

东方航空 (600115.SH)

航空运输行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

市价(人民币): 4.04元  
目标(人民币): 5.00-5.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,661.95
流通港股(百万股)	3,494.32
总市值(百万元)	45,557.22
年内股价最高最低(元)	6.32/3.54
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 国际航线边际改善明显

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.477	0.433	0.311	0.425	0.615
每股净资产(元)	1.38	1.81	1.99	2.29	2.77
每股经营性现金流(元)	0.93	1.19	1.20	1.56	1.79
市盈率(倍)	13.79	8.77	13.00	9.51	6.57
行业优化市盈率(倍)	43.43	32.04	32.04	32.04	32.04
净利润增长率(%)	896.84%	-9.18%	-28.31%	36.80%	44.62%
净资产收益率(%)	34.54%	23.91%	15.59%	18.57%	22.17%
总股本(百万股)	11,276.54	11,276.54	11,276.54	11,276.54	11,276.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 东方航空 12 年一季度实现净利润 2.67 亿元, EPS 0.0236 元, 同比增长下降 74%, 基本符合我们的预期。

## 经营分析

- 营业税改增值税导致主业有所亏损: 公司 1 季度营业外收入达到 4.14 亿元, 剔除营业外收入后公司主业亏损约 1.96 亿元, 而这主要是由于公司地处上海、营业税改增值税导致, 剔除此项影响, 公司实际主业盈利与最后利润相当。考虑到一季度人民币升值不足 0.1%, 去年同期为 1%, 造成汇兑收益同比减少 3.3 亿元, 利润同比减少约 5 亿, 同比下降 50% 左右。
- 油价和经济疲软是主营利润大幅下滑的主要原因: 伊朗事件导致燃油价格高企, 预计燃油成本支出增长 21% 左右(采购价格同比增长 17%), 另外, 由于经济疲软导致需求, 两者共同导致实际经营利润的同比下降。
- 主营业务盈利与国航南航的差距有所缩窄: 尽管利润同比下降, 但实际下降幅度相对较小, 公司近年以来与国航南航相比盈利相差很大, 今年已经延续继续缩窄的趋势, 其原因有三: 一是公司有效地减少了运力供给, 尤其是亏损的国际和地区航线, 由于 1 季度公司运力投放增速仅 3%, 造成营收增速较慢; 二是公司成本控制更加严格, 如销售费用和管理费用仅同比增长 2.2% 和 2.9%; 三是公司销售能力和收益管理能力继续得到改善。

## 展望

- 国际航线将继续贡献边际改善效益: 首先, 国际航线过去一直是公司业绩最大的拖累者, 尤其是欧美长航线, 公司在相关航线上控制运力投放的战略将使效益明显回升, 其次, 日本地震导致日本航线的低基数也可以提升边际效益。
- 国内航线逐步回稳: 国内航线将有望受到经济复苏及空域紧张的双重影响, 从供需端共同改善边际供需关系, 预计盈利将稳步恢复。

## 投资建议

- 我们维持 2012 年 EPS 0.309 元的预测; 目前行业估值在历史底部, 具有配置价值, 而公司 9.3 倍的估值在行业内偏低, 预计随着 2-3 季度旺季的到来率先进行估值修复, 维持“买入”评级, 另外我们也提请关注估值更低的 H 股东航的投资机会。

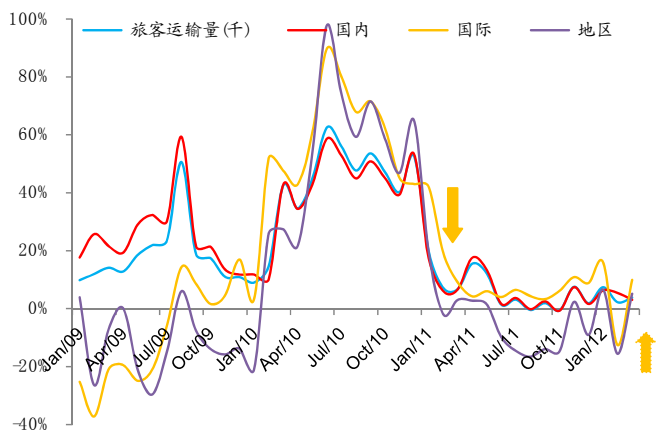
黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 经营数据回顾与展望

