

评级：审慎推荐（维持）

交通运输

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010
 研究助理 张庆 S1080110120028
 电话：0755-82485040
 邮件：zhangqing2@fcsc.cn

外线客座率大幅提振

——东方航空(600115)

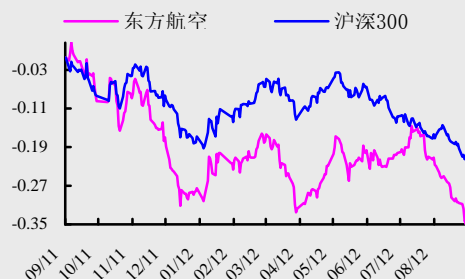
交易数据

上一日交易日股价（元）	3.41
总市值（百万元）	38,453
流通股本（百万股）	10,787
流通股比率（%）	95.65

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	21,439
每股净资产（元）	1.90
市净率（倍）	1.79
资产负债率（%）	80.51

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《台风影响客源 价格联盟出现破裂痕迹》

事件：东方航空 8 月 31 日公布 2012 年半年报，报告期内总收入达 404 亿元，同比增长 4.2%，归属于上市公司股东净利润 9.95 亿元；同比增 5.60%；每股收益为 0.09 元，同比减 59.43%。

点评：

- **外线客座率提振，但总运力及客运收入缓慢增长。**2012 年公司实现总周转量 652 亿座公里，同比增长 4.64%，客运量为 515 亿客公里，比去年同期增长 6.14%。客运收入为人民币 337.28 亿元，同比增长 4%。公司外线运力投放趋于收缩，导致公司国际线客座率大幅提升 4.67 个 pt，但国内民航业增速放缓影响公司总营业收入，营收增速出现颓势，我们预计该趋势将在下半年持续。
- **燃油价格推高营业成本。**燃油平均价格比去年增 10.1%，导致主营成本同比增长 9.6%，远高于运力增幅。7、8 月国际油价下行，将略微能改善公司三季度盈利。
- **人民币贬值导致汇兑出现大幅损失。**2012 上半年公司财务费用为人民币 10.2 亿元，去年同期为财务净收益人民币 0.75 亿元，由于今年上半年人民币贬值导致公司净汇兑损失人民币 2.3 亿元，而去年同期由于人民币升值逾 2%，公司实现净汇兑收益为人民币 8.2 亿元。仅就汇兑损益这一项，公司税前利润就同比减少逾 10 亿，削弱 EPS 近 0.07 元。
- **维持公司“审慎推荐”评级。**东航在国际和地区市场上谨慎投放运力，有利于规避外围经济下滑风险。外汇市场上，未来 6 个月人民币 NDF 掉期贬值 1%，未来 18 个月贬值逾 2.7%，市场仍然不看好中国出口未来复苏并推动人民币升值。按此假设汇兑损益将导致公司今年下半年 EPS 减少 0.04 元，2013 年减少约 0.07 元。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.23、0.31 和 0.48 元，对应 PE 为 14.8、11 和 7.1 倍。我们看好明年航空市场商务需求恢复和油价稳定，维持公司“审慎推荐”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑，油价上涨超预期。



