

淡季国内客运平稳，国际航线客运表现较好

■12月数据简评：淡季客运国内平稳，国际航线表现持续较好。客运需求(RPK)同比增长9.65%，其中国内航线6.73%，国际航线17.55%；客座率77.4%，同比增长1.5%，其中国内航线76.56%，同比下降0.41%，国际航线79.73%，同比增长5.9%。我们认为虽然8月以来日本航线受政治事件影响，但国际其它航线尤其长航线需求旺盛，公司通过调整运力投放，保证国际航线周转量的高增速和高客座率，降低了日本航线对国际航线的冲击和影响。货运方面，货邮周转量、可用货邮吨公里同比分别下降6.18、7.49个百分点，货运转运率同比上升0.93个百分点。

■2012年生产经营数据回顾：公司客运投入产出比较好，客座率同比提升幅度在三大航中最为明显。客运方面，ASK同比增长6.88%，RPK同比增长8.09%，客座率79.78%，同比提升0.89个百分点。分航线看，国际航线表现优于国内航线，RPK同比增11.30%，高于国内航线的7.35%；国际航线客座率79.75%，同比提升明显，达4.36个百分点，而国内航线客座率80.02%，同比下滑0.57个百分点。货运方面，需求有所波动，全年同比提升6.81%，货邮载运率63.41%，同比提升1.59个百分点。

■未来主营业务的好转，需要依赖总需求好转推动收益水平提升。从2012年行业需求增长来看，呈现旺季好于淡季的特点，主要是由于消费升级促使旅游需求旺盛，而受经济周期影响，商务需求相对较弱。我们预计2013年旅游需求仍将保持高增长，同时受出境游推动国际航线表现仍将好于国内航线；而商务需求的复苏力度，需要进一步观察经济复苏的力度。考虑2013年行业供给压力较大，中长期来看公司业绩明显提升的主要动力仍需要依赖整体需求明显好转下收益水平的提升，季度盈利波动受油价波动及人民币汇率影响。

■投资建议：预计今年行业运力供给压力不小，中长期公司盈利提升仍需关注国内航线整体需求的复苏。预计2012-2013年EPS0.33、0.34元，维持中性-A投资评级，12个月目标价4.0元。

■风险提示：突发事件、油价大幅波动、需求明显低于预期

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
净利润	5,380.4	4,886.7	3,752.1	3,808.2	4,415.9
每股收益(元)	0.48	0.43	0.33	0.34	0.39
每股净资产(元)	1.38	1.81	2.15	2.48	2.87
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	7.1	7.8	10.2	10.0	8.7
市净率(倍)	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
净利润率	7.2%	5.8%	4.2%	4.0%	4.3%
净资产收益率	34.4%	22.1%	14.9%	13.1%	13.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.4%	8.8%	8.3%	7.5%	7.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

中性-A

维持评级

12个月目标价

4.00元

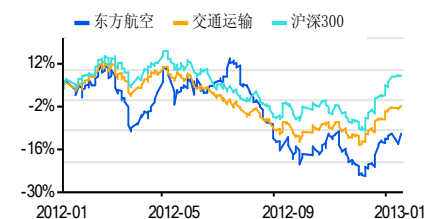
股价(2013-01-14)

3.46元

交易数据

总市值(百万元)	38,227.47
流通市值(百万元)	26,381.70
总股本(百万股)	11,276.54
流通股本(百万股)	7,782.21
12个月价格区间	2.96/4.47元
十大股东(%)	73.68%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.95	-5.12	-19.68
绝对收益	9.00	2.73	-17.72

谢红

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090001
xiehong@essence.com.cn
0755-82558030

汪立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050002
wangli1@essence.com.cn
0755-82558010

相关报告

东方航空：季节性改善明显，业绩符合预期：——	2012-10-31
2012年三季度点评	
东方航空：非公开发行股票点评	2012-09-12
东方航空：盈利主要来自营业外收入：——2012年中报点评	2012-08-31

