

东方航空 (600115.SH)

航空运输行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

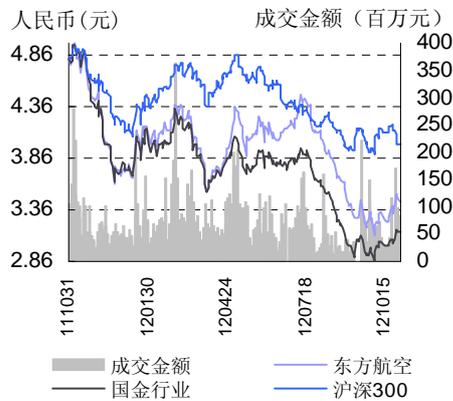
市价(人民币): 3.43元

汇兑损失造成业绩下滑, 旺季主业利润回升

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)	386.79
年内股价最高最低(元)	4.98/3.11
沪深300指数	2239.88
上证指数	2062.35



相关报告

1. 《大股东增持降低资产负债率》，2012.9.12
2. 《汇兑与油价上涨是利润下滑主导因素》，2012.8.31
3. 《经营提升显著、旺季弹性带来行情》，2012.7.13

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	0.282	0.362	0.421
每股净资产(元)	1.38	1.81	1.96	2.20	2.49
每股经营性现金流(元)	0.93	1.19	1.18	1.42	1.72
市盈率(倍)	13.79	8.77	12.18	9.47	8.15
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%	-35.01%	28.56%	16.21%
净资产收益率(%)	34.54%	23.91%	14.34%	16.49%	16.92%
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 1-9 月净利润 36.3 亿元 EPS 0.32 元, 同比下降 37.0%, 3 季度净利润 26.3 亿元 EPS 0.23 元, 同比下降 20.4%, 符合我们预期。

经营分析

- 汇兑收益是造成公司利润下降的主要原因: 3 季度公司净利润同比下降 6.5 亿; 人民币贬值 0.25% 造成汇兑损失约 1.43 亿元, 而去年同期人民币汇率提升 1.8%, 汇兑收益约 6.85 亿元, 汇率变动造成的汇兑收益减少约 8.28 亿元, 超过净利润下降幅度; 扣除汇兑影响, 主业净利润上升约 6.6%;
- 流量增长较快, 收入增长稳定: 3 季度收入同比增长 2.7%, 扣除营改增影响增长 7.5%, 增长相对稳定, 但低于 RPK 增长, 一方面受到货运低迷影响 (3 季度货运量同比下降 5%), 另外我们认为公司国内航线的客公里收益同比也有所下降。
- 成本增长相对稳定: 3 季度公司成本同比增长 3.8%, 去除营改增影响为 8.0%, 慢于 10% 的运力增速; 3 季度新加坡航油均价与去年同期持平, 国内航油下降 8%, 估计燃油成本增速小于 8%; 半年报折旧成本同比增长 8%, 考虑到 3 季度公司运力投放有所增加, 折旧成本或增长 8-10%; 公司去年并未提升薪酬, 或补提薪酬导致人工成本有所上升, 但整体对成本影响较小。
- 盈利主要来自国内航线, 但国际航线边际改善明显: 公司的盈利预计仍主要来自于国内航线, 但国际航线由于客座率方面国际航线同比提升 3 个百分点, 而票价水平预计同比也将有所提升, 因此虽然国际航线盈利情况仍不高, 但减亏较为显著。

展望

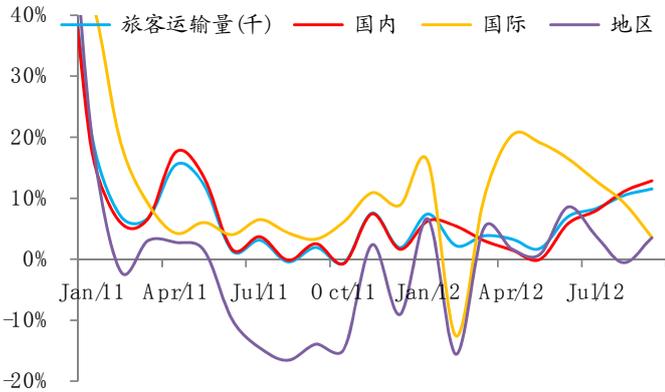
- 短期内受钓鱼岛事件及其他一些事件的影响, 预计十一之后需求增速有所回落, 但我们倾向认为行业将逐步温和复苏, 商务需求回升叠加消费升级; 航空公司预计将继续加大飞机退出力度, 行业供需关系可望有所改善, 另外人民币 10 月后重回升值通道, 有望重新获得汇兑收益;

