

ST 东航

600115

增持/ 维持评级

股 价 2009/12/16
 RMB6.21

基础数据

总股本（百万股）	8232
流通 A 股（百万股）	396
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	2459

财务数据

市净率 (X)	-15.14
TRACING P/E (X)*	-4.9
EPS (元)	0.15
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 李 军
 021-50106015
 lijunyjs@lhqz.com

国内增长势头有所减弱，国际逐步恢复

——公司 2009 年 11 月份经营数据点评

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	41842.4	28900.3	40028.3	48290.0	54567.7
(+/-%)	-3.9	-8.7	-4.3	20.6	13.0
归属母公司净利润(百万元)	-13927.7	1196.7	63.0	1146.3	1602.4
(+/-%)	-2406.1	152.2	-99.5	1719.8	39.8
EPS(元)	-1.69	0.15	0.01	0.18	0.25
P/E(倍)	-3.7	42.7	561.5	30.9	22.1

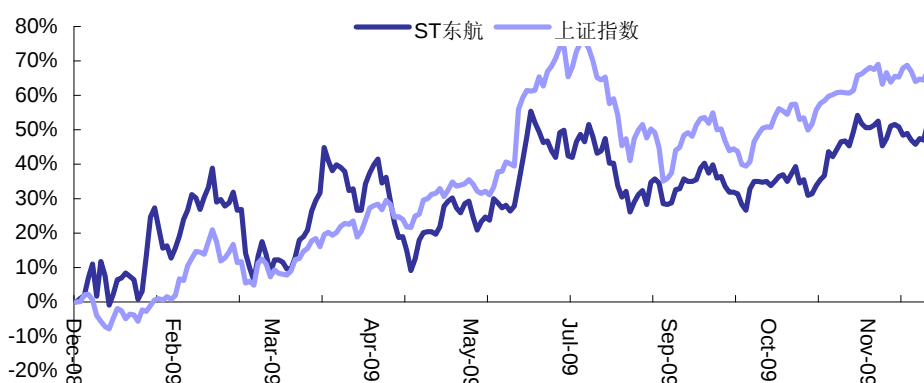
■ 国内航线增长势头有所减弱，国际航线逐步恢复：11 月份，公司国内航线旅客吞吐量同比增长 13.5%，环比下降 14.16%，同比增速低于 9 月份 21.39%、10 月份 21.6%，环比下降幅度高于 2008 年 8.19%，表明 11 月份公司国内航线增长势头有所减弱；同期公司国际航线旅客吞吐量同比增长 4.55%，环比下降 8.29%，同比增速低于 9 月份 8.59%、环比下降幅度低于 2008 年 10.84%，表明 11 月份公司国际航线正逐步恢复。

■ 货运复苏明显：11 月份公司国内航线、国际航线、地区航线货运反弹明显，国内航线货运吞吐量同比增长 32.19%，国际航线货运吞吐量同比增长 44.17%，合计货运吞吐量同比增长 36.02%，更为重要的是国内航线、国际航线环比数据也出现了幅度较大的上升，表明由于经济基本面带动下的趋势好转超过了季节性因素的向下影响。

■ 总体运力增长平稳，区域运力投放不均衡状况无明显改观：11 月份飞机架数同比增长 7.93%左右，运力增长平稳，运力增长速度低于行业平均水平，1 月份环比 10 月份而言，公司的运力在国内航线、国际航线之间的分配不均衡格局略有改善，但国际航线运力向国内航线转移的格局基本没有大的改观，11 月份国内航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例依然超过 70%，国际航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例接近 26%。

■ 投资评级：我们认为 2010 年国内航线需求继续平稳增长，国际航线在进出口总额有负转正带动下有望恢复正常，同时世博会有望使航空需求超预期，建议投资者超配航空股，预计东航 09 年-11 年 EPS 为 0.01 元、0.18 元、0.25 元，维持“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现

