

航空运输III

谢红

0755-82026822  
xiehong@cjis.cn

ST 东航

600115

强烈推荐

关注世博、合并作用下业绩超预期带来的机会

我们详细测算了上海世博会对东航盈利水平的影响，认为世博会有望使东航盈利增加超过20亿，公司2010年EPS0.31元，给予“强烈推荐”评级。

投资要点:

6-12个月目标价: 10.00元

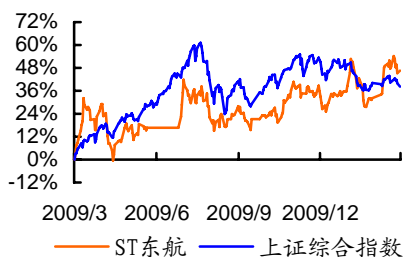
当前股价: 6.70元  
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2976.94
总股本(百万)	11277
流通股本(百万)	3859
流通市值(亿)	259
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	-0.98
资产负债率	115.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
ST 东航	0.00	7.89	14.53
上证综合指数	0.00	-9.09	-1.87



相关报告

《2010年投资策略-区域消费升级驱动行业增长》2010-1-05

- **合并后的东航:** (1) 国内规模第二、主基地市场上海占有率46.7%，上海航线占公司内份额约50%。(2) 协同效应初步显现，预计一季度利润总额(不考虑公允价值变动)同比有望减亏10-15亿，不考虑世博会以此推算全年业绩有望微利。
- **上海世博会期间上海两场客源增速近40%，航线盈利水平有望提升10%以上:** (1) 根据目前门票销售情况，上海世博会参会7000万人次为大概率事件。(2) 世博会带来航空客源增量1000万，上海两场2010年旅客吞吐量增速25%，二、三季度增速30-40%以上。(3) 世博会期间上海两场航班量增长率约为30%。(4) 预计客座率提升约5%，收益水平提升10-20%。
- **世博会、合并协同效应叠加，二、三季度盈利有望超预期:** (1) 作为世博会战略合作伙伴的东航有望获得更多新增时刻，短期有利于上海市场份额进一步提升，保守估计世博会期间东航上海航线占其内部约60%。(2) 估计世博会期间，上海航线毛利率提高10-20%，则东航净利润增加17-33亿，EPS增加0.15-0.29元。
- **2010年除世博会外的期待:** 1) 公司是三大航中唯一未加入国际航空联盟的，2010年有望加入国际航空联盟。2) 目前负债率为94.3% (国航与南航非公开发行后均低于80%)，大股东持股降为59.94%，公司有望获得政府进一步注资或引进战略投资者。
- **行业趋势向好与人民币升值预期双轮驱动:** 1) 目前行业景气持续向好，客座率、票价均居历史较高水平，二三季度有望实现淡季不淡、旺季更旺。2) 预计人民币升值3-5%，贡献公司EPS0.10-0.17元。
- **投资策略:** 由于航空业盈利能力对业务量的增长弹性非常大，我们看好占有上海市场份额一半以上的东航，二、三季度业绩超预期概率非常大。2009-2011年净利润为8.1、35.8、42.8亿，EPS为0.07、0.31、0.37元，同时考虑人民币升值预期和公司的主题性机会，首次给予“强烈推荐”的评级。
- **风险提示:** 突发性事件、航油价格快速上涨、世博会流量低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	55215	55712	71240	80791
同比(%)	27%	1%	28%	13%
归属母公司净利润(百万元)	-15177	781	3459	4228
同比(%)	-2613%	-95%	343%	22%
毛利率(%)	-0.7%	11.0%	18.7%	20.7%
ROE(%)	134.7%	14.4%	36.8%	31.0%
每股收益(元)	-1.35	0.07	0.31	0.37
P/E	-4.98	96.69	21.84	17.87
P/B	-6.71	13.89	8.04	5.54
EV/EBITDA	-10	16	10	9

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、合并后的新东航：规模第二、主基地市场占有率大幅上升，协同效应初现.....	4
1.1 合并后，新东航上海市场份额约 46.7%，公司内部上海航线旅客运输量约 50% .....	4
1.2 行业向好趋势及合并协同效应初现，预计一季度东航大幅减亏 .....	4
二、世博会、合并协同效应叠加，二、三季度盈利有望超预期.....	5
2.1 世博会对行业的影响：上海市场年增速 25%，二三季度 30%-40% 高速增长有望实现量价齐升.....	5
2.1.1 世博会参会人数 7000 万为大概率事件.....	5
2.1.2 世博会带来的航空旅客净增量约为 1050 万，上海市场增速有望达 25%.....	6
2.1.3 二三季度爆发式高速增长 30%-40% 将使上海市场量价齐升，收益水平大幅提升 10-20% .....	7
2.2 东航将成为世博会的最大受益者：二、三季度业务量、盈利均有望实现脉冲式增长 .....	9
2.2.1 短期有利于上海市场份额进一步提升，长期将受益于关键资源的获得及品牌宣传 .....	9
2.2.2 量价齐升将有望使公司二、三季度业绩超市场预期，世博会有望增加盈利超过 20 亿 .....	10
三、2010 年世博会以外的期待：战略投资者？政府注资？加入联盟？ .....	10
3.1 合并后负债率约为 94.31%，引进战略投资者意愿强烈 .....	11
3.2 新东航政府持股降为 59.94%，高负债率有望进一步获得政府注资 .....	11
3.3 世博会前有望加入国际航空联盟 .....	12
四、行业趋势向上，人民币升值预期利好 .....	12
4.1 目前行业景气持续向好，二三季度将出现淡季不淡、旺季更旺.....	12
4.2 预计人民币升值 3-5%，贡献公司 EPS0.108-0.187 元.....	13
五、盈利预测及投资建议：强烈推荐 .....	14

