

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 沈晓峰 (8621)65751772 shenxf@cjsc.com.cn

新购飞机最早后年交付，短期依旧供不应求

事件描述

东方航空今日发布 2 个公告，其主要内容为：

- 与空客签订《飞机购买协议》，购买 50 架 A320 系列飞机。
- 召开公司 2011 年第一次临时股东大会，审议：1）为东航部分控股子公司（东方航空武汉有限责任公司和上海航空酒店投资管理有限公司）2011 年度融资提供担保的议案；2）中国货运航空有限公司向长城航空有限公司购买航空货运主业及关联资产的议案。

事件评论

第一，耗资 32.24 亿美元购买 50 架 A320，计划于 2012-2015 年间交付。

公司今日发布公告，与空客签订《飞机购买协议》，购买 50 架 A320 系列飞机；根据 2005 年的相关目录价格，50 架空客 A320 系列飞机（含发动机）的基本价格合计约为 32.24 亿美元（美元与人民币按 1.00 美元兑 6.64 元人民币折算，约为 214.07 亿元人民币）。

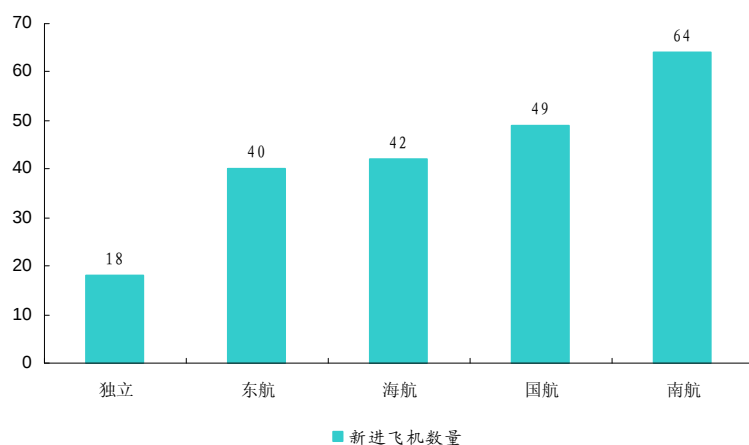
公司将以美元现金分期支付，具体支付方式为在协议生效后，先支付部分预付款，然后于每架飞机交付日再付清余款。公司拟通过业务营运、商业银行贷款、其他融资工具所得资金为本次交易提供资金。因此，本次交易在短期内或将提高公司的资产负债率，但预计不会对现金流状况和业务运营产生重大影响。

第二，今年行业飞机净增速约为 11.5%，明年引进增速约为 10%，持续供不应求。

截止上周末，今年国内公司引进飞机共计 213 架，退出 37 架，净增速仅为 11.5%，而需求增速在 15%以上，全年维持供不应求的状态。

从公司公布的飞机引进数据看，明年飞机引进增速约为 10%左右，若考虑老旧飞机淘汰退出，飞机净增幅可能低于 10%，而我们认为需求增速将保持在 15%左右。此外，今年三大航新购飞机大部分自 2013 年起交付，中短期供不应求状态将持续存在。

图 1: 2010 年行业新引进飞机数量



资料来源: 民航资源网, 长江证券研究部 (参控股公司均计入集团)

表 1: 2010 年飞机订单一览表

公告日	公司	机型	数量	金额(亿美金)	交付日	备注
20100210	中国国航	A320	20	16.28	2011-2014	
20100626	中国国航	B737-800	20	13.98	2013-2015	
20100730	中国国航	A320	10	8.14	2012-2013	深圳航空购买
20100901	中国国航	B787-9	15	31.9	2015-2018	由 B787-8 改为-9, 并推迟交付期
20100930	南方航空	B737	10	6.99	2015-2016	厦门航空购买
20101104	南方航空	A330	6	12.05	2013-2014	
		A320	30	25.75	2012-2015	
20101118	中国国航	A330	10	19.6	2013-2015	
		A350	10	25.3	2018-2020	
20101230	东方航空	A320	50	32.24	2012-2015	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 维持“推荐”评级。

