

东方航空 (600115)

韬光养晦做调整

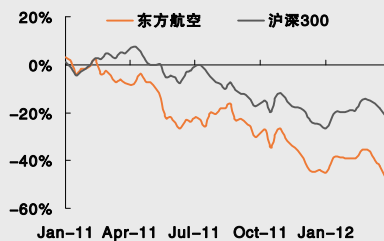
推荐 (维持)

现价: 4.04 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.ce-air.com
大股东/持股	东方航空集团/3.79%
实际控制人/持股	国资委/142.84%
总股本(百万股)	11,277
流通 A 股(百万股)	2,662
流通 B/H 股(百万股)	2,056
总市值(亿元)	455.57
流通 A 股市值(亿元)	107.54
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	80.48

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

窦泽云 证券投资资格编号
S1060511010005
0755-22625974
Douzeyun001@pingan.com.cn

研究助理

孙超 一般证券资格编号
S1060111110011
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 一季度业绩符合预期, 主业亏损意料之中

公司一季度实现营业收入 193.24 亿, 同比增长 6.42%, 归属于上市公司股东的净利润 2.66 亿, 同比下降 73.68%, 实现 EPS 为 0.024 元。公司一季度业绩符合此前的预期, 扣除汇兑收益、投资收益及营业外收入影响后, 公司的运输业务亏损 2.21 亿元。一季度市场票价同比下滑明显, 运输业务亏损意料之中。

■ 收入增速低于成本, 油价影响一季度影响明显

公司一季度实现收入增长 5.31%, 相应 ASK、ATK 一季度分别增长 3.14% 和 8.56%。根据我们的测算, 公司可供吨公里收入同比下滑 1.97%, 而可供吨公里成本却上升 4.08%。一季度市场景气度下滑, 裸票价下滑, 货运运价也大幅度下滑, 而单位成本却保持上升态势。油价上涨对成本上升的影响明显。

■ 汇兑收益贡献大幅减少, 政府补贴成主角

一季度由于人民币小幅贬值, 造成汇兑收益由 2011 年 2.68 亿减少至 -0.21 亿元, 仅此一项贡献了公司业绩下滑的 33%。公司营业外收入大幅上升 2.4 倍, 成为一季度公司业绩保持盈利的关键原因。

■ 二季度主业业绩回升降低汇兑减少影响

公司去年二季度业绩中, 汇兑收益占据 35% 的比例。我们预计二季度由于裸票价的上升、成本增幅的收窄, 运输主业的利润降幅将在 10% 以内。这样就使得二季度业绩同比去年下滑幅度在 30% 左右。主业业绩环比回升, 同比降幅收窄, 使得二季度公司整体业绩下滑幅度明显减少。

■ 韬光养晦做调整

东航一季度 ASK 保持了之前两个季度的低增长, 国际航线甚至缩减了运力投入。在市场低迷时, 东航加快了机队调整的步伐, 一方面退租了部分老旧飞机, 另一方面调整机队结构。同时, 东航正在优化航线航班结构, 强化浦东国际航线枢纽的建设以及为 2015 年迪斯尼的营业做网络上的准备。

■ 业绩负面影响因素少, 维持“推荐”评级

公司欧美国际航线比例相比较低, 影响主业业绩的负面特殊因素较少, 成本方面存在较多的改善空间。预计 12-14 年公司的 EPS 为 0.32、0.39、0.44 元, 相对于 4 月 27 日收盘价的市盈率为 12.8、10.3、9.1 倍, 公司业绩已经度过最艰难的时期, 将迎来持续改善, 维持对公司“推荐”的评级。

风险提示: 宏观经济紧缩以及油价大幅上涨可能导致公司业绩低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	74,958	83,975	93,054	101,386	109,155
YoY(%)	88.2	12.0	10.8	9.0	7.7
净利润(百万元)	5,380	4887	3554	4428	4996
YoY(%)	656.0	-9.2	-27.3	24.6	12.8
毛利率(%)	19.0	16.1	17.0	17.6	17.8
净利率(%)	7.2	5.8	3.8	4.4	4.6
ROE(%)	34.5	23.9	14.8	15.6	15.2
EPS(摊薄/元)	0.48	0.43	0.32	0.39	0.44
P/E(倍)	13.2	9.3	12.8	10.3	9.1
P/B(倍)	4.6	2.2	1.9	1.6	1.4