## 图表

表 1	历届世博会（综合）参会人数 .....	5
表 2	世博会门票销售阶段和相关数据 .....	6
表 3	敏感性分析：世博会参会人数中航空旅客人次（万） .....	7
表 4	敏感性分析：2010 年上海两场增速 .....	7
表 5	敏感性分析：世博会期间上海航线毛利率提升的敏感性分析 .....	8
表 6	敏感性分析：2010 年东航上海航线旅客运输量占公司份额 .....	9
表 7	敏感性分析：世博会对东航盈利影响分析 .....	10
表 8	东方航空股本结构 .....	12
表 9	人民币升值对公司 2010 年 EPS 影响的敏感性分析 .....	13
图 1:	三大航航班份额对比(2009 年 6 月) .....	4
图 2:	新东航上海航线航班占其客运份额估计 (2008) .....	4
图 3:	2009 年三大航季度盈利估算值 (营业利润-公允价值变动收益) .....	5
图 4:	1996-2008 年上海两场旅客吞吐量增长 .....	6
图 5:	二三季度上海市场将出现 30-40%的高增长 .....	8
图 6:	行业票价指数与客座率比较 .....	8
图 7:	2007-2009 东航客座率 .....	8
图 8:	三大航客座率比较 .....	8
图 9:	2010 年东航运力增速与上海客源增速预测 .....	9
图 10:	预计东航将增加上海运力投入 .....	9
图 11:	2007-2009 年三大航日利用率 .....	10
图 12:	三大航净资产 .....	11
图 13:	三大航资产负债率 .....	11
图 14:	三大航净资产 (考虑国航、南航非公开发行后) .....	11
图 15:	三大航资产负债率 (考虑 CA、CZ 非公司发行后) .....	11
图 16:	行业旅客周转量增速 .....	13
图 17:	行业货邮周转量增速 .....	13
图 18:	行业客座率 .....	13
图 19:	行业票价指数 .....	13
图 20:	东航客座率 .....	13
图 21:	东航总载运率 .....	13
图 22:	美元兑人民币一年期 NDF 与即期汇率 .....	14

## 一、合并后的新东航：规模第二、主基地市场占有率大幅上升，协同效应初现

### 1.1 合并后，新东航上海市场份额约 46.7%，公司内部上海航线旅客运输量约 50%

按 2008 年东上航在上海 46.6% 的市场份额，上海两场旅客吞吐量 5111 万，则东上航上海航线旅客运输量 2382 万。全年东上航旅客运输量 4737 万，相当于 50.3% 的旅客为上海航线。粗略估计，新东航客运收入中，超过一半来自于上海航线。

从 2009 年六月份三大航航班份额看，合并后，新东航在上海的航班份额达到 55%，超过国航在北京的 43% 南航在广州和的 51%。

图 1：三大航航班份额对比（2009 年 6 月）

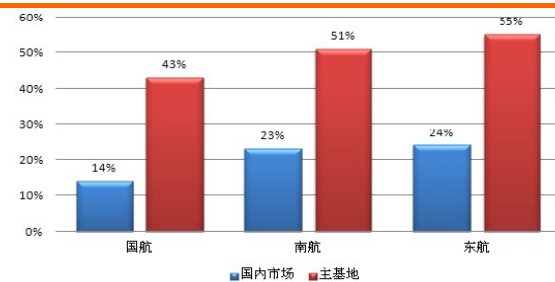


图 2：新东航上海航线航班占其客运份额估计（2008）



资料来源：民航资源网，CEIC，中投证券研究所

### 1.2 行业向好趋势及合并协同效应初现，预计一季度东航大幅减亏

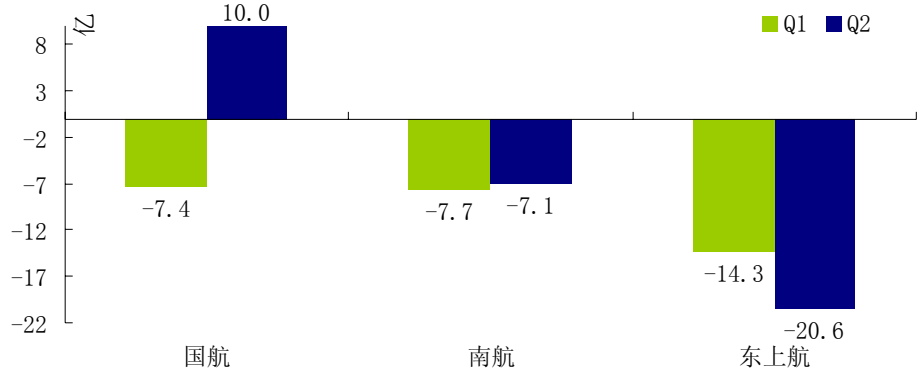
对于航空公司合并后的协同效应，一般来说，网络重合性高的两个航空公司重合后其收益提升较为明显且较快显现，互补性的航空公司的利好更多的体现在长期效益上。东上航合并属于前一种。因此，我们预计，东上航的协同效应预计在短期内可显现，2010 年其航线收益的提升，尤其是主基地航线收益水平的提升，将推动其净利润的提升。

仅考虑网络重合的协同效应，按照 2008 年报数据，东航+上航客运收入约为 450 亿，按 50% 的份额为上海航线，若此部分综合收益水平（客座率\*票价水平）上涨 10%，则收入增加约 23.5 亿，考虑运力增长预计此部分额外收入有望近 30 亿，则在 2009 年的基础上，有望可实现主业盈亏平衡。

从行业景气程度及公司运营数据，预计 1 季度公司有望实现盈亏平衡或略有亏损。比较 2009 一二季度，东上航亏损大幅超过国航、南航。若 1 季度如我们预期的实现略有亏损，则一季度主营业务大幅减亏，协同效应初现。一季度有望实现营业性减亏 10-15 亿。从全年看，考虑协同效应的进一步体现、世博会的影响、以及行业季度性特点，一季度将为公司业绩的低点。

从长期来看，由于规模的扩大，成本端的协同效应也值得关注。由于文化因素，预计由于规模扩大在飞机采购、航材供应等方面协同效应可以期待，但内部整合、管理效率提高等成本压缩还有待进一步关注。

图 3: 2009 年三大航季度盈利估算值 (营业利润-公允价值变动收益)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、世博会、合并协同效应叠加，二、三季度盈利有望超预期

