

证券研究报告

航空运输Ⅲ



分析师 曾旭
021-38565575
zengxu@xyzq.com.cn
SAC:S1010210030008

推荐 (维持)

联系人: 朱峰
021-38565939
zhufeng@xyzq.com.cn

东方航空 (600115)

东航正式入盟，国际竞争力有望进一步提升

2011年6月21日

投资要点

事件:

6月21日，东航在北京人民大会堂举行隆重仪式，宣布正式加入天合联盟，上海航空随同其母公司一起正式加入天合联盟。

从2010年6月21日东航签署《天合联盟遵守协议》开始到2011年6月21日正式加入天合联盟，东航只用了12个月时间就完成了全部入盟对标和准备工作。这一年来，东航在航线网络对接、空地服务、常旅客计划、信息技术等方面取得了明显进步。

点评:

● 加入航空联盟是增强国际竞争力的必然选择

随着全球天空开放，航空业竞争日益加剧，竞争方式已经由以前的航线对航线、网络对网络的竞争演变为联盟对联盟的竞争。任何航空公司的规模都不可能大到覆盖全球市场，因此在广泛布点成本较高的前提下，加入航空联盟或组成航空公司联合体是最快捷、高效的途径。

航空联盟可以藉由各成员所串联而成的环球航空网络，提供乘客一致的高品质服务以及全球认可的识别标志，并加强每个联盟成员在本地及全球所提供的统一产品和服务。结盟后的新措施包括：为旅客提供更多班机选择和票位安排服务，联盟成员航空公司航班迁往同一航站楼以提供更方便的接转机联系，常客旅行积分的互换通用，机场贵宾厅的相互通用等等。这些措施可以使得联盟成员提供旅客于购票、机场报到及登机时更多的便利，同时减少成本、提高效率，以合作代替竞争。

据统计，目前星空联盟、天合联盟和寰宇一家三大航空联盟占据了全球航空客运市场约80%的份额，全球按销售收入排名前20位的航空公司都是三大航空联盟的成员。无法获得结盟机会的一些较小航空公司可能会被剥夺公平竞争的机会，其生存环境将进一步恶化。

在此背景下，携手世界级航空联盟成为中国航空公司构筑全球航线网络，增强国际竞争力的重要选择。2007年11月中国南方航空正式加入天合联盟；2007年12月中国国航和上海航空正式加入星空联盟；2010年4月16日中国东方航空与天合联盟签订入盟意向书，2010年11月1日上海航空退出星空联盟，随东航一起拟加入天合联盟。

表 1、三大国际航空联盟及成员

联盟	成立时间	联盟成员
星空联盟	1997 年 5 月	亚德里亚航空、加拿大航空公司、中国国际航空公司、新西兰航空公司、全日空、韩亚航空公司、奥地利航空公司、蓝天航空、英国中部航空公司、布鲁塞尔航空公司、美国大陆航空、克罗埃西亚航空、埃及航空公司、波兰航空公司、德国汉莎航空、北欧航空、新加坡航空公司、南非航空公司、西班牙航空公司、瑞士国际航空公司、葡萄牙航空公司、泰国国际航空公司、土耳其航空公司、美国联合航空、全美航空公司、
寰宇一家	1999 年 2 月	美国航空公司、英国航空公司、国泰航空公司、港龙航空公司、芬兰航空公司、西班牙国家航空公司、智利国家航空公司、匈牙利航空公司、澳洲航空公司、约旦皇家航空公司、俄罗斯 S7 航空公司
天合联盟	2000 年 6 月	大韩航空公司、中国南方航空公司、法国航空、荷兰皇家航空、意大利航空公司、捷克航空公司、俄罗斯航空公司、罗马尼亚航空、达美航空、美国西北航空公司、墨西哥国际航空公司、中国东方航空公司、上海航空、越南航空

数据来源：兴业证券研究所

● 天合联盟与东航的互补性强

三大航空联盟目前在市场上各有优势，星空联盟主要占据着亚、欧和南美市场，天合联盟主要在北美地区“称霸”，而寰宇联盟则在大西洋地区拥有相当优势。因此，天合联盟与东航的航线网络重叠性小，在欧美重要市场上可为东航带来更高质量的衔接客源，有利于东航与联盟成员积极开展航线合资联营，将国际航线网络从目前主要覆盖东北亚延伸到更广阔的欧美市场。一旦正式加入天合联盟，通过与联盟 13 家成员公司的航线网络的衔接，东航旅客将可通过一票到底、行李直挂和无缝隙中转到达世界 168 个国家的 921 个目的地。

此外，天合货运联盟还是唯一的货运联盟，是世界上处于领先地位。从 2000 年成立，拥有七家成员航空公司，包括墨西哥国际航空、法荷航空集团、达美航空、大韩航空、意大利航空和捷克航空，2010 年 11 月南航加入后成为天合货运联盟的第八家成员公司。天合货运联盟将在国际航线上为客户提供统一标准的货运系列产品，包括机场-机场快件产品、定制方案运输、特种货物运输产品和普货运输产品，以满足客户的不同需求，并统一服务标准，简化程序，提高地面服务质量。目前天合货运联盟每日航班量超过 11500 班，飞往 5 大洲 140 多个国家。

