

盈利主要来自营业外收入

——2012年中报点评

报告关键点:

☞ 主业微利, 营业外收入超预期; 每股收益0.0882元, 业绩略好于预期。

报告摘要:

- 上半年实现每股收益0.0882元, 业绩略好于预期。公司公布2012年中报, 实现营业收入404.03亿元, 同比上升4.2%; 实现利润总额10.68亿元, 同比下降59.6%; 归属母公司净利9.95亿元, 同比下降59.4%, 对应每股收益0.0882元。业绩略好于预期。
- 营业利润下降的主要原因是汇兑收益及主业双双大幅下滑, 但营业外收入超预期。①主业盈利约1.6亿元, 同比减少10.4亿元, 主要原因是竞争激烈及油价等成本上涨。上半年公司航空油料支出达人民币146.71亿元, 同比增长9.67%, 占运营成本的41.31%。主要是由于上半年公司航油消耗量同比增加5.99%, 及平均油价同比增长10.07%。②今年上半年人民币贬值0.38%, 汇兑损失为2.28亿元; 而去年上半年人民币升值2.28%, 汇兑收益为8.18亿元。③此外, 营业外收支净额10.87亿元, 比去年同期增加5.74亿元, 主要是由于收到政府经营性补贴有所增加。上半年公司盈利主要来自营业外净收入。
- 同比较, 上半年客座率同比改善好于国航、南航; 但票价表现比国航、南航差。上半年公司客座率79.1%, 同比提升1.1个百分点, 而国航、南航同比分别下降0.9、1.1个百分点; 东航、国航、南航客公里收益分别为0.65元、0.69元、0.68元, 同比增速分别为-2.0%、3.0%、3.0%。受收益水平下降影响, 东航上半年毛利率同比下降4.4个百分点, 为12.1%; 在三大航中降幅最大, 绝对值仍居三大航最低水平。
- 旺季受益油价下跌, 预计三季度盈利降幅收窄, 但行业趋势性反转仍需等待: ①7、8月是航空公司传统暑假旺季, 是一年盈利水平最高的两个月。预计旺季客运需求较旺、航油成本压力减小明显, 主业盈利同比增长将使三季度盈利降幅大幅缩小。预计行业三季度业绩同比下降约为10%。②从年度盈利水平看, 预计未来人民币汇率因素对业绩影响将大幅减小, 影响行业盈利趋势变化的最关键因素是供需关系。四季度为行业淡季, 我们预计行业仍将维持供过于求的态势, 预计客座率同比下降2-3个百分点, 行业趋势性反转仍需等待。
- 投资策略: 不考虑人民币因素, 预计全年公司将实现净利润33.6亿, EPS0.30元, 目标价3.6元, 给予“中性-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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	74,958.1	83,974.5	89,989.7	95,443.9	101,927.7
Growth(%)	88.2%	12.0%	7.2%	6.1%	6.8%
净利润	5,380.4	4,886.7	3,356.5	3,512.7	4,149.6
Growth(%)	896.8%	-9.2%	-31.3%	4.7%	18.1%
毛利率(%)	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%	17.2%
净利率率(%)	7.2%	5.8%	3.7%	3.7%	4.1%
每股收益(元)	0.48	0.43	0.30	0.31	0.37
每股净资产(元)	1.38	1.81	2.11	2.42	2.79
市盈率	7.1	7.9	11.5	10.9	9.3
市净率	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
净资产收益率(%)	34.4%	22.1%	13.5%	12.4%	12.7%
ROIC(%)	21.4%	8.8%	8.2%	7.1%	7.2%
EV/EBITDA	9.1	8.0	9.9	8.4	7.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

中性-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

3.60元

期限: 6个月 上次预测: 5.00元

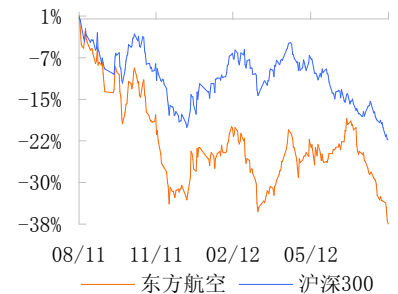
现价(2012年08月30日): 3.41元

报告日期:

