

航空运输 II

东方航空 (600115. SH) / 6.66 元

中期业绩预增 50% 以上，主业增幅更强劲

事项

东方航空7月15日晚发布公告称：经中国东方航空股份有限公司财务部门初步测算，预计2010 年上半年归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长50% 以上。2009年上半年归属于母公司所有者的净利润为人民币1,173,507,000元，基本每股收益为人民币0.2369元。

主要观点

- **供需关系持续改善带动业绩提升。**东方航空上半年 RPK 累计增幅 16.96%，ASK 累计增幅 9.7%，供需关系进一步改善带动客座率由去年同期的 71.1% 上升到今年的 75.8%。货运市场表现更加突出，1-6 月 RFTK 累计同比增速达 42.98%，国际航线同比增幅更是达到了 61.27%。
- 今年上半年，整个航空市场出现了淡季不淡、旺季更旺的态势，客座率和平均票价水平均有较大幅度提高。受外部市场环境改善、世博会以及东上重组效益体现等因素影响，东航上半年业绩明显提升。根据业绩预增公告及相关数据预测，上半年东航盈利近 20 亿元，每股收益 0.18 元。
- **主业盈利能力增幅强劲。**2009 年东方航空的主业亏损 28.06 亿元，盈利的主要来源是受油价上涨、民航建设基金返还等因素影响，公允价值变动和营业外收入分别录得的 28.14 亿元和 12.48 亿元。而今年，东航的主营得到本质提高，预计上半年录得 16 亿元的主业收益，同比增长 44 亿元。
- **航油套保和补贴收入对公司贡献不大。**今年上半年油价表现疲软，预计公司的航油套保收益在 2 亿元左右。年内国内没有类似于去年民航建设基金返还之类的大幅补贴，预计包括航线补贴在内的营业外收入在 3 亿元。两者均大幅低于去年同期。我们认为，这种情形年内仍将得到持续，今年的盈利主要来自主营业务。油价难有上涨空间，下降空间亦有限，维持 WTI 均值 76-77 美元/桶的预测。
- **三季度业绩同比增幅将更为显著。**三季度是航空市场的传统旺季，中间有长达 2 个月的暑运高峰期和中秋节的小长假。再加上今年世博会的叠加效应，东航业绩创新高属大概率事件。从目前 7 月份上半月的经营状况看，整个航空市场仍然持续火爆，呈现出量价齐升的态势。
- 我们此前的行业报告中给出敏感性分析，预计全年世博会将为东航带来近 30 亿的超额收益。详见行业报告《民航业迎来三国时代：黄金十年，各显神通》。
- **业绩预测与投资建议：**受供需关系改善、市场份额集中带动良性竞争、行业景气度不断提升等因素影响，我们认为东航 2010 年每股盈利有望达到 0.46 元。给予“推荐”评级。近期，市场开始超跌反弹，对于新出台的严厉政策市场预期可能性较小，下半年可能出现的变化是鼓励政策将增多。建议关注高弹性高贝塔、基本面持续向好的航空股。
- **风险提示：**大盘系统性风险、外部经济环境恶化、突发性事件

研究员：高利

联系人：陈娟

Tel: 0755-82828557

Email: chenjuan@hczq.com

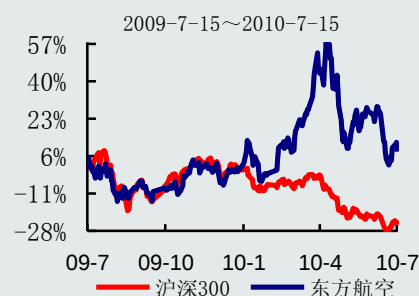
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	1127654
流通 A 股/B 股(万股)	180195/0
资产负债率(%)	94.98
每股净资产(元)	0.32
市盈率(倍)	139.14
市净率(倍)	20.56
12 个月内最高/最低价	9.91/5.23