### 2.1 世博会对行业的影响：上海市场年增速 25%，二三季度 30%-40% 高增长有望实现量价齐升

#### 2.1.1 世博会参会人数 7000 万为大概率事件

上海世博会将于 2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日举行，历时 184 天。旅游部门目标是参会人数 7000 万，其中国际游客 350 万。

**历届世博会数据：**近几届综合类世博会参会人数大部分在 4000-6000 万人。1970 年的日本大阪博览会，共有 6421.877 万人参观了世博会，创造了世博会历史的最高记录。会期单日最高入场人次为 83.6 万人（9 月 5 日），最低人次约为 16.4 万人（3 月 16 日），半数以上的日本人都参观了博览会。

**台湾游客有望超 100 万：**以二〇〇五年日本爱知博览会吸引台湾七、八十万游客推估，2010 年上海世博会台湾旅客有望超 100 万人次。

表 1 历届世博会（综合）参会人数

日期	举办国/城市	名称	类型	天数	万人	备注
1964 年	美国/纽约	纽约世界博览会	综合	360	5167	通过理解走向和平
1967 年	加拿大/蒙特利尔	加拿大世界博览会	综合	185	5031	人类与世界
1970 年	日本/大阪	日本世界博览会	综合	183	6422	人类的进步与和谐
1992 年	西班牙/塞维利亚	塞维利亚世界博览会	综合	176	4100	发现的时代
2000 年	德国/汉诺威	汉诺威世界博览会	综合	153	1800	人类、自然、科技
2010 年	中国/上海	上海世界博览会	综合	185	?	城市，让生活更美好

资料来源：中投证券研究所

**从销售数据上看，参会人数 7000 万人次为大概率事件。**世博会门票销售分为预售期销售和会期销售，预售分为三期。从销售数据看，截至预售二期末售票数量 1440 万，超出原定 1000 万的目标。且国际参展方的数量已创造了世博会的历史纪录，截至 1 月 18 日，已有 192 个国家和 50 个国际组织确认参展。从销售进度估计，世博会参会人数 7000 万人次为大概率事件。最保守估计也将有 5000 万人次。

表 2 世博会门票销售阶段和相关数据

销售期	时间	相关新闻
预售第一期	2009 年 3 月 27 日至 2009 年 6 月 30 日	约 300 万张
预售第二期	2009 年 7 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日	截至 2009-12-29，门票销售数量 1440 万张超出今年内售出 1000 万张的原定计划，前期长江三角洲地区购买量占据九成左右，近来全国其他省区市的购买量不断增长
预售第三期	2010 年 1 月 1 日至 2010 年 4 月 30 日	截至 2010-1-18，世博会的门票销售数量已突破 1800 万张，国际参展方的数量已创造了世博会的历史纪录，目前已有 192 个国家和 50 个国际组织确认参展
会期	2010 年 5 月 1 日至 2010 年 10 月 31 日	

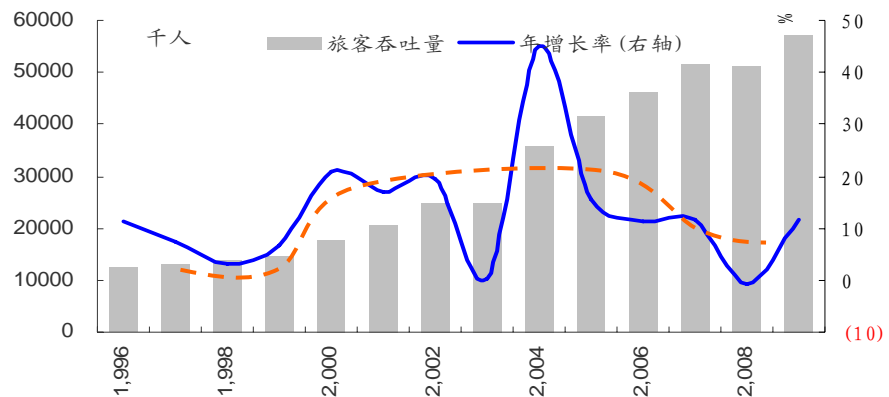
资料来源：中投证券研究所

### 2.1.2 世博会带来的航空旅客净增量约为 1050 万，上海市场增速有望达 25%

**上海 2006 年开始逐渐进入稳定成长期，世博会将打破其增长速度。**上海在 1999 年人均 GDP 开始超过 3000 美元，2006-2007 年人均 GDP 从 7000 多美元上升至 9000 美元。从旅客吞吐量看，1999 年增长率开始攀升，从原来不到 10% 上升到 20% 以下，2003 年受非典影响增速降为 0.17%，但 2004 年迅速反弹，在需求释放和低基数的影响下增速达到近 40%。从增速看，1999 年-2005 年为上海的高速成长期，年复合增长率达到 19%。

2006 年后，上海开始进入约 10% 的稳定成长期。2008 年受全球金融危机影响旅客吞吐量下滑。我们认为，2010 年世博会的召开，将拉动上海客流量，其增速将远大于稳定增长时期的 10-12%。

图 4: 1996-2008 年上海两场旅客吞吐量增长



资料来源：CEIC、中投证券

航空板块将是较大的受益者一，世博会将导致进港人数的额外增加，而在世博会后，上海旅游业也将继续带来航空客流。

**航空旅客占比 10%-15%:** 参考销售数据，我们认为参会人数中 10%为航空旅客为较保守估计。2009 年上海两场旅客吞吐量 5700 万人。若以世博会 7000 万人次中 15%通过浦东、虹桥两场进入上海，则将增加约 2100 万人次的客流量。另外，根据历届世博会客流数据，超过 5%为国际游客，按 7000 万人次的总参观规模，将可能有 350 万国际游客通过浦东机场进入上海。

**假设航空旅客中一半为净增量:** 以 7000 万中 10-15%为航空旅客，若一半为净增量，则净增量约为 700-1050 万，贡献增速 12-18%，加上 10%的正常增速，则 2010 年上海两场增速约为 22-28%。从敏感性分析，我们认为上海两场 2010 年增速为 25%为大概率事件，即总吞吐量达到 7150 万人次以上。

