

# 东方航空 (600115)

## 运输主业利润保持良好增长

### 推荐 (维持)

现价: 3.43 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)	387
流通 A 股市值(亿元)	250
每股净资产(元)	2.13
资产负债率(%)	78.51

#### 行情走势图

#### 相关研究报告

一季报点评-东方航空 (600115) 110428: 砍掉亏损, 力保毛利率增长 (推荐)  
 半年报点评-东方航空 (600115) 110829: 票价提升主导业绩增长 (推荐)

#### 证券分析师

孙超 投资咨询资格编号  
 S1060512040008  
 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

#### ■ 业绩略低于预期

公司三季度实现营业收入 251.26 亿, 同比增长 2.76%, 归属于上市公司股东的净利润为 26.34 亿元, 同比减少 20.36%, 实现 EPS 为 0.3219 元。公司三季度业绩略低于预期, 扣除汇兑、减值损失、公允价值变动收益后, 公司税前主业利润同比升 6%。

#### ■ 运输主业利润同比上升显示公司暑运业绩良好

公司三季度运输主业税前利润为 26.15 亿元, 较去年同期的 24.65 亿高 6.1%。今年三季度国内市场票价上升、油价下降, 从而使各公司能够提高毛利率, 这一点东航与行业表现基本一致。公司由于受到营业税改增值税的影响, 财报上的毛利率较去年同期有所下降, 我们认为如果与去年同口径相比, 公司毛利率应为上升状态。但公司主营业绩上升幅度低于我们的预期, 主要问题在于公司可供吨公里成本的下降幅度仅为 0.36%, 与三季度航油成本的回落趋势有一定差距。

#### ■ 汇兑损益成净利润下滑的主要原因

公司三季度按照中报披露的数据, 预计将发生 1.5 亿元的汇兑损失。相比于去年三季度 8.8 亿元的汇兑收入, 今年汇兑收益大幅减少, 导致净利润明显下滑。

#### ■ 政府补贴三季度高于去年, 但总量环比减少

上半年政府补贴是东航业绩的重要组成, 三季度东航营业外收入总量仍然高于去年, 但环比明显减少。我们预计公司下半年政府补贴总量低于上半年, 四季度营业外净收益总量小于去年。

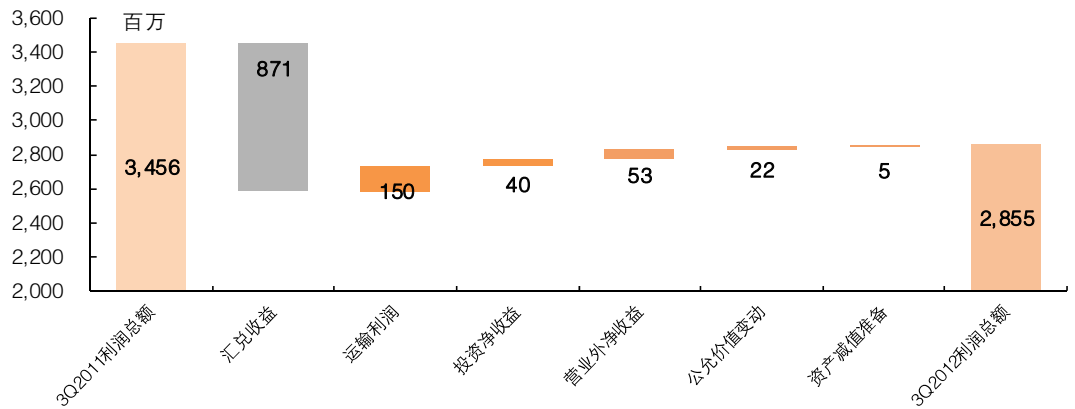
#### ■ 四季度预计仍亏损, 维持“推荐”评级

今年四季度市场客座率及票价水平均低于去年, 在油价并没有大幅度回落的情况下, 预计四季度公司主业仍然会出现亏损, 但公司不会再计提减值准备, 因此利润总额亏损幅度将小于去年。我们小幅下调公司 12-14 年 EPS 分别为 0.32、0.39、0.46, 下调幅度为 12%、6%、3%, 对应 10 月 30 日的收盘价动态 PE 分别 10.6、8.8、7.4 倍, 鉴于公司 12 年业绩尚难反转, 维持“推荐”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。