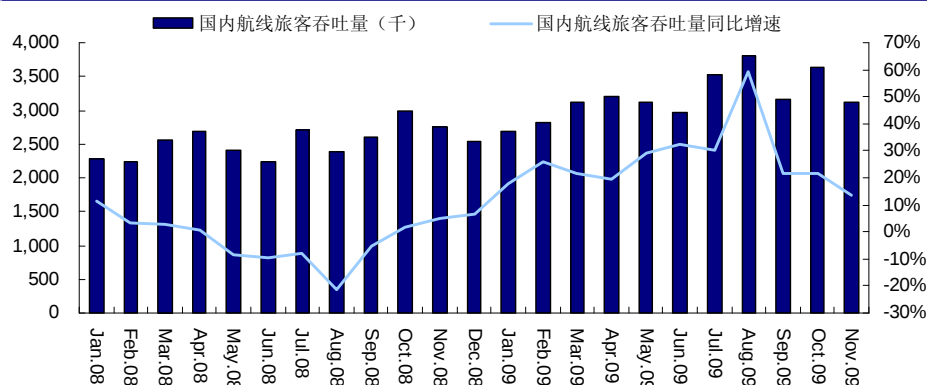


需求方：国内增长势头有所减弱、国际逐步恢复

国内航线增速有所下降

11 月份，公司国内航线旅客吞吐量同比增长 13.5%，环比下降 14.16%，同比增速低于 9 月份 21.39%、10 月份 21.6%，环比下降幅度高于 2008 年 8.19%，表明 11 月份公司国内航线增长势头有所减弱。

图 1：东方航空国内航线旅客吞吐量发展趋势

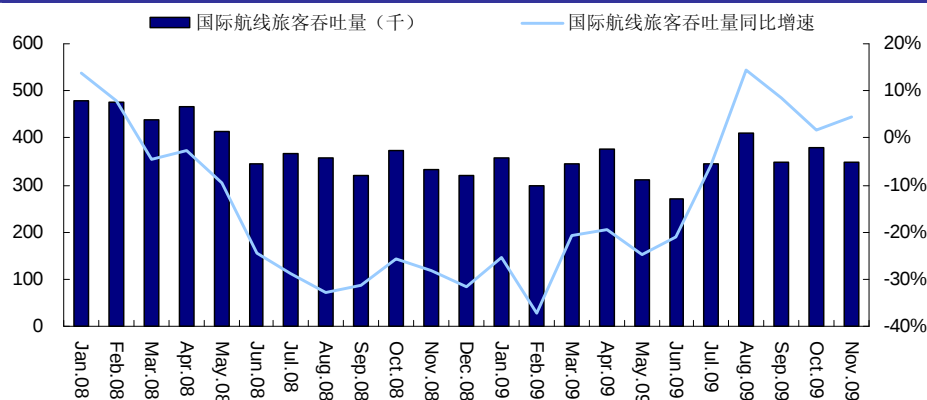


资料来源：联合证券研究所、公司网站

国际航线逐步恢复

11 月份，公司国际航线旅客吞吐量同比增长 4.55%，环比下降 8.29%，同比增速低于 9 月份 8.59%、高于 10 月份 1.65%，环比下降幅度低于 2008 年 10.84%，表明 11 月份公司国际航线正逐步恢复。

图 2：东方航空国际航线旅客吞吐量发展趋势

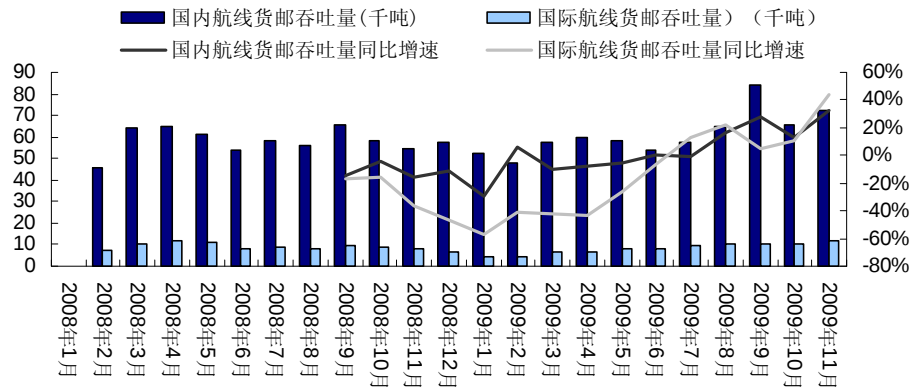


资料来源：联合证券研究所、公司网站

货运恢复明显

11 月份，公司国内航线、国际航线、地区航线货运反弹明显，国内航线货运吞吐量同比增长 32.19%，国际航线货运吞吐量同比增长 44.17%，地区航线货运吞吐量同比增长 23.60%，合计货运吞吐量同比增长 36.02%，更为重要的是国内航线、国际航线环比数据也出现了幅度较大的上升，表明由于经济基本面带动下的趋势好转超过了季节性因素的向下影响。

