

强烈推荐-A (维持)

东方航空 600115.SH

目标估值: N/A
当前股价: 7.67 元
2010 年 5 月 28 日

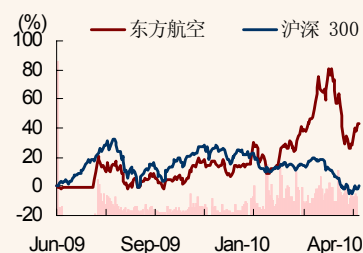
行业景气和协同效应推动盈利改善

基础数据

上证综指	2656
总股本 (万股)	1127654
已上市流通股 (万股)	180195
总市值 (亿元)	865
流通市值 (亿元)	138
每股净资产 (MRQ)	0.2
ROE (TTM)	58.1
资产负债率	97.0%
主要股东	中国东方航空集团
主要股东持股比例	42.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-21	25	49
相对表现	-13	40	45



相关报告

- 1、《东航：试乘世博之东风，浴火重生恰逢时》2010/2/11
- 2、《东航（600115）：一季度主业实现盈利，关注协同与入盟效应》2010/4/20

姚俊

0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣

0755-82960274
luoyanyan@cmschina.com.cn

摘要:

- 5 月行业景气仍然很高，盈利有可能稍低于 4 月份，历史情况是 4 月盈利通常好于 5 月，而 6 月以后的三季度是全年盈利的高峰。国内航空公司 4 月份单月实现盈利 25 亿，1-4 月累计实现盈利 69.2 亿元。预计 5 月前三周国内客运周转量 RPK 同比将接近 20%，票价水平同比增长 10% 而环比稍降。
- 国际航线复苏迹象很明显，欧洲债务危机的影响暂未见。国际航线的客座率在 5 月前三周上涨了 10% 达 72.4%，环比 4 月下降 3%，而票价水平同比上升近 20%，环比票价变化小。特别是长途航线要远远好于近程航线，目前欧美长航线客座率 80%，去年同期客座率 65%。
- 近期两舱票价放开短期影响不大，价格上调或小调要依市场需求而定。目前两舱全国平均客座率约为 30% 到 40%，其中往返京、沪、穗、深、蓉之间航班两舱客座率较高。据调查，5 月 21 日当天京沪航线的头等舱平均客座率高达 98%，公务舱达到 81%。东航近期受世博会影响，东航上海与国内主要城市间航线经常一票难求，两舱客座率为 80% 到 90%。而两舱放开影响，公司判断与我们前期报告观点基本相同，即短期无影响，而长期比较正面，实行自主定价后，一方面航空公司可在实现差异化服务和定价上获得更大的自主权；另一方面，价格浮动能动态实现两舱收入的最大化。
- 今年引进 26 架飞机投放主要还是上海区域和云南。其中云南市场投放 4 架，其余全部投向上海市场，虹桥二期经营后，东航在虹桥机场的市场份额已超过 50%，在浦东机场稍微低点，上海市场的份额整体由年初的 47% 左右上升了 2 个百分点至 49%。
- 虹桥二期开始经营后，公司在上海地区地位进一步得到加强，航班时刻的资源瓶颈仍然存在，从市场需求来看运力投放仍有提升空间。例如京沪快线，公司的最近 83% 客座率，五月前三周为 86.8%，京沪快线收入约占公司收入的 5% 左右。
- 上海虹桥枢纽的建设对航空应对高铁有积极的示范效应，上海吸引长三角区域的航空长途客流的能力大大加强。机场、高铁、城铁、磁浮、地铁、公交等各种出行信息，将在虹桥枢纽汇聚。例如京沪、沪宁高铁上海站设置在虹桥机场西侧，形成了从杭州、嘉兴等地旅客到达虹桥机场只需一站，旅客从杭州前往虹桥机场乘飞机，行李可以在杭州托运的做法。这种“高铁入机场”的做法是“空铁联运”模式之一。据了解深圳机场以及首都机场也在积极推动高铁入机场的合作。同时，虹桥枢纽的建设对公司提高国际航线收入也有积极影响，目前公司的国际航线收入与国内航线收入占比为 3: 7，近期目标是提 6，未来战略是达到 5: 5 的收入结构。

- **燃油套保的影响已经降低。**比较东航公告的敏感性分析也发现，油价如从基准价 79 美元下跌 30%，对东航 EPS 的负面影响也不足为 1 分钱，而油价上涨 30% 至 100 元时，对冲增厚的 EPS 为 8 分钱。总体看来，油价维持在 80 元左右和保持温和的环境对经营比较有利，一方面油价太低说明了市场需求不行，另一方面油价太高对航空的日常经营影响较高。

