

东方航空 (600115)

走在正确的新长征路上

推荐 (首次)

现价: 7.35 元

主要数据

| | |
|---------------|-----------------------|
| 行业 | 交通运输、仓储业 |
| 公司网址 | www.ce-air.com |
| 大股东/持股 | 中国东方航空集团公 司/42.84% |
| 实际控制人/持股 | 国资委/73.63% |
| 总股本(百万股) | 11,277 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,802 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 3,494 |
| 总市值(亿元) | 828.83 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 132.44 |
| 每股净资产(元) | 1.07 |
| 资产负债率(%) | 87.4 |

行情走势图



相关研究报告

平安证券2010年下半年航空行业策略
(2010.06.18)
三驾马车需求强劲 未来发展走势各异——民
航上半年经营形势分析
(2010.08.03)
行业兑现旺季盛宴 未来经营又好又快
(2010.08.17)

研究员

孙超 联系人
S1060110050082
0755-22625974
sunchao484@pingan.com.cn

储海 S1450209060208
021-62078961
Chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

■ 世博拉动公司成长，业绩实现华丽转身

公司上半年实现营业收入 336.36 亿元，归属于母公司所有者净利润 19.44 亿元，同比增长 49.73%，实现基本每股收益 0.1764 元，同比下降 32.7% (股本摊薄造成)，加权平均净资产收益率 19.15%。在世博会的刺激下，公司收入高速增长，**货运和国际业务强劲复苏，主营业务毛利由负变正，业绩华丽转身。**

■ 单位收入水平大幅度增长提升总收入规模

公司平均票价和货运平均运价上半年分别上涨 19.24%、57.51%，单位收入水平增长分别为客货运收入增长贡献了 52%和 59%。**单位收入增长是公司盈利增长中最高效的因子，市场和整合因素共同创造了这一结果。**

■ 国际货运业务成为公司新的增长点

货运业务原本是公司的短板，尤其是中货航和上货航历史上都曾出现过亏损，尽管客观因素多过主观因素，但上海在货运方面的中枢效应越来越明显，为公司货运增长带来机遇。上海有全国最好的国际业务基础，思路决定出路。

■ 东上整合收入效应初现，成本增长不可小觑

东上整合给人以无限期待，但从当下看，在行业高景气状态下，无法对整合的收入效应做出判断，但两公司整合后成本的增长却比较明显，相比于国深整合后提出明确的“成本规模效应”计划，东上整合在这方面仍有改善空间。

■ “后世博”时代即将到来，公司将迎接盈利能力考验

世博会已经明确在 10 月 31 日之后关闭，“后世博”时代即将来临。运力和生产量增长幅度相对落后，将成为一把双刃剑，**如何使公司能够“价量”齐升，同时控制好整合后的成本增长冲动，将是公司面对的一道大分值论述题。**

■ 走在长征路上，正确地做正确的事

东上航整合后，公司做出明确了战略判断，但“雄关漫道真如铁”，新长征路上荆棘伴随，我们相信公司在上海这个黄金码头有一番作为。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.53、0.55、0.59，相对应 8 月 27 日收盘价的 PE 为 12.63、12.18、11.24 倍，**首次给予公司“推荐”评级。**

| | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|-----------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 43,541.2 | 41,842.4 | 39,831.3 | 73843.3 | 78595.6 |
| YoY(%) | 14.0 | -3.9 | -4.8 | 85 | 6 |
| 净利润(百万元) | 604.0 | -13,927.7 | 539.7 | 5045 | 5233 |
| YoY(%) | 120.2 | -2,406.1 | 103.9 | 835 | 4 |
| 毛利率(%) | 13.5 | -2.9 | 6.5 | 23.2 | 24.2 |
| 净利率(%) | 1.4 | -33.3 | 1.4 | 6.8 | 6.7 |
| ROE(%) | 21.1 | -120.1 | 17.4 | 57.2 | 36.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.1 | -2.9 | 0.1 | 0.53 | 0.55 |
| P/E(倍) | 137.2 | -6.0 | 153.6 | 12.6 | 12.2 |
| P/B(倍) | 29.0 | -7.1 | 26.7 | 7.2 | 4.4 |

