

东方航空 (600115.SH)

航空运输行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

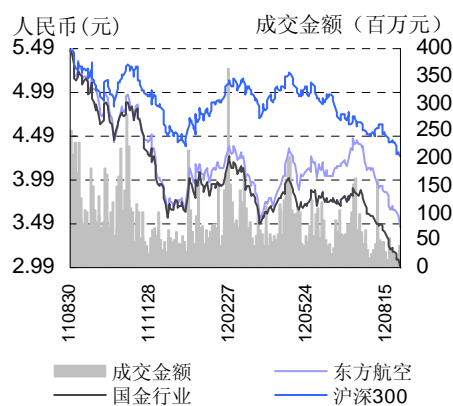
市价(人民币): 3.41元

汇兑与油价上涨是利润下滑主导因素

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)	7,292.21
流通港股(百万股)	3,494.32
总市值(百万元)	389.04
年内股价最高最低(元)	5.50/3.45
沪深300指数	2214.81
上证指数	2053.24



相关报告

1. 《经营提升显著、旺季弹性带来行情》，2012.7.13
2. 《低运力投放影响收入增速;》，2012.5.1

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

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	0.351	0.371	0.430
每股净资产(元)	1.38	1.81	2.03	2.27	2.57
每股经营性现金流(元)	0.93	1.19	1.25	1.43	1.73
市盈率(倍)	13.79	8.77	12.69	12.01	10.34
行业优化市盈率(倍)	58.64	6.16	43.84	43.84	43.84
净利润增长率(%)	896.84%	-9.18%	-19.10%	5.73%	16.13%
净资产收益率(%)	34.54%	23.91%	17.24%	16.30%	16.72%
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 2012 年上半年实现归属母公司净利润 9.95 亿元, EPS 0.088 元, 同比下降 59.4%, 基本符合预期。

经营分析

- 汇兑损失与主业下滑造成利润大幅下滑: 年初以来受到经济低迷影响, 人民币对美元贬值 0.38%, 造成汇兑损失 2.28 亿元, 而去年同期人民币升值 2.28%, 汇兑收益 8.18 亿元, 汇兑收益减少 10.46 亿元; 主业受制于航空需求低迷, 以及燃油价格高企, 盈利下滑 3.9 亿元, 下降 74.7%; 营业外净收入 10.9 亿元 (8.65 亿为政府补贴) 为主要利润来源
- 油价上升是主业利润下滑主要因素, 剔除汇兑与油价影响主业效率提升明显: 尽管下滑幅度较大, 但公司利润下滑绝对额度较小, 仅 3.9 亿元, 上半年油价上升造成燃油成本支出增加 2.6-3.9 亿元 (燃油附加费不可传导部分, 约占油价整体影响的 20-30%); 公司经营方面, 上半年客座率上升 1.1 个百分点, 单位 RPK 收益达到 0.7 元 (扣除“营改增”影响), 提升 5.6%, 而同期行业客座率下降 0.4 个百分点, 单位 RPK 收益增长 3-4%, 经营水平的提升带来公司效率提升, 经营改善明显好于行业平均水平;
- 公司成本控制能力明显加强: 公司合并上航以来整体效益逐步提升, 在机型规划等方面表现优异, 人机比自 06 年 211 下降到上半年 158 左右; 成本控制方面依然较为出色, 管理成本仅增长 4%, 特别是人力成本增速相对较慢, 上半年仅为 5%。公司经营水平的提升, 使得公司业绩下滑幅度低于行业平均水平。