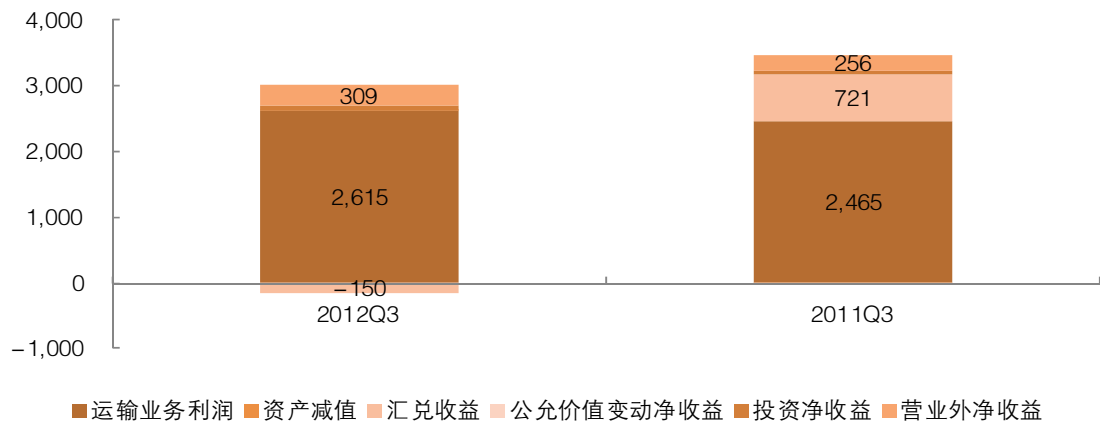
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	74,958	83,975	91,334	100,224	108,666
YoY(%)	88.2	12.0	8.8	9.7	8.4
净利润(百万元)	5,380	4887	3646	4391	5196
YoY(%)	656.0	-9.2	-25.4	20.4	18.3
毛利率(%)	19.0	16.1	16.5	16.8	17.2
净利率(%)	7.2	5.8	4.0	4.4	4.8
ROE(%)	34.5	23.9	15.1	15.4	15.6
EPS(摊薄/元)	0.48	0.43	0.32	0.39	0.46
P/E(倍)	13.2	7.9	10.6	8.8	7.4
P/B(倍)	4.6	1.9	1.6	1.4	1.2

图表1 公司12年三季度汇兑收益是业绩下滑的关键



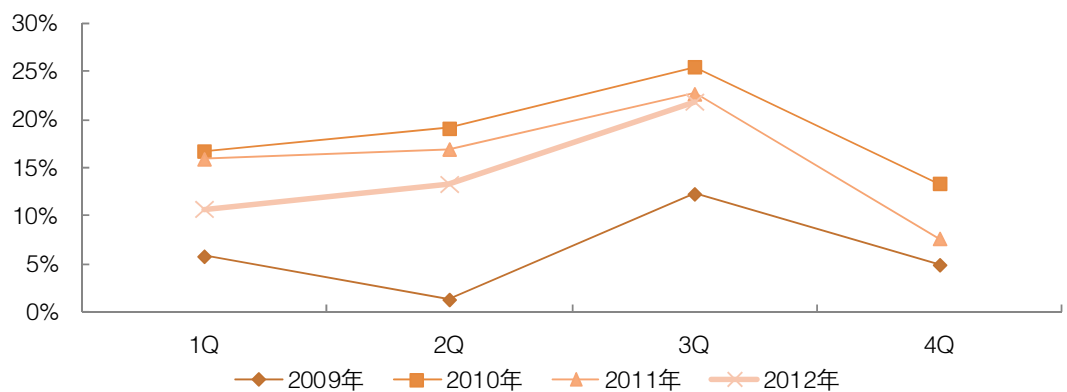
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 东航三季度主业业绩同比上升6%