表 3 敏感性分析：世博会参会人数中航空旅客人次（万）

		世博会参会人数（万）			
		5000	6000	7000	8000
世博会客流航空占比	10%	1000	1200	1400	1600
	15%	1500	1800	2100	2400
	20%	2000	2400	2800	3200

资料来源：中投证券研究所

表 4 敏感性分析：2010 年上海两场增速

		世博会参会人数（万）			
		5000	6000	7000	8000
世博会客流航空占比	10%	19%	21%	22%	24%
	15%	23%	26%	28%	31%
	20%	28%	31%	35%	38%

备注：假设 1：上海正常增速 10%；假设 2：世博会参会航空旅客中一半为净增量  
资料来源：中投证券研究所(注：假设航空旅客中 1/2 为净增加量)

### 2.1.3 二三季度爆发式高增速 30%-40%将使上海市场量价齐升,收益水平大幅提升 10-20%

根据世博会召开时间，我们预计上海市场二三季度将出来爆发式的高增长，粗步计划，估计二、三季度增速将分别达到 30%、37%。一、四季度约为 15%。

世博会对上海市场客源的影响，将不仅体现在量上，在票价水平同样将会有体现，量价齐升将有望大幅提高上海航线收益水平。

- 1) 世博会期间近 37%的旅客运输量增速（正常增速为 10-12%）
- 2) 世博会期间航班量增长率约为 30%。（2 月 26 日上午，上海世博会航空运输保障暨安保工作会议上，民航华东空管局表示，世博会期间每天上海两大机场新增航班量超过 500 架次，整个航班量的增长率为 30%——民航资源网）。
- 3) 合并前上海航线双低指标：客座率 72-74%（参考东上航历史客座率，我们）；票价水平不高（合并前竞争激烈）。
- 4) 合并后上海市场竞争格局大大优化，东航控制能力加强。

由于世博期间航班量增速小于旅客运输量增速，参考以上数据，我们认为世博会期间，客座率上涨 5%为较大概率事件，而航空业向来有客座率与票价

指数正相关的关系，且弹性较大。经过敏感性分析，我们认为世博会期间，上海航线毛利率有望提升 10-20%。

图 5: 二三季度上海市场将出现 30-40%的高增长

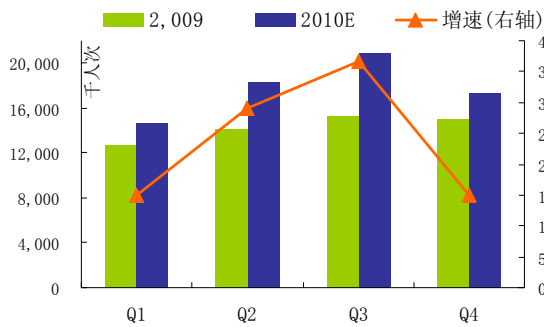
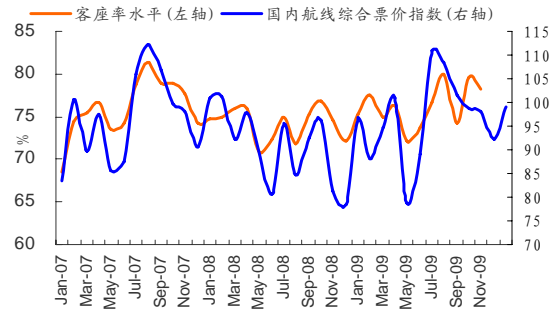


图 6: 行业票价指数与客座率比较



资料来源：民航资源网，CEIC，中投证券研究所

图 7: 2007-2009 东航客座率

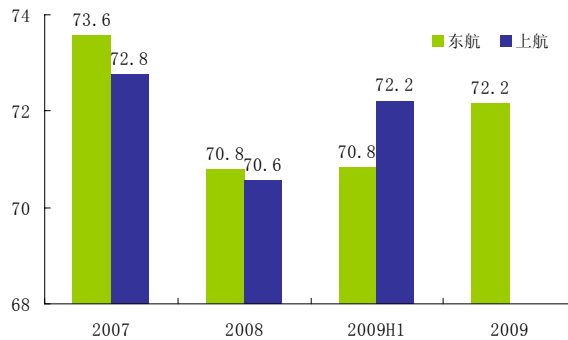
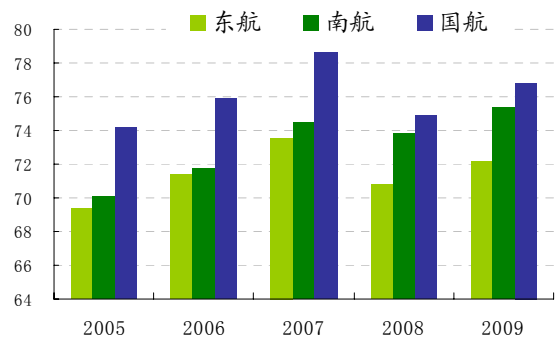


图 8: 三大航客座率比较



资料来源：CEIC、公司公告、中投证券研究所

表 5 敏感性分析：世博会期间上海航线毛利率提升的敏感性分析

毛利率		客座率增幅						
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%
折扣变化	1%	3%	4%	6%	7%	9%	10%	11%
	2%	5%	6%	7%	9%	10%	12%	13%
	3%	6%	8%	9%	10%	12%	13%	15%
	4%	8%	9%	11%	12%	14%	15%	16%
	5%	9%	11%	12%	14%	15%	17%	18%
	6%	11%	12%	14%	15%	17%	18%	20%
	7%	12%	14%	15%	17%	18%	20%	22%
	8%	14%	15%	17%	19%	20%	22%	23%
	9%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	25%
	10%	17%	19%	20%	22%	23%	25%	27%

