

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

高基数下同比小幅增长

事件描述

（1）东方航空今日公布了 3 月生产数据：3 月公司未引进飞机，截至月底机队总数为 327 架；客运供求均上涨且供小于求，货运供求均下跌且供大于求，客货载运率环比同比均提升；年初至今，航空弱于大盘，公司股价好于行业。

（2）投资建议：

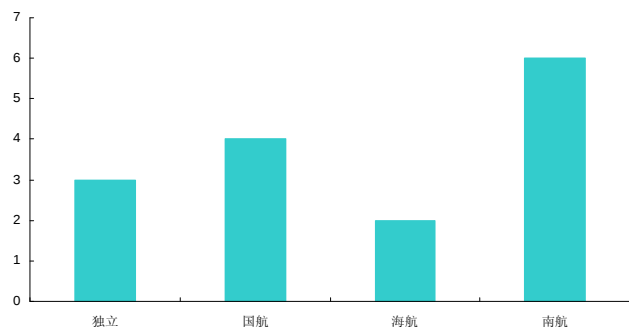
日本地震后期，避难客归国后，中日航线需求可能下滑，导致运力剩余。对美国和日本经济的悲观预期，导致对未来用油需求下滑的担忧，虽然中东局势暂不明朗，美元对其他货币维持弱势，但纽交所原油期货近日还是出现了小幅回落。若油价回落趋势确定，航空后续盈利稳定性将增强。此外，战投未成、入盟在即，入盟后能够有效铺开航线网络和销售网络，在更大程度上的共享资源，助力于业绩效益的提升，我们对此仍有期待。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.47 元、0.46 元和 0.61 元，对应 PE 为 13.72 倍、13.81 倍和 10.52 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，3 月公司未引进飞机，截至月底机队总数为 327 架。