展望

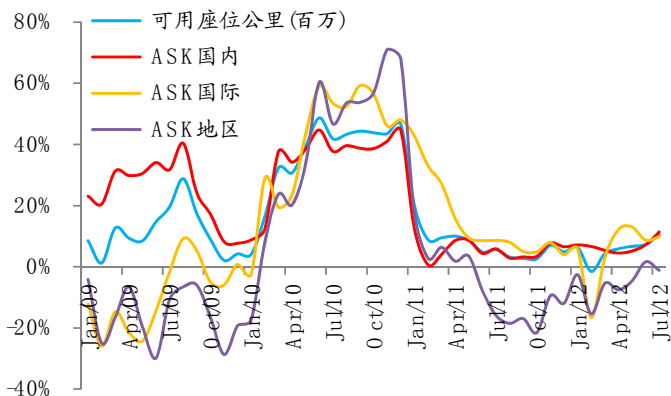
- 3 季度旅客结构变化推升旺季行情, 需求有所回升, 公司业绩有一定的改善, 预计年内业绩依然延续下滑态势, 跌幅有所收窄; 在全球经济低迷, 且下滑风险较高的情况下, 明年行业需求增速持续下滑的概率较大, 且供需关系持续恶化, 给公司业绩造成一定的行业性压力, 而经营水平的提升将使得公司业绩下降幅度要小于市场平均水平;

估值与投资建议

- 我们下调东航 2012 年 EPS 预测到 0.35 元 (前值为 0.41 元), 公司目前估值较低, 行业整体处于大周期底部, 维持“增持”评级, 但在经济复苏尚不明朗的情况下, 公司经营依然面临一定的行业性压力。