资料来源：中投证券研究所



## 2.2 东航将成为世博会的最大受益者：二、三季度业务量、盈利均有望实现脉冲式增长

### 2.2.1 短期有利于上海市场份额进一步提升，长期将受益于关键资源的获得及品牌宣传

从 2009 年六月份三大航航班份额看，合并后，新东航在上海的航班份额达到 55%。随着上海世博会的来临，东航将加大在上海市场的运力投放。

2009 年 6 月 30 日，东航共有飞机 243 架，下半年共引进飞机 17 架。上航共有飞机 68 架，下半年引进 5 架。则 2009 年中，东上航共有飞机 311 架，至 2009 年底，新东航机队规模共约 333 架。若 2010 年东航引进飞机约 20 架，再考虑上航飞机引进架数，则预计 2010-6-30（以世博会中间即半年报为时间点），飞机架数同比增长 11%。

我们认为，作为世博会的全球合作伙伴，尤其是在民航局改革航线经营权和时刻的相关政策后，东航有望获得一半以上的新增时刻。世博会期间，实现上海市场份额的上升。由于世博会期间新增运力大部分会放在上海，我们预计二三季度上海航线客运量占公司比重也将上升。

保守估计，假设东航占上海市场份额保持 50%，按照上面预计的上海两场旅客量，参考东航 11% 的运力增长，考虑客座率略有增长（假设 2%），则二三季度东航上海市场旅客运输量占公司总量的 60%。

图 9：2010 年东航运力增速与上海客源增速预测

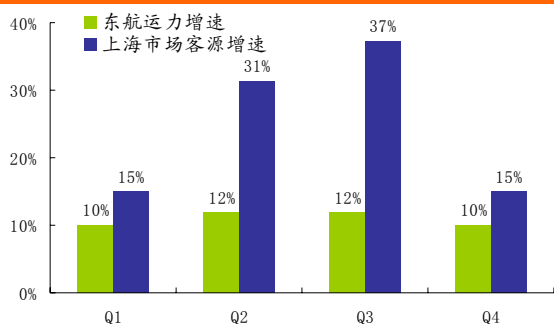
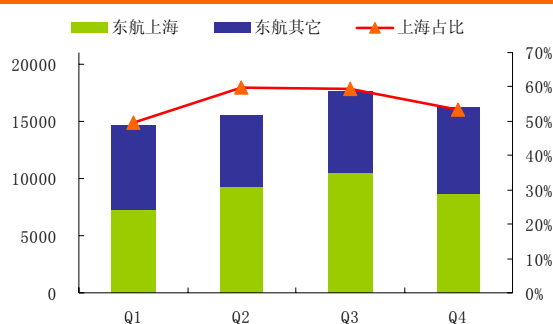


图 10：预计东航将增加上海运力投入



资料来源：民航资源网，CEIC，中投证券研究所

表 6 敏感性分析：2010 年东航上海航线旅客运输量占公司份额

		假设：东航全年客座率上涨%					
		0	1	2	3	4	5
东航占上海 份额	45%	54%	54%	53%	52%	51%	51%
	50%	60%	60%	59%	58%	57%	56%
	55%	66%	65%	65%	64%	63%	62%
	60%	72%	71%	70%	70%	69%	68%
	54%	65%	64%	63%	63%	62%	61%

资料来源：中投证券研究所

虽然世博会带来的客源是脉冲式的，但公司将成为上海新增时刻的最大受益者，长期来看将有利于收益水平的提升。同时，东航提前布局，抢占国际市场，建设枢纽网络型航空公司。国际航线方面，今年 3 月 28 日起，东航将复航上海到伦敦和莫斯科的航线，分别增加了每周 4 个航班到伦敦，3 个航班到

莫斯科。此外，还将加密温哥华航线和纽约航线，从每周 4 班加密到每天 1 班，以搭建上海浦东的航班波建设。而作为 2010 年上海世博会全球合作伙伴和上海市场份额最大的航空公司，东航品牌价值也将得到提升。

### 2.2.2 量价齐升将有望使公司二、三季度业绩超市场预期，世博会有望增加盈利超过 20 亿

参考目前行业的景气性，我们预计一季度公司经营性盈利有望实现大幅减亏 10-15 亿，实现略有亏损甚至盈亏平衡。不考虑世博会，考虑协同效应的进一步体现以及行业季度性特点，一季度有望为公司业绩的低点。即不考虑世博会，我们预计二季度公司有望实现主业盈亏平衡，三季度实现主业盈利，四季度略有亏损，全年业绩实现做平或略有盈利。

世博会中，市场份额最大的东航将是最大受益者。由上面分析，我们有：

- (1) 二三季度东航上海航线旅客运输量约占公司内部的 60%。
- (2) 世博会期间，上海航线毛利率提高 10-20%。

保守估计，世博会期间，上海航线毛利率提高 10%，则东航净利润增加 17 亿，EPS 增加 0.15 元。而若上海航线毛利率提高 20%，东航净利润增加红 20 亿，EPS 增加近三毛。

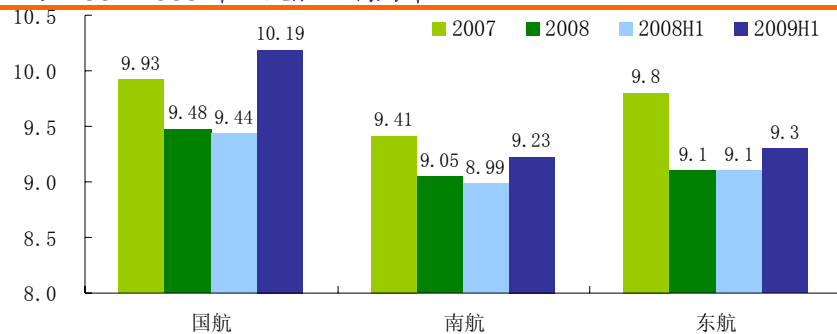
表 7 敏感性分析：世博会对东航盈利影响分析

毛利率变化 (%)	10%	12%	14%	16%	18%	20%
净利润增加 (亿)	17	20	23	26	30	33
EPS 增加 (元)	0.15	0.18	0.21	0.23	0.26	0.29

资料来源：中投证券研究所

进一步考虑，东航日利用率若在 2010 年提一步提高，则座公里成本水平有望进一步下降，毛利率进一步提高。

图 11: 2007-2009 年三大航日利用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 三、2010 年世博会以外的期待：战略投资者？

