

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)68751772 shenxf@cjsc.com.cn

世博效应显著，毛利率大幅提升

事件描述

东方航空公布 2010 年年报，实现营业收入 749.58 亿元，同比增长 88.19%；归属母公司股东的净利润 53.80 亿元，同比增长 656.01%，实现 EPS 为 0.4826 元，扣非后 EPS 为 0.4799 元，略低于市场预测中值 0.50 元。我们对此有以下几点看法：

- 1) 世博推高行业景气度，客座率同比增幅最高，客公里收入追平国航，毛利率和净利润率分别为去年的 2.93 倍和 5.42 倍；
- 2) 人民币汇兑、油料衍生合同和营业外净收入，三项目贡献业绩 49%。
- 3) 淘汰老旧产能，联盟效应即将体现，维持推荐评级。

由于去年 3 月淡季如旺季带来的高基数使得今年 3 月同比增幅可能下降为个位数，日本地震后期避难客减少后可能导致减班，再考虑国内油价上调风险，高铁提前开通，短期内上涨动力略显不足。但战投未成、入盟在即，入盟后能够有效铺开航线网络和销售网络，在更大程度上的共享资源，助力于业绩效益的提升，我们对此仍有期待。目前我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.47 元、0.46 元和 0.61 元，对应 PE 为 13.72 倍、13.81 倍和 10.52 倍，维持“推荐”评级。

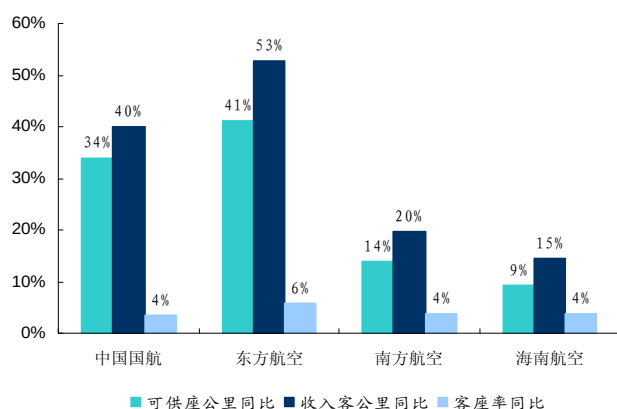
事件评论

东方航空公布 2010 年年报，实现营业收入 749.58 亿元，同比增长 88.19%；归属母公司股东的净利润 53.80 亿元，同比增长 656.01%，实现 EPS 为 0.4826 元，扣非后 EPS 为 0.4799 元，略低于市场预测中值 0.50 元。我们对此有以下几点看法：

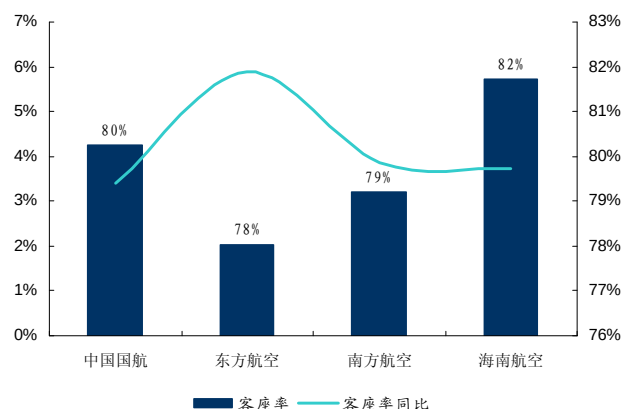
第一，世博推高行业景气度，客座率同比增幅最高，客公里收入追平国航，毛利率和净利润率分别为去年的 2.93 倍和 5.42 倍。

2010 年东上、国深均发生合并，因此东方航空和中国国航在生产量指标和财务指标的同比增幅均出现大幅上涨，高于南方航空和海南航空一倍以上。

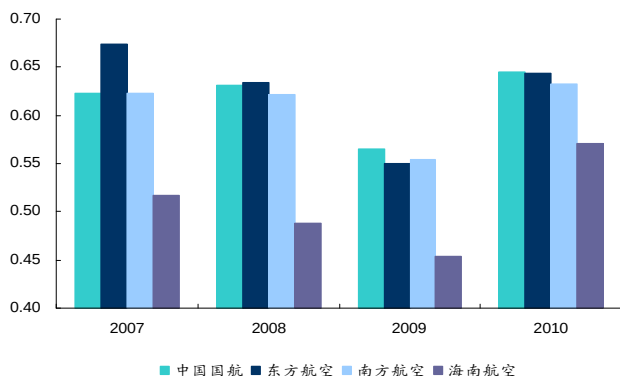
行业景气、市场集中及世博带动，公司客座率同比增幅高于行业均值 2 个百分点，虽然绝对值仍低于其他公司，但差距已不大。此外，由于议价能力提升、持续半年的世博旺季，以上海为主要基地的东方航空客公里收入达到 0.64 元/客公里，追平国航，高于南航和海航。由此，带动毛利率和净利润率分别增长至去年的 2.93 倍和 5.42 倍，但由于客座率不高，因此“两率”绝对值水平依旧行业最低。