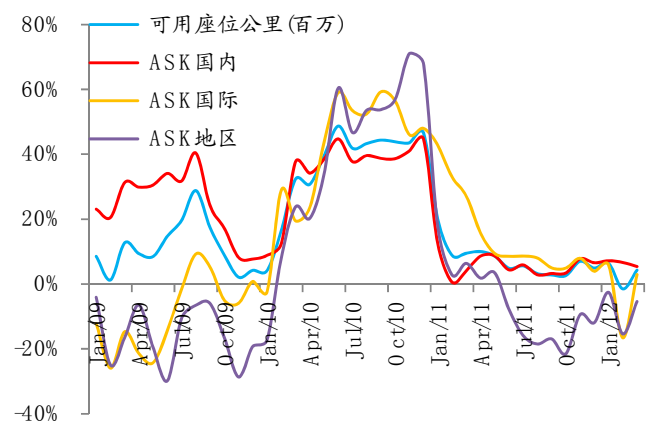
### 国际航线边际收益将继续回升

- 尽管公司国际和地区航线 ASK 占 30%左右，但国际航线的边际利润改善将好于公司国内航线：首先是需求端——日本地震带来的低基数以及美国经济复苏带来的国际航线需求预计将逐步回升、其次公司长航线控制运力将继续提升边际效益改善。
- 从需求端看，国际航线需求预计将继续企稳回升，我们也可以看到近几个月国际航线需求增速稳步回升：
  - 美国经济形势逐渐好转，ISM 公布 PMI 在 09 年 6 月以来，连续处于 50 景气线之上，显示工业持续扩张；而零售总额已经超过金融危机之前的水平，美国经济的复苏将有利于世界经济形势的好转，并推动国际航空业务的恢复。
  - 其次，美国、日本相继宣布放松中国公民签证尺度，增加发放数量，也利好国际航线经营；一方面美国将进一步简化签证难度，另一方面则是增加签证发放量，继 11 年发放签证突破百万后，预计 12 财年赴美签证发放量将达到 130 万，增加将近 30%；而日本方面在签证申请难度、有效期、停留时间等都作出了较大的放松，签证政策的放松将进一步驱动需求高速增长。
  - 再次，11 年日本地震严重国际航线经营，旅客增速出现非常明显的下滑，公司相关业务接近零增长，且全年基数较低。随着日本地震因素的影响逐渐散去，将会带到国际航线快速增长，公司日本航线占国际航线的比重比较高，因此边际改善效益也是最明显。
- 从供给端看，公司相对控制了持续亏损的国际航线运力投放，1 季度国际航线的 ASK 同比增长-2.8%，地区航线同比增长-7.7%。需求的回升及运力的控制使得公司国际航线客座率同比明显回升，1 季度国际航线客座率达到 78%，同比提升了 4.9 个百分点，地区航线为 72.35%，同比提升了 3.6 个百分点。