### 政府注资？加入联盟？

新华网：2010 年东航的国际战略有二：第一，加入国际航空联盟。“我们目前正在紧锣密鼓地进行，在 4 月底前会宣布。不管加入哪一个联盟，东航和其他的联盟都会有很好的协同关系。加入国际航空联盟就可以在家门口拥有全

世界，通过联盟内互换资源，实现签转方便、航线连接，形成全球网络。”第二，继续引进战略投资者，特别是引进国际投资者。（刘绍勇）

### 3.1 合并后负债率约为 94.31%，引进战略投资者意愿强烈

按东航 09 年三季度净资产-28.16 亿元，上航 10.9 亿，第二次增发募集资金 70.85 亿，不考虑四季度盈利及商誉调整，合并后新东航净资产约为 53.6 亿元，资产负债率约 94.31%。中国国航 2009 年三季度 240 亿，资产负债率 76.4%。南方航空 2009 年三季度 132 亿。资产负债率 85.7%。公司资产负债率远低于目前的南航和国航，考虑南航、国航非公开发行后，差距更是较大。

图 12: 三大航净资产

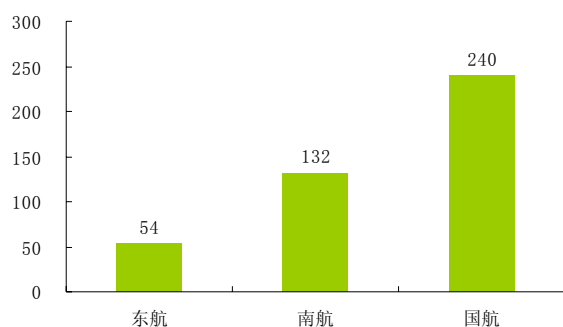
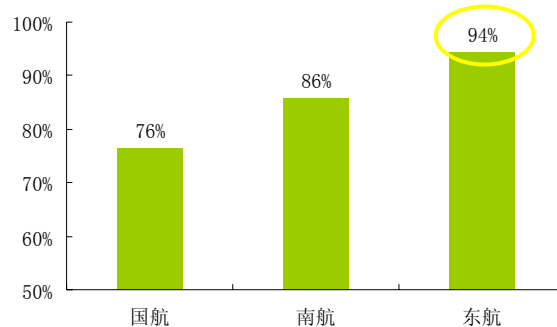
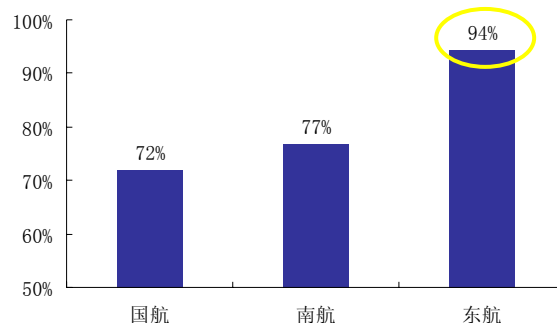
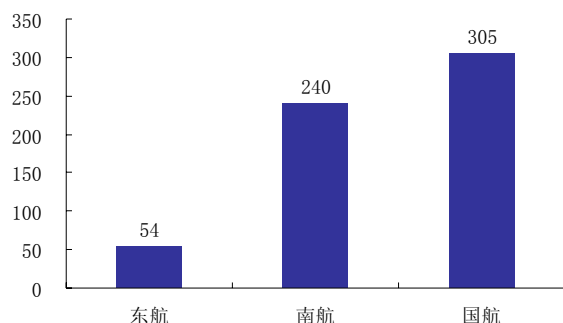


图 13: 三大航资产负债率



资料来源：公司数据，中投证券研究所 (季报数据、新东航考虑增发及合并)

图 14: 三大航净资产 (考虑国航、南航非公开发行后) 图 15: 三大航资产负债率 (考虑 CA、CZ 非公司发行后)



资料来源：公司数据，中投证券研究所 (季报数据、新东航考虑增发及合并，考虑南航、国航非公开发行)

### 3.2 新东航政府持股降为 59.94%，高负债率有望进一步获得政府注资

2008 年底国资委对东航注资 70 亿后，2009 年下半年二次增资，东航已非公开发行 A 股 13.5 亿股，发行价格 4.75 元/股；定向增发 H 股 4.9 亿股，发行价格为 1.56 港元/股；A 股募集资金和 H 股募集资金 70.85 亿元。本次发行后，东航的总股本增 9,581,700,000 股。

换股吸收合并上航后，东航将因本次换股吸收合并新增 1,694,838,860 股 A 股股票，总股本将达至 11,276,538,860 股。

通过股本结构变动可发现，非公开发行、定向增发及换股吸收合并后，东航集团及下属企业持股比例将从 74.64%降为 59.94%。大股东持股比例明显下降。东航未来获得政府注资的空间又被打开。

表 8 东方航空股本结构

股东类型	第一次增发前		第二次增发及抽象股吸收合并前		第二次及换股吸收合并后	
	持股数据 (股)	持股比例	持股数据 (股)	持股比例	持股数据 (股)	持股比例
东航集团及下属企业	2,904,000,000	59.67%	5,778,750,000	74.64%	6,758,750,000	59.94%
其中:A 股	2,904,000,000	59.67%	4,341,375,000	56.08%	4,831,375,000	42.84%
H 股	0	0.00%	1,437,375,000	18.57%	1,927,375,000	17.09%
A 股社会公众股东	396,000,000	8.14%	396,000,000	5.12%	2,950,838,860	26.17%
其中:上海联合投资有限公司	0	0.00%	0	0.00%	502,404,262	4.46%
锦江国际(集团)有限公司	0	0.00%	0	0.00%	400,334,918	3.55%
中银集团投资有限公司	0	0.00%	0	0.00%	187,052,580	1.66%
其他 A 股社会公众股东	396,000,000	8.14%	396,000,000	5.12%	1,861,051,100	16.50%
H 股社会公众股东	1,566,950,000	32.20%	1,566,950,000	20.24%	1,566,950,000	13.90%
合计	4,866,950,000	100%	7,741,700,000	100%	11,276,538,860	100%