本月航空市场增幅恢复至两位数增长, 票价、客座率同比均出现明显上涨, 且即将进入春运旺季; 人民币兑美元升值明显; 占比公司总股权 7% 的定向增发解禁已过一周。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.55 元、0.60 元和 0.62 元, 对应 PE 为 11.70 倍、10.69 倍和 10.41 倍, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	39831	74656	84679	92029	货币资金	2192	7466	8468	19887
营业成本	37248	59990	67320	73507	交易性金融资产	3	703	1403	2103
毛利	2583	14666	17359	18522	应收账款	2901	5533	6275	6820
% 营业收入	6.5%	19.6%	20.5%	20.1%	存货	932	1441	1617	1766
营业税金及附加	1019	1530	1736	1887	预付账款	377	585	656	716
% 营业收入	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	其他流动资产	451	799	906	985
销售费用	2970	5301	6012	6534	流动资产合计	6864	16534	19338	32290
% 营业收入	7.5%	7.1%	7.1%	7.1%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	1539	2688	3048	3313	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	3.6%	3.6%	3.6%	长期股权投资	1153	1203	1248	1298
财务费用	1639	91	-272	-637	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.1%	0.1%	-0.3%	-0.7%	固定资产合计	61578	67967	64457	60758
资产减值损失	118	265	75	55	无形资产	1401	1331	1264	1201
公允价值变动收益	3775	700	700	700	商誉	0	0	0	0
投资收益	-23	50	50	50	递延所得税资产	57	5	14	12
营业利润	-950	5541	7509	8119	其他非流动资产	965	965	965	965
% 营业收入	-2.4%	7.4%	8.9%	8.8%	资产总计	72019	88005	87286	96524
营业外收支	1590	1000	1100	1200	短期贷款	15258	12894	810	0
利润总额	640	6541	8609	9319	应付款项	13446	21687	24330	26569
% 营业收入	1.6%	8.8%	10.2%	10.1%	预收账款	1506	2837	3218	3497
所得税费用	81	131	1550	2050	应付职工薪酬	1883	3040	3410	3724
净利润	559	6410	7059	7269	应交税费	860	1299	2569	3079
归属于母公司所有者					其他流动负债	2710	4452	5001	5458
的净利润	539.7	6214.1	6801.0	6989.6	流动负债合计	35663	46209	39339	42328
少数股东损益	20	196	258	280	长期借款	13005	13005	13005	13005
EPS (元/股)	0.05	0.55	0.60	0.62	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	52	14	126	154
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	19686	19686	19686	19686
经营活动现金流净额	4789	19407	15081	13861	负债合计	68406	78914	72156	75172
取得投资收益	54	0	0	0	归属于母公司	3104	8386	14166	20108
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	510	706	964	1244
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3613	9091	15130	21351
固定资产投资	-7580	-10747	-1247	-1220	负债及股东权益	72019	88005	87286	96524
其他	-1015	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-8595	-10747	-1247	-1220		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.048	0.551	0.603	0.620
股权融资	14056	0	0	0	BVPS	0.32	0.88	1.48	2.10
银行贷款增加 (减少)	-9698	-2364	-12084	-810	PE	134.76	11.70	10.69	10.41
筹资成本	2205	-1023	-748	-412	PEG	1.00	0.09	0.08	0.08
其他	-4478	0	0	0	PB	19.91	7.37	4.36	3.07
筹资活动现金流净额	2086	-3387	-12832	-1222	EV/EBITDA	16.97	9.06	6.47	5.28
现金净流量	-1721	5274	1002	11419	ROE	17.4%	74.1%	48.0%	34.8%

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，分析师，毕业于浙江大学、美国西雅图城市大学，获工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，研究领域航空和机场行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。