

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

执业证书编号： S0490510120001

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

客运同比改善，货运同比横比均不理想

事件描述

东方航空今日公布了1月生产数据，其主要内容及点评如下：

- 1月公司机队维持不变，截至月底机队总数为333架；
- 客座率提升显著，但依旧行业最低；货运运力维持不变、春运错期、揽货能力提升有限导致载运率负增长。

投资建议：

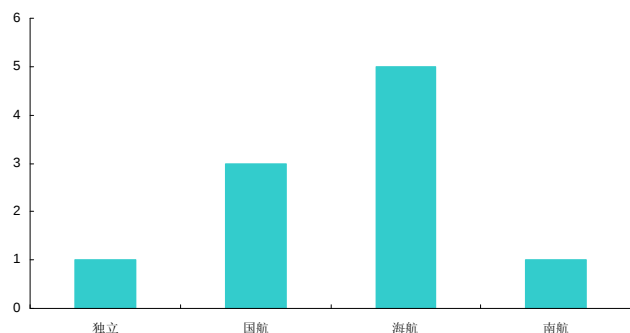
1月航空公司利润总额28.2亿元，上年同期亏损0.5亿元。符合我们之前的判断，供不应求和市场集中带来票价同比提升，再叠加春运错期，将带来1月利润的可观上涨。若大盘回复，我们认为航空股将凭借低估值而反弹，但春运运输量增幅不如预期、高铁提前开通、埃及局势带来油价波动等将限制反弹幅度。

从1月数据看，公司主营表现好坏各半，但仍处在不断改善的道路上：客运同比改善较大，但横比落后；货运业务竞争力有限，同比横比均不理想。但战投未成、入盟在即，我们对事件性利好因素仍有期待。目前我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.49元、0.55元和0.50元，对应PE为14.20倍、12.62倍和13.75倍，维持“推荐”评级。