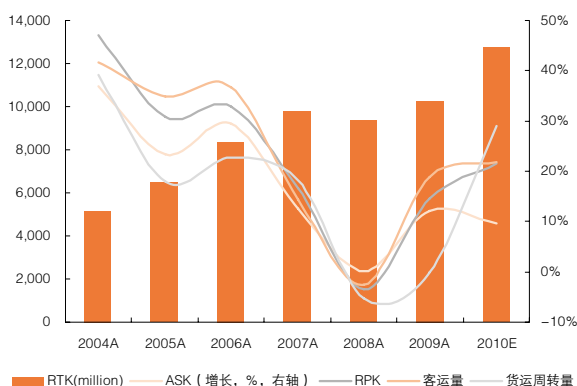
一、世博拉动公司成长，业绩实现华丽转身*

公司上半年实现营业收入 336.36 亿元，归属于母公司所有者净利润 19.44 亿元，同比增长 49.73%，实现基本每股收益 0.1764 元，同比下降 32.7%，加权平均净资产收益率 19.15%。在世博会的刺激下，公司收入实现高速增长，货运业务和国际业务强劲复苏，主营业务毛利由负变正，业绩华丽转身。

公司机队规模达到 338 架，上半年仅净增加 7 架飞机，同比去年增加 27 架飞机。从引进退出飞机结构看，公司机队得到了较好的更新，大龄 MD 飞机退出运营有利于公司成本开支和安全运营。

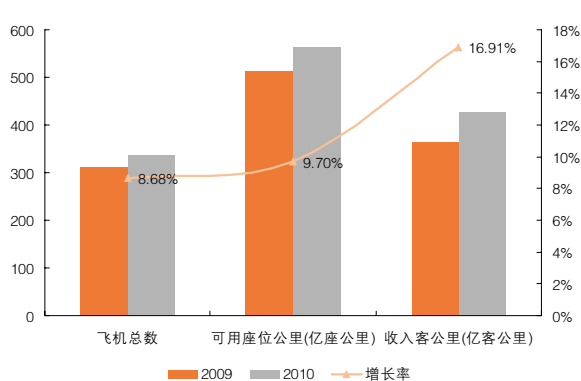
与行业其它公司一样，东航上半年运力、生产和收入实现了逐渐放大效应，效率明显提高。尽管单位成本水平也有所增长，整合带来的成本代价显而易见，但公司在旺季顶住了成本压力，实现了为业绩的反转。