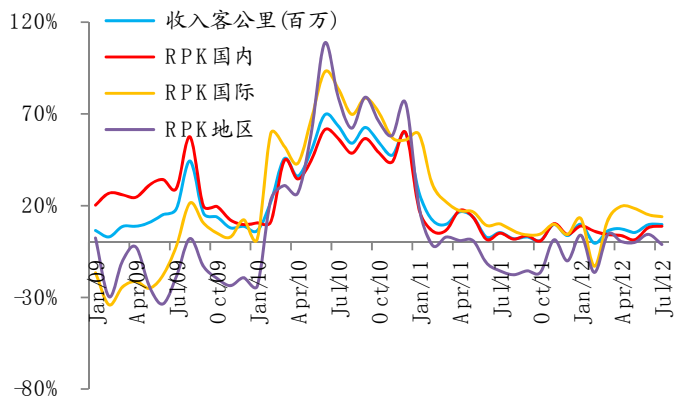
公司主要经营数据与图表

图表1: 09年以来公司ASK增速

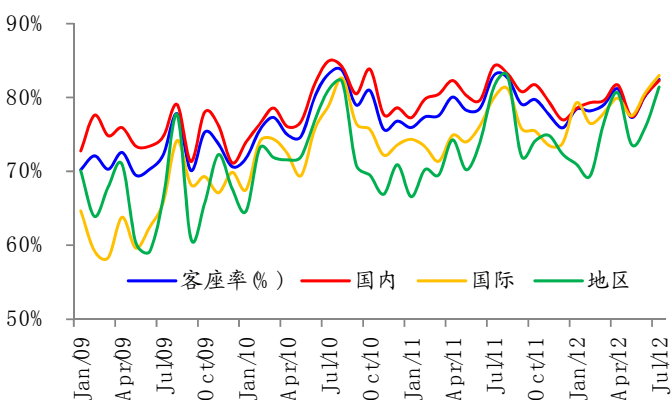


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表2: 09年以来公司RPK增速

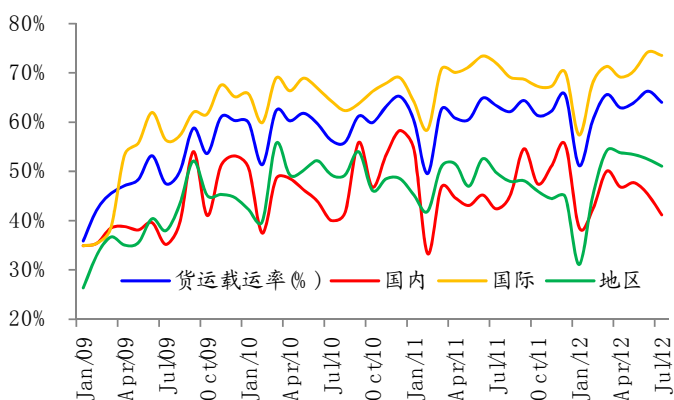


图表3: 公司国内、国际和地区客座率变化情况

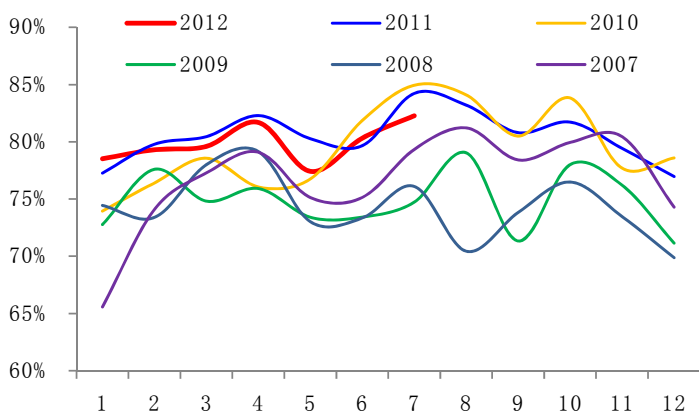


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司货邮载运率的变化情况

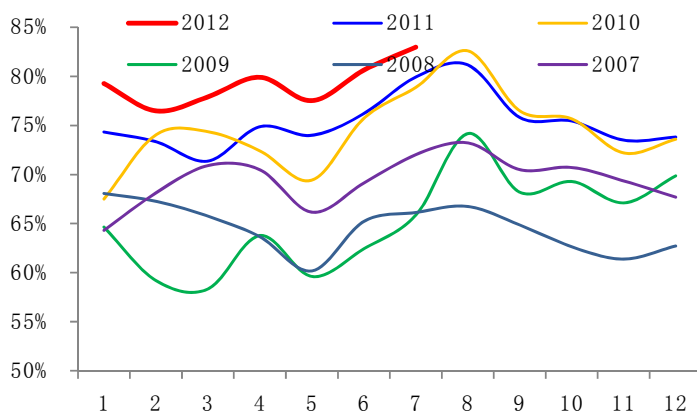


图表5: 公司各年度国内航线的客座率比较

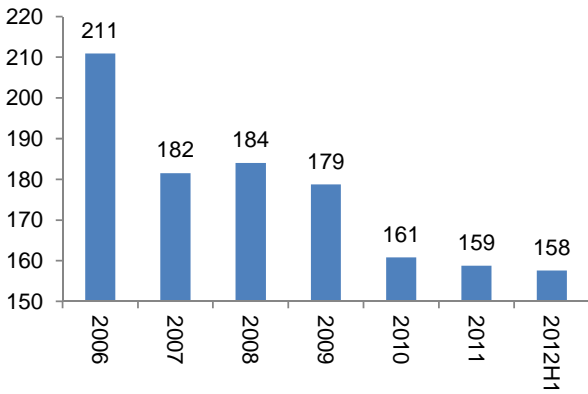


来源: 国金证券研究所

图表6: 公司各年度的国际航线客座率比较

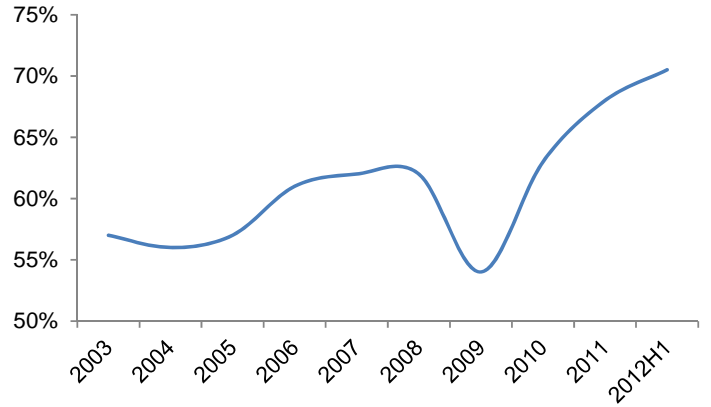


图表7: 公司人机比持续下降

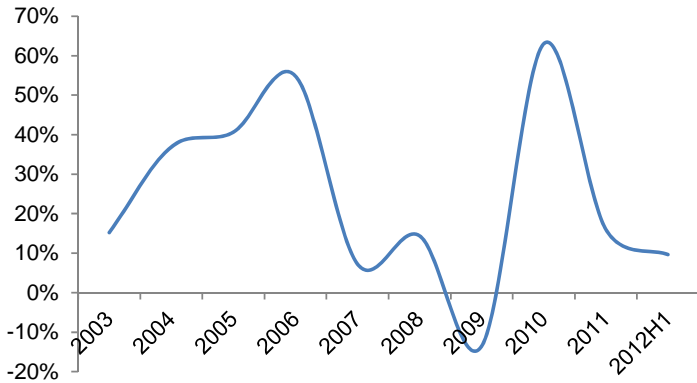


来源: 国金证券研究所, 公司公告, *扣除营改增影响

图表8: 公司单位 RPK 收益水平持续上升*

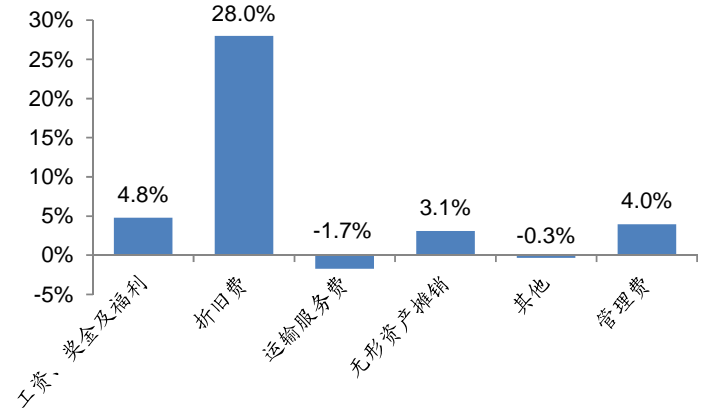


图表9: 公司经营成本增速增长较慢

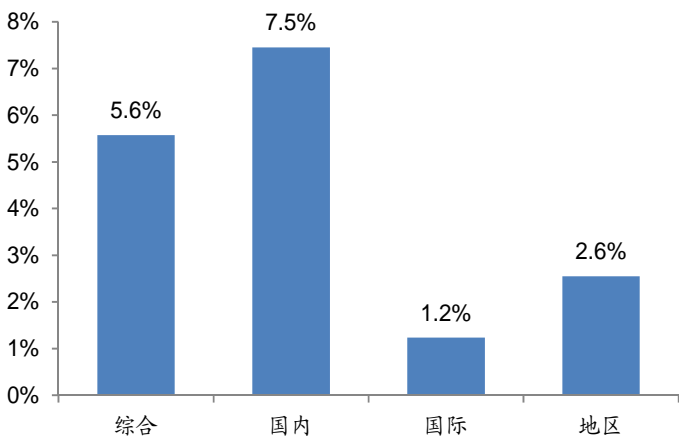


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表10: 管理费用增长情况

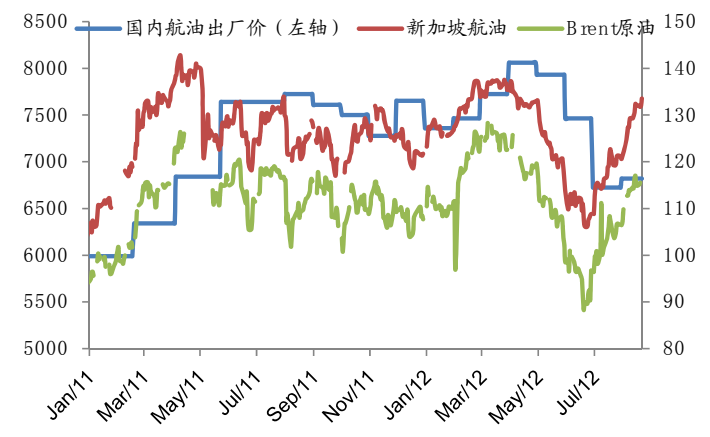


图表11: 2012 年上半年主要航线单位 RPK 收益增速

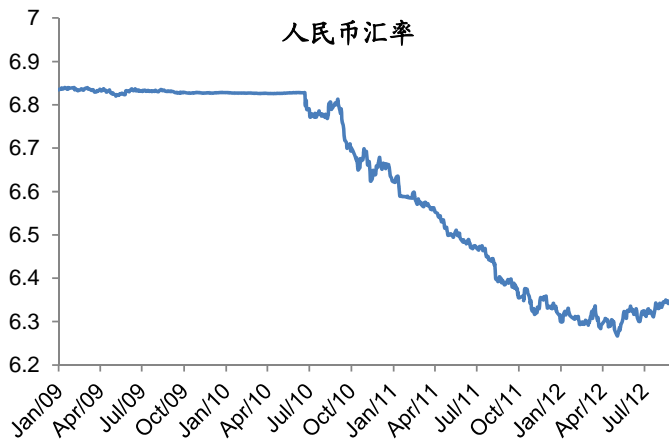


来源: 国金证券研究所

图表12: 油价走势

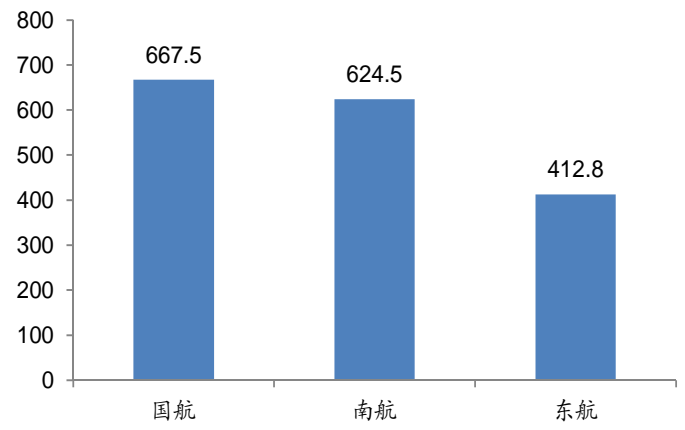


图表13: 人民币汇率走势



来源: 国金证券研究所

图表14: 汇率变动1%对汇兑收益影响



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	39,831	74,958	83,975	92,563	102,117	115,879	货币资金	2,192	5,027	6,755	2,192	2,192	2,192
增长率		88.2%	12.0%	10.2%	10.3%	13.5%	应收款项	2,901	4,598	3,920	4,259	4,698	5,331
