

主业稳定，受益升值净利润增 26%

——2011 年中报点评

报告关键点:

基本每股收益0.2174元，同比增长23.24%

报告摘要:

- 上半年公司实现营业收入387.8亿元，比去年同期增长15.3%；营业利润21.3亿，同比增长27.7%；归属于母公司股东的净利润24.5亿元，较去年同期的19.4亿元增长26.1%。基本每股收益0.2174，同比增长23.24%。
- 主业及汇兑贡献绝大部分利润：①上半年主业税前利润约为12.68亿，比去年同期的13.6亿下降1亿。②上半年公司实现净汇兑收益为8.2亿元，较去年同期的1.6亿增加6.6亿元。人民币兑换美元汇率升值1%，公司EPS增加约0.03元。③公允价值变动净收益0.81亿，比去年同期2.25亿减少1.4亿。
- 上半年客好货差，国内好于国际；航油成本上涨致使毛利略有下降：①上半年公司客运周转量485.6亿客公里，同比增长10.5%；客座率77.95%，同比提高2.14个百分点；每客公里收益为0.67元，比去年同期增加8.2%。分区域看，国内、国际航线可供座公里同比增长分别为6.58%、23.14%；客座率分别为79.98%、74.01%，同比分别提升2.8、1.5个百分点；客公里收益分别为0.68、0.60元，同比增长9.8%、5.8%。②上半年可用货邮吨公里、货邮周转量分别下降9.0%、9.5%，货运载运率同比下降0.29个百分点，每吨公里收入为1.88元，比去年同期减少6%。但从月度数据看，6、7月货邮周转量、载运率均已实现正增长，货运业务有所好转。③上半年航油成本达133.77亿元，同比增长33.51%，占运营成本的41.29%，主要是由于上半年航油消耗量同比增加约6.05%及平均油价同比增长25.89%所致。④上半年毛利率16.5%，较去年同期的18.0%下降了约1.5个百分点。
- 京沪高铁冲击小于预期，公司对上海市场的控制力将有效减小高铁对票价的冲击：京沪高铁开通初期，对客流及票价均有一定冲击，但近期票价上行明显，预计票价冲击将稳定在10%以内。对客流短期分流不可避免，但预计一年后增速将回归正常增速。
- 投资策略：预计全年公司将实现净利润56.6亿，EPS0.50元，目前PE估值为11倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：油价大幅上涨、行业需求增速低于预期、突发事件

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	39,831.3	74,958.1	88,286.7	95,319.5	#####
Growth(%)	-4.8%	88.2%	17.8%	8.0%	5.9%
净利润	539.7	5,380.4	5,659.7	5,365.9	6,005.2
Growth(%)	-103.9%	896.8%	5.2%	-5.2%	11.9%
毛利率(%)	6.5%	19.0%	17.5%	18.9%	19.1%
净利润率(%)	1.4%	7.2%	6.4%	5.6%	6.0%
每股收益(元)	0.05	0.48	0.50	0.47	0.53
每股净资产(元)	0.28	1.38	1.88	2.36	2.89
市盈率	115.3	11.6	11.0	11.6	10.4
市净率	20.1	4.0	2.9	2.3	1.9
净资产收益率(%)	15.5%	34.4%	26.1%	19.9%	18.2%
ROIC(%)	11.3%	21.4%	10.6%	13.6%	16.5%
EV/EBITDA	14.5	9.1	9.0	7.1	6.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

