

东方航空 (600115)

增持/ 维持评级

股价: RMB7.35

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000209090214

021-50106015 lijunyjs@lhqz.com

上半年主营大幅盈利

—东方航空 2010 年中报点评

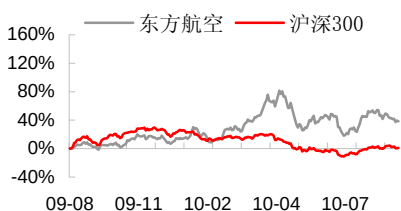
- 2010 年 1H 公司主营大幅盈利: 东航在 1H2010 年实现 EPS 为 0.1764 元, 其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.1031 元; 由于营业外收入产生的 EPS 约为 0.0415 元; 由于投资收益产生的 EPS 约为 0.0021 元; 由于公允价值变动产生的 EPS 约为 0.0183 元; 由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.0127 元, 由于主营业务产生的 EPS 基本符合我们预期。
- 2010 年上半年东方航空实现主营业务税前利润 12.67 亿元 (未考虑资本化的利息支出扣除、汇兑损益), 而且此处的主营业务税前利润未考虑投资收益因素, 从 2003 年以来的东航主营业务税前利润数据序列可以看出, 在 2010 年上半年度, 东航实现了很大的突破, 不仅实现了主营业务税前利润为正, 同时达到了 2003 年以来的最高值。
- 1H2010 东方航空的毛利率为提升至 16.04%, 略高于全体航空公司 1H2010 约 15.80% 的水平, 我们同时观察东航与行业的票价水平, 发现东航在 1H2010 的平均客公里收益为 0.60 元 (未包含营业税金), 高于行业 2010 年上半年 0.59 元/客公里收益的水平, 因此我们认为东航毛利率的提升主要原因为东航的票价提升水平快于行业。
- 3Q2010 公司毛利率有望提升至 28% 以上, 根据我们对于行业 2010 年 3 季度供需格局的预测, 预计公司在 3 季度的平均客座率水平有望达到 85%, 同时根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究, 我们预计公司在 2010 年 3Q 毛利率有望达到 28% 以上, 在 230 亿的收入假设下, 公司在 2010 年 3 季度的税前主营利润可望超过 30 亿元。
- 盈利预测与投资评级: 我们微调公司 2010 年、2011 年 EPS 分别至 0.42 元、0.40 元, 维持“增持”的投资评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	11277
流通 A 股 (百万股)	1802
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	13244

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	39831.3	74683.7	85886.2
(+/-%)	-4.8	87.5	15.0
归属母公司净利润(百万元)	539.7	5137.9	4888.2
(+/-%)	103.9	851.9	-4.9
EPS(元)	0.05	0.42	0.40
P/E(倍)	153.6	17.7	18.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

1H2010 主营大幅盈利

1H2010 业绩总结

东航在 1H2010 年实现 EPS 为 0.1764 元,其中由于航空主营产生的 EPS 约为 0.1031 元; 由于营业外收入产生的 EPS 约为 0.0415 元; 由于投资收益产生的 EPS 约为 0.0021 元; 由于公允价值变动产生的 EPS 约为 0.0183 元; 由于人民币升值产生的 EPS 约为 0.0127 元, 由于主营业务产生的 EPS 基本符合我们预期。

与 2009 年同期相比, 除主营业务外存在以下几项显著差异, 并对最终盈利结果产生重要影响:

1、2010 年上半年公司未获得民航建设基金返还, 而去年同期获得民航建设基金返还为 8.30 亿元, 由此导致 EPS 同比减少 0.0676 元。

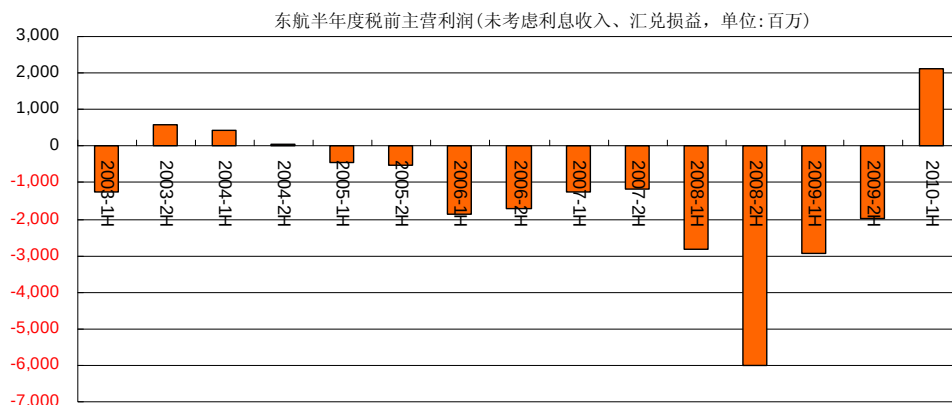
2、2010 年上半年公司公允价值变动净收益 2.25 亿元 (2009 年同期为 28.14 亿元), 同比降低 92.02%, 由此同比降低 EPS 约为 0.2107 元。

3、2010 年上半年由于人民币于期内升值, 公司净汇兑收益为人民币 155.66 百万元, 较去年同期增加人民币 114.21 百万元, 由此增加 EPS 约为 0.0093 元, 由此可见人民币升值并未对公司 2010 年上半年业绩造成显著影响。

东航半年度主营业务税前利润发展趋势

2010 年上半年东方航空实现主营业务税前利润 12.67 亿元 (未考虑资本化的利息支出扣除、汇兑损益), 而且此处的主营业务税前利润未考虑投资收益因素, 从 2003 年以来的东航主营业务税前利润数据序列可以看出, 在 2010 年上半年度, 东航实现了很大的突破, 不仅实现了主营业务税前利润为正, 同时达到了 2003 年以来的最高值。

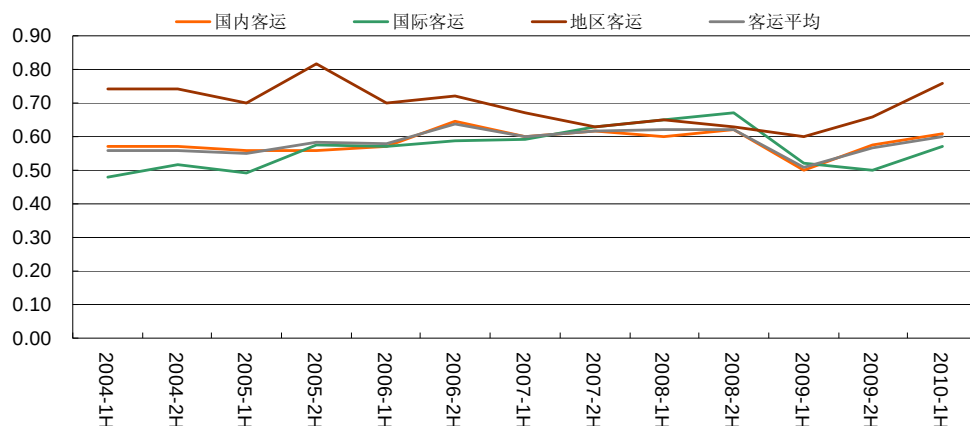
图 1: 东方航空半年度主营业务税前利润发展趋势-未加总利息收入与汇兑损益



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告

公司主营税前利润的取得来自于行业供需改善下客座率提升所导致的票价水平的提升, 这一点已被市场广泛认知, 2010 年上半年公司平均客公里收益达到 0.60 元 (为扣除营业税金及其附加后的客公里收益), 同比上升约 18%, 同比上升幅度位居三大航之首, 这一方面与东上合并之后市场控制力提升有关, 同时和世博会的带动相关。