主营业务成本	-37,248	-60,727	-70,448	-78,098	-87,055	-99,136	存货	932	1,287	1,556	1,576	1,756	2,000
%销售收入	93.5%	81.0%	83.9%	84.4%	85.3%	85.6%	其他流动资产	839	808	1,481	1,086	1,209	1,376
毛利	2,583	14,232	13,527	14,465	15,062	16,743	流动资产	6,864	11,721	13,712	9,111	9,855	10,899
%销售收入	6.5%	19.0%	16.1%	15.6%	14.7%	14.4%	%总资产	9.5%	11.6%	12.2%	8.8%	9.0%	9.5%
营业税金及附加	-1,019	-1,463	-1,803	-1,806	-1,993	-2,261	长期投资	1,153	1,456	1,501	1,502	1,501	1,501
%销售收入	2.6%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	61,578	75,506	84,651	90,844	96,096	100,135
营业费用	-2,970	-5,325	-5,406	-5,676	-6,131	-6,621	%总资产	85.5%	74.9%	75.4%	88.0%	88.0%	87.7%
%销售收入	7.5%	7.1%	6.4%	6.1%	6.0%	5.7%	无形资产	1,992	11,472	11,588	1,809	1,728	1,656
管理费用	-1,539	-2,656	-2,576	-2,705	-2,922	-3,155	非流动资产	65,155	89,089	98,503	94,157	99,328	103,295
%销售收入	3.9%	3.5%	3.1%	2.9%	2.9%	2.7%	%总资产	90.5%	88.4%	87.8%	91.2%	91.0%	90.5%
息税前利润 (EBIT)	-2,944	4,788	3,741	4,277	4,017	4,705	资产总计	72,019	100,810	112,215	103,268	109,184	114,194
%销售收入	n.a	6.4%	4.5%	4.6%	3.9%	4.1%	短期借款	15,258	17,810	21,404	29,409	29,903	27,830
财务费用	-1,639	-431	441	-1,768	-1,290	-1,266	应付款项	16,399	16,158	16,698	18,421	20,481	23,288
%销售收入	4.1%	0.6%	-0.5%	1.9%	1.3%	1.1%	其他流动负债	4,006	5,200	5,562	7,187	7,818	8,690