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《民航业迎来三国时代：黄金十年，各显神通》
2010-06-04

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6864	38437	52357	64110
现金	2192	30687	43640	54322
应收账款	1371	2655	2791	3232
其它应收款	1530	2791	3271	3591
预付账款	377	592	705	769
存货	932	1249	1493	1737
其他	462	462	456	459
非流动资产	65155	67104	68906	70827
长期投资	1153	1610	1852	2037
固定资产	55753	59496	61821	63763
无形资产	1401	1235	1106	967
其他	6848	4763	4128	4060
资产总计	72019	105541	121262	134937
流动负债	35663	50225	57208	61981
短期借款	8407	10508	11559	12484
应付账款	8476	12607	15224	16623
其他	18781	27109	30425	32874
非流动负债	32743	39697	42519	45141
长期借款	13005	15022	17840	20390
其他	19738	24674	24679	24750
负债合计	68406	89921	99727	107122
少数股东权益	510	560	660	810
股本	9582	11277	11277	11277
资本公积金	10517	15634	15634	15634
留存收益	-16995	-11850	-6034	95
归属母公司股东权益	3104	15060	20876	27006
负债和股东权益	72019	105541	121262	134937

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4789	18834	12912	11328
净利润	559	5195	5915	6280
折旧摊销	0	3033	3288	3574
财务费用	1639	536	-245	-274
投资损失	23	-60	-60	-50
营运资金变动	0	9863	4021	1802
其它	2567	267	-8	-4
投资活动现金流	-8595	-4828	-5032	-5451
资本支出	7613	4529	4954	5421
长期投资	210	457	242	185
其他	-773	159	164	154
筹资活动现金流	2086	14489	5074	4806
短期借款	-11067	2102	1051	925
长期借款	4417	2017	2817	2551
普通股增加	4715	1695	0	0
资本公积增加	9448	5117	0	0
其他	-5427	3558	1206	1331
现金净增加额	0	28495	12953	10683

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39831	71696	84315	92746
营业成本	37248	57357	68295	74661
营业税金及附加	1019	1434	1686	2411
营业费用	2970	4660	5480	6029
管理费用	1539	2079	2445	2782
财务费用	1639	536	-245	-274
资产减值损失	118	0	0	0
公允价值变动收益	3775	0	0	0
投资净收益	-23	60	60	50
营业利润	-950	5690	6713	7187
营业外收入	1604	1000	1100	1210
营业外支出	14	29	30	24
利润总额	640	6660	7783	8373
所得税	81	1465	1868	2093
净利润	559	5195	5915	6280
少数股东损益	20	50	100	150
归属母公司净利润	540	5145	5815	6130
EBITDA	690	9259	9756	10487
EPS（元）	0.06	0.46	0.52	0.54

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-4.8%	80.0%	17.6%	10.0%
营业利润	-106.4%	499.0%	18.0%	7.1%
归属母公司净利润	-96.1%	853.2%	13.0%	5.4%
获利能力				
毛利率	6.5%	20.0%	19.0%	19.5%
净利率	1.4%	7.2%	6.9%	6.6%
ROE	17.4%	34.2%	27.9%	22.7%
ROIC	2.0%	22.3%	25.4%	26.8%
偿债能力				
资产负债率	95.0%	85.2%	82.2%	79.4%
净负债比率	41.32%	38.87%	39.87%	41.33%
流动比率	0.19	0.77	0.92	1.03
速动比率	0.17	0.74	0.89	1.01
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.81	0.74	0.72
应收账款周转率	31	36	31	31
应付账款周转率	4.12	5.44	4.91	4.69
每股指标(元)				
每股收益	0.05	0.46	0.52	0.54
每股经营现金	0.42	1.67	1.14	1.00
每股净资产	0.28	1.34	1.85	2.39
估值比率				
P/E	164.56	20.32	17.98	17.05
P/B	28.62	6.94	5.01	3.87
EV/EBITDA	190	14	13	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801