

湘财证券研究所

交通运输研究小组

刘江渝

Tel: 021-68634518-8278

ljy2775@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634510-8078

lz2941@xcsc.com

□ 事件

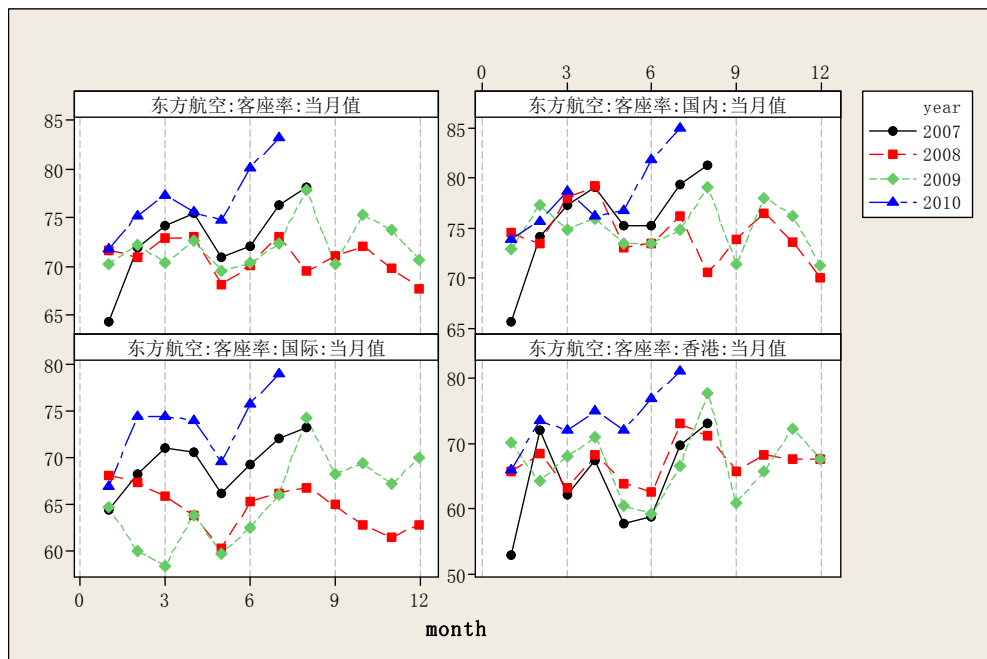
东方航空于近日发布了半年度财务报告,报告显示公司 2010 年 1~6 月实现营业收入 336.36 亿元,去年同期为 174.98 亿元,增加 161.38 亿元,同比增长 92.23%;归属于母公司所有者利润为 19.44 亿元,而去年同期为 11.74 亿元,同比增长 65.67%,而毛利率为 18.01%,比去年同期增加 14.36 个百分点,同比增长率为 393.43%,公司实现每股收益 0.176 元。

□ 点评

报告期内公司实现营业收入 336.36 亿元,去年同期为 174.98 亿元,增加 161.38 亿元,同比增长率达到 92.23%,营业收入的大幅增长主要来源于上航数据的合并及公司营运效率的提升。

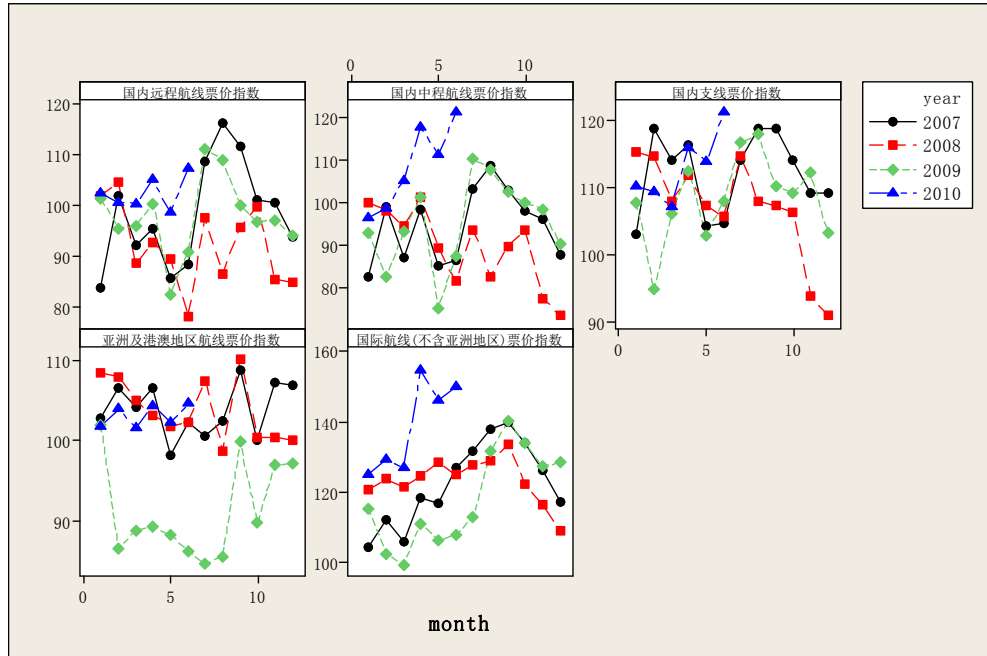
2010 年上半年,公司客运量为 427.43 亿客公里,同比增长 48.16%。客运收入为人民币 263.71 亿元,同比增长 76.37%,我们从数据中看到,公司的营运数据增长巨大,旅客周转量增幅达到 48.16%,这主要是由于今年的数据合并了上航的数据,而去年的数据不含上航的数据导致。根据年报显示,2010 年上半年公司共运营 338 架飞机,包括 320 架客机和 18 架货机。2010 年上半年,公司新增 19 架飞机投入运营,包括 8 架 A320、2 架 A321、3 架 B737-700、4 架 B737-800 和 2 架 B777F 型飞机,出售和退租飞机 12 架,包括 8 架 MD90、1 架 MD11、2 架 A320 和 1 架 B737-300。按照公司的公告,则公司飞机净增 7 架,其中客机 5 架,全货机 2 架,引进的客机净增长率仅为 1.5%,运力的引进非常谨慎。而公司退出的客机大部分为比较老旧的麦道飞机系列,因此可以降低航油消耗及航材备件的消耗,促进机队结构的简单化,对于提高公司营运效率非常重要。