资产减值损失	-118	-427	-799	-24	-2	-4	流动负债	35,663	39,168	43,665	55,016	58,202	59,808
公允价值变动收益	3,775	833	87	0	0	0	长期贷款	13,005	23,355	21,103	21,103	21,103	21,104
投资收益	-23	119	128	128	128	128	其他长期负债	19,738	21,711	25,302	2,500	2,500	2,500
%税前利润	n.a	2.0%	2.5%	3.1%	2.9%	2.5%	负债	68,406	84,234	90,070	78,620	81,805	83,412
营业利润	-950	4,882	3,598	2,614	2,853	3,563	普通股股东权益	3,104	15,577	20,437	22,925	25,639	29,027
营业利润率	n.a	6.5%	4.3%	2.8%	2.8%	3.1%	少数股东权益	510	999	1,708	1,724	1,740	1,755
营业外收支	1,590	959	1,570	1,570	1,570	1,570	负债股东权益合计	72,019	100,810	112,215	103,268	109,184	114,194
税前利润	640	5,841	5,168	4,184	4,423	5,133	比率分析						
利润率	1.6%	7.8%	6.2%	4.5%	4.3%	4.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-81	-138	-265	-215	-227	-263	每股指标						
所得税率	12.6%	2.4%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	每股收益	0.056	0.477	0.433	0.351	0.371	0.430
净利润	559	5,703	4,902	3,969	4,196	4,870	每股净资产	0.324	1.381	1.812	2.033	2.274	2.574
少数股东损益	20	323	16	16	16	16	每股经营现金净流	0.500	0.926	1.194	1.247	1.426	1.725
归属于母公司的净利润	540	5,380	4,887	3,953	4,180	4,854	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	1.4%	7.2%	5.8%	4.3%	4.1%	4.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.39%	34.54%	23.91%	17.24%	16.30%	16.72%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	0.75%	5.34%	4.35%	3.83%	3.83%	4.25%