财务报表预测和估值数据汇总(2013年01月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(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	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%	-24.8%	34.5%	21.4%
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%	-23.2%	1.5%	16.0%
管理费用	2,656.3	2,576.5	2,699.7	2,863.3	3,057.8	EBITDA 增长率	105.7%	-15.5%	-15.3%	21.6%	15.4%
财务费用	431.3	-441.1	1,096.7	1,351.0	1,363.0	EBIT 增长率	670.6%	-40.6%	29.9%	25.3%	15.4%
资产减值损失	427.1	799.4	377.8	29.3	198.8	NOPLAT 增长率	179.0%	-27.3%	9.0%	1.6%	12.0%
加:公允价值变动收益	833.4	86.9	-	-	-	投资资本增长率	77.2%	14.9%	13.0%	11.2%	6.8%
投资和汇兑收益	119.4	128.1	374.9	257.5	253.5	净资产增长率	358.8%	33.6%	17.5%	15.1%	15.1%
营业利润	4,882.2	3,597.7	2,704.9	3,638.0	4,417.7	利润率					
加:营业外净收支	958.9	1,570.0	1,600.0	1,599.0	1,601.0	毛利率	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%	17.2%
利润总额	5,841.1	5,167.7	4,304.9	5,237.0	6,018.7	营业利润率	6.5%	4.3%	3.0%	3.8%	4.3%
减:所得税	138.2	265.2	430.5	1,309.2	1,504.7	净利润率	7.2%	5.8%	4.2%	4.0%	4.3%
净利润	5,380.4	4,886.7	3,752.1	3,808.2	4,415.9	EBITDA/营业收入	16.0%	12.1%	9.5%	10.9%	11.8%
						EBIT/营业收入	7.1%	3.8%	4.6%	5.4%	5.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	297	299	306	322	328
						流动营业资本周转天数	-73	-64	-58	-49	-45
						流动资产周转天数	45	55	60	63	63
						应收账款周转天数	9	10	11	11	11
						存货周转天数	10	10	11	12	11
						总资产周转天数	415	457	467	472	470
						投资资本周转天数	191	234	249	263	268
						投资回报率					
						ROE	34.4%	22.1%	14.9%	13.1%	13.1%
						ROA	5.7%	4.4%	3.2%	3.0%	3.3%
						ROIC	21.4%	8.8%	8.3%	7.5%	7.5%
						费用率					
						销售费用率	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
						管理费用率	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
						财务费用率	0.6%	-0.5%	1.2%	1.4%	1.3%
						三费/营业收入	11.2%	9.0%	10.6%	10.8%	10.7%
						偿债能力					
						资产负债率	83.6%	80.3%	78.6%	76.8%	74.9%
						负债权益比	508.2%	406.7%	366.7%	330.4%	298.0%
						流动比率	0.30	0.31	0.32	0.32	0.32
						速动比率	0.24	0.26	0.26	0.26	0.27
						利息保障倍数	12.32	-7.16	3.74	3.80	4.35
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	5,027.4	6,755.3	7,199.2	7,635.5	8,154.2	EPS(元)	0.48	0.43	0.33	0.34	0.39
交易性金融资产	71.1	4.4	4.4	4.4	4.4	BVPS(元)	1.38	1.81	2.15	2.48	2.87
应收帐款	4,598.2	3,920.1	5,411.9	5,340.5	5,524.2	PE(X)	7.1	7.8	10.2	10.0	8.7
应收票据	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
预付帐款	714.3	973.5	1,149.0	1,455.7	1,732.8	P/FCF	-9.8	33.1	-5.7	-1,525.0	1,030.2
存货	1,286.9	1,555.5	1,937.4	1,883.2	2,007.5	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
其他流动资产	22.9	503.6	628.4	740.6	945.1	EV/EBITDA	9.1	8.0	9.3	8.0	7.0
可供出售金融资产	5.5	2.3	2.3	2.3	2.3	CAGR(%)	-11.7%	-2.7%	11.8%	17.4%	19.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	-0.6	-2.9	0.9	0.6	0.4
长期股权投资	1,450.4	1,498.9	1,498.4	1,498.7	1,498.7	ROIC/WACC	3.2	1.3	1.2	1.1	1.1
投资性房地产	-	-	-	-	-	REP	0.7	1.1	1.0	1.0	1.0
固定资产	68,109.0	71,565.4	81,581.4	89,307.9	96,230.6						
在建工程	7,397.2	13,085.9	9,596.0	8,613.5	8,624.5						
无形资产	1,822.0	1,899.0	1,772.4	1,654.4	1,544.2						
其他非流动资产	10,305.3	10,451.3	10,661.9	10,750.1	10,881.2						
资产总额	100,810.1	112,215.2	121,442.9	128,886.7	137,149.8						
短期债务	11,193.1	11,453.9	13,248.0	16,476.8	16,608.0						
应付帐款	11,694.1	12,985.7	16,216.7	15,700.3	16,767.7						
应付票据	1,475.5	47.7	3,993.3	2,065.1	2,234.5						
其他流动负债	8,030.3	9,046.9	9,325.5	11,096.1	12,241.1						
长期借款	23,355.0	21,103.5	21,103.5	21,103.5	21,103.5						
其他非流动负债	21,711.2	25,301.7	23,356.8	23,936.0	24,569.5						
负债总额	84,233.9	90,069.7	95,423.1	98,939.2	102,688.2						
少数股东权益	999.1	1,708.0	1,830.3	1,949.8	2,048.0						
股本	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5						
留存收益	4,300.6	9,160.8	12,913.0	16,721.1	21,137.0						
股东权益	16,576.2	22,145.4	26,019.8	29,947.5	34,461.5						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034