2012-08-31

总市值(百万元)	38,453.00
流通市值(百万元)	24,866.45
总股本(百万股)	11,276.54
流通股本(百万股)	7,292.21
12个月最低/最高	3.37/5.56元
十大流通股东(%)	29.76%
股东户数	276,867

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.88)	(2.52)	(15.47)
绝对收益	(17.21)	(18.83)	(37.65)

谢红

0755-82558030
执业证书编号

汪立

0755-82558010
执业证书编号

行业分析师

xiehong@essence.com.cn
S1450511090001

行业分析师

wangli1@essence.com.cn
S1450511050002

前期研究成果

东方航空: 油价上涨及汇兑收益减少致一季业绩大幅下滑

2012-05-02

东方航空: 业绩略低于预期, 拟成立合资低成本航空公司

2012-03-26

东方航空: 业绩增长得益于成本控制及升值

2011-10-31

1. 2012 年上半年净利润 9.95 亿元，同比下降 59.4%。

公司公布 2012 年中报，实现营业收入 404.03 亿元，同比上升 4.2%；实现利润总额 10.68 亿元，同比下降 59.6%；归属母公司净利 9.95 亿元，同比下降 59.4%，对应每股收益 0.0882 元。业绩略好于预期。

上半年公司实现营业利润-0.2 亿，去年同期为 21.3 亿元。营业利润下降的主要原因是汇兑收益及主业双双大幅下滑。

1) 主业盈利约 1.6 亿元，同比减少 10.4 亿元。主要原因是竞争激烈及油价等成本上涨。

营业成本 355.17 亿元，同比增长 9.6%，成本增长大于营业收入增速 12.03%，主要原因是油价上升，航空油料成本相应提高。上半年公司航空油料支出达人民币 146.71 亿元，同比增长 9.67%，占运营成本的 41.31%。主要是由于上半年公司航油消耗量为 202.92 万吨，同比增加 5.99%，及平均油价同比增长 10.07%。此外，飞发修理成本共发生 21.74 亿元，同比增长 17.30%，主要是由于公司上半年新增了 6 架飞机和 8 台发动机大修所致。

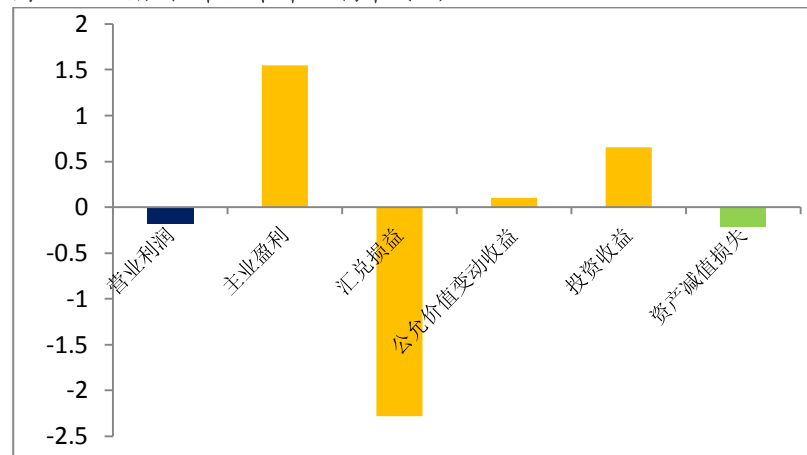
2) 财务费用 10.21 亿元，去年同期为收益 0.75 亿元，同比增加了 10.96 亿元，主要是由于受人民币汇率变化的影响。主要是今年上半年人民币贬值 0.38%，汇兑损失为 2.28 亿元；而去年上半年人民币升值 2.28%，汇兑收益为 8.18 亿元。

