

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

业绩预增 10 倍，1 季度仍将维持高增速

事件描述

东方航空今日发布两个公告，其主要内容为：

- **公司 2010 年业绩预增。**2010 年归属于母公司所有者的净利润约为 2009 年的 10 倍左右。
- **东上换股吸收合并进度。**自 2010 年 12 月 16 日起，上海航空的债权和债务由上航有限或东方航空承继。

我们认为：1）2010 年业绩转好受益于行业景气和市场集中；2）2010 年 1 季度的低基数及公司基本面的持续改善，为 1 季度高增速提供可能；3）解禁已提供买点；4）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；原油套保和燃油附加费双保险，有效规避油价上涨风险，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，受益行业景气和市场集中，公司业绩预增 10 倍，EPS 预计为 0.48 元。

去年同期，公司归属于母公司所有者的净利润为 5.40 亿元，每股收益 0.0839 元。按预增公告所示计算，2010 年利润约为 54 亿，每股收益 0.4789 元。

公司公告认为促成 2010 年业绩增长的原因有：1）2010 年航空运输市场快速复苏并持续回升，尤其是我国航空运输市场仍保持高速增长；2）2010 年，东上联合重组快速推进，协同效益逐步显现；3）上海世博会的召开使上海客运市场旅客运输量大幅增长；4）公司致力于经营管理水平的持续改进和不断提高，从而推动了经营效益的稳步增长。

第二，2010 年 1 季度的低基数及公司基本面的持续改善，为 1 季度高增速提供可能。

我们认为，1 季度公司的基本面有望维持较高的同比增速。因为：1）自 2009 年 12 月 29 日证监会核准公司换股吸收合并上航起，东上已度过了 1 年的磨合期，此外入盟事宜运作了 9 个月，目前正处于对标找差阶段，公司流程将逐步优化、效率将逐步提升，规模效应将继续展现；2）东上合并发生在 2 季度，而行业集中带来的票价提升亦自 2 季度开始出现，因此 2010 年 1 季度基数较低；3）受益世博会，上海两场旅客吞吐量同比增速从 6 月开始高于同类机场 5 个百分点，因此 1 季度无世博因素。

第三，解禁已提供买点。

2009 年 12 月 22 日增发给其他投资者的 8.6 亿股已于 12 月 27 日解禁，并使得当日股价出现明显下滑，此前我们已提示，并建议解禁后买入。

第四，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；原油套保和燃油附加费双保险，有效规避油价上涨风险。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 12.34 倍、11.27 倍和 10.97 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

京沪线提前至今年 6 月通车，国际原油价格快速上涨，疾病、自然灾害等突发事件。

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的净利润	539.7	6214.1	6801.0	6989.6	其他流动负债	2710	4452	5001	5458
少数股东损益	20	196	258	280	流动负债合计	35663	46209	39339	42328
EPS (元/股)	0.05	0.55	0.60	0.62	长期借款	13005	13005	13005	13005
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	52	14	126	154
经营活动现金流净额	4789	19407	15081	13861	其他非流动负债	19686	19686	19686	19686
取得投资收益	54	0	0	0	负债合计	68406	78914	72156	75172
收回现金					归属于母公司	3104	8386	14166	20108
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	510	706	964	1244
固定资产投资	-7580	-10747	-1247	-1220	股东权益	3613	9091	15130	21351
其他	-1015	0	0	0	负债及股东权益	72019	88005	87286	96524
投资活动现金流净额	-8595	-10747	-1247	-1220	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	14056	0	0	0	EPS	0.048	0.551	0.603	0.620
银行贷款增加 (减少)	-9698	-2364	-12084	-810	BVPS	0.32	0.88	1.48	2.10
筹资成本	2205	-1023	-748	-412	PE	142.07	12.34	11.27	10.97
其他	-4478	0	0	0	PEG	1.05	0.09	0.08	0.08
筹资活动现金流净额	2086	-3387	-12832	-1222	PB	20.99	7.77	4.60	3.24
现金净流量	-1721	5274	1002	11419	EV/EBITDA	17.65	9.45	6.80	5.60
					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。