图表1：东航国际航线旅客增速已经基本触底

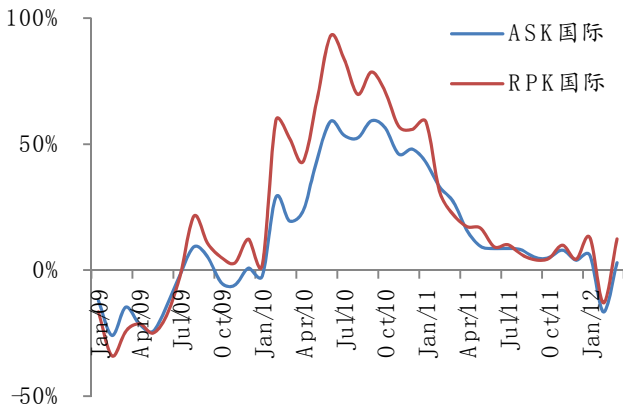


图表2：东航国内国际和地区航线 ASK 增速较低



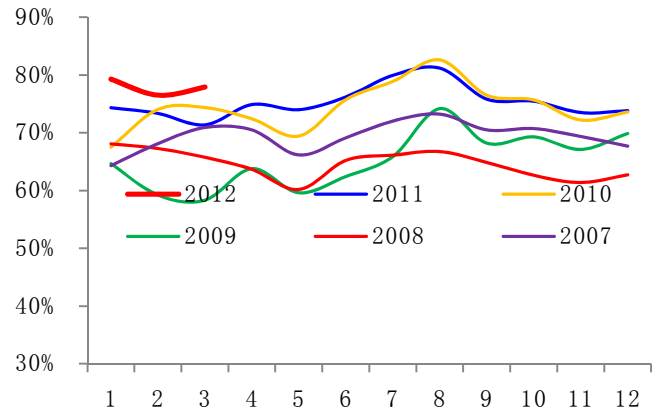
来源：国金证券研究所 Bloomberg，公司公告

图表3: 东航国际航线 ASK 和 RPK 增速比较



来源: 国金证券研究所 Bloomberg, 公司公告

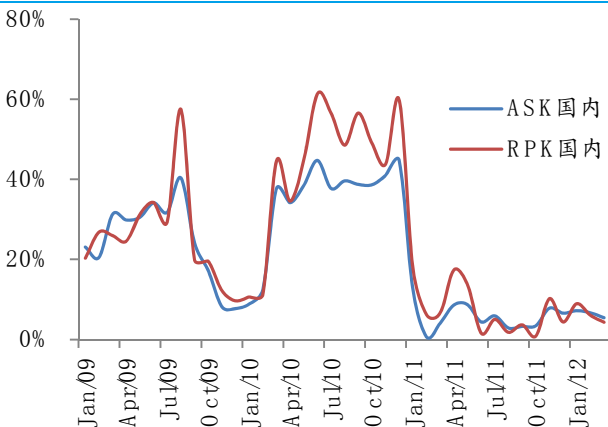
图表4: 东航国际航线客座率创历史同期新高



### 国内航线的盈利将有望逐步稳定

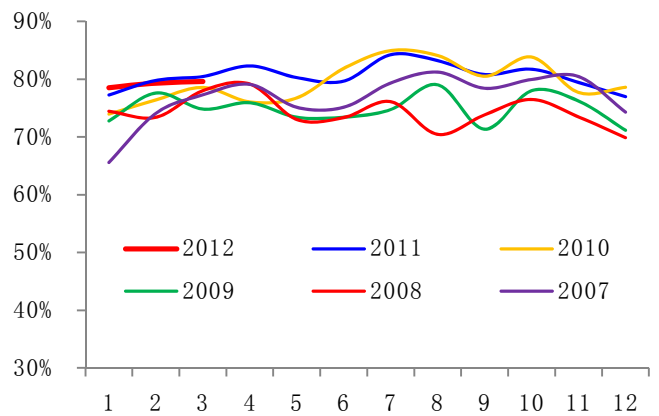
- 与国际航线边际改善不同, 我们认为公司的国内航线收益将可能继续下滑, 但下滑的幅度将有望不断缩窄。
- 从需求上来说, 近期的经济下滑导致国内航线需求有所下滑, 一季度公司国内航线的 RPK 同比增长 6.4%, 但 ASK 增速也与此相当, 公司在淡季明显加大了飞机维修保养力度, 使得在飞机利用小时没有下降的情况下, 公司客座率基本同比保持稳定。
  - 1 季度国内航线客座率达到 79.1%, 同比基本持平。当然, 这种较高的客座率一定程度上还是牺牲了一些票价水平, 我们判断 1 季度国内航线的裸票价格水平应当有所下滑, 但幅度不大。
- 我们判断国内航线的需求有望触底逐步回升, 但由于今年经济刺激的力度可能比较有限, 经济惯性下滑趋势短期内难以完全扭转, 但政策的调整也将是下滑幅度预计不是很明显, 并且有望逐步企稳回升。在这种背景下, 我们认为公司上半年国内航线的盈利将继续同比下滑, 但随着需求的逐步回暖, 下滑的幅度将有望逐步缩窄。