表 1：东航燃油套保敏感性分析（油价基准价为 79 美元/桶）

油价下跌幅度	业绩变动（亿元）	影响 EPS（元）
-10%	5.8	0.051
-20%	3.2	0.028
-30%	-0.8	-0.007
10%	8.5	0.075
20%	9	0.080
30%	9.4	0.083

资料来源：公司公告、招商证券

- **公司合并上航后的协同效应已经得到体现，未来还可以进一步挖潜。**东航与上航合并不同于以前公司与云南等公司的重组。这是同一区域的重组，利益比较一致，文化融合也相对容易。在协同上主要是经营成本的同类项合并，例如营销合并，目前上航 1 万多人，合并后为 4 千人左右，其余人转向副业或分流。从降低成本上看，协同无疑得到了较好的体现。

- **公司加强进入西南市场，由于高铁在西南的建设较小，西南市场将来是航空未来的重点。**目前公司在成都市场的份额，与上航合并后的市场份额达到了 15%，今年成立了四川分公司。另外也成立了浙江分公司，重点是宁波市场，避免杭州市场的过度竞争。

- **货运恢复较好，一般情况下货运收入在总收入中的占比略高于 10%，景气好的时候可达 15%。**据了解航空公司经营的货运主要是中间的运输段，毛利率不高，未能实现“门对门”，未来发展的方向是“航空物流”的全程概念。

- **公司目前仍在推动战略投资者的引进。**从文化融合的角度来看，新航较合适，而与法航相对差异较大，但具体还得看实际进程。

- **上调 2010-12 年的盈利预测至 0.4 元，0.42 元和 0.43 元，维持强烈推荐评级。**我们认为在市场企稳以及在同一起跑线上，偏消费的周期类航空仍会有超额收益。前期市场大幅调整，航空亦出现回落，今年航空景气高位，油价温和，人民币升值预期仍在，而且航空是带有消费性质的强周期，这与投资类周期不同，我们认为航空仍会有超额收益。如果公司摘帽兑现、市场调整或由于 5 月盈利低于 4 月等因素出现股价下跌，这将是介入机会。

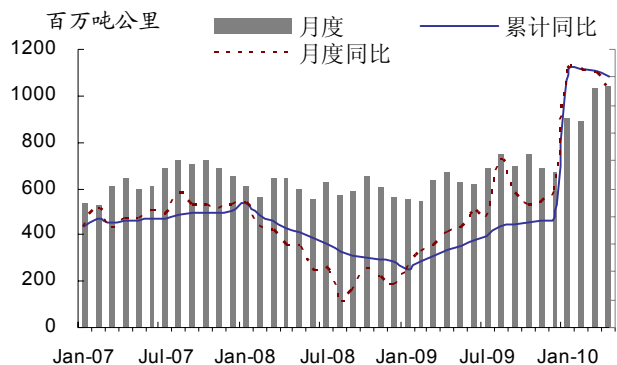
财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	41842	39831	72650	76849	81048
同比增长	-4%	-5%	82%	6%	5%
营业利润(百万元)	(14846)	(950)	5147	5648	6085
同比增长	-25006%	-94%	642%	10%	-8%
净利润(百万元)	-13928	540	4475	4706	4888
同比增长	-2475%	-104%	729%	5%	4%
每股收益(元)	-2.86	0.06	0.40	0.42	0.43
PE	-2.7	134.9	19.2	18.2	17.5
PB	-3.2	23.5	9.2	6.1	4.5