图表1 公司一季度业绩分析表

利润表	1Q2011	1Q2012	同比	4Q2011	1Q2012	环比	
营业收入	18,157.81	19,324.12	6.42%	20,741.16	19,324.12	-6.83%	公司营业收入受到生产量增速缓慢的影响，增速也保持较低水平。由于一季度票价的下滑，造成收入环比减少。
减：营业成本	15,265.26	17,247.30	12.98%	19,146.79	17,247.30	-9.92%	
销售毛利率(%)	15.93%	10.75%		7.69%	10.75%		
减：营业税金及附加	366.35	156.28	-57.34%	472.69	156.28	-66.94%	公司试点实行营业税改增值税
/营业收入(%)	2.02%	0.81%		2.28%	0.81%		
减：管理费用	541.33	557.18	2.93%	836.21	557.18	-33.37%	
减：财务费用	33.58	395.88	1078.88%	-56.01	395.88	-	汇兑收益大幅度减少，造成公司财务费用明显上升
减：资产减值损失	0.00	-0.03	-	759.44	-0.03	-	
加：投资净收益	28.88	37.56	30.05%	31.68	37.56	18.56%	
营业利润	900.81	-195.71	-	-1,731.17	-195.71	-88.70%	
加：营业外收入	174.27	414.83	138.04%	813.05	414.83	-48.98%	政府补贴收入成为公司一季度业绩保持盈利的关键
减：营业外支出	5.68	9.52	67.75%	12.57	9.52	-24.26%	
利润总额	1,069.40	209.60	-80.40%	-930.69	209.60	-122.52%	
减：所得税	19.54	29.98	53.49%	79.94	29.98	-62.49%	
/利润总额(%)	1.83%	14.31%		-8.59%	14.31%		
净利润	1,049.86	179.62	-82.89%	-1,010.63	179.62	-	
少数股东损益	37.10	-86.91	-	-137.56	-86.91	-	
归属母公司净利润	1,012.77	266.53	-73.68%	-873.07	266.53	-	

资料来源：平安证券研究所

东航一季度国内、国际航线客座率分别同比变化-0.01%、4.92%，公司砍掉了部分客座率偏低的长途国际航线，并淘汰了部分老旧的宽体机型，调整了航班运行时刻表，使得国际航线客座率有明显的上升，减少了由于票价持续偏低造成的亏损。

图表2 东航缩减国际航线运力提升了整体客座率

客运量增长贡献分析	2012Q1	2011Q1	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献度
RPK	25,282	24,006	1,276	5.31%		
ASK	32,183	31,203	980	3.14%	754	59.09%
客座率	78.56%	76.94%	1.62%	2.11%	522	40.91%

资料来源：公司公告

图表3 东航一季度货运载运率略微上升

货运量增长贡献分析	2012Q1	2011Q1	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献度
RFTK	1,083	897	186	20.75%		
AFTK	1,830	1,545	284	18.41%	165	88.72%
载运率	59.16%	58.02%	1.15%	1.98%	21	11.28%

资料来源：公司公告

图表4 东航一季度单位成本明显上升

成本增长贡献分析	2012Q1	2011Q1	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献度
营业成本(百万元)	17,247	15,265	1,982	12.98%	1,982	
吨公里成本	3.649	3.506	0.143	4.08%	622	31.39%
可供吨公里(百万)	4,726	4,354	373	8.56%	1,360	68.61%

资料来源:公司公告

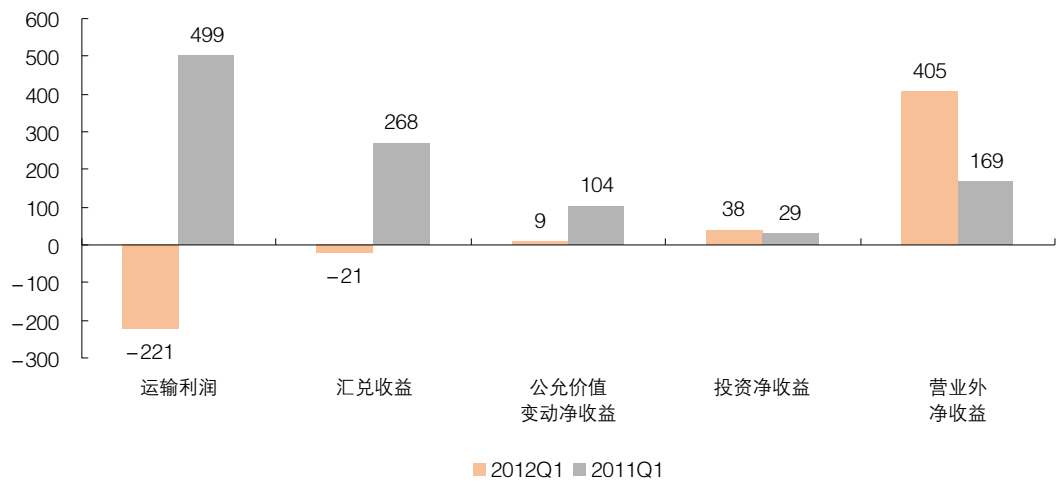
图表5 公司客公里收入增幅仅1%

收入贡献分析	2012Q1	2011Q1	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献度
收入	17,164	16,128	1,036	6.42%	1036	
RPK(百万)	25,282	24,006	1,276	5.31%	965	
ASK(百万)	32,183	31,203	980	3.14%	570	55.05%
客座率	78.56%	76.94%	1.62%	2.11%	395	38.11%
客公里收入*	0.764	0.756	0.80%	1.05%	201	19.43%