3) 公允价值变动净收益 984.7 万元，比去年同期减少 7,564.9 万元，主要是由于 2012 年 6 月公司未交割原油期货敞口数为 149 万桶，公司原油期货交易已于 2011 年底交易结束。

4) “营改增”税收政策的执行对公司 2012 年上半年财务数据的具体影响如下：减少营业收入 19.02 亿元，减少营业成本 13.95 亿元，减少营业税费 5.61 亿元，减少销售和管理费用 0.17 亿元，总体增加利润总额 0.71 亿元。

此外，营业外收支净额 10.87 亿元，比去年同期增加 5.74 亿元，主要是由于收到政府经营性补贴有所增加。上半年公司盈利主要来自营业外净收入。

图 1 三大航各年上半年毛利率 (%)



数据来源：公司数据、安信证券研究中心

表 1 东方航空 2012 年上半年生产经营数据

	2012 年上半年	2011 年上半年	同比 (%)
客运			
可供座公里 (百万)	65158	62127	4.9
收入客公里 (百万)	51517	48426	6.4
客座率 (%)	79.1	77.9	1.1

国内			
可供座公里 (百万)	45178	42626	6.0
收入客公里 (百万)	35903	34086	5.3
客座率 (%)	79.5	80.0	-0.5
国际			
可供座公里 (百万)	17434	16799	3.8
收入客公里 (百万)	13716	12430	10.3
客座率 (%)	78.7	74.0	4.7
地区			
可供座公里 (百万)	2546	2702	-5.8
收入客公里 (百万)	1897	1910	-0.6
客座率 (%)	74.5	70.7	3.8
货运			
可用货邮吨公里	3669	3186	15.2
货邮周转量	2267	1917	18.2
货邮载运率 (%)	61.8	60.2	1.6
载运率	71.9	71.0	0.9

数据来源: WIND、安信证券研究中心

2. 客座率、载运率双双改善, 但票价同比下滑致毛利率下降

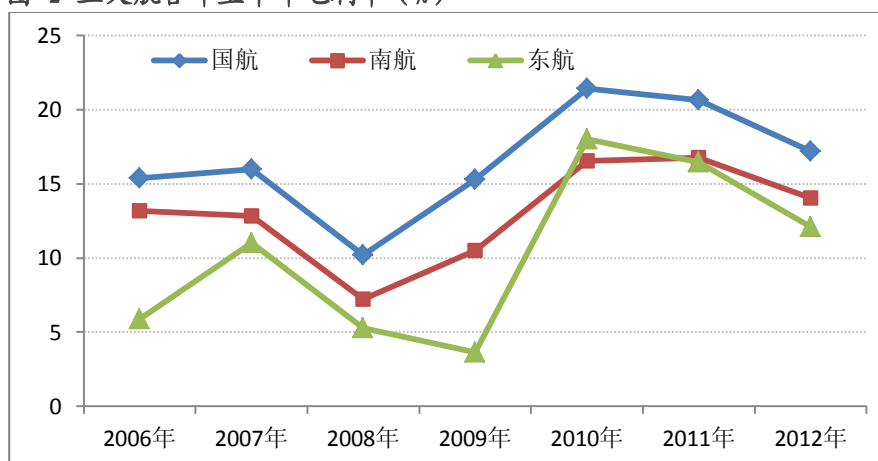
上半年, 公司客座率 79.1%, 虽然绝对值在三大航中仍最低, 但同比来看改善最为明显, 客座率同比提升 1.1 个百分点, 而国航、南航同比分别下降 0.9、1.1 个百分点, 公司与国航、东航的差距明显缩小。

上半年, 载运率 71.9%, 同比提升 0.9 个百分点; 国航 69.5%, 同比下降 1.5 个百分点; 南航 68.8%, 同比下降 0.5% 个百分点。

但从收益水平上看, 东航表现不如国航、南航。上半年东航、国航、南航客公里收益分别为 0.65 元、0.69 元、0.68 元, 同比增速分别为 -2.0%、3.0%、3.0%。