资料来源：中投证券研究所

### 3.3 世博会前有望加入国际航空联盟

南航 2007 年 11 月 15 日加入天合联盟，国航 2007 年 12 月 12 日加入星空联盟。而在三大航中，东航国际航线市场份额仅次于国航，也是三大航中唯一尚未加入航空联盟。

随着世博会的即将召开，以及上海国际航空枢纽港建设的推进，东航于世博会前加入国际航空联盟概率大大加大。从长远看，加入联盟将有利于东航利用联盟资源，发挥联盟统一品牌、统一服务，航线丰富的优势，进一步优化和扩大东航的航线网络，促进东航的国际航线网络发挥更强的网络效应，为东航吸引更多的客源。

## 四、行业趋势向上，人民币升值预期利好

### 4.1 目前行业景气持续向好，二三季度将出现淡季不淡、旺季更旺

行业景气持续向好，从运营效率看，行业客座率从 2009 年四季度开始，持续保持历史同期高位；票价指数看也保持较高水平。

3 月份将是小淡季，但从现在看，收益水平也好于往年。4 月由于高交会及世博会的相关准备工作，有望实现小旺季更旺的局面，5 月份开始世博会召开，7-8 月传统旺季与世博会重叠有望旺季更旺，出现超旺季。从全年来看，行业趋势仍向好，需求的增长及航空公司信心的加强，将有望实现量、价齐升。

图 16: 行业旅客周转量增速

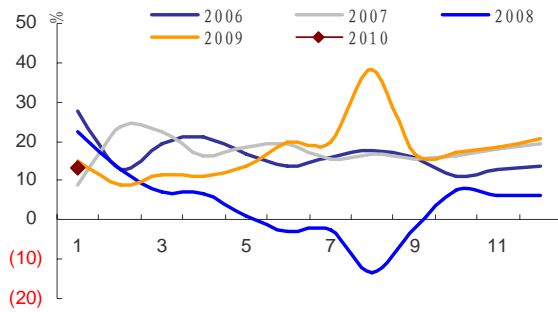
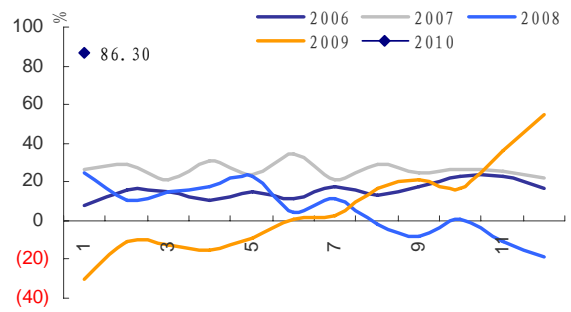


图 17: 行业货邮周转量增速



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 18: 行业客座率

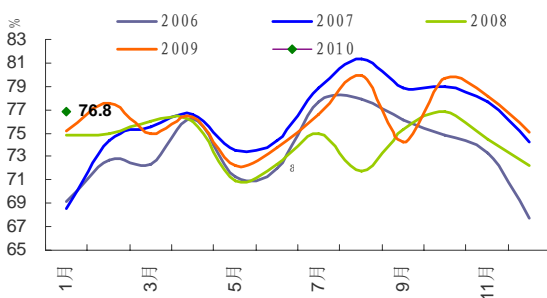
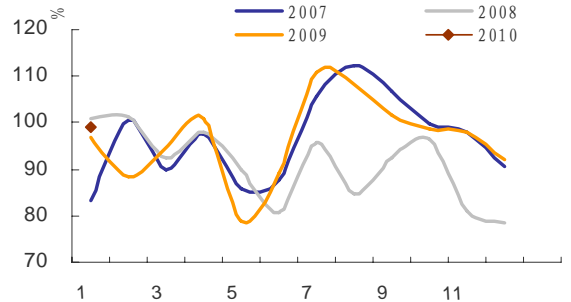


图 19: 行业票价指数



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 20: 东航客座率

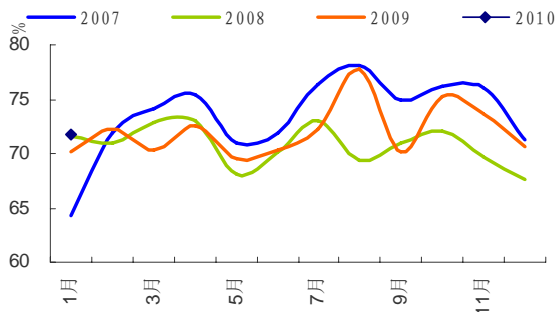
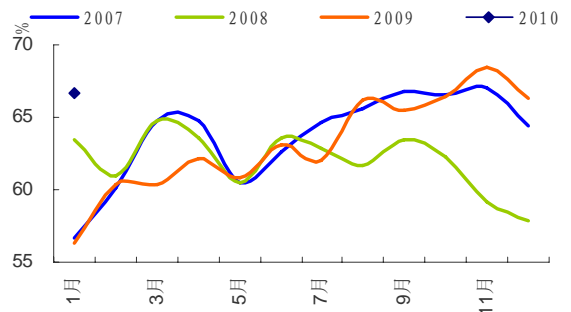


图 21: 东航总载运率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

## 4.2 预计人民币升值 3-5%，贡献公司 EPS0.108-0.187 元

根据 2009 年半年报披露数据, 东航、上航拥有美元负债分别为 309、184 亿人民币元, 以 500 亿元人民币估算, 人民币兑美元升值 1%, 东航可录得增加净利润 3.84 亿元, EPS 增厚 3.4 分钱。预计 2010 年人民币兑美元升值 3-5%, 则汇兑收益贡献东航 EPS0.108-0.187 元。