净利润	559	5,703	4,902	3,969	4,196	4,870	投入资本收益率	-8.06%	8.09%	5.28%	5.22%	4.71%	5.43%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	5,451	7,413	7,371	8,119	9,904	11,942	主营业务收入增长率	-4.81%	88.19%	12.03%	10.23%	10.32%	13.48%
非经营收益	-2,203	-593	32	-259	36	12	EBIT增长率	-52.29%	-262.62%	-21.86%	14.33%	-6.08%	17.13%
营运资金变动	955	-2,079	1,194	2,229	1,945	2,632	净利润增长率	N/A	896.84%	-9.18%	-19.10%	5.73%	16.13%
经营活动现金净流	4,762	10,444	13,500	14,058	16,079	19,456	总资产增长率	-1.08%	39.98%	11.31%	-7.97%	5.73%	4.59%
资本开支	-7,580	-9,429	-13,097	-2,191	-13,502	-14,335	资产管理能力						
投资	210	2	-108	-1	0	0	应收账款周转天数	11.6	8.5	9.4	9.4	9.4	9.4
其他	-1,225	-166	-1,576	128	128	128	存货周转天数	8.8	6.7	7.4	7.4	7.4	7.4
投资活动现金净流	-8,595	-9,593	-14,780	-2,064	-13,374	-14,207	应付账款周转天数	88.6	53.9	51.1	51.1	51.1	51.1
股权募资	14,056	519	1,005	0	0	0	固定资产周转天数	510.9	331.6	311.1	306.2	296.0	273.2
债权募资	-9,698	3,890	4,072	-15,101	495	-2,073	偿债能力						
其他	-2,267	-5,075	-2,977	-1,457	-3,200	-3,176	净负债/股东权益	721.47%	217.58%	172.71%	206.16%	187.41%	159.96%
筹资活动现金净流	2,091	-666	2,099	-16,558	-2,705	-5,249	EBIT利息保障倍数	-1.8	11.1	-8.5	2.4	3.1	3.7
现金净流量	-1,742	185	819	-4,564	0	0	资产负债率	94.98%	83.56%	80.27%	76.13%	74.92%	73.04%

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
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B