

证券研究报告—动态报告

交通运输

航空机场

东方航空(600115)

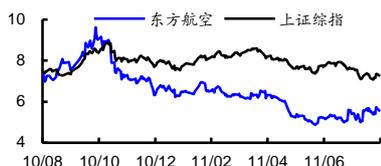
中性

东方航空 2011 年半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	11,276.5/2,662.0
总市值 (百万元)	62,246.5/33,982.6
沪深 300/深圳成指	2,576.41/11,372.38
12 个月最高/最低 (元)	9.63/4.88

相关研究报告:

《东方航空-600115-盈利同比略有改善, 横向对比仍处劣势》——2011-4-29

《东方航空-600115-主业增盈 80 亿, 但世博需求无法持续》——2011-3-31

《东方航空-600115-2010 年三季报点评: 等待“后世博”航空需求落地》——2010-10-29

《ST 东航 2009 年报点评: 主业盈利迎来拐点, 关注潜在融资需求》——2010-4-20

证券分析师: 陈建生

电话: 0755-82133766

E-mail: chenjsheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120047

半年报点评

业绩超预期, 源于税率假设偏差

●盈利增长 19%, 超出预期, 源于税率假设偏差

东方航空 2011H1 归属于母公司股东的净利润为 25.2 亿, 同比增长 19%。折合每股收益 0.22 元, 超出国信交运中报前瞻 0.17 元的业绩预测。

业绩超出预期的主因是所得税率的假设偏差: 东方航空 2011H1 所得税有效税率为 4.6%, 因公司 2011H1 抵扣了以前年度 (2008) 亏损; 而我们采用的假设是 24%, 并未考虑该因素, 因我们无法确认公司的抵扣时点。

从利润构成分析, 东方航空 2011H1 航空主业利润依然较去年下滑 1 亿人民币, 主因是收入增长无法覆盖利润率下滑。

●国际客运表现优于国航、南航

东方航空 2011H1 亦表现出客强货弱、外强内弱的特点, 符合行业共性。

东航国际客运业务可用座公里收益同比增长 9%, 优于国航 (同比下滑 1%) 和南航 (同比持平)。

●报告期内非油成本低增长

报告期内公司成本低增长, 非油成本同比仅微增 6%, 低于 8.5% 的客货投入综合增幅, 但无法判断能否持续。

●风险提示

经济下行影响内线需求; 高铁分流超出预期; 内航外线运力快速投放进一步恶化外线竞争格局。

●维持“中性”评级

我们维持对于东方航空 2011-13 年 EPS0.49、0.43、0.62 的盈利预测, 分别 11.4、12.9、8.9 倍 PE。

维持东方航空“中性”的投资评级

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	39,831.33	74,958.11	89,856	96,235	107,910
(+/-%)	-4.81%	88.19%	19.9%	7.1%	12.1%
净利润(百万元)	711.68	5,380.38	5474	4815	6993
(+/-%)	105.11%	656.01%	1.7%	--	45.2%
每股收益 (元)	0.07	0.48	0.49	0.43	0.62
EBIT Margin	6.01%	9.80%	6.3%	5.0%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	21.15%	34.54%	26.0%	18.6%	21.3%
市盈率 (PE)	74.32	11.57	11.4	12.9	8.9
EV/EBITDA	9.62	6.76	11.5	11.6	9.1
市净率 (PB)	15.72	4.00	2.96	2.41	1.89

盈利增长 19%，超出预期，源于税率假设偏差

东方航空 2011H1 归属于母公司股东的净利润为 25.2 亿，同比增长 19%。折合每股收益 0.22 元，超出国信交运中报前瞻 0.17 元的业绩预测。

业绩超预期主因是有效税率的假设偏差：东方航空 2011H1 所得税有效税率为 4.6%，因公司 2011H1 抵扣了以前年度（2008）亏损；而我们采用的假设是 24%，并未考虑该因素，因我们无法确认公司的抵扣时点。