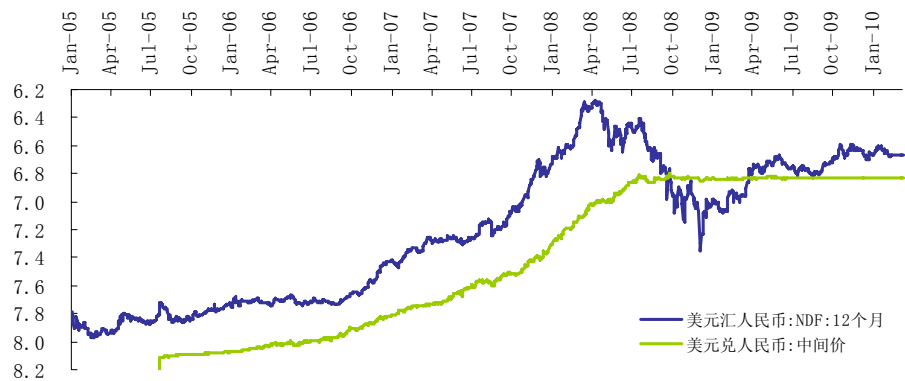
表 9 人民币升值对公司 2010 年 EPS 影响的敏感性分析

		美元外债(单位:亿元人民币)				
		490	500	520	540	560
人民币兑美元	1%	0.034	0.035	0.036	0.037	0.039
元升值幅度	2%	0.068	0.069	0.072	0.075	0.077

3%	0.102	0.104	0.108	0.112	0.116
4%	0.136	0.138	0.144	0.149	0.155
5%	0.169	0.173	0.180	0.187	0.194

资料来源：中投证券研究所

图 22: 美元兑人民币一年期 NDF 与即期汇率



资料来源：WIND、中投证券

## 五、盈利预测及投资建议：强烈推荐

预计公司 2009-2011 年净利润为 8.1、35.8、42.8 亿，EPS 为 0.07、0.31、0.37 元。2010 年盈利中，基本假设如下：

- 1) RPK 增速 16.5%。
- 2) 客座率 74.5%，客公里收益约 0.70 元。
- 3) 汇兑收益 15 亿，贡献 EPS0.104 元。

对于东航，我们认为：

- 1) 市场对东上航合并的协同效应仍抱谨慎态度，我们认为协同效应已初步体现，但随着合并后资源的事例和运营的推进等，协同效应将进一步体现。
- 2) 世博会给上海市场带来约 1000 万的航空客源，但主要将集中于二、三季度，我们认为由于航空业盈利能力对业务量的增长弹性非常大，占有上海市场份额一半以上的东航，二、三季度业绩超预期概率非常大。
- 3) 从长期看，世博会的召开，将使合并后的东航在上海的控制力进一步加强，并有利于其品牌知名度的提高。

随着 3 月淡季的结束，4 月将迎来行业的小旺季，世博会的前期准备工作，将有望使上海市场客运量开始超过行业平均水平。公司二、三季度业绩有望超预期，同时，公司具有入盟、引入战略投资者等预期，首次给予“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	13084	10664	14592	21703	<b>营业收入</b>	55215	55712	71240	80791
现金	6748	4766	7400	13648	营业成本	55595	49603	57950	64066
应收账款	1677	1692	2164	2454	营业税金及附加	1200	1281	1639	1858
其它应收款	2111	2130	2724	3089	营业费用	3598	3900	4631	5251
预付账款	736	657	767	848	管理费用	2141	2162	2137	2424
存货	1186	1267	1385	1512	财务费用	480	3019	1635	2267
其他	625	151	151	151	资产减值损失	2029	0	0	0
<b>非流动资产</b>	74312	70483	66454	62426	公允价值变动收益	-6573	3500	500	0
长期投资	1625	1625	1625	1625	投资净收益	110	0	200	200
固定资产	59864	65438	61116	56787	<b>营业利润</b>	-16291	-753	3949	5125
无形资产	1652	1582	1515	1443	营业外收入	1007	1800	700	700
其他	11170	1838	2199	2570	营业外支出	48	30	30	30
<b>资产总计</b>	87396	81147	81046	84129	<b>利润总额</b>	-15332	1017	4619	5795
<b>流动负债</b>	63820	41572	37544	36511	所得税	76	203	1016	1391
短期借款	24374	11015	3698	0	<b>净利润</b>	-15408	814	3603	4405
应付账款	11398	10169	11881	13134	少数股东损益	-231	33	144	176
其他	28048	20388	21965	23377	<b>归属母公司净利润</b>	-15177	781	3459	4228
<b>非流动负债</b>	34254	33513	33339	33050	EBITDA	-10462	6776	10405	12219
长期借款	11119	10762	10458	10128	EPS (元)	-2.42	0.07	0.31	0.37
其他	23135	22751	22881	22922					
<b>负债合计</b>	98074	75086	70883	69561					
少数股东权益	590	622	767	943	<b>主要财务比率</b>				
股本	6273	11277	11277	11277	<b>会计年度</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
资本公积	1562	8659	8659	8659	<b>成长能力</b>				
留存收益	-18778	-17997	-14538	-10310	营业收入	26.8%	0.9%	27.9%	13.4%
归属母公司股东权益	-11268	5439	9397	13626	营业利润	#####	-104.6	424.7	29.8%
<b>负债和股东权益</b>	87396	81147	81046	84129	归属于母公司净利润	#####	-94.9%	342.6	22.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	-0.7%	11.0%	18.7%	20.7%
					净利率	-27.5%	1.4%	4.9%	5.2%
					ROE	134.7	14.4%	36.8%	31.0%
					ROIC	-45.7%	5.5%	15.8%	24.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	112.2	92.5%	87.5%	82.7%
					净负债比率	46.76	39.01%	31.25	26.96%
					流动比率	0.21	0.26	0.39	0.59
					速动比率	0.17	0.21	0.33	0.53
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.71	0.66	0.88	0.98
					应收账款周转率	27	30	34	32
					应付账款周转率	5.99	4.60	5.26	5.12
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-1.35	0.07	0.31	0.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.86	1.03	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	-1.00	0.48	0.83	1.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-4.98	96.69	21.84	17.87
					P/B	-6.71	13.89	8.04	5.54
					EV/EBITDA	-10	16	10	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

谢红, 北京大学光华管理学院管理学硕士, 清华大学工学学士, 2 年航空企业工作经验, 中投证券研究所交通运输行业(航空、机场)分析师。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434