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	13,712.4	22,754.4	33,910.5	47,337.5	一、营业收入	83,974.5	87,398.4	93,129.9	102,442.8
货币资金	6,755.3	15,400.9	26,204.2	39,129.9	减: 营业成本	70,447.8	74,906.2	78,489.2	84,768.4
交易性金融资产	4.4	5.4	5.4	5.4	营业税金及附加	1,803.1	1,487.6	1,781.2	2,173.8
应收款项	2,197.5	2,580.6	2,806.3	3,088.3	销售费用	5,406.1	5,444.2	5,801.1	6,381.2
预付款项	973.5	938.9	987.1	1,067.9	管理费用	2,576.5	2,692.3	2,824.5	2,963.2
存货	1,555.5	1,653.8	1,732.8	1,871.4	财务费用	-441.1	2,027.1	2,024.5	1,450.3
其他流动资产	2,226.3	2,174.7	2,174.7	2,174.7	资产减值损失	799.4	-27.3	4.9	6.3
非流动资产	98,502.7	98,394.2	91,015.5	83,636.9	加: 公允价值变动收益	86.9	9.8	0.0	0.0
股权投资	1,498.9	1,542.4	1,542.4	1,542.4	投资收益	128.1	84.8	93.0	108.4
债权与公允价值资产	2.3	2.3	2.3	2.3	其中: 联营企业收益	106.9	77.5	93.0	108.4
固定资产	71,565.4	72,553.0	64,793.6	57,034.1	二、营业利润	3,597.7	963.1	2,297.4	4,808.1
在建工程	13,085.9	11,908.1	12,288.9	12,669.8	加: 营业外收入	1,598.5	2,204.0	2,270.1	2,338.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	28.5	17.4	11.6	13.1
无形及递延性资产	11,588.2	11,614.5	11,614.5	11,614.5	三、利润总额	5,167.7	3,149.7	4,555.9	7,133.2
其它非流动资产	762.0	773.8	773.8	773.8	减: 所得税费用	265.2	651.4	1,139.0	1,783.3
资产总计	112,215.2	121,148.6	124,926.0	130,974.4	四、净利润	4,902.5	2,498.3	3,417.0	5,349.9
流动负债	43,664.6	47,022.0	47,382.6	48,081.0	归属母公司净利润	4,886.7	2,643.7	3,494.8	5,427.8
短期借款	21,404.5	22,246.8	22,246.8	22,246.8	少数股东损益	15.8	-145.3	-77.9	-77.9
应付账款	10,315.3	12,444.9	13,338.8	14,432.2	五、总股本(百万股)	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5
预收帐款	3,664.7	3,472.2	3,722.9	4,102.7	EPS (元)	0.43	0.23	0.31	0.48
其它流动负债	8,280.1	8,858.1	8,074.1	7,299.3	主要财务比率				
非流动负债	46,405.2	47,955.6	47,955.6	47,955.6	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
长期借款	23,603.5	24,733.0	24,733.0	24,733.0	成长能力				
专项及预计负债	21,664.2	22,083.0	22,083.0	22,083.0	营业收入	12.0%	4.1%	6.6%	10.0%
其它非流动负债	1,137.5	1,139.6	1,139.6	1,139.6	营业毛利	-5.0%	-7.6%	17.2%	20.7%
负债合计	90,069.7	94,977.6	95,338.2	96,036.6	主业盈利	-21.9%	-23.3%	47.6%	45.4%
少数股东权益	1,708.0	1,557.6	1,479.8	1,401.9	母公司净利	-9.2%	-45.9%	32.2%	55.3%
股本	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	获利能力				
资本公积与其它	15,626.6	15,672.1	15,672.1	15,672.1	毛利率	16.1%	14.3%	15.7%	17.3%
留存收益	-6,465.7	-4,014.1	-519.3	4,908.5	主业盈利/收入	4.5%	3.3%	4.5%	6.0%
股东权益合计	20,437.4	22,934.5	26,429.3	31,857.1	ROS	5.8%	2.9%	3.7%	5.2%
负债和股东权益	112,215.2	121,148.6	124,926.0	130,974.4	ROE	23.9%	11.5%	13.2%	17.0%
现金流量表					ROIC	5.6%	2.7%	3.6%	5.3%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	80.3%	78.4%	76.3%	73.3%
经营活动现金流	13,464.1	14,505.4	13,115.6	14,648.4	利息保障倍数	-11.1	1.2	1.7	3.7
净利润	4,902.5	2,306.3	3,417.0	5,349.9	速动比率	0.23	0.40	0.63	0.90
折旧摊销	8,170.1	7,699.0	7,764.3	7,765.8	经营现金净额/当期债务	0.63	0.65	0.59	0.66
财务费用	-561.3	2,175.4	2,024.5	1,450.3	营运能力				
投资损失	-215.0	-94.6	-93.0	-108.4	总资产周转率	0.75	0.72	0.75	0.78
营运资金变动	1,194.3	2,434.4	2.8	190.8	应收款天数	9.42	10.63	10.85	10.85
其它变动	-26.6	-15.0	0.0	0.0	存货天数	7.95	7.95	7.95	7.95
投资活动现金流	-14,780.1	-4,031.2	-287.9	-272.4	每股指标 (元)				
资本支出	-13,096.9	-5,023.7	-380.8	-380.8	主业盈利/股本	0.33	0.25	0.38	0.55
长期投资	-25.4	27.1	0.0	0.0	每股经营现金流	1.19	1.29	1.16	1.30
其它变动	-1,657.8	965.4	93.0	108.4	每股净资产	1.66	1.90	2.21	2.70
筹资活动现金流	2,135.6	-1,696.3	-2,024.5	-1,450.3	估值比率				
债务融资	4,071.5	1,683.1	0.0	0.0	P/E	7.87	14.55	11.00	7.08
权益融资	1,004.5	0.0	0.0	0.0	P/B	2.05	1.80	1.54	1.26
其它变动	-2,940.4	-3,379.5	-2,024.5	-1,450.3	P/S	0.46	0.44	0.41	0.38
汇率变动影响	-36.8	-4.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	12.17	12.12	10.61	8.93
现金净增加额	782.7	8,773.9	10,803.3	12,925.7					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135