7.00 元

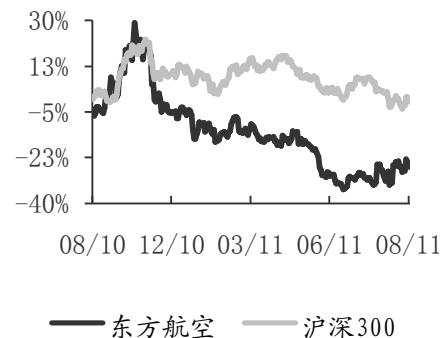
期限: 12 个月 上次预测: 7.00 元

现价(2011 年 08 月 30 日): 5.47 元

报告日期: 2011-08-30

总市值(百万元)	62,246.49
流通市值(百万元)	14,693.96
总股本(百万股)	11,276.54
流通股本(百万股)	2,661.95
12 个月最低/最高	4.85/9.86 元
十大流通股东(%)	68.89%
股东户数	299,191

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.22	9.00	(23.87)
绝对收益	2.21	5.56	(26.00)

吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

报告联系人

谢红

xiehong@essence.com.cn

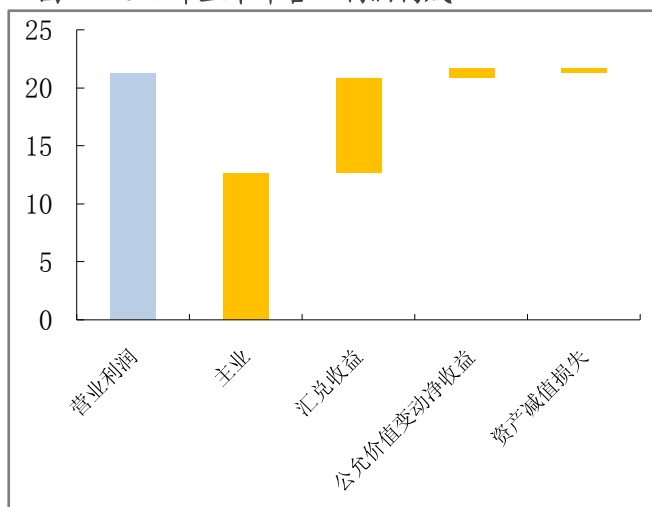
前期研究成果

东方航空：受益运营效率提升，主业大幅增长

2011-04-30

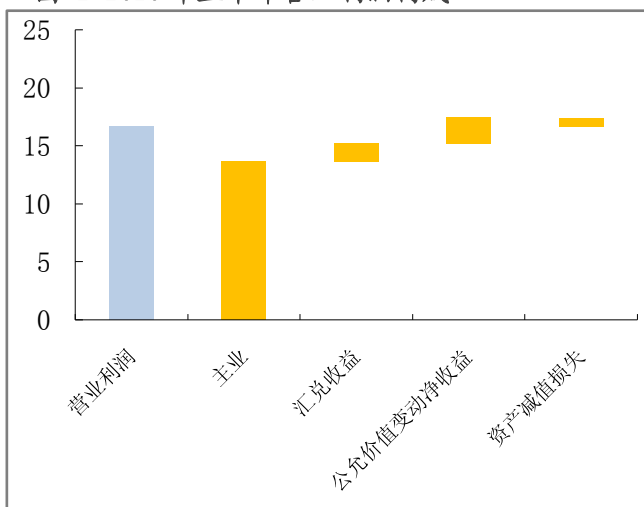
1. 公司数据

图 1 2011 年上半年营业利润构成



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 2 2010 年上半年营业利润构成



数据来源: WIND、安信证券研究中心

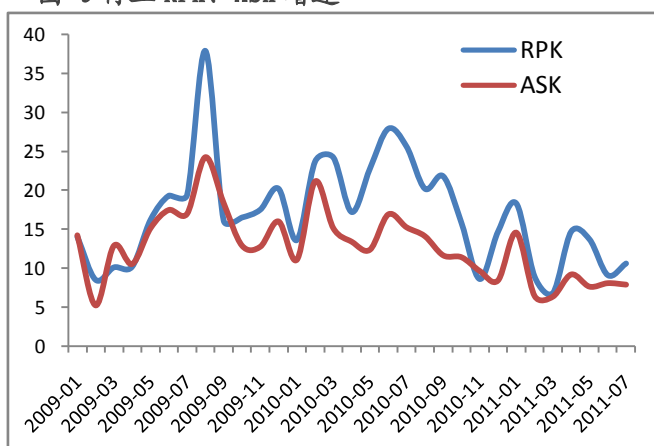
表 1 东方航空 2011 年上半年生产经营数据