图表1 受益世博东航生产量迈出08年低谷



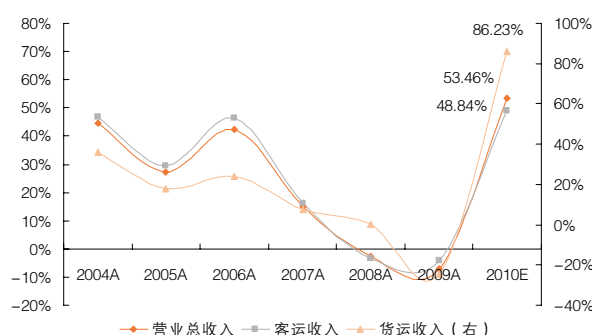
资料来源：公司公告

图表2 客座率提升幅度明显高于飞机日利用率



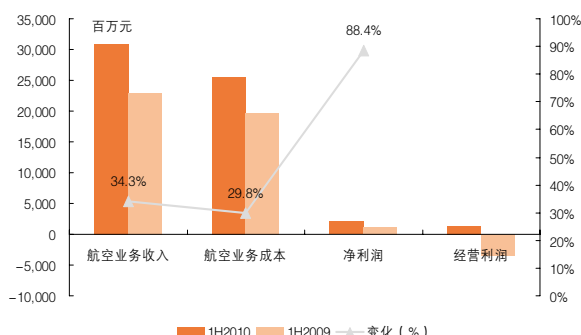
资料来源：公司公告

图表3 收入规模客货齐升



资料来源：公司公告

图表4 航空主业由负转正



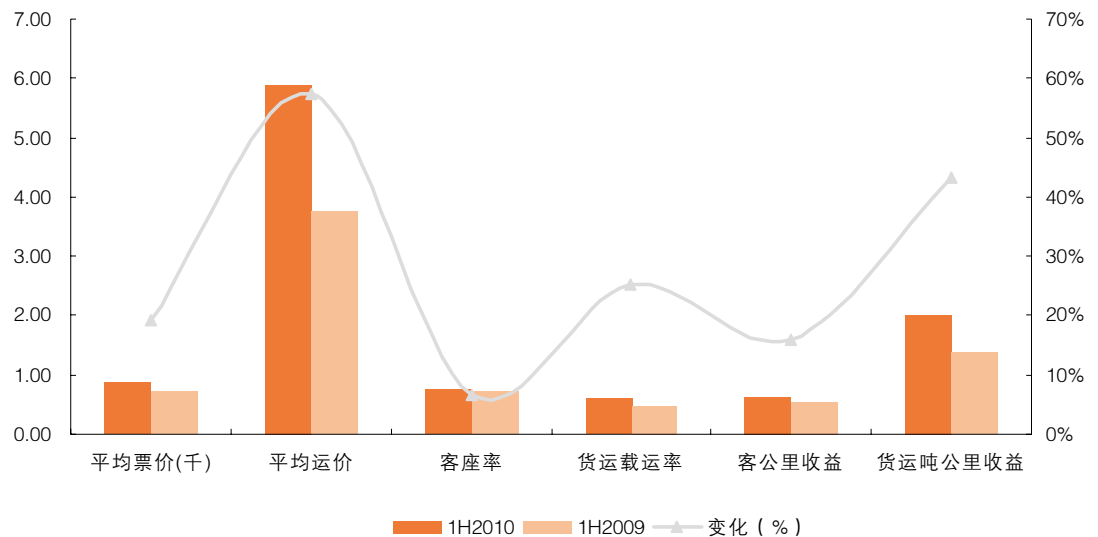
资料来源：公司公告

*注：本文如没有特别说明，为了可比，历史数据均使用东上航合并数据，无论是整合前后

二、单位收入水平大幅度增长提升总收入规模

公司上半年收入增长，驱动力不在于飞机、ASK 和 RSK 的增长，正如图 1 与图 4 所描述的，公司运能增长并不显眼，而单位收入增长成为客货收入整体规模增长的主角。

图表5 平均收入水平增长货运快于客运



资料来源：公司公告

平安仔细分析了东航收入增长的贡献因素，客公里收益和货运吨公里收益增长在客货运收入增长中贡献了 53%和 59%，收入质量的提升起到了立杆见影的效果。**单位收入增长是公司盈利增长中最高效的因子，市场和整合因素共同创造了这一结果。**

图表6 单位收入贡献了收入增长的半壁江山

| 客运收入贡献分析 | 1H2010 | 1H2009 | 变化额 | 变化 (%) | 相对贡献度 |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 客运收入 | 26,410 | 19,497 | 6,913 | 35.46% | |
| RPK (百万) | 42,729 | 36,550 | 6,179 | 16.91% | 47.68% |
| ASK | 56,382 | 51,397 | 4,985 | 9.70% | 27.35% |
| 客座率 | 75.79% | 71.11% | 4.67% | 6.57% | 20.33% |
| 客公里收益 | 0.618 | 0.533 | 0.085 | 15.87% | 52.32% |

| 货运收入贡献分析 | 1H2010 | 1H2009 | 变化额 | 变化 (%) | 相对贡献度 |
|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 货运收入 | 4,241 | 2,068 | 2,173 | 105.07% | |
| RFTK (百万) | 2,122 | 1,483 | 639 | 43.08% | 41.00% |
| AFTK | 3,512 | 3,077 | 435 | 14.15% | 13.47% |
| 货运载运率 | 60.43% | 48.22% | 12.22% | 25.34% | 27.53% |
| 货运吨公里收益 | 1.998 | 1.394 | 0.604 | 43.33% | 59.00% |