图表5: 东航国内航线 RPK 及 ASK 增速比较



来源: 国金证券研究所

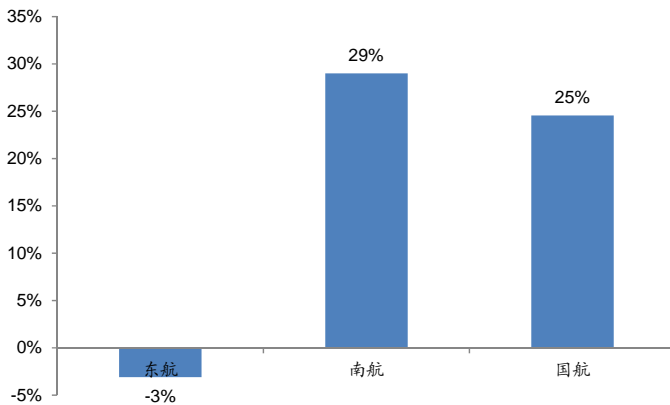
图表6: 东航国内航线历年客座率



## 协同效应与公司战略进一步提升公司效益

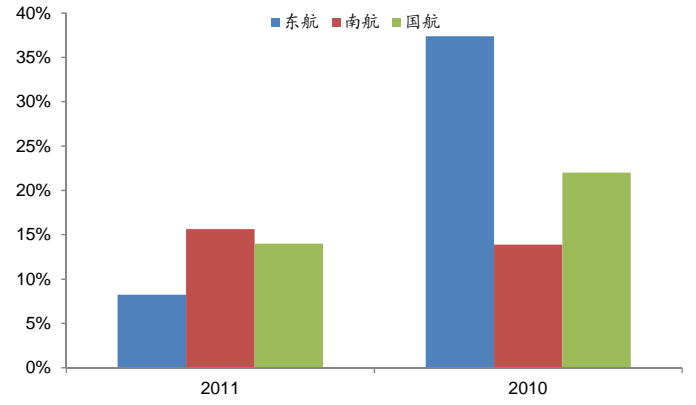
- **合并上航，协同效应依然显著：**由于与上航所处的区位相同，公司 09 年合并上航，经过 2 年的发展，协同效应十分显著。这体现在以下几个方面：
  - **成本控制更加得力：**公司明显加大的成本控制力度，单位成本的下降则显示了公司在成本控制方面的出众表现；2011 年公司单位成本增加 8%，而南航与国航增速分别为 15.6% 与 14%。以人工成本为例，2011 年公司人工同比下降 3%，为三大航中人工成本唯一下降的航空公司，同期国航和南航同比大幅上升，增幅分别为 25%、29%，人工成本的控制显示公司管理水平的提升。
  - **收益管理水平继续提升，公司单位收益增幅明显：**公司单位收入 2011 年同比增加 3.3%，增速仅慢于南航 8% 的增速，快于国航，南航由于其大量运力投入到票价更高的国际航线，引起单位收益水平的快速提升，有其特殊性，与运力投放相对较为稳定的国航相比收益增速较快显示公司整体盈利水平的回升。
  - **机型结构优化战略清晰：**东方航空之前在三大航空里面机型结构最为复杂，机型多样化以及老化也比较严重，在合并之后，公司在机型引进上更加清晰，简化机型和淘汰老旧飞机，使未来的机型结构更加合理，将逐步形成 320、737 和 330 为主的机型结构。机型结构的优化将更加有利于提升飞机利用效率、提升人员使用效率、减少维修成本及燃油消耗，从而在收益和成本上都能带来很大的好处。

图表7：2011 三大航人工成本变动



来源：国金证券研究所 公司公告

图表8：三大行单位成本增速对比



- **运力投放战略更为务实：**为了应对经营环境的变化，公司适当的调整发展战略：在国际航线实行收缩战略，对亏损航线实行撤线处理；国内区域化战略意图明确，东部稳定增长，西部消化运力，从而在行业景气度下降的形势下，能够提升自身的效益水平，也为企业旺季来临时的稳定发展奠定了基础。