*注:这里计算客公里收入是以全部收入的88.82%计算,仅做为分析比较使用,与公司真实数据不同。

资料来源:公司公告

图表6 一季度业绩保持盈利主要依靠营业外收入



资料来源:公司公告

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	13712	14558	15821	17044	
现金	6755	6677	7489	8106	
应收账款	2197	2637	2805	3017	
其他应收款	1723	2422	2512	2672	
预付账款	973	966	1072	1157	
存货	1556	1856	1944	2093	
其他流动资产	508	0	0	0	
非流动资产	98503	108252	115925	121820	
长期投资	1499	1503	1503	1503	
固定资产	71565	90093	100745	107872	
无形资产	1899	1823	1746	1670	
其他非流动资产	23540	14834	11931	10776	
资产总计	112215	122810	131746	138864	
流动负债	43665	60167	65389	68918	
短期借款	11454	27121	31243	33275	
应付账款	10268	12566	13037	14048	
其他流动负债	21943	20479	21109	21595	
非流动负债	46405	36931	36200	35219	
长期借款	21103	12852	11726	10600	
其他非流动负债	25302	24079	24474	24618	
负债合计	90070	97097	101589	104137	
少数股东权益	1708	1721	1737	1755	
股本	11277	11277	11277	11277	
资本公积	15627	15627	15627	15627	
留存收益	-6466	-2912	1517	6070	
归属母公司股东权益	20437	23992	28420	32973	
负债和股东权益	112215	122810	131746	138864	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	13464	14331	17490	20048	
净利润	4902	3567	4444	5014	
折旧摊销	7371	8384	10569	12407	
财务费用	-441	1395	1345	1448	
投资损失	-128	-241	-241	-241	
营运资金变动	1194	567	1100	1154	
其他经营现金流	566	658	272	267	
投资活动现金流	-14780	-18565	-18590	-18590	
资本支出	13548	18425	18425	18425	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-1231	-140	-165	-165	
筹资活动现金流	2136	4155	1913	-841	
短期借款	261	15667	4122	2032	
长期借款	-2252	-8252	-1126	-1126	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-26	0	0	0	
其他筹资现金流	4153	-3260	-1083	-1748	
现金净增加额	783	-79	813	616	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	83975	93054	101386	109762	
营业成本	70448	77201	83592	89834	
营业税金及附加	1803	2034	2182	2383	
营业费用	5406	5686	6118	6488	
管理费用	2576	3298	3593	3890	
财务费用	-441	1395	1345	1964	
资产减值损失	799	465	507	549	
公允价值变动收益	87	0	0	0	
投资净收益	128	241	241	241	
营业利润	3598	3216	4289	4894	
营业外收入	1599	1062	1037	1053	
营业外支出	28	81	97	85	
利润总额	5168	4196	5229	5862	
所得税	265	629	784	879	
净利润	4902	3567	4444	4983	
少数股东损益	16	13	16	18	
归属母公司净利润	4887	3554	4428	4965	
EBITDA	10527	12994	16203	19265	
EPS (元)	0.43	0.32	0.39	0.44	

主要财务比率					
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入	12.0%	10.8%	9.0%	7.7%	
营业利润	-26.3%	-10.6%	33.4%	15.0%	
归属于母公司净利润	-9.2%	-27.3%	24.6%	12.8%	
获利能力					
毛利率(%)	16.1%	17.0%	17.6%	17.8%	
净利率(%)	5.8%	3.8%	4.4%	4.6%	
ROE(%)	23.9%	14.8%	15.6%	15.2%	
ROIC(%)	5.0%	5.7%	6.4%	6.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	80.3%	79.1%	77.1%	75.0%	
净负债比率(%)	47.19%	49.74%	50.74%	50.51%	
流动比率	0.31	0.24	0.24	0.25	
速动比率	0.26	0.19	0.19	0.20	
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.79	0.80	0.81	
应收账款周转率	35	35	34	34	
应付账款周转率	7.14	6.76	6.53	6.63	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.32	0.39	0.44	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.27	1.55	1.78	
每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.13	2.52	2.92	
估值比率					
P/E	9.3	12.8	10.3	9.1	
P/B	2.2	1.9	1.6	1.4	
EV/EBITDA	7.9	6.4	5.2	4.5	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257