	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	半年同比(%)
客运			
可供座公里 (百万)	62298	56382	10.5
收入客公里 (百万)	48564	42743	13.6
客座率 (%)	77.95	75.81	2.14
国内			
可供座公里 (百万)	42688	40054	6.6
收入客公里 (百万)	34140	30908	10.5
客座率 (%)	79.98	77.17	2.81
国际			
可供座公里 (百万)	16905	13729	23.1
收入客公里 (百万)	12511	9950	25.7
客座率 (%)	74.01	72.47	1.54
地区			
可供座公里 (百万)	2706	2599	4.1
收入客公里 (百万)	1913	1885	1.5
客座率 (%)	70.69	72.52	-1.83
货运			
可用货邮吨公里	3194	3512	-9.0
货邮周转量	1921	2122	-9.5
货邮载运率 (%)	60.14	60.43	-0.29
载运率	71.02	69.12	1.9

数据来源: WIND、安信证券研究中心

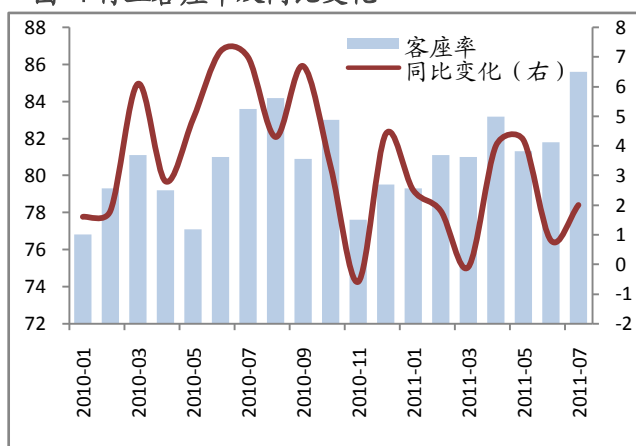
2. 行业数据

图 3 行业 RPK、ASK 增速



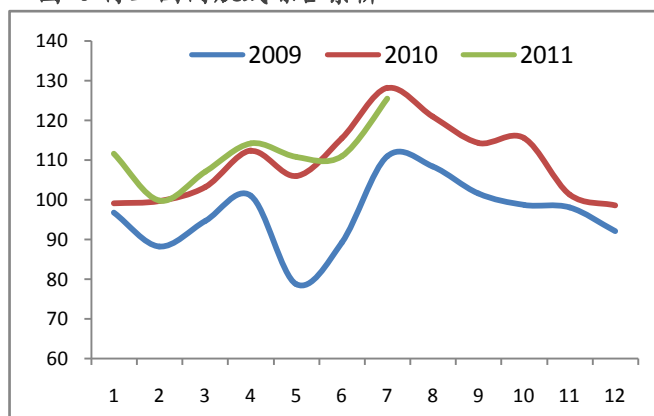
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 4 行业客座率及同比变化



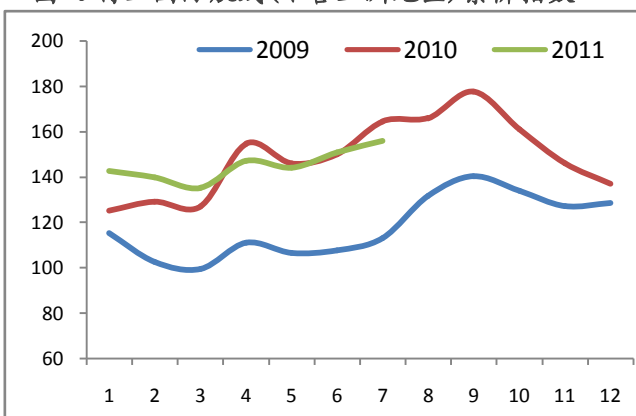
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 5 行业国内航线综合票价