事件评论

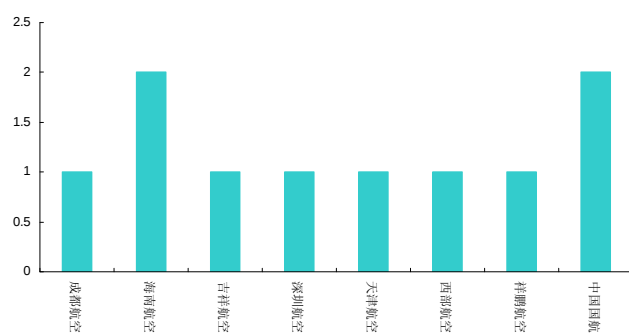
第一，1月公司机队维持不变，截至月底机队总数为333架

图 1：行业飞机净增情况（集团）

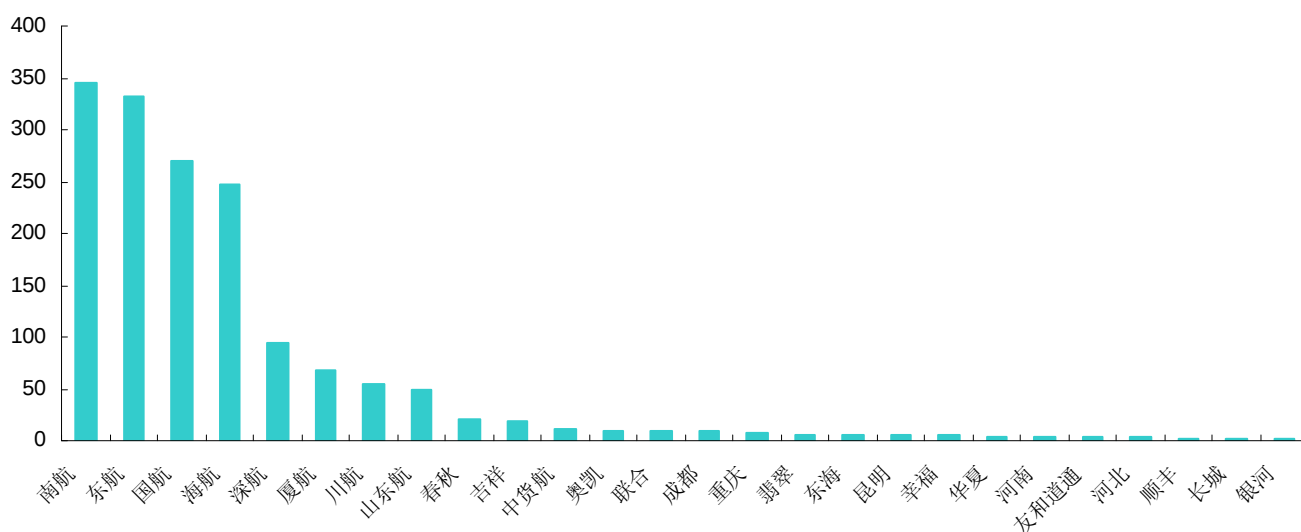


资料来源：长江证券研究部

图 2：行业飞机净增情况（公司）



资料来源：长江证券研究部

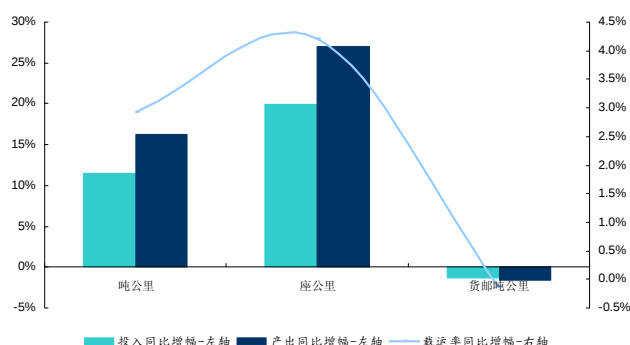
图 3：1 月末行业飞机分布状态


资料来源：长江证券研究部

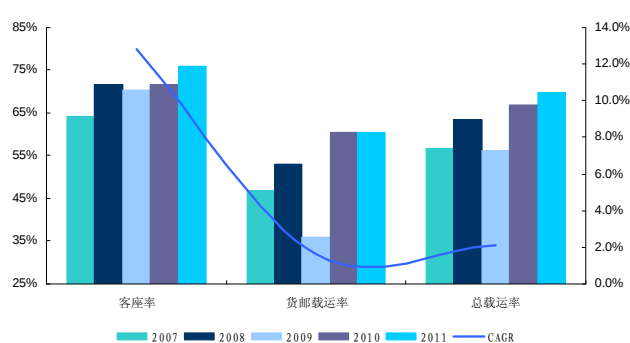
第二，客座率提升显著，但依旧行业最低；货运运力维持不变、春运错期、揽货能力提升有限导致载运率负增长

客运市场旺季与春运同步，而货运市场旺季提前与春运。因此，今年春运错期带来客运市场同比大幅提升，且投入和产出同比增幅均好于行业，客座率同比提升显著且创 2002 年来 1 月最高，达 75.94%，但依旧行业最低；货运市场同比略有下降。但国航和南航的货运业务同比并没有出现负增长，我们认为：1) 南航和国航大幅提升货运运力，从而抵消春运错期的影响，而东航运力稳定，错期影响较为显著；2) 东航揽货能力提升有限，在运力增幅有限的情况下，东航货邮载运率持平去年，但国航和南航在运力大幅提升的情况下，载运率还获得一定提升。

说明：公司 2009 年数据仅含东航，2010 年数据包含东航和上航，因此各主要生产指标同比增速均处于 50% 左右的状态。从 2011 年开始，月度数据均可在同口径下进行同比。

图 4：东方航空 1 月生产指标同比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：东方航空 2007-2011 年 1 月载运率同比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：东方航空可供吨公里和收费吨公里同比增幅



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

1月航空公司利润总额28.2亿元，上年同期亏损0.5亿元。符合我们之前的判断，供不应求和市场集中带来票价同比提升，再叠加春运错期，将带来1月利润的可观上涨。若大盘回复，我们认为航空股将凭借低估值而反弹，但春运运输量增幅不如预期、高铁提前开通、埃及局势带来油价波动等将限制反弹幅度。

从1月数据看，公司主营表现好坏各半，但仍处在不断改善的道路上：客运同比改善较大，但横比落后；货运业务竞争力有限，同比横比均不理想。但战投未成、入盟在即，我们对事件性利好因素仍有期待。目前我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.49元、0.55元和0.50元，对应PE为14.20倍、12.62倍和13.75倍，维持“推荐”评级。

风险提示

京沪高铁提前至6月开通，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	83264	94380	101866	货币资金	2192	8326	10130	21402
营业成本	37248	68225	76613	83859	交易性金融资产	3	703	1403	2103
毛利	2583	15040	17767	18007	应收账款	2901	6171	6994	7549
% 营业收入	6.5%	18.1%	18.8%	17.7%	存货	932	1640	1841	2016
营业税金及附加	1019	1707	1935	2088	预付账款	377	665	747	818
% 营业收入	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	其他流动资产	451	891	1010	1090
销售费用	2970	5912	6701	7232	流动资产合计	6864	18404	22138	34991
% 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	2998	3398	3667	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	43	-348	-674	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.1%	0.1%	-0.4%	-0.7%	固定资产合计	61578	68051	64633	61023
资产减值损失	118	330	83	56	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	7	15	12
营业利润	-950	4800	6748	6387	其他非流动资产	965	965	965	965
% 营业收入	-2.4%	5.8%	7.2%	6.3%	资产总计	72019	89961	90264	99490
营业外收支	1590	1000	1100	1200	短期贷款	15258	11007	0	0
利润总额	640	5800	7848	7587	应付款项	13446	24676	27703	30335
% 营业收入	1.6%	7.0%	8.3%	7.4%	预收账款	1506	3164	3586	3871
所得税费用	81	116	1413	1669	应付职工薪酬	1883	3459	3883	4252
净利润	559	5684	6436	5918	应交税费	860	1426	2618	2938
归属于母公司所有者的净利润	539.7	5510.3	6200.1	5690.2	其他流动负债	2710	5054	5680	6209
少数股东损益	20	174	235	228	流动负债合计	35663	48785	43471	47605
EPS (元/股)	0.05	0.49	0.55	0.50	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	22088	14737	12770	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	81490	76288	80450
收回现金					归属于母公司	3104	7787	13057	17894
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	684	919	1147
固定资产投资	-7580	-10833	-1344	-1319	股东权益	3613	8471	13976	19041
其他	-1015	0	0	0	负债及股东权益	72019	89961	90264	99490
投资活动现金流净额	-8595	-10833	-1344	-1319	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	0.489	0.550	0.505
银行贷款增加 (减少)	-9698	-4251	-11007	0	BVPS	0.32	0.81	1.36	1.87
筹资成本	2205	-870	-582	-180	PE	144.99	14.20	12.62	13.75
其他	-4478	0	0	0	PEG	1.22	0.12	0.11	0.12
筹资活动现金流净额	2086	-5121	-11589	-180	PB	21.43	8.54	5.09	3.72
现金净流量	-1721	6135	1804	11272	EV/EBITDA	17.92	10.13	7.23	6.53
					ROE	17.4%	70.8%	47.5%	31.8%

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，资深分析师，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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。