图 3：东方航空货运吞吐量发展趋势



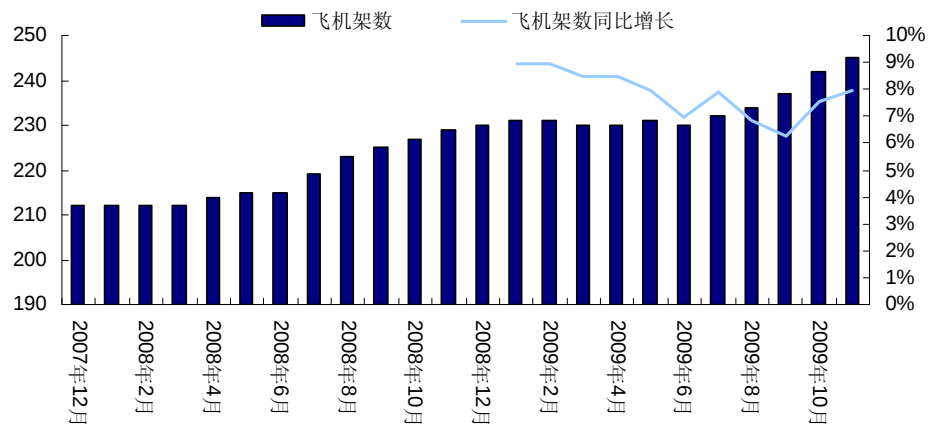
资料来源：联合证券研究所、公司网站

供给方：总体运力增长平稳、区域运力分配不均衡状态持续

总体运力增长平稳、增速低于行业平均水平

截至 11 月份底，公司在册客机约为 245 架，11 月份飞机架数同比增长 7.93% 左右，运力增长平稳，运力增长速度低于行业平均水平，而 11 月份公司合计 ASK 同比增长 2.13%，由此基本上可以判定公司在 11 月份利用小时与去年同期相比有所降低。

图 4：东方航空在册客机发展趋势

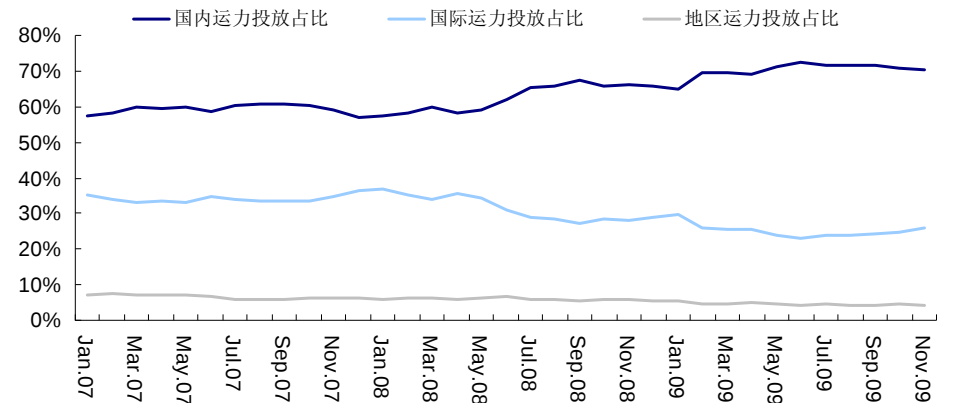


资料来源：联合证券研究所、中国民用航空总局

区域运力分配不均衡状态持续

11 月份环比 10 月份而言, 公司的运力在国内航线、国际航线之间的分配不均衡格局略有改善, 但国际航线运力向国内航线转移的格局基本没有大的改观, 11 月份国内航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例依然超过 70%(在 07 年约为 60%左右), 国际航线 ASK 投放占总 ASK 投放比例接近 26%(在 07 年约为 35%左右)。

图 5: 东方航空 ASK 分区域投放占比发展趋势



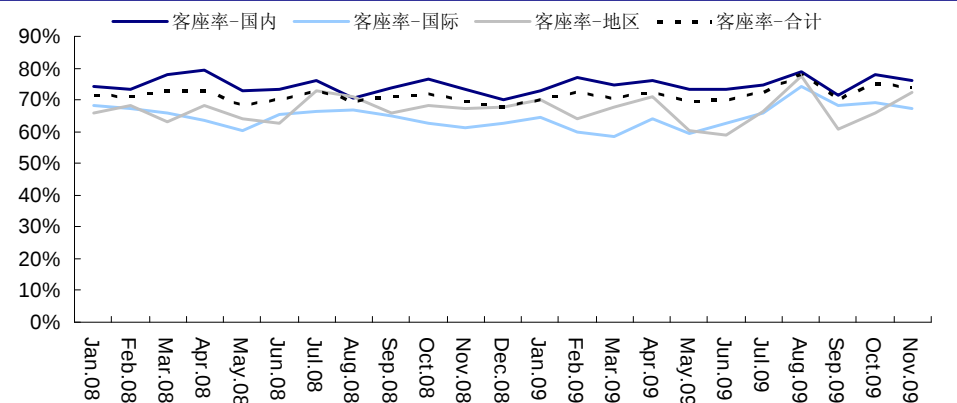
资料来源: 联合证券研究所、公司资料

客座率: 国内稳步提升, 地区、国际航线改善明显

地区、国际航线改善明显

从客座率情况来看, 无论国内航线, 还是地区、国际航线同比去年同期都有明显改善, 11 月份国内航线客座率为 76.21%, 地区、国际航线分别达到 72.27%、67.11%。