受收益水平下降影响, 东航上半年毛利率同比下降 4.4 个百分点, 为 12.1%; 在三大航中降幅最大, 绝对值仍居三大航最低水平。

图 2 三大航各年上半年毛利率 (%)



数据来源: 公司数据、安信证券研究中心

3. 预计 3 季度行业盈利降幅缩小, 但行业趋势性反转仍需等待

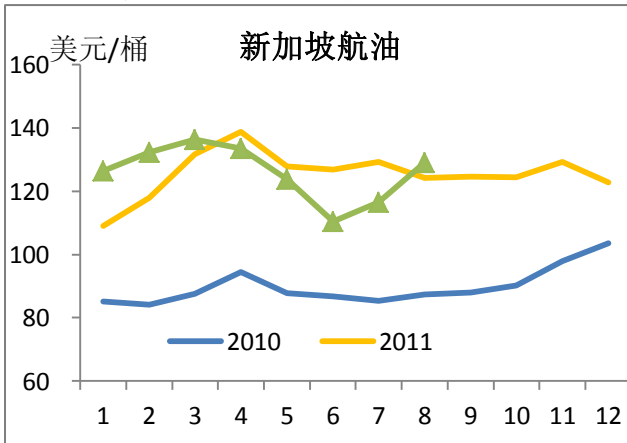
3.1. 旺季受益油价下跌, 预计三季度盈利降幅收窄

7、8 月是航空公司传统暑运旺季, 是一年盈利水平最高的两个月。虽然汇兑收益同比仍大幅降小, 但我们预计旺季行业盈利好转明显将使三季度盈利降幅大幅缩小:

- ◇ 今年以来受中国经济放缓影响,国内客运需求放缓,尤其是商务旅客受影响严重,但旺季探亲、休闲出行需求较大,客运需求增速有所提长。7月旅客周转量增速为11.2%。
- ◇ 鉴于7月初国内航油出厂价的大幅下调、8月上调幅度较小,7、8月国内航油出厂价同比降幅均在10%以上。而上半年国内航油出厂价同比上涨均值约达16%。油价成本的降低,有利于缓解裸票压力,提高主业盈利能力。

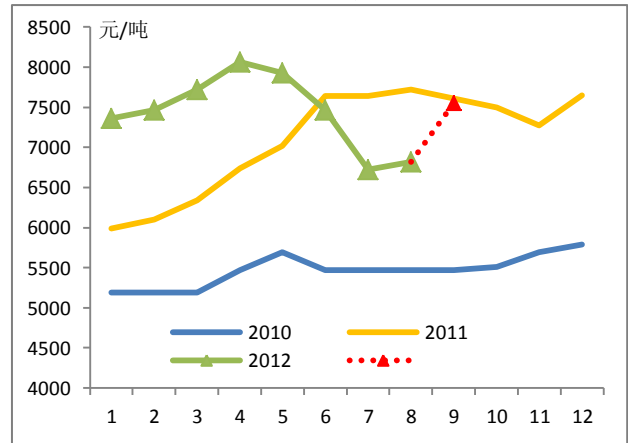
预计三季度行业业绩下滑幅度约为10%。降幅相对上半年将大幅缩小。

图3 新加坡航油价格月均价



数据来源: WIND、安信证券研究中心(至2012-8-28)

图4 国内航油出厂价月均价



数据来源: WIND、安信证券研究中心(红色为安信证券预测)

3.2. 趋势性反转仍需等待

不考虑行业格局变化,影响航空行业盈利的主要因素有:供需关系、油价、人民币汇率及其它非经营性因素。

去年11月,人民币兑美元结束2010年底以来的单边升值态势。今年以来人民币微幅贬值,汇兑收益对航空公司盈利增速为负贡献,我们从年度盈利水平看,预计未来人民币汇率因素影响将大幅减少。影响行业盈利趋势变化的最关键因素是供需关系,供需关系的变化,直接影响了客座率、票价水平,同时也影响航空公司对航油成本的传导能力。从全年来看,今年行业需求放缓,而供给增速不低。截至7月,行业旅客周转量累计增速11.2%,可供座公里累计增速12%。供给增速略超过需求增速。