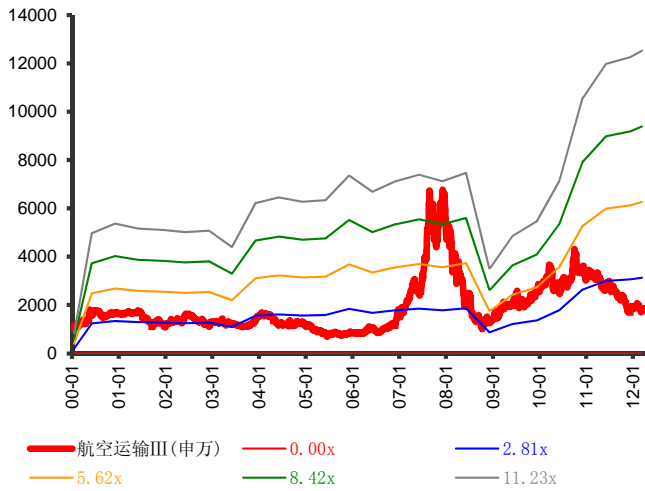
## 底部基本形成，复苏依然依赖经济回暖

- 从目前的情况来看，航空运输 PB 估值已经处于历史较低的阶段，行业整体具有长期持有的价值，而公司估值在三大行中处于最低。
- 公司业绩的提升依然依赖行业的整体回暖，虽然目前经济相对低迷，通胀依然在 3% 以上，复苏依然存在一定不确定性，需要进一步观察，但

是，我们还是相信经济已经处于筑底过程中，在这种情况下，我们认为航空的基本面也已经处于筑底过程之中。

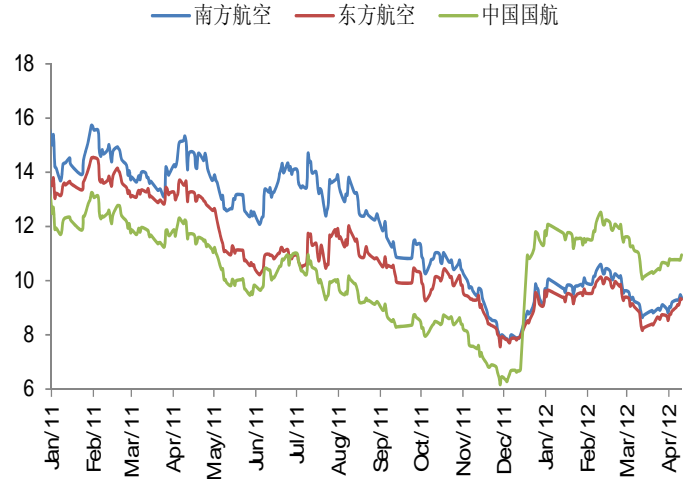
- 目前航空正处于估值和基本面的双底区域，我们认为航空目前具有配置价值，但考虑到目前经济前景的不确定性，我们仍建议标配。