资料来源：招商证券

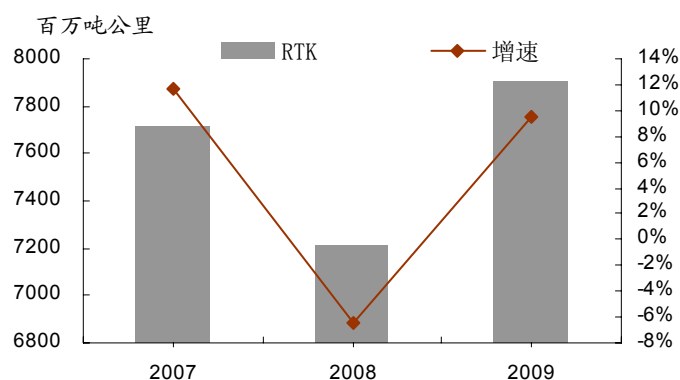
附：公司主要经营数据

图1：东方航空总周转量完成情况



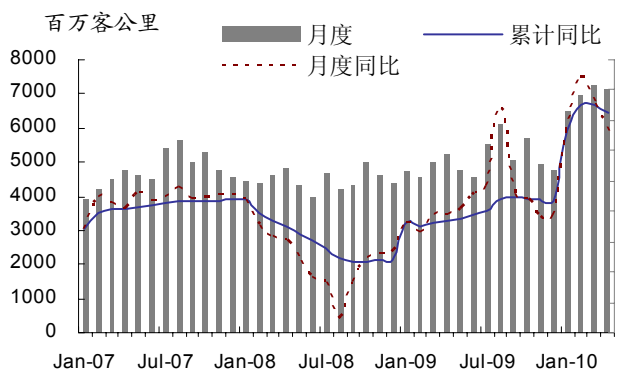
资料来源：公司、招商证券

图2：东方航空近三年总周转量完成情况



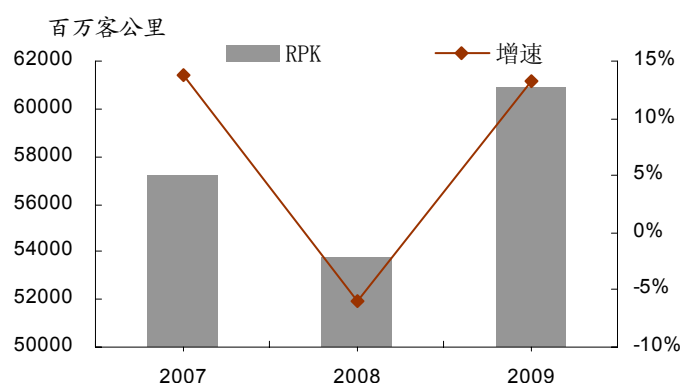
资料来源：公司、招商证券

图3：东方航空旅客周转量完成情况



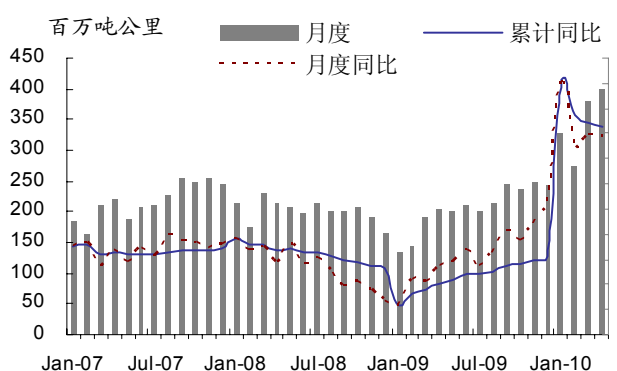
资料来源：公司、招商证券

图4：东方航空近三年旅客周转量完成情况



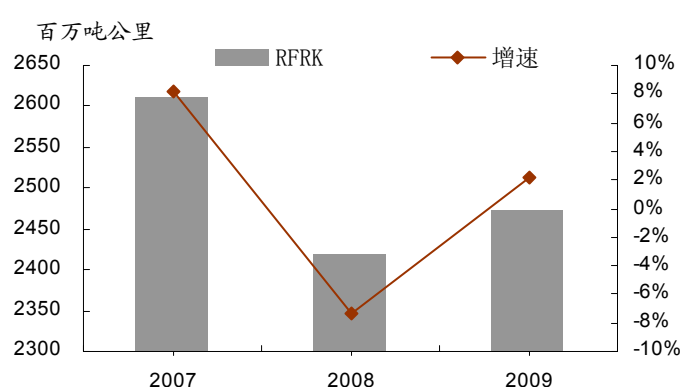
资料来源：公司、招商证券

图5：东方航空货邮周转量完成情况



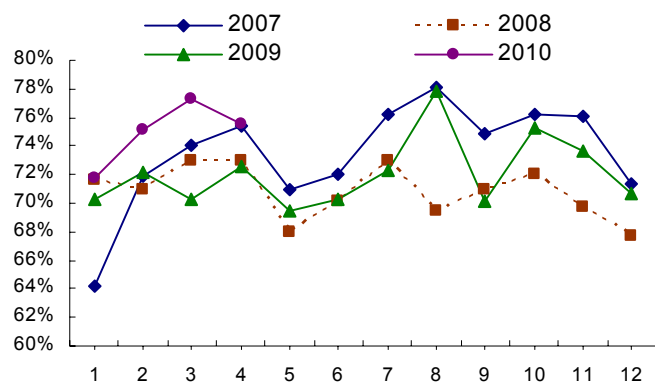
资料来源：公司、招商证券

图6：东方航空近三年货邮周转量完成情况



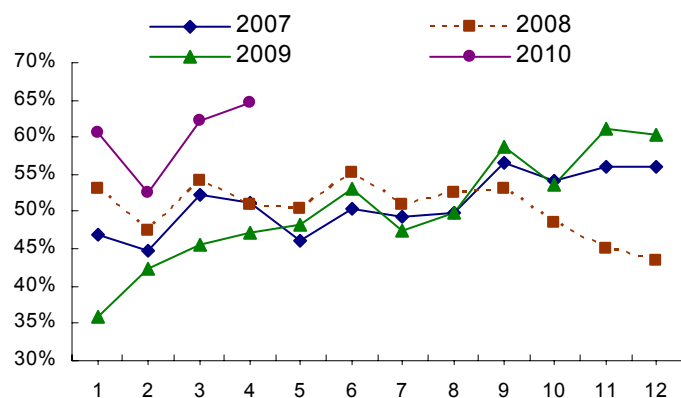
资料来源：公司、招商证券

图7: 东方航空客座率历史情况



资料来源: 公司、招商证券

图8: 东方航空总载运率历史情况



资料来源: 公司、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10401	6864	16040	16407	16845
现金	5644	2192	8000	8000	8000
交易性投资	124	3	200	200	200
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1165	1371	3596	3804	4012
其它应收款	1634	1530	1453	1537	1621
存货	871	932	1762	1799	1890
其他	963	835	1029	1067	1123
非流动资产	62783	65155	76008	78312	78517
长期股权投资	1373	1153	1153	1153	1153
固定资产	51827	55753	59573	62098	62491
无形资产	1530	1401	1261	1135	1021
其他	8052	6848	14021	13927	13851
资产总计	73184	72019	92048	94719	95362
流动负债	54077	35663	42463	39232	33782
短期借款	19474	8407	22827	19794	14113
应付账款	9605	8476	8897	9086	9543
预收账款	1080	1506	1779	1817	1909
其他	23917	17275	8959	8535	8217
长期负债	30172	32743	39615	40615	41615
长期借款	8588	13005	19005	25005	31005
其他	21584	19738	20610	15610	10610
负债合计	84249	68406	82078	79847	75397
股本	4867	9582	11277	11277	11277
资本公积金	1068	10517	10517	10517	10517
留存收益	(17535)	(16995)	(12520)	(7813)	(2925)
少数股东权益	534	510	696	892	1096
母公司所有者权益	(11599)	3104	9274	13980	18868
负债及权益合计	73184	72019	92048	94719	95362

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1383	4789	5749	10745	11568
净利润		540	4475	4706	4888
折旧摊销		0	5448	5696	5796
财务费用		0	563	961	1237
投资收益		0	(950)	(250)	(350)
营运资金变动		0	(3974)	(567)	(210)
