

航空运输Ⅲ

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12个月目标价: 8.0元

当前股价: 6.34元

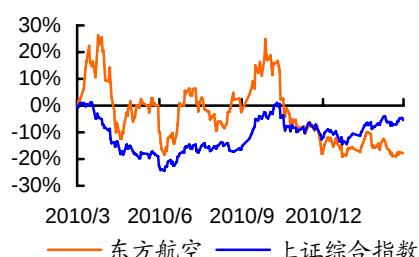
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2958.08
总股本(百万)	11277
流通股本(百万)	4719
流通市值(亿)	299
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	1.38
资产负债率	83.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东方航空	-3.06	0.32	-15.69
上证综合指数	1.83	7.51	13.31



相关报告

《东方航空-2010年三季报点评-受益世博会, 经营品质改善符合预期》2010-10-29
《东方航空-2010年半年报点评-经营品质提升明显, 主业大幅扭亏为盈》2010-8-30
《ST东航-2009年报及一季报点评-趋势及主题性机会并存, 目标价13元》2010-4-20

东方航空

600115

推荐

受益世博和行业景气, 经营好转明显

公司公布2010年年报, 实现营业收入749.58亿元, 同比上升88.19%; 归属母公司净利53.80亿元, 同比增长656%。每股收益0.4826元, 同比增长336%。业绩略低于市场预期。

投资要点:

- **业绩略低于市场预期主要是资产减值损失4.27亿:** ①资产减值准备4.27亿, 占利润总额7.3%, 主要是对持有待售固定资产及存货计提减值准备的增加。②受益世博会、行业高景气及合并上航协同效应, 主业创历史最好水平34亿, 占利润总额约58%; ③汇兑变动净收益10.75亿元, 约占利润总额18.4%。④公允价值变动收益为人民币8.33亿元, 约占利润总额14.3%。
- **受益合并上航协同效应及世博会, 生产经营指标好转明显:** ①三大航中规模增速最大, 客运周转量、货邮运输量同比增速分别为52.85%、74.14%。②在上海枢纽建设上, 以航班班次占有率统计, 在虹桥机场与浦东机场的市场份额分别为54%与39.2%, 以旅客吞吐量统计, 在虹桥机场与浦东机场的市场份额分别为52.2%与37.9%。③客运运营效率、收益水平改善明显, 客座率同比提升5.82个百分点、客公里收益同比提升17.1%, 同比增幅均居三大航之首。货运吨公里收益同比提升约15.6%, 同比增幅仅略低于国航。
- **短期关注京沪高铁开通影响, 预计京沪高铁冲击小于预期:** ①京沪航线受航班控制, 运力增长有限, 持续处于运力紧张状态: 民航局规定北京、上海、广州大三角航线, 尽量安排大座级飞机, 原则上不增加班次和进入新公司。②京沪线宽体机占比较高, 虽然预计航空公司不会削减航班, 但可通过换更为经济的小型机来消化高铁分流影响。③我们预计京沪航线受高铁冲击对公司净利润影响小于5%。
- **人民币升值敏感性:** 根据年报数据, 我们测算人民币升值1%, 公司汇兑收益增加3.88亿, 净利润变动2.95亿, 影响EPS0.026元。
- **投资策略:** 公司未来两年运力引进放缓, 我们认为有利于消化高铁分流冲击。长期关注注入后上海枢纽网络建设、战略投资者引进进度。预计2011、2012年EPS为0.45、0.30元。目前股价对应2011年PE14倍, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 日本核辐射影响大于预期、油价大幅上涨、京沪高铁冲击大于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	74958	82977	86130	91341
同比(%)	88%	11%	4%	6%
归属母公司净利润(百万元)	5380	5091	3364	3969
同比(%)	656%	-5%	-34%	18%
毛利率(%)	19.0%	18.9%	17.7%	18.6%
ROE(%)	34.5%	24.3%	13.8%	14.0%
每股收益(元)	0.48	0.45	0.30	0.35
P/E	13.39	14.15	21.42	18.16
P/B	4.63	3.44	2.96	2.55
EV/EBITDA	20	10	11	9

资料来源: 中投证券研究所

一、经营数据

图 1: 公司 2010 年经营指标增长率

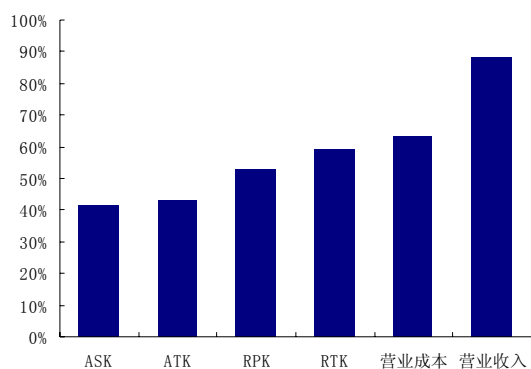
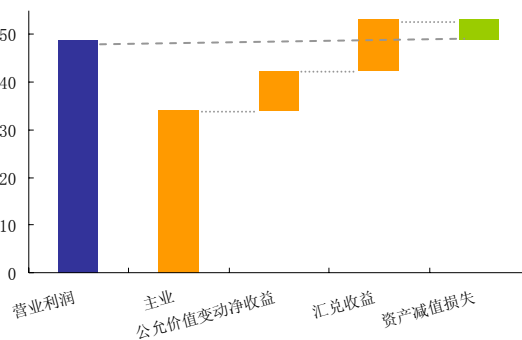