图 2：东方航空客公里收益发展趋势

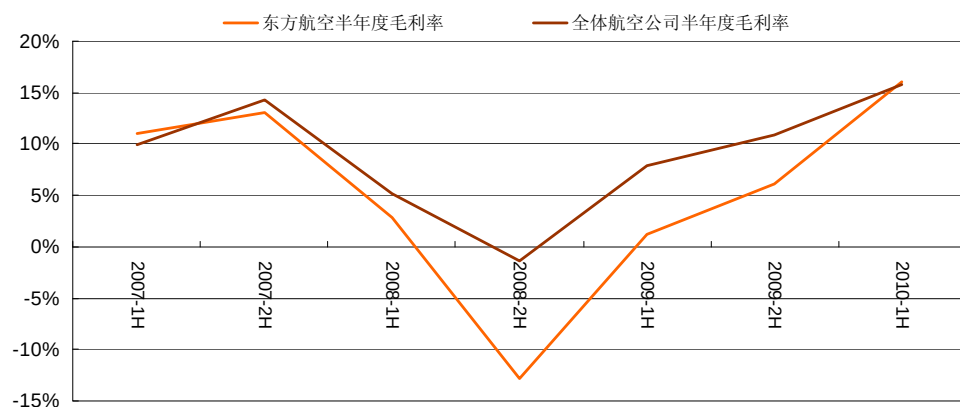


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

1H2010 东航毛利率略高于行业水平

1H2010 东方航空的毛利率为提升至 16.04%，略高于全体航空公司 1H2010 约 15.80%的水平，我们同时观察东航与行业的票价水平，发现东航在 1H2010 的平均客公里收益为 0.60 元（未包含营业税金），高于行业 2010 年上半年 0.59 元/客公里收益的水平，因此我们认为东航毛利率的提升主要原因为东航的票价提升水平快于行业。

图 3：东方航空半年度毛利率发展趋势以及与行业对比

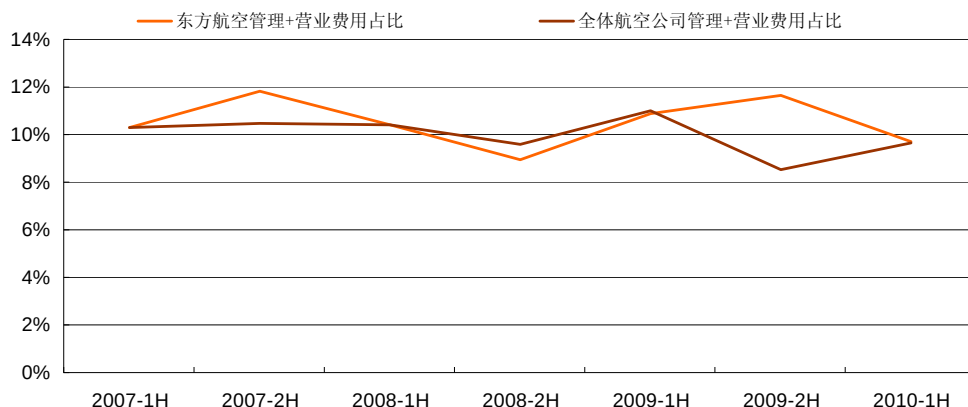


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

1H2010 东航费用水平基本与行业持平

1H2010 东方航空管理费用加销售费用占营业收入比约为 9.71%，略高于全体航空公司 1H2010 约 9.62%的水平，但较 2009 年下半年明显改善。

图 4: 东方航空半年度管理+销售费用占比以及与行业对比



资料来源: 华泰联合证券研究所、公司定期报告、民航总局

3Q2010 展望: 毛利率有望提升至 28%以上

3Q2010 客座率有望提升至 85%

根据我们对于行业 2010 年 3 季度供需格局的预测, 预计公司在 3 季度的平均客座率水平有望达到 85%,

3Q2010 毛利率水平有望提升至 28%以上, 主营税前利润超过 30 亿元。

根据我们对于客座率与毛利率水平的历史关系研究, 我们预计公司在 2010 年 3Q 毛利率有望达到 28%以上, 在 230 亿的收入假设下, 公司在 2010 年 3 季度的税前主营利润可望超过 30 亿元。