图表9：行业估值处于历史低位

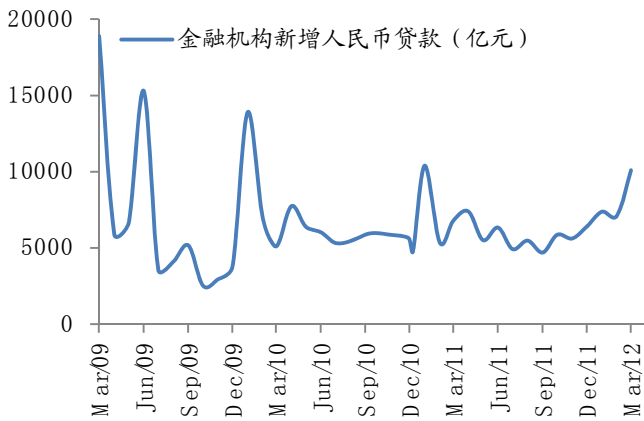


来源：国金证券研究所，Wiind 资讯

图表10：公司股价具有修复机会

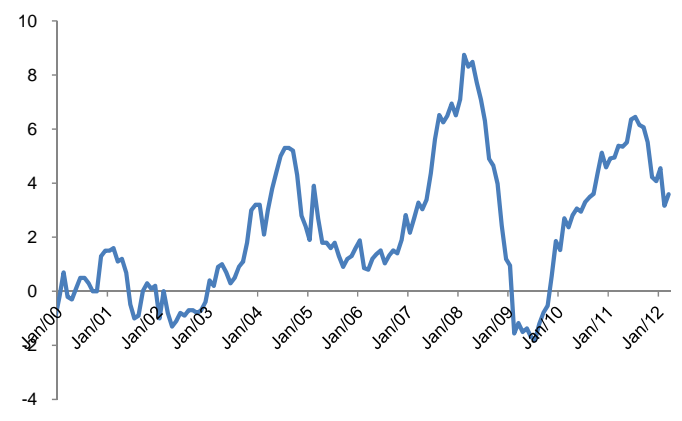


图表11：信贷水平已经到底部回升



来源：国金证券研究所，Wind 资讯

图表12：CPI 已经开始高位回落



图表13: 财务数据分析及预测

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	39,831	74,958	83,975	96,164	109,971	122,810
增长率		88.2%	12.0%	14.5%	14.4%	11.7%
主营业务成本	-37,248	-60,727	-70,448	-79,337	-89,785	-97,908
%销售收入	93.5%	81.0%	83.9%	82.5%	81.6%	79.7%
毛利	2,583	14,232	13,527	16,826	20,186	24,902
%销售收入	6.5%	19.0%	16.1%	17.5%	18.4%	20.3%
营业税金及附加	-1,019	-1,463	-1,803	-2,213	-2,539	-2,858
%销售收入	2.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
营业费用	-2,970	-5,325	-5,406	-5,676	-6,271	-6,929
%销售收入	7.5%	7.1%	6.4%	5.9%	5.7%	5.6%
管理费用	-1,539	-2,656	-2,576	-2,962	-3,407	-3,747
%销售收入	3.9%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	-2,944	4,788	3,741	5,975	7,969	11,368
%销售收入	n.a	6.4%	4.5%	6.2%	7.2%	9.3%
财务费用	-1,639	-431	441	-244	-969	-1,200
%销售收入	4.1%	0.6%	-0.5%	0.3%	0.9%	1.0%
资产减值损失	-118	-427	-799	-24	-3	-3
公允价值变动收益	3,775	833	87	0	0	0
投资收益	-23	119	128	100	100	100
%税前利润	n.a	2.0%	2.5%	1.7%	1.4%	1.0%
营业利润	-950	4,882	3,598	5,806	7,097	10,265
营业利润率	n.a	6.5%	4.3%	6.0%	6.5%	8.4%
营业外收支	1,590	959	1,570	3	3	3
税前利润	640	5,841	5,168	5,809	7,100	10,268
利润率	1.6%	7.8%	6.2%	6.0%	6.5%	8.4%
所得税	-81	-138	-265	-1,917	-1,775	-2,567
所得税率	12.6%	2.4%	5.1%	33.0%	25.0%	25.0%
净利润	559	5,703	4,902	3,892	5,325	7,701
少数股东损益	20	323	16	389	532	770
归属于母公司的净利润	540	5,380	4,887	3,503	4,792	6,931
净利率	1.4%	7.2%	5.8%	3.6%	4.4%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	559	5,703	4,902	3,892	5,325	7,701
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5,451	7,413	7,371	7,739	8,765	9,740
非经营收益	-2,203	-593	32	1,162	1,375	1,106
营运资金变动	955	-2,079	1,194	735	2,071	1,627
经营活动现金净流	4,762	10,444	13,500	13,528	17,536	20,174
资本开支	-7,580	-9,429	-13,097	-5,545	-7,258	-7,028
投资	210	2	-108	-1	0	0
其他	-1,225	-166	-1,576	100	100	100
投资活动现金净流	-8,595	-9,593	-14,780	-5,446	-7,158	-6,928
股权募资	14,056	519	1,005	0	0	0
债权募资	-9,698	3,890	4,072	-12,655	-7,366	-10,571
其他	-2,267	-5,075	-2,977	-1,283	-2,944	-2,675
筹资活动现金净流	2,091	-666	2,099	-13,938	-10,310	-13,246
现金净流量	-1,742	185	819	-5,855	67	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,192	5,027	6,755	900	967	967
应收款项	2,901	4,598	3,920	5,509	6,300	7,036
存货	932	1,287	1,556	1,739	1,968	2,146
其他流动资产	839	808	1,481	800	904	985