图 1：2010 年四大航客运指标对比


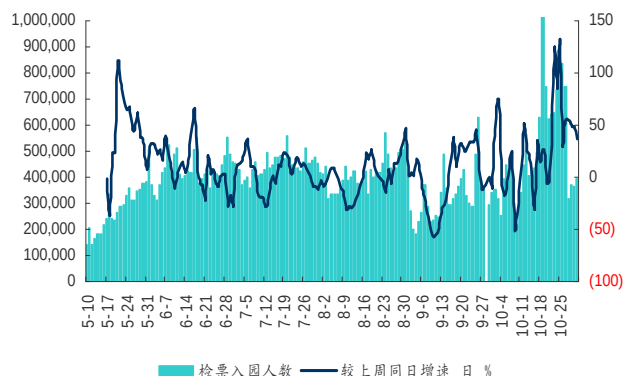
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2010 年四大航客座率对比


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：四大航客公里收入对比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：世博会入园人数


资料来源：世博会官网，长江证券研究部

表 1：公司利润表数据摘要

	2010	2009	同比增幅
营业收入（百万）	74,958	39,831	88.19%
营业成本（百万）	60,727	37,248	63.03%
毛利率	19%	6%	13pts
营业利润（百万）	4,882	-950	-
营业外损益（百万）	959	1,590	-39.69%
利润总额（百万）	5,841	640	812.50%
所得税（百万）	138	81	70.85%
净利润（百万）	5,703	559	919.75%
归属于母公司所有者的净利润（百万）	5,380	712	656.01%
EPS（元/股）	0.48	0.11	336.35%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 四大航毛利率变化

	2007	2008	2009	2010	同比
中国国航	19%	8%	18%	25%	1.38
东方航空	13%	-3%	6%	19%	2.93
南方航空	15%	4%	12%	20%	1.60
海南航空	22%	8%	15%	29%	1.94

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 四大航净利润率变化

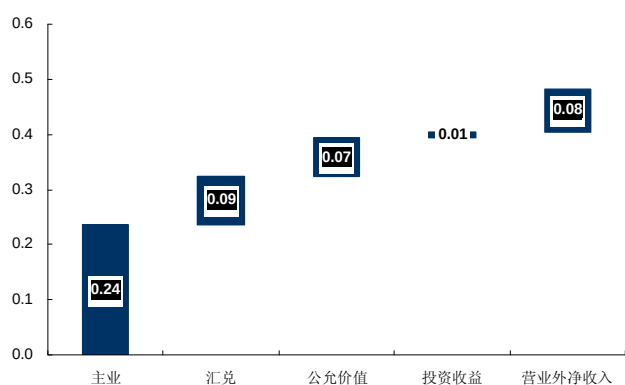
	2007	2008	2009	2010	同比
中国国航	8%	-17%	10%	15%	1.58
东方航空	1%	-34%	1%	8%	5.42
南方航空	4%	-8%	1%	8%	8.36
海南航空	5%	-12%	2%	15%	6.48

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 人民币汇兑、油料衍生合同和营业外净收入, 三项目贡献业绩 49%。

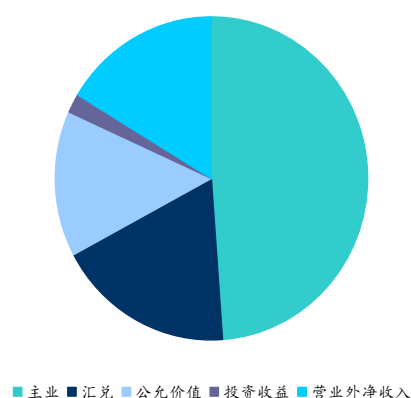
公司人民币汇兑收益 10.75 亿, 公允价值收益 8.33 亿 (其中油料衍生合同有 8 亿), 营业外净收入 10.93 亿 (其中政府补贴和超出结算期的票证结算款 6.59 亿和 3.08 亿), 这三项占利润总额的 49%。

图 5: 2010 年 EPS 分析



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 各版块对利润总额的贡献



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三, 淘汰老旧产能, 联盟效应即将体现, 维持推荐评级。