投资建议

- 我们维持 12-13 年 EPS 0.28 元与 0.36 元的预测, 目前股价对应 12.3X11PE 与 1.9X11PB, 估值较低, 考虑公司经营水平提升明显, 行业有望逐步复苏, 我们维持“增持”评级。

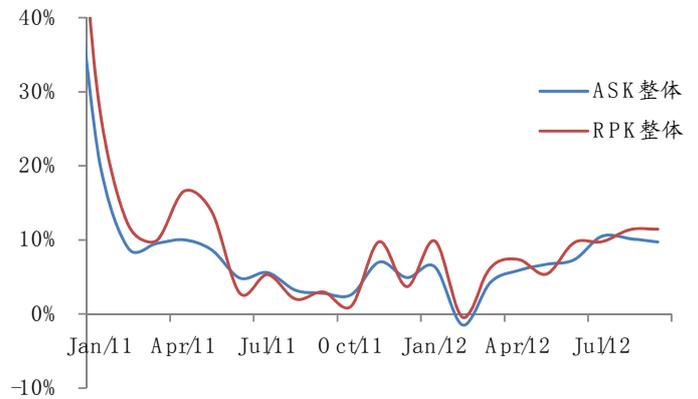
公司主要经营数据

图表1: 11年以来公司运送旅客增速

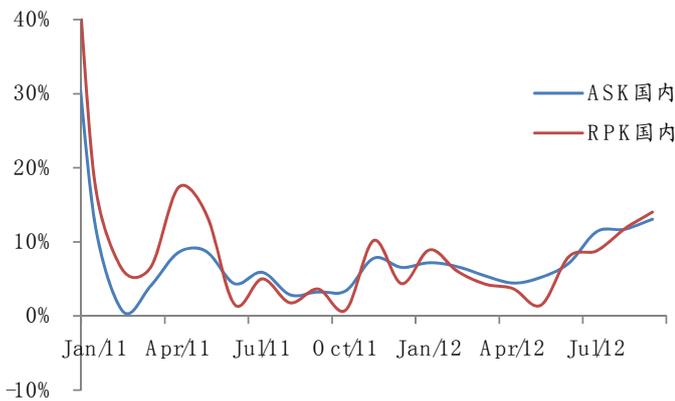


来源: 国金证券研究所

图表2: 公司整体ASK与RPK增速

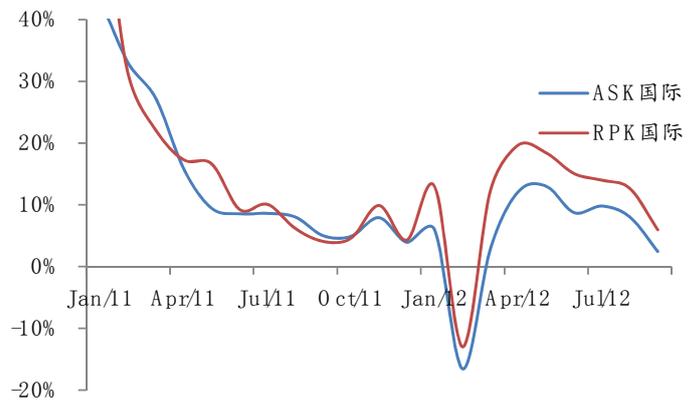


图表3: 国内航线ASK与RPK增速

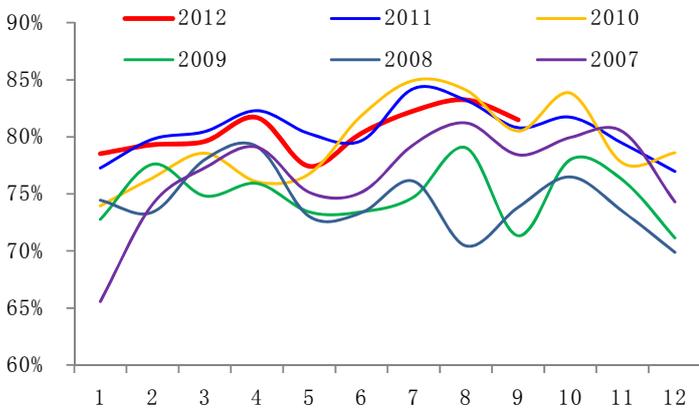


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表4: 国际航线ASK与RPK增速

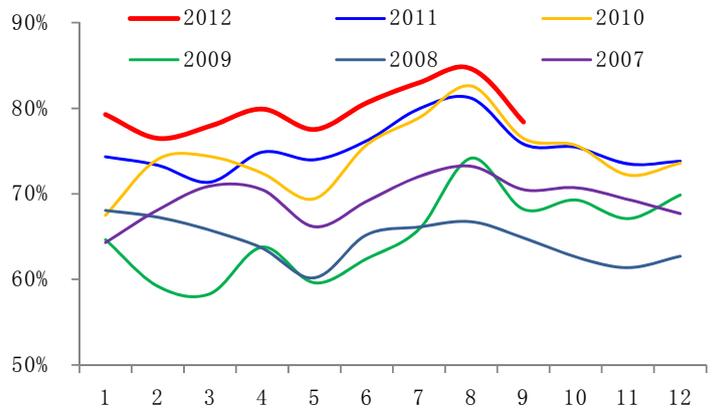


图表5: 国内航线客座率

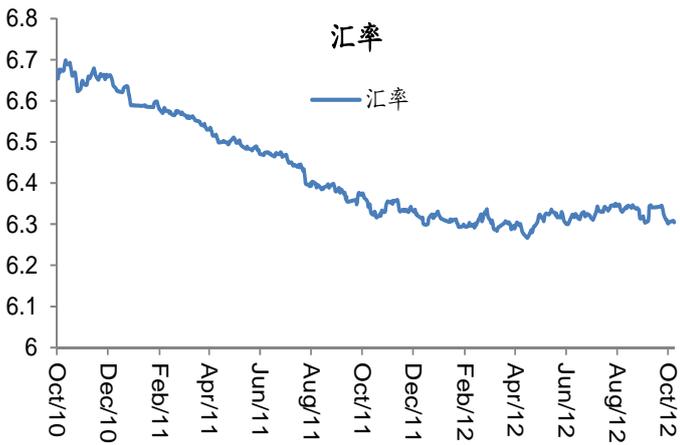


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表6: 国际航线客座率

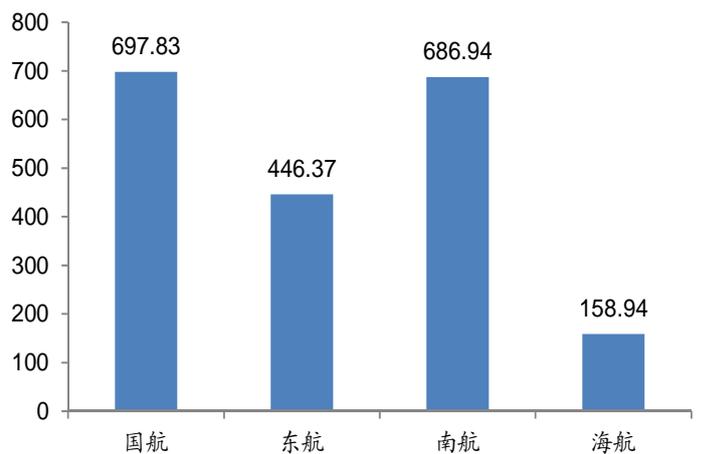


图表7: 人民币兑美元中间价走势

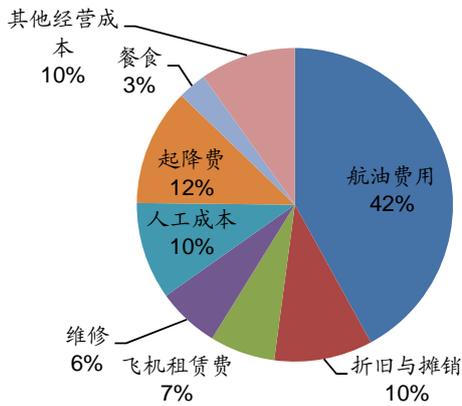


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表8: 升值 1% 对各航空公司汇兑收益的影响

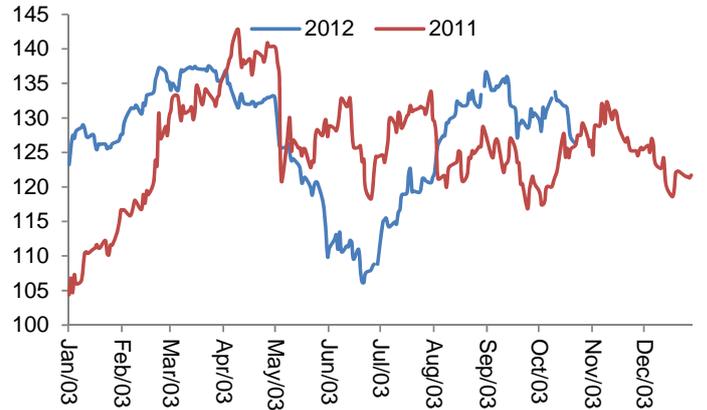


图表9: 11 年年报公司成本构成

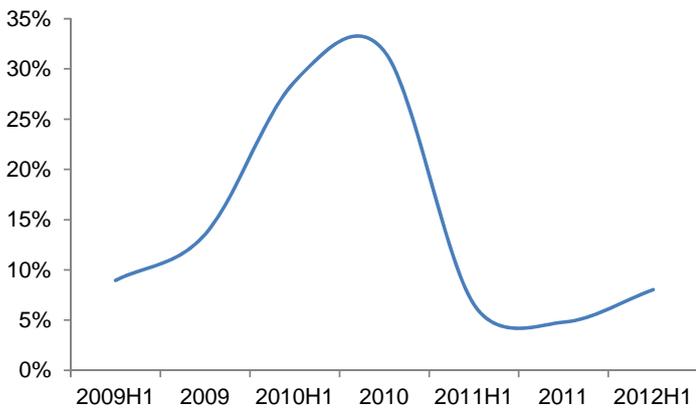


来源: 国金证券研究所, 公司公告, Wind

图表10: 新加坡航油价格走势

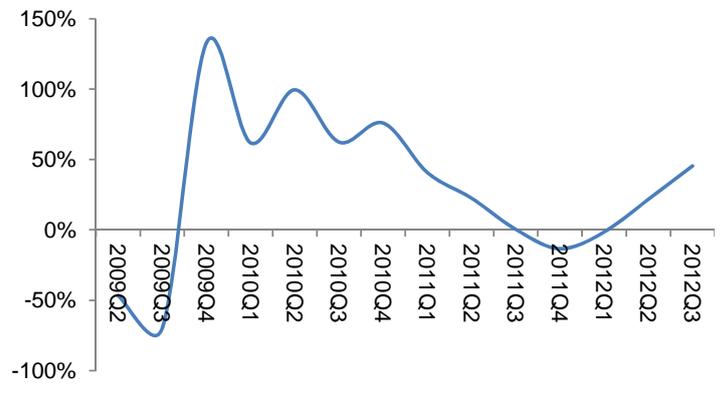


图表11: 折旧成本增速

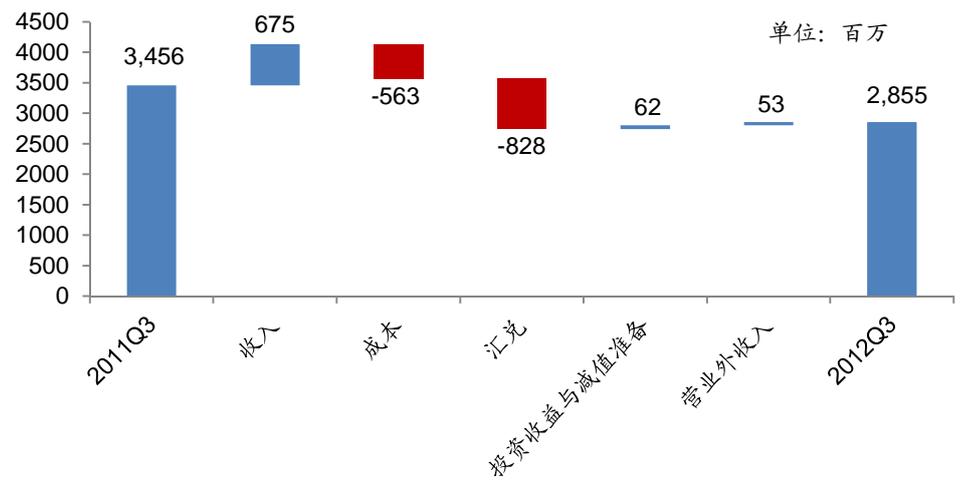