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 6 行业国际航线(不含亚洲地区)票价指数



数据来源: WIND、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-29		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	39,831.3	74,958.1	88,286.7	95,319.5	#####	营业收入增长率	-4.8%	88.2%	17.8%	8.0%	5.9%	
减: 营业成本	37,248.3	60,726.6	72,841.3	77,282.7	81,634.7	营业利润增长率	-93.6%	-614.0%	4.9%	-5.8%	14.4%	
营业税费	1,018.8	1,462.8	1,721.6	1,906.4	2,018.4	净利润增长率	-103.9%	896.8%	5.2%	-5.2%	11.9%	
销售费用	2,969.5	5,324.6	6,091.8	6,577.0	6,963.4	EBITDA 增长率	-158.5%	105.7%	-15.1%	11.6%	2.2%	
管理费用	1,538.9	2,656.3	3,090.0	3,336.2	3,532.1	EBIT 增长率	-104.8%	670.6%	23.4%	16.3%	2.5%	
财务费用	1,639.3	431.3	-512.7	1,248.5	1,134.4	NOPLAT 增长率	-116.1%	179.0%	-12.2%	26.1%	8.2%	
资产减值损失	118.2	427.1	200.0	200.0	200.0	投资资本增长率	47.0%	77.2%	-1.8%	-10.9%	-5.2%	
加: 公允价值变动收益	3,774.7	833.4	200.0	-	-	净资产增长率	-132.7%	358.8%	35.7%	24.7%	22.3%	
投资和汇兑收益	-22.7	119.4	2,017.5	1,614.7	1,250.5							
营业利润	-949.8	4,882.2	5,122.1	4,823.3	5,516.0	利润率						
加: 营业外净收支	1,589.9	958.9	1,000.0	999.0	1,000.0	毛利率	6.5%	19.0%	17.5%	18.9%	19.1%	
利润总额	640.1	5,841.1	6,122.1	5,822.3	6,516.0	营业利润率	-2.4%	6.5%	5.8%	5.1%	5.5%	
减: 所得税	80.9	138.2	244.9	232.9	260.6	净利率	1.4%	7.2%	6.4%	5.6%	6.0%	
净利润	539.7	5,380.4	5,659.7	5,365.9	6,005.2	EBITDA/营业收入	14.6%	16.0%	11.5%	11.9%	11.5%	
						EBIT/营业收入	1.7%	7.1%	7.4%	8.0%	7.7%	
资产负债表						运营效率						
货币资金	2,191.7	5,027.4	7,062.9	13,379.6	22,276.8	固定资产周转天数	486	297	278	253	231	
交易性金融资产	3.5	71.1	-	-	-	流动营业资本周转天数	-165	-73	-58	-54	-53	
应收账款	2,901.0	4,598.2	5,930.8	6,401.0	6,581.1	流动资产周转天数	78	45	53	67	92	
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	12	9	11	11	12	
预付账款	377.4	714.3	838.9	967.7	1,210.5	存货周转天数	12	10	10	11	11	
存货	932.3	1,286.9	1,807.5	1,864.1	1,914.1	总资产周转天数	656	415	388	344	340	
其他流动资产	458.0	22.9	-1,247.0	-1,449.4	-1,704.1	投资资本周转天数	218	191	206	178	155	
可供出售金融资产	0.6	5.5	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.5%	34.4%	26.1%	19.9%	18.2%	
长期股权投资	1,152.5	1,450.4	20.0	19.9	19.9	ROA	0.8%	5.7%	6.6%	6.0%	6.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	11.3%	21.4%	10.6%	13.6%	16.5%	
固定资产	55,753.4	68,109.0	68,012.1	65,951.5	63,423.5	费用率						
在建工程	5,824.9	7,397.2	4,421.6	2,639.7	1,576.9	销售费用率	7.5%	7.1%	6.9%	6.9%	6.9%	