流动资产	6,864	11,721	13,712	8,948	10,139	11,134
%总资产	9.5%	11.6%	12.2%	8.5%	9.7%	10.8%
长期投资	1,153	1,456	1,501	1,502	1,501	1,501
固定资产	61,578	75,506	84,651	84,602	83,376	80,900
%总资产	85.5%	74.9%	75.4%	80.4%	79.4%	78.4%
无形资产	1,992	11,472	11,588	10,218	9,945	9,715
非流动资产	65,155	89,089	98,503	96,324	94,824	92,118
%总资产	90.5%	88.4%	87.8%	91.5%	90.3%	89.2%
<b>资产总计</b>	<b>72,019</b>	<b>100,810</b>	<b>112,215</b>	<b>105,272</b>	<b>104,963</b>	<b>103,252</b>
短期借款	15,258	17,810	21,404	31,855	24,489	13,917
应付款项	16,399	16,158	16,698	17,793	20,179	22,125
其他流动负债	4,006	5,200	5,562	7,449	8,262	8,940
流动负债	35,663	39,168	43,665	57,096	52,929	44,982
长期贷款	13,005	23,355	21,103	21,103	21,103	21,104
其他长期负债	19,738	21,711	25,302	2,500	2,500	2,500
<b>负债</b>	<b>68,406</b>	<b>84,234</b>	<b>90,070</b>	<b>80,700</b>	<b>76,532</b>	<b>68,586</b>
普通股股东权益	3,104	15,577	20,437	22,475	25,801	31,266
少数股东权益	510	999	1,708	2,097	2,630	3,400
<b>负债股东权益合计</b>	<b>72,019</b>	<b>100,810</b>	<b>112,215</b>	<b>105,272</b>	<b>104,963</b>	<b>103,252</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.056	0.477	0.433	0.311	0.425	0.615
每股净资产	0.324	1.381	1.812	1.993	2.288	2.773
每股经营现金净流	0.500	0.926	1.194	1.200	1.555	1.789
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.39%	34.54%	23.91%	15.59%	18.57%	22.17%
总资产收益率	0.75%	5.34%	4.35%	3.33%	4.57%	6.71%
投入资本收益率	-8.06%	8.09%	5.28%	5.00%	7.81%	11.81%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-4.81%	88.19%	12.03%	14.52%	14.36%	11.67%
EBIT增长率	-52.29%	-262.62%	-21.86%	59.71%	33.38%	42.65%
净利润增长率	N/A	896.84%	-9.18%	-28.31%	36.80%	44.62%
总资产增长率	-1.08%	39.98%	11.31%	-6.19%	-0.29%	-1.63%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.6	8.5	9.4	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	8.8	6.7	7.4	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	88.6	53.9	51.1	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	510.9	331.6	311.1	267.6	227.1	193.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	721.47%	217.58%	172.71%	222.02%	165.74%	105.44%
EBIT利息保障倍数	-1.8	11.1	-8.5	24.4	8.2	9.5
资产负债率	94.98%	83.56%	80.27%	76.66%	72.91%	66.43%

来源: 国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	2	10
买入	0	2	4	4	10
持有	0	1	8	8	11
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>2.33</b>	<b>2.38</b>	<b>2.21</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。



**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B