如果我们在去年同期数据中包含上航的数据,则 1 季度旅客周转量的同比增长率为 15.3%,而今年上半年的旅客周转量的同比增长率为 16.9%,而全行业的旅客周转量同比增速为 21%,因此可以看到公司的增速是低于全行业的增速。在飞机的日利用率上,公司的平均日利用率为 9.5 小时,同比增长 0.2 小时,提高 2.15%,略低于全行业 3.87%的水平,但我们看到公司的客运收入为人民币 263.71 亿元,同比增长了 76.37%,收入增长大大高于旅客周转量的增长,这主要源于公司营运效率的提升及票价水平的上升所致。我们将东航的客座率数据作图如下,从图中可以看到,今年以来东航的客座率表现十分抢眼,升幅可观,尤其在 6 月份就已经超过往年的 8 月旺季,而且 7 月又继续创下新高,而客座率的提升不仅表明营运效率的提升,而且一般来说也会导致票价的提升。



数据来源：上市公司 湘财证券研究所

我们从下图国内各航程航线及国际和地区航线的表现可以看到，与东航相关度比较高的中程票价指数早已超过2007年旺季水平，而地区及国际航线业务的票价表现也非常好，尤其国际业务更是远超历史最好水平，而东航国际航线客运收入占客运收入的21.57%，地区航线客运收入占客运收入的5.43%。



数据来源：WIND

此外公司货邮运输量为21.22亿吨公里，同比增长95.08%，货运收入为42.41亿元，同比增长了171.11%，占公司航空运输收入的13.85%，主要是公司合并上海航空以及国际货运市场的强劲复苏带来价格和载运量的提升所致。

公司公允价值变动净收益约为人民币2.25 亿元，同比减少92.02%，其中原油期货合约产生的公允价值变动净收益约为2.24 亿元，同比减少91.97%，主要是由于2010年6月底未交割原油期货敞口数比2009年6月底下降了75%，使得原油期货合约产生的公允价值变动收益同比大幅减少。公司财务费用为人民币6.37 亿元，同比减少39.44%，主要原因是贷款规模减少以及综合贷款利率降低所致。

盈利预测：

我们将上航的收入合并计算，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.42 元、0.44 元、0.37 元，对应动态市盈率分别为 18 倍、16 倍、19 倍，考虑到今年世博会仍可能大幅超预期以及合并带来的效益可能超预期，我们给与“增持”投资评级，建议投资者逢低介入。

盈利风险：油价大幅波动，世界经济复苏出现重大反复，重大突发事件影响

利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39831	69705	76620	94055
营业成本	37248	57785	63977	80887
营业税金及附加	1019	1686	1848	2262
营业费用	2970	4865	4865	6170
管理费用	1539	1624	1579	1587
财务费用	1639	894	853	266
资产减值损失	118	42	45	42
公允价值变动收益				
益	3775	500	200	0
投资净收益	-23	156	120	92
营业利润	-950	3465	3773	2933
营业外收入	1604	1023	1088	1122
营业外支出	14	0	0	0
利润总额	640	4488	4861	4055
所得税	81	371	473	375
净利润	559	4116	4388	3680
少数股东损益	20	104	124	100
归属母公司净利润	540	4012	4263	3580
EBITDA	6022	9263	9711	8374
EPS（元）	0.06	0.42	0.44	0.37

数据来源：上市公司 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。