无形资产	1,401.1	1,822.0	1,700.7	1,587.4	1,481.7	管理费用率	3.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	
其他非流动资产	1,022.3	10,305.3	945.5	1,177.3	1,297.3	财务费用率	4.1%	0.6%	-0.6%	1.3%	1.1%	
资产总额	72,018.7	100,810.1	89,492.9	92,538.9	98,077.7	三费/营业收入	15.4%	11.2%	9.8%	11.7%	11.5%	
短期债务	8,406.6	11,193.1	5,057.9	10.0	10.0	偿债能力						
应付账款	9,922.7	11,694.1	17,515.9	18,017.9	18,127.8	资产负债率	95.0%	83.6%	74.9%	69.7%	65.0%	
应付票据	4,970.3	1,475.5	6,043.8	6,200.8	5,102.3	负债权益比	1893.3%	508.2%	298.0%	230.0%	185.7%	
其他流动负债	5,378.0	8,030.3	3,765.7	4,990.1	6,358.9	流动比率	0.19	0.30	0.43	0.70	0.98	
长期借款	13,004.9	23,355.0	23,355.0	23,355.0	23,355.0	速动比率	0.14	0.24	0.35	0.59	0.88	
其他非流动负债	19,737.6	21,711.2	10,459.5	10,774.1	9,394.2	利息保障倍数	0.42	12.32	-12.79	6.11	6.89	
负债总额	68,405.6	84,233.9	67,037.2	64,523.7	63,707.1	分红指标						
少数股东权益	509.5	999.1	1,216.5	1,440.1	1,690.3	DPS(元)	-	-	-	-	-	
股本	9,581.7	11,276.5	11,326.7	11,296.7	11,296.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	-6,478.1	4,300.6	9,954.8	15,320.7	21,325.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	3,613.1	16,576.2	22,498.1	28,057.5	34,312.9	业绩和估值指标						
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	559.2	5,702.9	5,659.7	5,365.9	6,005.2	EPS(元)	0.05	0.48	0.50	0.47	0.53	
加: 折旧和摊销	5,332.7	6,985.7	3,602.3	3,706.3	3,765.7	BVPS(元)	0.28	1.38	1.88	2.36	2.89	
资产减值准备	118.2	427.1	200.0	200.0	200.0	PE(X)	115.3	11.6	11.0	11.6	10.4	
公允价值变动损失	-3,774.7	-833.4	200.0	-	-	PB(X)	20.1	4.0	2.9	2.3	1.9	
财务费用	1,549.3	346.5	-512.7	1,248.5	1,134.4	P/FCF	-3.5	-16.0	-10.2	10.8	7.6	
投资收益	22.7	-119.4	-67.5	-54.7	-80.5	P/S	1.6	0.8	0.7	0.7	0.6	
少数股东损益	19.5	322.5	217.5	223.6	250.2	EV/EBITDA	14.5	9.1	9.0	7.1	6.2	
营运资金的变动	-901.1	104.5	-3,792.8	1,162.7	-1,008.6	CAGR(%)	115.4%	3.1%	27.6%	47.8%	95.1%	
经营活动产生现金流量	4,788.5	10,444.1	5,506.5	11,852.2	10,266.3	PEG	1.0	3.7	0.4	0.2	0.1	
投资活动产生现金流量	-8,595.1	-8,435.6	1,259.9	52.6	78.4	ROIC/WACC	1.3	2.5	1.2	1.6	1.9	
融资活动产生现金流量	2,085.6	-652.4	-12,174.7	-6,326.4	-1,134.4	REP	2.3	0.9	1.5	1.1	0.9	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，5 年证券行业从业经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008 年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010 年 8 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034