来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表12: 人工成本走势

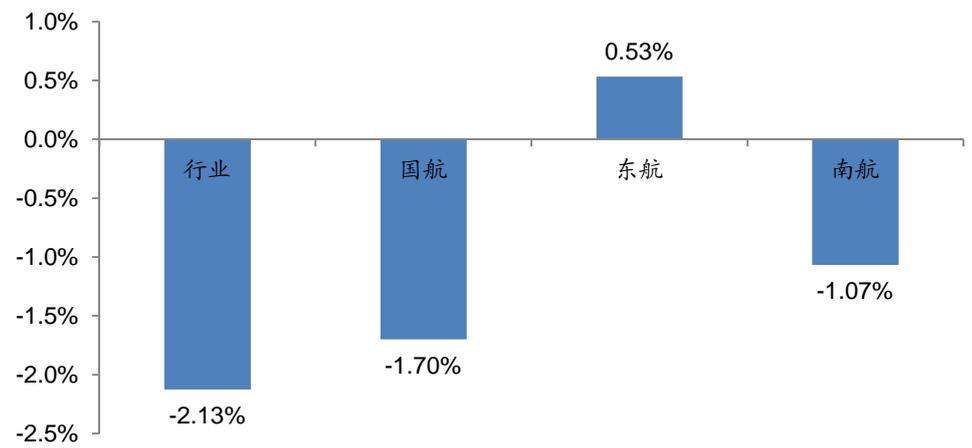


图表13: 3季度税前利润变动



来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表14: 东航3季度客座率同比回升



来源: 国金证券研究所, 公司公告, CAAC

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	91,679	102,050	115,801	货币资金	2,192	5,027	6,755	2,192	2,192	2,192
增长率		88.2%	12.0%	9.2%	11.3%	13.5%	应收款项	2,901	4,598	3,920	4,218	4,695	5,328
主营业务成本	-37,248	-60,727	-70,448	-78,039	-87,067	-99,148	存货	932	1,287	1,556	1,574	1,756	2,000
%销售收入	93.5%	81.0%	83.9%	85.1%	85.3%	85.6%	其他流动资产	839	808	1,481	1,085	1,209	1,376
毛利	2,583	14,232	13,527	13,640	14,983	16,653	流动资产	6,864	11,721	13,712	9,069	9,853	10,896
%销售收入	6.5%	19.0%	16.1%	14.9%	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	-1,789	-1,991	-2,260	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%	6.2%	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%	3.0%	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	3,469	3,940	4,617	资产总计	72,019	100,810	112,215	103,226	109,181	114,191
%销售收入	n.a	6.4%	4.5%	3.8%	3.9%	4.0%	短期借款	15,258	17,810	21,404	30,213	30,777	28,813