图 6: 东方航空客座率分区域增速发展趋势



资料来源: 联合证券研究所、公司资料

投资评级

超配航空股、增持东方航空

我们认为随着进出口总额的有负转正, 国际航线实质性恢复将得以持续, 同时在国内消费与投资的带动下, 国内航线在 2010 年继续保持快速增长可以期待, 航

空业在 2010 年供需格局进一步改善为大概率事件，同时进出口总额的好转使得人民币升值压力进一步增强，因此我们建议投资者超配航空股。

至于东方航空，我们认为除去行业基本面外，2010 年世博会有望带来的航空需求超预期将对东方航空需求端产生重大利好，根据我们的测算，每 1000 万世博会游客将刺激约 100 万国际航空需求，200 万国际航空需求，其中国内航线的约 50% 可能将由东方航空分享。

我们预计东航 2009 年至 2010 年 EPS 分别为 0.01 元、0.18 元、0.25 元，维持“增持”的投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10401	8125	9690	10871	营业收入	41842	40028	48290	54568
现金	5644	4003	4829	5457	营业成本	43076	37703	42447	45843
应收账款	1165	951	1147	1296	营业税金及附加	891	924	1102	1236
其他应收款	1634	1823	2199	2485	营业费用	2522	2602	2897	3274
预付账款	462	377	424	458	管理费用	1525	1361	1594	1801
存货	871	943	1061	1146	财务费用	357	1945	1641	1415
其他流动资产	625	30	30	30	资产减值损失	2022	45	0	0
非流动资产	62783	61320	59263	57214	公允价值变动收益	-6401	2958	1901	131
长期投资	1373	1511	1561	1611	投资净收益	106	100	100	100
固定资产	51827	53711	53713	52743	营业利润	-14846	-1493	610	1230
无形资产	1530	1390	1250	1110	营业外收入	906	1622	1000	1000
其他非流动资产	8052	4708	2739	1749	营业外支出	45	43	50	50
资产总计	73184	69445	68953	68085	利润总额	-13985	86	1560	2180
流动负债	54077	43926	40414	37403	所得税	61	21	390	545
短期借款	19474	12156	6582	1640	净利润	-14046	64	1170	1635
应付账款	9605	9426	10612	11461	少数股东损益	-118	1	23	33
其他流动负债	24998	22344	23219	24302	归属母公司净利润	-13928	63	1146	1602
非流动负债	30172	28278	28227	28604	EBITDA	-9778	3458	5444	5962
长期借款	8588	8588	8588	8588	EPS (元)	-2.86	0.01	0.18	0.25
其他非流动负债	21584	19690	19639	20016					
负债合计	84249	72204	68641	66007	主要财务比率				
少数股东权益	534	535	559	592	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	4867	6304	6304	6304	成长能力				
资本公积	1068	4915	4915	4915	营业收入	-3.9%	-4.3%	20.6%	13.0%
留存收益	-17535	-17472	-16325	-14723	营业利润	#####	-110.1%	-59.2%	101.8%
归属母公司股东权益	-11599	-3294	-247	1487	归属于母公司净利润	-2406.1%	-99.5%	1719.8%	39.8%
负债和股东权益	73184	69445	68953	68085	获利能力				
					毛利率(%)	-2.9%	5.8%	12.1%	16.0%
					净利率(%)	-33.3%	0.2%	2.4%	2.9%
					ROE(%)	120.1%	-1.9%	-464.9%	107.8%
					ROIC(%)	-55.1%	1.3%	7.4%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	115.1%	104.0%	99.5%	96.9%
					净负债比率(%)	44.35%	40.44%	34.26%	28.43%
					流动比率	0.19	0.18	0.24	0.29
					速动比率	0.18	0.16	0.21	0.26
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.56	0.70	0.80
					应收账款周转率	24	35	44	42
					应付账款周转率	5.14	3.96	4.24	4.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-2.21	0.01	0.18	0.25
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.92	1.50	1.29
					每股净资产(最新摊薄)	-1.84	-0.52	-0.04	0.24
					估值比率				
					P/E	-2.54	561.48	30.85	22.07
					P/B	-3.05	-10.74	-143.43	23.79
					EV/EBITDA	-8	23	15	13

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。