受益于运量增长以及运价提升，东方航空 2011H1 收入同比增长 15.3%；但国际油价大幅上涨，营业成本同比增加 17.5%，超过收入增幅。

表1：东方航空2011H1利润简表：无特别标注单位为百万元

	2011H1	同比
营业收入	38,782	15.3%
营业成本	32,394	17.5%
营业利润	2,129	27.7%
利润总额	2,643	21.9%
归属于母公司股东的净利润	2,521	18.9%
每股收益：元	0.217	23.2%

数据来源：公司中报，国信证券研究所测算

从利润构成分析，东方航空 2011H1 航空主业利润依然较去年下滑 1 亿人民币，略低于我们之前预期（同比持平或略有增长），主因是收入增长无法覆盖利润率下滑。

航油套保收益同比减少约 1.4 亿人民币，因航油套保合同陆续到期。

受益于人民币升值加速，2011H1 东方航空汇兑收益同比增加 6.6 亿。

表2：东方航空2011H1利润构成：无特别标注单位为百万元

	2011H1	2010H1	同比
航空主业	1,162.6	1,260.9	-98.3
公允价值变动损益	85.5	224.5	-139.0
投资收益	817.6	155.7	661.9
汇兑收益	63.5	25.6	37.8

数据来源：公司中报，国信证券研究所测算

国际客运表现优于国航、南航

东方航空 2011H1 亦表现出客强货弱、外强内弱的特点，符合行业共性。

从表 3 可以看出，国内可用客公里收益同比提升 12%，国际可用客公里收益同比增长 9%，货运可用吨公里收益同比下滑。

表3: 东方航空2011H1可用吨公里(客公里)收益同比变化

	2011H1(元)	同比%
可用货运吨公里收益	1.12	-6.5%
可用客公里收益	0.51	11.4%
可用客公里收益-国内	0.53	12.1%
可用客公里收益-国际	0.45	9.3%
可用客公里收益-地区	0.57	2.6%

数据来源: 公司中报, 国信证券研究所测算

国际客运可用座公里收益同比增长 9%, 优于国航(同比下滑 1%)和南航(同比持平)。

东方航空 2011H1 国际航线客公里收益和客座率出现双升, 而国航、南航则是票价上升、客座率下滑。我们认为东航国际客运表现优于同业, 得益于东上合并的网络协同效应仍在持续。

表4: 东方航空2011H1运价(票价)同比变化

	2011H1(元)	同比%
货运吨公里收益	1.86	-6.1%
客公里收益	0.65	8.3%
客公里收益-国内	0.66	8.2%
客公里收益-国际	0.61	7.0%
客公里收益-地区	0.8	5.3%

数据来源: 公司中报, 国信证券研究所测算

表5: 东方航空2011H1载运率(客座率)同比变化

	2011H1(%)	同比(百分点)
货运载运率	60.14	-0.29
客座率	77.95	2.14
客座率-国内	79.98	2.81
客座率-国际	74.01	1.54
客座率-地区	70.69	-1.83

数据来源: 公司中报, 国信证券研究所测算

报告期内非油成本低增长

报告期内公司成本低增长, 非油成本同比仅微增 6%, 低于 8.5%的客货投入综合增幅。我们认为公司非油成本低增速的驱动因素有待研究, 尚无法判断能否持续。

横向比较可以发现，公司维修成本同比负增长，而国航、南航维修成本同比增速均高于业务量增速。同时东航飞机拥有成本同比仅增长 3%，远低于 8.5% 的业务量增速。

表 6: 东方航空 2011H1 年细分成本分析 (无特别标注单位为百万元)

	2011H1	2010H1	同比	解释
燃油	133,771	100,194	34%	业务量增长和油价上涨
起降费	38,887	34,013	14%	业务量增长
飞机拥有成本	52,951	51,338	3%	飞机周转效率提升
其中: 折旧费	33,605	32,172	4%	
其中: 经营租赁费	19,346	19,166	1%	
维修成本	18,529	19,930	-7%	有别于同业, 同比负增长, 公司认为受益老旧飞机退役
人工成本	41,940	35,049	20%	工资上升和人员增加
餐食	9,627	7,008	37%	业务量上升和食品价格上涨
民航建设基金	6,552	6,139	7%	
销售费用	17,696	15,918	11%	
地面服务费用	2,469	1,819	36%	机场服务费用或有提升
管理费用及其他	37,165	37,297	0%	管理费用控制良好
其他经营租赁费用	3,147	2,581	22%	
非油成本费用	243,028	228,417	6%	
Ask (百万客公里)	62,299	56,382	10.5%	
客货投放增速 (按收入比例加权)			8.5%	非油单位成本同比下降