其它		4249	186	199	207
投资活动现金流	(1720)	(8595)	(16446)	(8000)	(6000)
资本支出		0	(9000)	(8000)	(6000)
其他投资		(8595)	(7446)	0	0
筹资活动现金流	2176	2086	16505	(2745)	(5568)
借款变动		0	13569	2967	320
普通股增加		0	1695	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	0	0
其他		2086	1241	(5711)	(5887)
现金净增加额	1839	(1721)	5808	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	41842	39831	72650	76849	81048
营业成本	43076	37248	59317	60576	63621
营业税金及附加	891	1019	944	1844	1945
营业费用	2522	2970	4722	4995	5268
管理费用	1525	1539	2906	3074	3242
财务费用	357	1639	563	961	1237
资产减值损失	2022	118	0	0	0
公允价值变动收益	(6401)	3775	800	100	200
投资收益	106	(23)	150	150	150
营业利润	(14846)	(950)	5147	5648	6085
营业外收入	906	1604	700	500	300
营业外支出	45	14	20	20	20
利润总额	(13985)	640	5827	6128	6365
所得税	61	81	1165	1226	1273
净利润	(14046)	559	4662	4902	5092
少数股东损益	(118)	20	186	196	204
母公司所有者净利润	(13928)	540	4475	4706	4888
EPS (元)	(2.86)	0.06	0.40	0.42	0.43

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-4%	-5%	82%	6%	5%
营业利润	-25006%	-94%	-642%	10%	8%
净利润	-2475%	-104%	729%	5%	4%
获利能力					
毛利率	-2.9%	6.5%	18.4%	21.2%	21.5%
净利率	-33.3%	1.4%	6.2%	6.1%	6.0%
ROE	120.1%	17.4%	48.3%	33.7%	25.9%
ROIC	-55.3%	1.9%	8.8%	8.9%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	115.1%	95.0%	89.2%	84.3%	79.1%
净负债比率	51.1%	39.2%	45.4%	47.3%	47.3%
流动比率	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
存货周转率	43.3	41.3	44.0	34.0	34.5
应收帐款周转率	25.4	31.4	29.3	20.8	20.7
应付帐款周转率	5.1	4.1	6.8	6.7	6.8
每股资料(元)					
每股收益	-2.86	0.06	0.40	0.42	0.43
每股经营现金	0.28	0.50	0.51	0.95	1.03
每股净资产	-2.38	0.32	0.82	1.24	1.67
每股股利	0.14	0.10	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-2.7	134.9	19.2	18.2	17.5
PB	-3.2	23.5	9.2	6.1	4.5
EV/EBITDA	-4.4	7.8	4.0	3.6	3.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，进行交通行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。