盈利预测与投资评级

我们微调公司 2010 年、2011 年 EPS 分别至 0.42 元、0.40 元, 维持“增持”的投资评级。

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6864	31694	36443	42089	营业收入	39831	74684	85886	94475
现金	2192	7468	8589	11296	营业成本	37248	59747	69568	80304
应收账款	1371	14787	17005	18706	营业税金及附加	1019	1798	2071	2300
其他应收款	1530	2891	3318	3650	营业费用	2970	4481	5153	5668
预付账款	377	617	718	827	管理费用	1539	2689	3092	3401
存货	932	1446	1657	1939	财务费用	1639	1366	1063	692
其他流动资产	462	4484	5156	5671	资产减值损失	118	0	0	0
非流动资产	65155	63099	60088	57020	公允价值变动收益	3775	300	200	0
长期投资	1153	1178	1203	1228	投资净收益	-23	50	50	50
固定资产	55753	56878	55358	53029	营业利润	-950	4953	5190	2160
无形资产	1401	1391	1381	1371	营业外收入	1604	1200	1200	1200
其他非流动资产	6848	3653	2146	1392	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	72019	94793	96531	99109	利润总额	640	6153	6390	3360
流动负债	35663	58662	55174	55302	所得税	81	923	1406	840
短期借款	8407	15893	5692	0	净利润	559	5230	4984	2520
应付账款	8476	13132	15507	17879	少数股东损益	20	92	96	50
其他流动负债	18781	29637	33975	37423	归属母公司净利润	540	5138	4888	2470
非流动负债	32743	15611	15653	15583	EBITDA	6022	9219	9290	5946
长期借款	13005	13005	13005	13005	EPS (元)	0.06	0.42	0.40	0.20
其他非流动负债	19738	2606	2649	2578					
负债合计	68406	74273	70827	70885	主要财务比率				
少数股东权益	510	602	698	748	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	9582	12369	12369	12369	成长能力				
资本公积	10517	19106	19106	19106	营业收入	-4.8%	87.5%	15.0%	10.0%
留存收益	-16995	-11857	-6969	-4499	营业利润	-106.4%	421.5%	4.8%	-58.4%
归属母公司股东权益	3104	19918	25006	27476	归属于母公司净利润	-96.1%	851.9%	-4.9%	-49.5%
负债和股东权益	72019	94793	96531	99109	获利能力				
					毛利率(%)	6.5%	20.0%	19.0%	15.0%
现金流量表					净利率(%)	1.4%	6.9%	5.7%	2.6%
单位: 百万元					ROE(%)	17.4%	25.8%	19.5%	9.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	2.0%	12.2%	12.8%	6.7%
经营活动现金流	4789	-5563	12381	9060	偿债能力				
净利润	559	5230	4984	2520	资产负债率(%)	95.0%	78.4%	73.4%	71.5%
折旧摊销	5333	2899	3037	3094	净负债比率(%)	41.32%	38.91%	26.40%	18.35%
财务费用	1639	1366	1063	692	流动比率	0.19	0.54	0.66	0.76
投资损失	23	-50	-50	-50	速动比率	0.17	0.52	0.63	0.73
营运资金变动	955	-15522	3034	2824	营运能力				
其他经营现金流	-3720	513	313	-19	总资产周转率	0.55	0.90	0.90	0.97
投资活动现金流	-8595	-1218	24	24	应收账款周转率	29	9	5	5
资本支出	7613	1250	0	0	应付账款周转率	4.12	5.53	4.86	4.81
长期投资	210	24	25	25	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-773	57	49	49	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.42	0.40	0.20
筹资活动现金流	2086	12057	-11285	-6376	每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	-0.45	1.00	0.73
短期借款	-11067	7486	-10201	-5692	每股净资产(最新摊薄)	0.25	1.61	2.02	2.22
长期借款	4417	0	0	0	估值比率				
普通股增加	4715	2787	0	0	P/E	168.44	17.69	18.60	36.81
资本公积增加	9448	8589	0	0	P/B	29.29	4.56	3.64	3.31
其他筹资现金流	-5427	-6805	-1084	-685	EV/EBITDA	18	12	12	18
现金净增加额	-1716	5277	1120	2707					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com