资料来源：公司公告

图表3 东航三季度毛利率受营改增影响同比略有下滑



资料来源：公司公告

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	13712	14305	15667	16991
现金	6755	6553	7403	8069
应收账款	2197	2588	2772	3003
其他应收款	1723	2377	2483	2660
预付账款	973	954	1069	1160
存货	1556	1833	1939	2098
其他流动资产	508	0	0	0
<b>非流动资产</b>	98503	110944	121095	129227
长期投资	1499	1503	1503	1503
固定资产	71565	91932	104806	114092
无形资产	1899	1823	1746	1670
其他非流动资产	23540	15687	13040	11962
<b>资产总计</b>	112215	125249	136762	146218
<b>流动负债</b>	43665	62515	70352	76015
短期借款	11454	29703	36289	40357
应付账款	10268	12408	13004	14084
其他流动负债	21943	20404	21058	21574
<b>非流动负债</b>	46405	36931	36200	35219
长期借款	21103	12852	11726	10600
其他非流动负债	25302	24079	24474	24618
<b>负债合计</b>	90070	99445	106552	111234
少数股东权益	1708	1720	1735	1752
股本	11277	11277	11277	11277
资本公积	15627	15627	15627	15627
留存收益	-6466	-2819	1572	6329
归属母公司股东权益	20437	24084	28475	33232
<b>负债和股东权益</b>	112215	125249	136762	146218

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	13464	14881	18356	21390
净利润	4902	3659	4406	5213
折旧摊销	7371	8473	10866	12947
财务费用	-441	1838	1825	1966
投资损失	-128	-241	-241	-241
营运资金变动	1194	490	1174	1190
其他经营现金流	566	662	326	316
<b>投资活动现金流</b>	-14780	-21378	-21404	-21404
资本支出	13548	21239	21239	21239
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1231	-140	-165	-165
<b>筹资活动现金流</b>	2136	6295	3898	680
短期借款	261	18249	6586	4068
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	-3703	-1563	-2262
<b>现金净增加额</b>	783	-202	850	666

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	83975	91334	100224	108666
营业成本	70448	76227	83382	89977
营业税金及附加	1803	1972	2126	2323
营业费用	5406	5686	6118	6488
管理费用	2576	3237	3552	3851
财务费用	-441	1838	1825	1966
资产减值损失	799	91	100	109
公允价值变动收益	87	0	0	0
投资净收益	128	241	241	241
<b>营业利润</b>	3598	2524	3362	4193
营业外收入	1599	1509	1495	1525
营业外支出	28	56	68	51
<b>利润总额</b>	5168	3977	4789	5666
所得税	265	318	383	453
<b>净利润</b>	4902	3659	4406	5213
少数股东损益	16	12	15	17
<b>归属母公司净利润</b>	4887	3646	4391	5196
<b>EBITDA</b>	10527	12835	16053	19105
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.32	0.39	0.46

主要财务比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.0%	8.8%	9.7%	8.4%
营业利润	-26.3%	-29.9%	33.2%	24.7%
归属于母公司净利润	-9.2%	-25.4%	20.4%	18.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.1%	16.5%	16.8%	17.2%
净利率(%)	5.8%	4.0%	4.4%	4.8%
ROE(%)	23.9%	15.1%	15.4%	15.6%
ROIC(%)	5.0%	5.7%	6.0%	6.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	80.3%	79.4%	77.9%	76.1%
净负债比率(%)	47.19%	51.16%	53.12%	53.65%
流动比率	0.31	0.23	0.22	0.22
速动比率	0.26	0.18	0.18	0.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.77	0.77	0.77
应收账款周转率	35	35	34	34
应付账款周转率	7.14	6.72	6.56	6.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.32	0.39	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.32	1.63	1.90
每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.14	2.53	2.95
<b>估值比率</b>				
P/E	7.9	10.6	8.8	7.4
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.3	6.0	4.8	4.0

## 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。客户并不能仅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