财务费用	-1,639	-431	441	-1,780	-1,315	-1,294	应付款项	16,399	16,158	16,698	18,374	20,480	23,287
%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	7,163	7,817	8,689
资产减值损失	-118	-427	-799	-24	-3	-4	流动负债	35,663	39,168	43,665	55,751	59,074	60,789
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%	3.8%	3.0%	2.6%	负债	68,406	84,234	90,070	79,355	82,678	84,394
营业利润	-950	4,882	3,598	1,794	2,750	3,447	普通股股东权益	3,104	15,577	20,437	22,147	24,764	28,042
营业利润率	n.a	6.5%	4.3%	2.0%	2.7%	3.0%	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	103,226	109,181	114,191
税前利润	640	5,841	5,168	3,364	4,320	5,017	比率分析						
利润率	1.6%	7.8%	6.2%	3.7%	4.2%	4.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-81	-138	-265	-173	-222	-258	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	0.282	0.362	0.421
净利润	559	5,703	4,902	3,191	4,098	4,760	每股净资产	0.324	1.381	1.812	1.964	2.196	2.487
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	1.176	1.422	1.718
归属于母公司的净利润	540	5,380	4,887	3,176	4,083	4,744	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%	3.5%	4.0%	4.1%	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%	14.34%	16.49%	16.92%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	0.75%	5.34%	4.35%	3.08%	3.74%	4.15%
净利润	559	5,703	4,902	3,191	4,098	4,760	投入资本收益率	-8.06%	8.09%	5.28%	4.24%	4.62%	5.33%
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%	9.17%	11.31%	13.47%
非经营收益	-2,203	-593	32	-247	61	40	EBIT增长率	-52.29%	-262.62%	-21.86%	-7.26%	13.56%	17.19%
营运资金变动	955	-2,079	1,194	2,202	1,973	2,632	净利润增长率	N/A	896.84%	-9.18%	-35.01%	28.56%	16.21%
经营活动现金净流	4,762	10,444	13,500	13,266	16,035	19,374	总资产增长率	-1.08%	39.98%	11.31%	-8.01%	5.77%	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	309.2	296.2	273.4
债权募资	-9,698	3,890	4,072	-14,296	564	-1,963	偿债能力						
其他	-2,267	-5,075	-2,977	-1,469	-3,225	-3,204	净负债/股东权益	721.47%	217.58%	172.71%	216.25%	196.90%	168.55%
筹资活动现金净流	2,091	-666	2,099	-15,766	-2,661	-5,167	EBIT利息保障倍数	-1.8	11.1	-8.5	1.9	3.0	3.6
现金净流量	-1,742	185	819	-4,564	0	0	资产负债率	94.98%	83.56%	80.27%	76.88%	75.73%	73.91%

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