图 2: 东航 2010 年利润总额构成



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

二、公司数据:

图 3: 东航运力引进计划 (未考虑退出计划)

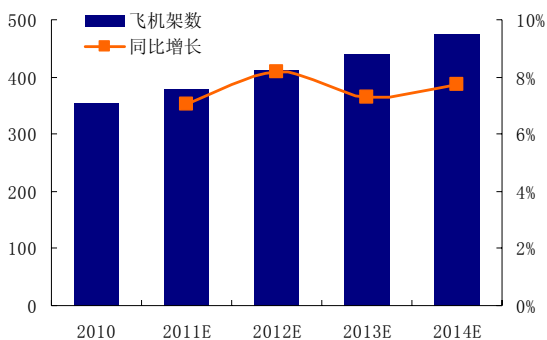
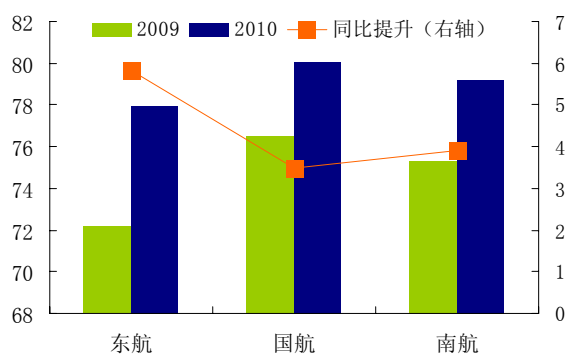


图 4: 三大航客座率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 5: 三大航客运收入水平 (元/客公里)

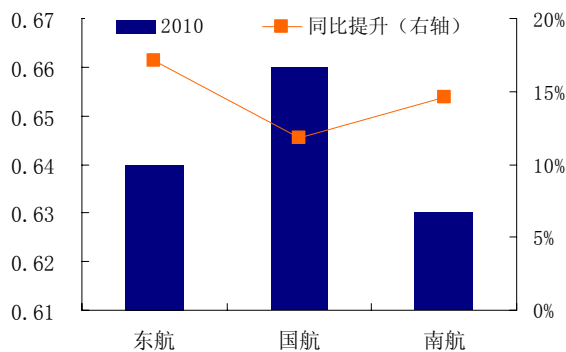
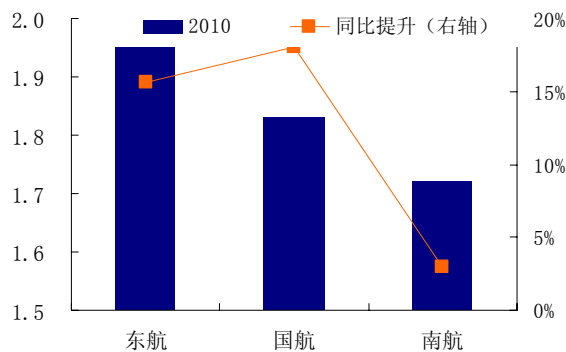


图 6: 三大航货运收入水平 (元/吨公里)



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

二、行业数据:

图 7: 行业日利用率

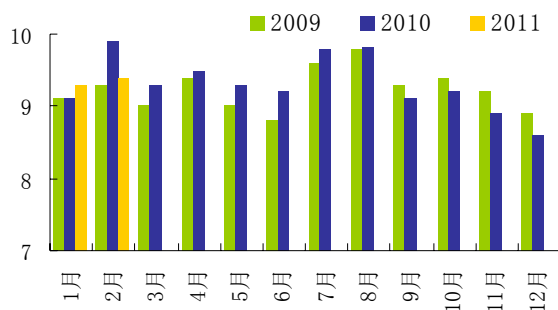
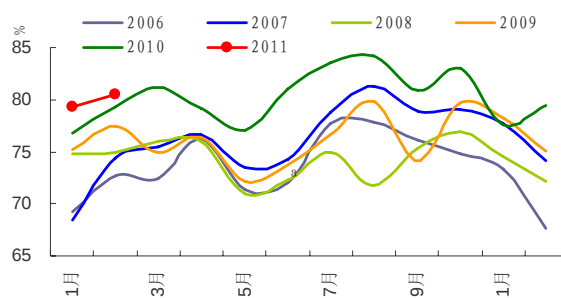