数据来源: 公司中报, 国信证券研究所测算

维持“中性”评级

我们维持对于东方航空 2011-13 年 EPS0.49、0.43、0.62 的盈利预测, 分别 11.4、12.9、8.9 倍 PE。

维持东方航空“中性”的投资评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5027	6027	6454	10374	营业收入	74958	89856	96235	107910
应收款项	4598	5512	5903	6620	营业成本	60727	73131	80043	87700
存货净额	1287	1578	1727	1894	营业税金及附加	1463	1988	2156	2304
其他流动资产	737	884	946	1061	销售费用	5325	6290	6736	7554
流动资产合计	11721	14071	15102	20020	管理费用	2656	2756	2467	2758
固定资产	75506	78419	80338	82625	财务费用	431	760	287	125
无形资产及其他	1822	1761	1701	1640	投资收益	119	119	119	119
投资性房地产	10311	10311	10311	10311	资产减值及公允价值变动	406	800	0	0
长期股权投资	1450	1748	2046	2344	其他收入	0	700	1000	1000
资产总计	10081	10631	10949	11694	营业利润	4882	6550	5665	8589
短期借款及交易性金融负债	17810	10868	4668	0	营业外净收支	959	800	800	800
应付款项	10945	13419	14689	16111	利润总额	5841	7350	6465	9389
其他流动负债	10413	12655	13738	15105	所得税费用	138	1470	1293	1878
流动负债合计	39168	36942	33095	31215	少数股东损益	323	406	357	518
长期借款及应付债券	23355	23355	23355	23355	归属于母公司净利润	5380	5474	4815	6993
其他长期负债	21711	23685	25658	27632					
长期负债合计	45066	47040	49013	50987					
负债合计	84234	83982	82109	82202					
少数股东权益	999	1278	1523	1879					
股东权益	15577	21051	25866	32859					
负债和股东权益总计	10081	10631	10949	11694					
	0	1	8	0					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5380	5474	4815	6993
资产减值准备	309	(427)	0	0
折旧摊销	6662	6988	7616	8196
公允价值变动损失	(406)	(800)	0	0
财务费用	431	760	287	125
营运资本变动	(8006)	4911	3723	3764
其它	(87)	706	245	356
经营活动现金流	3852	16852	16400	19308
资本开支	(21216)	(8613)	(9474)	(10422)
其它投资现金流	(68)	0	0	0
投资活动现金流	(21582)	(8911)	(9772)	(10720)
权益性融资	519	0	0	0
负债净变化	10350	0	0	0
支付股利、利息	(1687)	0	0	0
其它融资现金流	2719	(6942)	(6200)	(4668)
融资活动现金流	20566	(6942)	(6200)	(4668)
现金净变动	2836	999	428	3920
货币资金的期初余额	2192	5027	6027	6454
货币资金的期末余额	5027	6027	6454	10374
企业自由现金流	(17866)	7838	5732	7613
权益自由现金流	(4796)	(271)	(1498)	2045

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.48	0.49	0.43	0.62
每股红利	0.15	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.38	1.87	2.29	2.91
ROIC	11%	8%	7%	12%
ROE	35%	26%	19%	21%
毛利率	19%	19%	17%	19%
EBIT Margin	6%	6%	5%	7%
EBITDA Margin	15%	14%	13%	15%
收入增长	88%	20%	7%	12%
净利润增长率	897%	2%	--	45%
资产负债率	85%	80%	76%	72%
息率	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	11.6	11.4	12.9	8.9
P/B	4.0	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.8	11.5	11.6	9.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦骞 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn