
减：营业外支出		45,012	0	0	0
五、利润总额		-13,985,108	2,258,577	1,288,017	1,326,635
减：所得税		60,795	225,858	193,202	132,664
六、净利润		-14,045,903	2,032,719	1,094,814	1,193,972
归属于母公司所有者的净利润		-13,927,656	1,971,737	1,061,970	1,158,152
七、每股收益：					
稀释每股收益(元)		-2.86	0.255	0.113	0.150

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

ST东航(600115)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。