图 8: 行业客座率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 9: 行业票价指数-国内航线

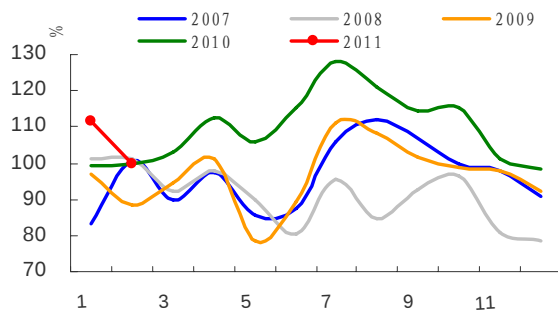
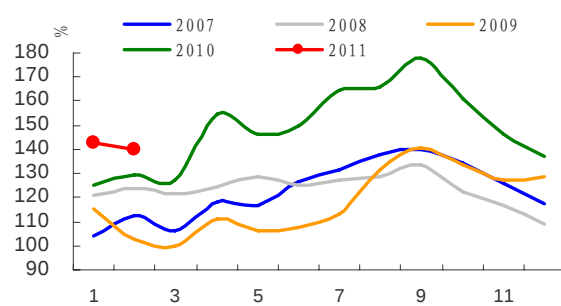


图 10: 行业票价指数-国际航线(不含亚洲)



资料来源: CEIC、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11721	17619	16274	19439
现金	5027	10701	8985	11618
应收账款	2127	2355	2445	2592
其它应收款	2471	2735	2839	3011
预付账款	714	792	833	875
存货	1287	943	1078	1250
其他	94	94	94	94
非流动资产	89089	101743	113332	124174
长期投资	1450	1450	1450	1450
固定资产	68109	87516	98541	108765
无形资产	1822	1901	1924	1989
其他	17708	10876	11417	11969
资产总计	100810	119362	129605	143613
流动负债	39168	44770	42816	44665
短期借款	11193	13025	10875	11697
应付账款	9469	10498	11049	11597
其他	18505	21247	20892	21370
非流动负债	45066	52576	61359	69498
长期借款	23355	30738	39605	47730
其他	21711	21838	21753	21767
负债合计	84234	97346	104175	114162
少数股东权益	999	1049	1099	1150
股本	11277	11277	11277	11277
资本公积	15653	15653	15653	15653
留存收益	-11352	-6262	-2898	1071
归属母公司股东权益	15577	20968	24332	28301
负债和股东权益	100810	119362	129605	143613

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	10444	10350	9484	11530
净利润	5703	5141	3414	4020
折旧摊销	0	3990	4975	5775
财务费用	431	619	1474	1985
投资损失	-119	-150	-150	-150
营运资金变动	0	-146	-94	-16
其它	4429	896	-135	-85
投资活动现金流	-8436	-15929	-15873	-15915
资本支出	9961	16000	16000	16000
长期投资	2	0	0	0
其他	1527	71	127	85
筹资活动现金流	-652	11252	4673	7018
短期借款	2786	1831	-2150	823
长期借款	10350	7383	8867	8125
普通股增加	1695	-0	0	0
资本公积增加	5136	0	0	0
其他	-20620	2037	-2044	-1929
现金净增加额	1343	5673	-1716	2633

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74958	82977	86130	91341
营业成本	60727	67327	70859	74373
营业税金及附加	1463	1660	1723	1827
营业费用	5325	5642	5943	6211
管理费用	2656	2323	2584	2740
财务费用	431	619	1474	1985
资产减值损失	427	100	100	0
公允价值变动收益	833	300	0	0
投资净收益	119	150	150	150
营业利润	4882	5756	3597	4355
营业外收入	1093	700	700	700
营业外支出	134	30	30	30
利润总额	5841	6426	4267	5025
所得税	138	1285	853	1005
净利润	5703	5141	3414	4020
少数股东损益	323	50	50	51
归属母公司净利润	5380	5091	3364	3969
EBITDA	5313	10365	10046	12116
EPS (元)	0.48	0.45	0.30	0.35

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	88.2%	10.7%	3.8%	6.1%
营业利润	414.0	17.9%	-37.5%	21.1%
归属于母公司净利润	656.0	-5.4%	-33.9%	18.0%
获利能力				
毛利率	19.0%	18.9%	17.7%	18.6%
净利率	7.2%	6.1%	3.9%	4.3%
ROE	34.5%	24.3%	13.8%	14.0%
ROIC	9.7%	7.8%	5.2%	5.7%
偿债能力				
资产负债率	83.6%	81.6%	80.4%	79.5%
净负债比率	48.87	52.75%	55.20	58.25%
流动比率	0.30	0.39	0.38	0.44
速动比率	0.27	0.36	0.35	0.40
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.75	0.69	0.67
应收账款周转率	41	37	36	36
应付账款周转率	6.77	6.74	6.58	6.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.45	0.30	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.92	0.84	1.02
每股净资产(最新摊薄)	1.38	1.86	2.16	2.51
估值比率				
P/E	13.39	14.15	21.42	18.16
P/B	4.63	3.44	2.96	2.55
EV/EBITDA	20	10	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434