四季度为行业淡季,我们预计行业仍将维持供过于求的态势,预计客座率同比下降2-3个百分点,行业趋势性反转仍需等待。

4. 投资策略

不考虑人民币因素,预计全年公司将实现净利润33.6亿, EPS0.30元,目标价3.6元,给予“中性-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-08-30
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表											
营业收入	74,958.1	83,974.5	89,989.7	95,443.9	101,927.7	成长性					
减: 营业成本	60,726.6	70,447.8	75,626.4	79,652.4	84,419.1	营业收入增长率	88.2%	12.0%	7.2%	6.1%	6.8%
营业税费	1,462.8	1,803.1	1,799.8	1,908.9	2,038.6	营业利润增长率	-614.0%	-26.3%	-34.7%	41.7%	24.7%
销售费用	5,324.6	5,406.1	5,759.3	6,108.4	6,536.2	净利润增长率	896.8%	-9.2%	-31.3%	4.7%	18.1%
管理费用	2,656.3	2,576.5	2,699.7	2,958.8	3,115.0	EBITDA 增长率	105.7%	-15.5%	-18.3%	23.0%	16.2%
财务费用	431.3	-441.1	1,451.7	1,562.9	1,569.8	EBIT 增长率	670.6%	-40.6%	20.4%	28.7%	17.0%
资产减值损失	427.1	799.4	377.8	29.3	198.8	NOPLAT 增长率	179.0%	-27.3%	7.0%	0.5%	13.0%
加: 公允价值变动收益	833.4	86.9	-	-	-	投资资本增长率	77.2%	14.9%	15.4%	10.8%	6.1%
投资和汇兑收益	119.4	128.1	74.9	107.5	103.5	净资产增长率	358.8%	33.6%	15.7%	14.1%	14.5%
营业利润	4,882.2	3,597.7	2,349.9	3,330.6	4,153.8	利润率					
加: 营业外净收支	958.9	1,570.0	1,501.0	1,500.0	1,502.0	毛利率	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%	17.2%
利润总额	5,841.1	5,167.7	3,850.9	4,830.6	5,655.8	营业利润率	6.5%	4.3%	2.6%	3.5%	4.1%
减: 所得税	138.2	265.2	385.1	1,207.7	1,414.0	净利润率	7.2%	5.8%	3.7%	3.7%	4.1%
净利润	5,380.4	4,886.7	3,356.5	3,512.7	4,149.6	EBITDA/营业收入	16.0%	12.1%	9.2%	10.7%	11.6%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	7.1%	3.8%	4.2%	5.1%	5.6%
货币资金	5,027.4	6,755.3	7,199.2	7,635.5	8,154.2	运营效率					
交易性金融资产	71.1	4.4	4.4	4.4	4.4	固定资产周转天数	297	299	306	322	328
应收帐款	4,598.2	3,920.1	5,411.9	5,340.5	5,524.2	流动营业资本周转天数	-73	-64	-58	-49	-45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	45	55	60	63	63
预付帐款	714.3	973.5	1,149.0	1,455.7	1,732.8	应收帐款周转天数	9	10	11	11	11
存货	1,286.9	1,555.5	1,937.4	1,883.2	2,007.5	存货周转天数	10	10	11	12	11
其他流动资产	22.9	503.6	628.4	740.6	945.1	总资产周转天数	415	457	467	472	470
可供出售金融资产	5.5	2.3	2.3	2.3	2.3	投资资本周转天数	191	234	252	268	272
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,450.4	1,498.9	1,498.4	1,498.7	1,498.7	ROE	34.4%	22.1%	13.5%	12.4%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	4.4%	2.9%	2.8%	3.1%
固定资产	68,109.0	71,565.4	81,581.4	89,307.9	96,230.6	ROIC	21.4%	8.8%	8.2%	7.1%	7.2%
在建工程	7,397.2	13,085.9	9,596.0	8,613.5	8,624.5	费用率					
无形资产	1,822.0	1,899.0	1,772.4	1,654.4	1,544.2	销售费用率	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