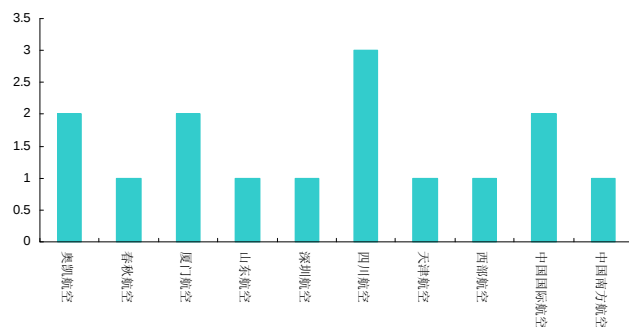
本月公司机队维持稳定，既无引进，也无退出，维持总数 327 架不变。

图 1：行业飞机净增情况（集团）



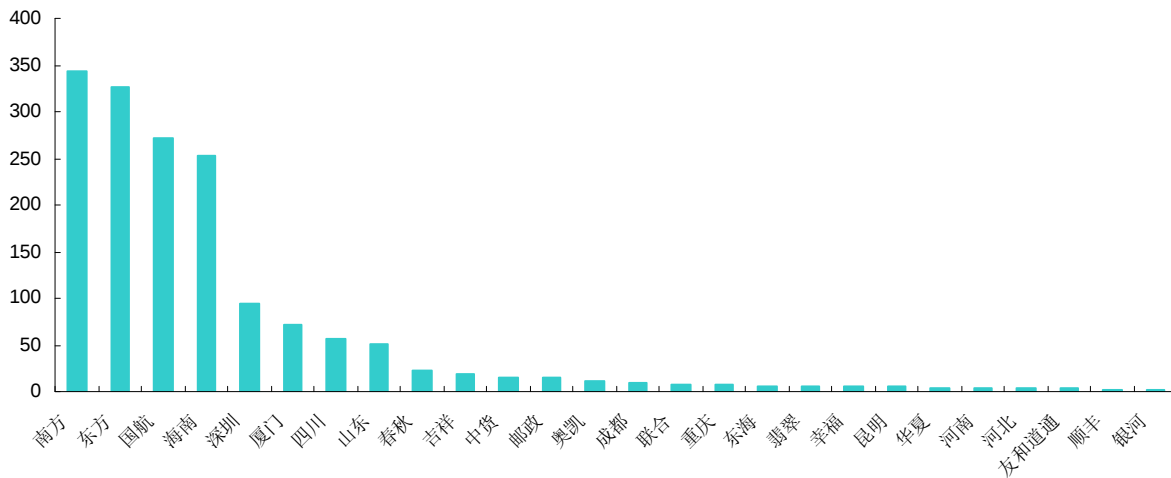
资料来源：长江证券研究部

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：最新行业飞机分布状态



资料来源：长江证券研究部

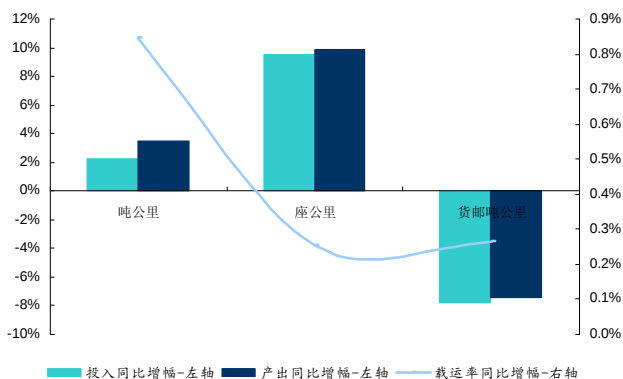
第二，客运供求均上涨且供小于求，货运供求均下跌且供大于求，客货载运率环比同比均提升。

3月为传统淡季，但公司3月 RPK 增幅环比上涨 1.93 个百分点；去年3月淡季不淡，公司在高基数下，实现同比增幅行业最高，为 9.86%（南航国航约为 4-5%），其中国际部分和南航一样，增速迅猛，同比增加 22.05%，但国际供给大于需求，拉低了客座率同比增幅。客运总体供不应求，客座率环比上升 0.18pts，同比上升 0.25pts。

货运供给和需求均出现下跌，且供给跌幅小于需求，导致载运率同比上升 0.26 个百分点。从分地区数据看，国内和地区业务负增长，国际正增长。虽然占比 74% 的国际业务 2 月投入降幅小于需求，载运率同比下滑，但公司在 3 月进行运力调整后，使得国际货运供求匹配，主动下降供给 9.21%，降幅大于需求的 6.85%，拉高了总体货邮载运率，确保总货邮载运率同比增长 0.26pts，环比增长 13.02pts。

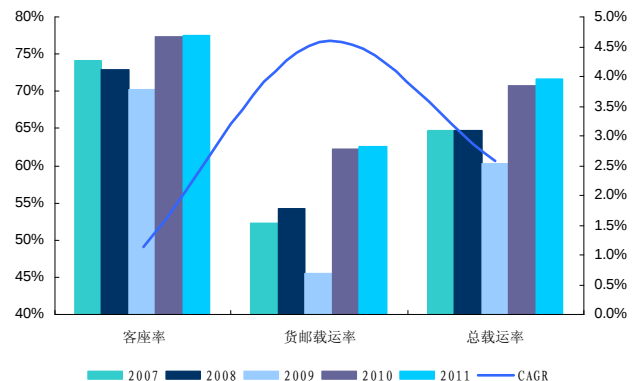
说明：公司 2009 年数据仅含东航，2010 年数据包含东航和上航，因此各主要生产指标同比增速均处于 50% 左右的状态。从 2011 年开始，月度数据均可在同口径下进行同比。

图 4：东方航空 3 月生产指标同比



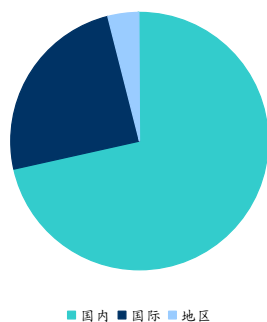
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：东方航空 2007-2011 年 3 月载运率同比



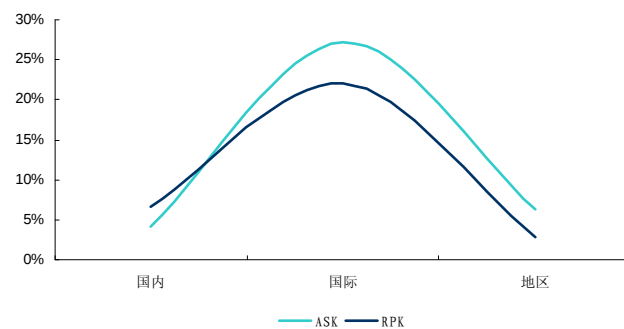
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 东方航空客运业务分地区比重 (RPK)



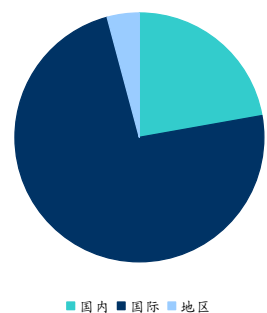
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 7: 东方航空客运分地区供求同比增幅



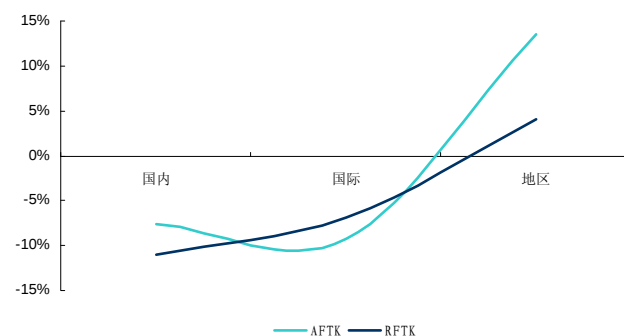
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 8: 东方航空货运业务分地区比重 (RFTK)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