加入天合货运联盟迎合了东航整合旗下中货航、上货航、长城航空以提升货运竞争力的战略目的。

● 东航与南航的合作空间进一步提升

东航加入天合联盟后，与南航的竞合关系备受关注。国内航线上，东航核心枢纽为上海、昆明和西安，南航核心枢纽为广州、北京、沈阳、乌鲁木齐；国际航线上，东航主要覆盖东北亚，南航主要覆盖东南亚和中北亚。因此东航与南航在航线网络上重合性较小，合作大于竞争，未来有望通过代码共享进一步扩大合作规模。

此外，南航已加入天合货运联盟，近 2 年来货运实力大幅增强，而东航的货运实力历来不俗，两者可能很快将在货运方面开展合作。

● 入盟潜在收益

虽然目前还没有准确数据量化加入联盟对航空公司的提升作用，但这种趋势已被众多航空公司认同。以国航为例，其 2007 年 12 月加入星空联盟后，以联盟为平台积极拓展航线网络、获取新客源，2010 年星盟贡献收入达 17.5 亿元，较 2009 年增长 91%。

我们预计东航正式加入天合联盟后，在两三年内，其联盟贡献收入也将达到 10 亿级别，占其总收入的比例可达 1%。

● 盈利预测与估值

行业方面，国内市场景气、高铁降速且直达车次偏少、国际油价回落、人民币升值加速；公司方面，枢纽战略持续推进、整合后的协同效应日益显现、正式入盟有望进一步提升国际航线竞争力——在这些利好因素的作用下，我们预计东航 2011 年业绩较 2010 年仍有望小幅提升，因此上调 2011~2013 年 EPS 为 0.50、0.49、0.54 元，给予 12X PE，估值 6.00 元，维持推荐评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11721	24154	32059	46019
货币资金	5027	16582	23399	36038
交易性金融资产	71	100	100	100
应收账款	2127	2407	2778	3241
其他应收款	2471	2765	3191	3722
存货	1287	1541	1768	2043
非流动资产	89089	96568	104458	112755
可供出售金融资产	5	6	6	6
长期股权投资	1450	1595	1755	1930
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	68109	76397	84447	92496
在建工程	7397	6233	5654	5486
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1822	2122	2422	2722
资产总计	100810	120721	136517	158774
流动负债	39168	39873	43459	47661
短期借款	11193	10000	11000	12000
应付票据	1475	1717	1970	2276
应付账款	9469	10646	12212	14112
其他	17030	17509	18277	19273
非流动负债	45066	57305	62505	72805
长期借款	23355	28355	33355	38355
其他	21711	28950	29150	34450
负债合计	84234	97178	105964	120466
股本	11277	11277	11277	11277
资本公积	15653	15653	15653	15653
未分配利润	-11352	-5762	-219	5899
少数股东权益	999	1376	1843	2479
股东权益合计	16576	23543	30554	38308
负债及权益合计	100810	120721	136517	158774

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5380	5590	5543	6118
折旧和摊销	6986	4965	5837	6756
资产减值准备	-763	250	362	412
无形资产摊销	413	220	250	280
公允价值变动损失	833	1000	1000	1000
财务费用	431	740	1458	1938
投资损失	-119	-150	-150	-150
少数股东损益	323	377	467	636
营运资金的变动	-277	17332	-1682	-1924
经营活动产生现金流量	13929	20944	16349	23884
投资活动产生现金流量	-22629	-12515	-13775	-15106
融资活动产生现金流量	18513	3126	4242	3862
现金净变动	9813	11555	6816	12640
现金的期初余额	2192	5027	16582	23399
现金的期末余额	12005	16582	23399	36038

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	74958	83980	96926	113066
营业成本	60727	68686	78787	91047
营业税金及附加	1463	1638	1890	2205
销售费用	5325	5963	6882	8028
管理费用	2656	2973	3431	4003
财务费用	431	740	1458	1938
资产减值损失	427	250	300	350
公允价值变动	833	1000	1000	1000
投资收益	119	150	150	150
营业利润	4882	4881	5328	6646
营业外收入	1093	1500	1500	1500
营业外支出	134	100	150	200
利润总额	5841	6281	6678	7946
所得税	138	314	668	1192
净利润	5703	5967	6010	6754
少数股东损益	323	377	467	636
归属母公司净利润	5380	5590	5543	6118
EPS（元）	0.48	0.50	0.49	0.54

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	88.2%	12.0%	15.4%	16.7%
营业利润增长率	414.0%	0.0%	9.1%	24.7%
净利润增长率	656.0%	3.9%	-0.9%	10.4%
盈利能力(%)				
毛利率	19.0%	18.2%	18.7%	19.5%
净利率	7.2%	6.7%	5.7%	5.4%
ROE	34.5%	25.2%	19.3%	17.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	83.6%	80.5%	77.6%	75.9%
流动比率	0.30	0.61	0.74	0.97
速动比率	0.24	0.54	0.67	0.89
营运能力(次)				
资产周转率	0.87	0.76	0.75	0.77
应收帐款周转率	38.84	33.56	34.02	34.19
每股资料(元)				
每股收益	0.48	0.50	0.49	0.54
每股经营现金	0.93	1.86	1.45	2.12
每股净资产	1.38	1.97	2.55	3.18
估值比率(倍)				
PE	10.3	9.9	10.0	9.0
PB	3.5	2.5	1.9	1.5

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。