其他非流动资产	10,305.3	10,451.3	10,661.9	10,750.1	10,881.2	管理费用率	3.5%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
资产总额	100,810.1	112,215.2	121,442.9	128,886.7	137,149.8	财务费用率	0.6%	-0.5%	1.6%	1.6%	1.5%
短期债务	11,193.1	11,453.9	15,079.5	18,539.3	18,500.4	三费/营业收入	11.2%	9.0%	11.0%	11.1%	11.0%
应付帐款	11,694.1	12,985.7	16,216.7	15,700.3	16,767.7	偿债能力					
应付票据	1,475.5	47.7	3,993.3	2,065.1	2,234.5	资产负债率	83.6%	80.3%	79.2%	77.6%	75.8%
其他流动负债	8,030.3	9,046.9	9,325.5	11,096.1	12,241.1	负债权益比	508.2%	406.7%	379.7%	345.5%	312.4%
长期借款	23,355.0	21,103.5	21,103.5	21,103.5	21,103.5	流动比率	0.30	0.31	0.31	0.30	0.31
其他非流动负债	21,711.2	25,301.7	23,356.8	23,936.0	24,569.5	速动比率	0.24	0.26	0.25	0.25	0.26
负债总额	84,233.9	90,069.7	97,254.5	101,001.8	104,580.7	利息保障倍数	12.32	7.16	2.62	3.13	3.65
少数股东权益	999.1	1,708.0	1,817.4	1,927.7	2,019.9	分红指标					
股本	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	4,300.6	9,160.8	12,517.3	16,030.0	20,179.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	16,576.2	22,145.4	25,611.2	29,234.2	33,476.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	5,702.9	4,902.5	3,356.5	3,512.7	4,149.6	EPS(元)	0.48	0.43	0.30	0.31	0.37
加: 折旧和摊销	6,985.7	7,370.7	4,470.8	5,283.0	6,096.5	BVPS(元)	1.38	1.81	2.11	2.42	2.79
资产减值准备	427.1	799.4	377.8	29.3	198.8	PE(X)	7.1	7.9	11.5	10.9	9.3
公允价值变动损失	-833.4	-86.9	-	-	-	PB(X)	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
财务费用	346.5	-561.3	1,451.7	1,562.9	1,569.8	P/FCF	-9.9	33.3	-7.3	-430.1	-96.3
投资收益	-119.4	-128.1	-74.9	-107.5	-103.5	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	322.5	15.8	109.3	110.3	92.2	EV/EBITDA	9.1	8.0	9.9	8.4	7.3
营运资金的变动	104.5	1,709.7	5,549.2	-388.0	2,051.8	CAGR(%)	-14.0%	-4.7%	14.9%	20.4%	23.9%
经营活动产生现金流量	10,444.1	13,464.1	15,240.3	10,002.7	14,055.2	PEG	-0.5	-1.7	0.8	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-8,435.6	-14,780.1	-10,926.2	-11,893.6	-12,897.6	ROIC/WACC	3.2	1.3	1.2	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	-652.4	2,135.6	-2,470.4	2,215.2	-1,106.1	REP	0.7	1.1	1.0	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

谢红，交通运输行业分析师，主要研究领域为航空、机场、公路、物流等。北京大学光华管理学院企业管理硕士、清华大学电子信息工程专业学士。在国内大型航空公司从事核心生产经营分析工作2年，2009年加入中投证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

汪立，交通运输行业分析师，主要研究领域为航空港口、公路、铁路、物流等。北京交通大学工学学士、中国科学院管理学硕士。3年证券行业研究经验，先后就职于天相投资顾问公司研究部、国都证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

分析师声明

谢红、汪立分别声明，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

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