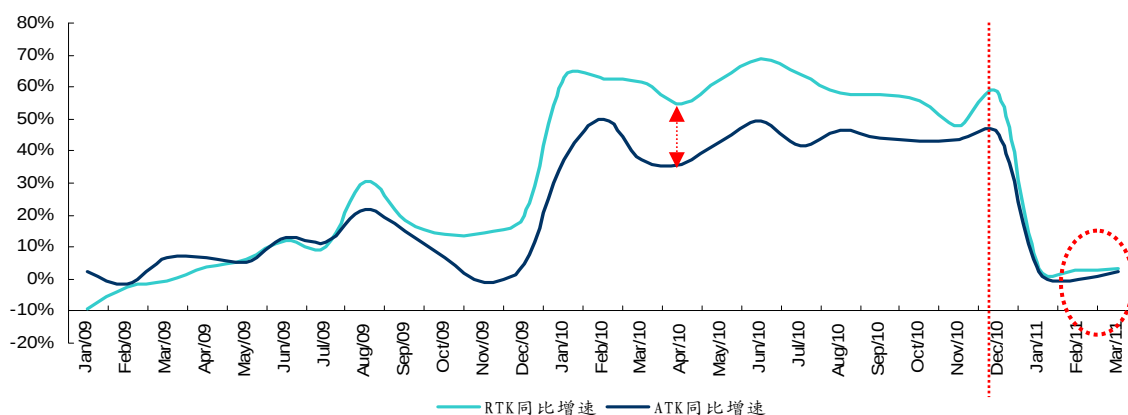
图 9: 东方航空货运分地区供求同比增幅



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

受益行业回暖和世博因素, 公司供求差距自 2009 年 11 月开始维持两位数增幅, 但从今年开始下降至个位数, 供求增速基本同步, 供求差距维持稳定。

图 10: 东方航空可供吨公里和收费吨公里同比增幅

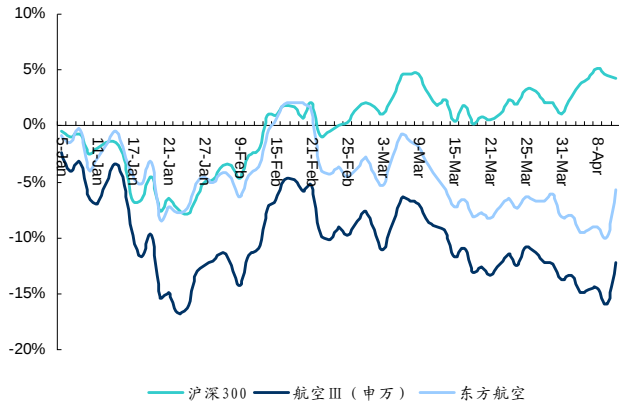


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第三，航空弱于大盘，公司股价好于行业指数。

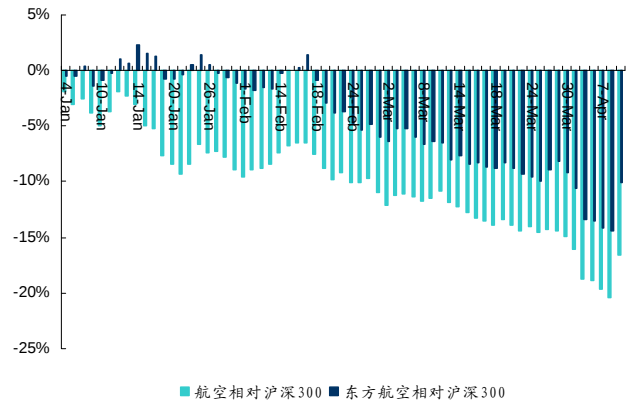
以年初为基数，行业指数跑输大盘。东方航空弱于大盘，强于指数。

图 11：沪深 300、航空指数、东方航空相对期初的表现



资料来源：wind，长江证券研究部（2011 年 1 月 4 日为基数）

图 12：航空指数、东方航空相对沪深 300 的表现



资料来源：wind，长江证券研究部（2011 年 1 月 4 日为基数）

第四，维持推荐评级。

日本地震后期，避难客归国后，中日航线需求可能下滑，导致运力剩余。对美国和日本经济的悲观预期，导致对未来用油需求下滑的担忧，虽然中东局势暂不明朗，美元对其他货币维持弱势，但纽交所原油期货近日还是出现了小幅回落。若油价回落趋势确定，航空后续盈利稳定性将增强。此外，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。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。

风险提示

日本核泄漏事件升级，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)				
	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。