公司在 2010 年净增飞机 24 架, 其中购买和融资性租赁飞机共 25 架, 经营性租赁飞机 14 架, 处置飞机 15 架, 处置的飞机包括退租 2 架 A320 型飞机、1 架 B737-300 型飞机、3 架 MD11F 型飞机和出售 9 架 MD90 型飞机; 未来引进主力机型集中, 为 A320 系列、A330 和 B737 系列。最直接的影响就是机型精简、效率提升。从我们之前做过的分析了解到, 机型精简后, 其所对应的人、财、物都将随之精简, 有助于降低成本。且老旧机型本身能耗水平就偏高, 更

换新型飞机也有助于降低单位成本。

由于去年 3 月淡季如旺季带来的高基数使得今年 3 月同比增幅可能下降为个位数，日本地震后期避难客减少后可能导致减班，再考虑国内油价上调风险，高铁提前开通，短期内上涨动力略显不足。但战投未成、入盟在即，入盟后能够有效铺开航线网络和销售网络，在更大程度上的共享资源，助力于业绩效益的提升，我们对此仍有期待。目前我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.47 元、0.46 元和 0.61 元，对应 PE 为 13.72 倍、13.81 倍和 10.52 倍，维持“推荐”评级。

表 4: 机队引进计划

	2011	2012	2013	2014	2015
A319		7	3	4	2
A320	17	10	3	6	8
A321	2	5	6	6	6
A330	2	4	6	4	0
B737-700	2	2	5	7	6
B737-800	2	3	7	7	8
共计	25	31	30	34	30

资料来源：公司公告，长江证券研究部

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，日本核泄露加重影响日本航线，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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	74958	82587	86842	93591	货币资金	5027	8259	8684	9359
营业成本	60727	64506	67715	71096	交易性金融资产	71	167	167	167
毛利	14232	18081	19127	22495	应收账款	4598	5066	5327	5741
% 营业收入	19.0%	21.9%	22.0%	24.0%	存货	1287	1366	1434	1504
营业税金及附加	1463	1612	1695	1826	预付账款	714	758	796	835
% 营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动资产	16	18	19	20
销售费用	5325	5867	6169	6648	流动资产合计	11721	15640	16433	17633
% 营业收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	可供出售金融资产	5	279	566	868
管理费用	2656	2927	3077	3317	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	1450	1570	1584	1583
财务费用	431	951	1182	1420	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	1.2%	1.4%	1.5%	固定资产合计	75506	84019	96217	108387
资产减值损失	427	305	287	300	无形资产	1822	1752	1686	1623
公允价值变动收益	833	96	0	0	商誉	8509	8509	8509	8509
投资收益	119	132	28	13	递延所得税资产	44	67	69	72
营业利润	4882	6648	6746	8996	其他非流动资产	1752	1752	1752	1752
% 营业收入	6.5%	8.0%	7.8%	9.6%	资产总计	100810	113588	126816	140427
营业外收支	959	600	660	726	短期贷款	17810	22093	28402	32767
利润总额	5841	7248	7406	9722	应付款项	10945	11615	12192	12793
% 营业收入	7.8%	8.8%	8.5%	10.4%	预收账款	2989	3293	3462	3731
所得税费用	138	1594	1777	2333	应付职工薪酬	3206	3402	3571	3747
净利润	5703	5653	5628	7389	应交税费	1519	3043	3295	3948
归属于母公司所有者					其他流动负债	2699	2878	3021	3181
的净利润	5380.4	5252.9	5219.4	6852.1	流动负债合计	39168	46324	53944	60166
少数股东损益	323	400	409	537	长期借款	23355	23355	23355	23355
EPS (元/股)	0.48	0.47	0.46	0.61	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	52	21	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	21659	21659	21659	21659
经营活动现金流净额	10444	16144	16527	20335	负债合计	84234	91359	98959	105180
取得投资收益	30	9	10	11	归属于母公司	15577	20830	26049	32901
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	999	1399	1808	2345
无形资产投资	0	-22	-22	-22	股东权益	16576	22229	27858	35247
固定资产投资	-9429	-15958	-20928	-22292	负债及股东权益	100810	113588	126816	140427
其他	993	-273	-287	-301	基本指标				
投资活动现金流净额	-8436	-16245	-21228	-22605		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.477	0.466	0.463	0.608
股权融资	519	0	0	0	BVPS	1.38	1.85	2.31	2.92
银行贷款增加 (减少)	3890	4283	6309	4365	PE	13.39	13.72	13.81	10.52
筹资成本	1687	-951	-1182	-1420	PEG	1.60	1.63	1.64	1.25
其他	-6749	0	0	0	PB	4.63	3.46	2.77	2.19
筹资活动现金流净额	-652	3332	5127	2945	EV/EBITDA	9.03	7.34	6.98	5.83
现金净流量	1356	3231	425	675	ROE	34.5%	25.2%	20.0%	20.8%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。