资料来源：公司公告

*注：本文如没有特别说明，为了可比，历史数据均使用东上航合并数据，无论是整合前后

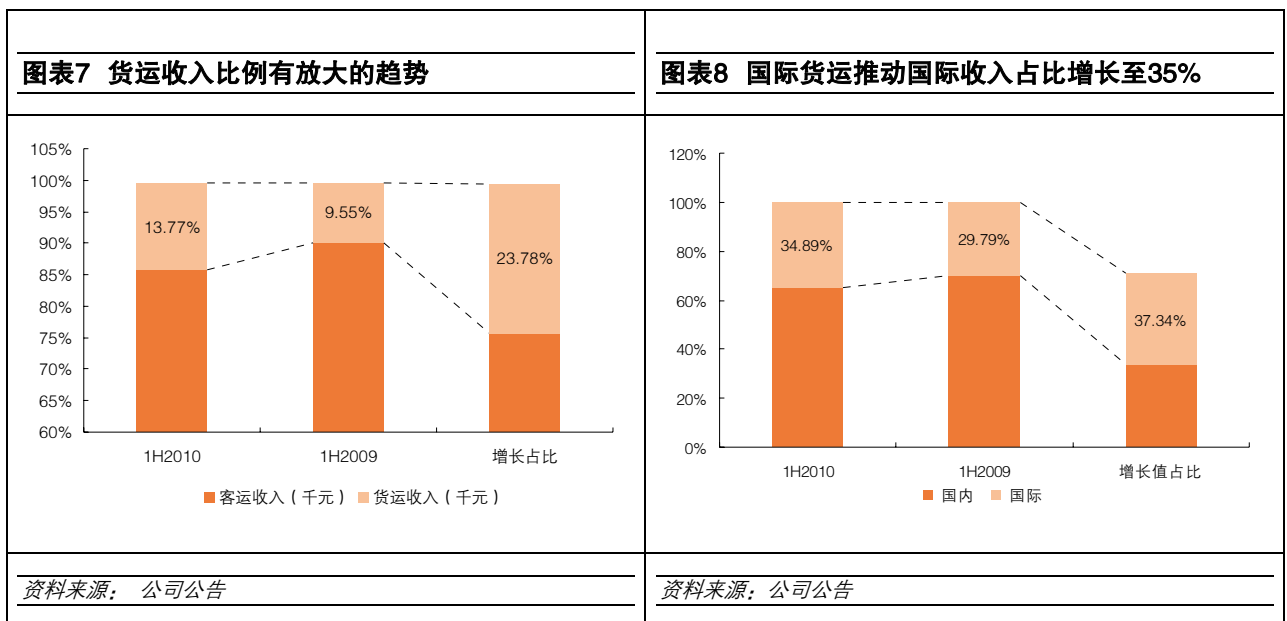
三、国际货运业务成为公司新的增长点

货运业务原本是公司的短板，尤其是中货航和上货航历史上都曾“劣迹斑斑”。但受益于市场的转好，正如我们在之前的报告中曾提出过，欧美企业补库存需求催生了上半年国际货运的“撑杆跳”级的增长，公司货运业务获得了前所未有的良好业绩。

冷静思考，尽管客观因素多过主观因素，但上海在货运方面的中枢效应越来越明显，为公司货运增长带来机遇。华东地区国际货运进出口主要货源地苏锡常及昆山地区，而电子产业的发展对高效物流的需求也使航空货运有增长基础和条件。所以，上海有全国最好的国际业务基础，这也是全国各公司均把上海做为全货机始发地的原因。我们认为公司货运将成为公司新的增长点，但思路决定出路，需要公司尽快明确货运的发展形式和途径。

请参见研究报告《三驾马车需求强劲 未来发展走势各异——民航上半年经营形势分析》。

国际业务受到国际货运的推动，比例也呈现增长的趋势，与国航不同的是，东航国际业务比例虽然也达到 35%左右，但客运的贡献较小，国际客运还没有成为公司增长的主要驱动力，与公司提出的建设国际枢纽网络型航空公司相对应，国际客运业务仍有很长的路要走。



四、东上整合收入效应初现，成本增长不可小觑

东上整合实际运作已经快一年时间，但从公司的整合效应来看，收入效应初现，而成本增长也构成了公司未来发展的潜在威胁。

从1季度与2季度的对比来看，公司生产量ASK仅增长3%，而客座率、载运率均环比增长，收入总额增长达到16%，成本总额增长12%，使得经营利润增长290%。

东上整合之后，单位收入增长明显，尽管有市场景气原因，但公司占据上海50%以上份额，市场政策一致性和贯彻能力得到提升，整合带来的好处初步显现。

航空成本结构中，与生产相关固定成本占到80%以上，但二季度公司吨公里成本却没有体现规模效应，反而增长了5%，这反映了公司在整合过程中要付出一定的成本代价，尤其是管理成本，这一点需要警惕。

*注：本文如没有特别说明，为了可比，历史数据均使用东上航合并数据，无论是整合前后

图表9 成本总额与单位成本增长均超过了生产量的增长

| 项目 (百万) | 2Q2010 | 1Q2010 | 变化额 | 变化 (%) |
|---------|--------|--------|-------|--------|
| 营业收入 | 18,067 | 15,569 | 2,498 | 16.0% |
| 营业成本 | 14,617 | 12,962 | 1,655 | 12.8% |
| 期间费用 | 1,969 | 1,933 | 35 | 1.8% |
| 主营业务成本 | 16,939 | 15,281 | 1,658 | 10.9% |
| 经营利润 | 1,128 | 288 | 840 | 291.4% |
| 可供吨公里 | 4,427 | 4,159 | 268 | 6.44% |
| 可供吨公里收入 | 4.081 | 3.743 | 0.338 | 9.0% |
| 可供吨公里成本 | 3.302 | 3.117 | 0.185 | 5.9% |
| 客座率 | 76.76% | 74.78% | 1.98% | 2.7% |

资料来源：公司公告

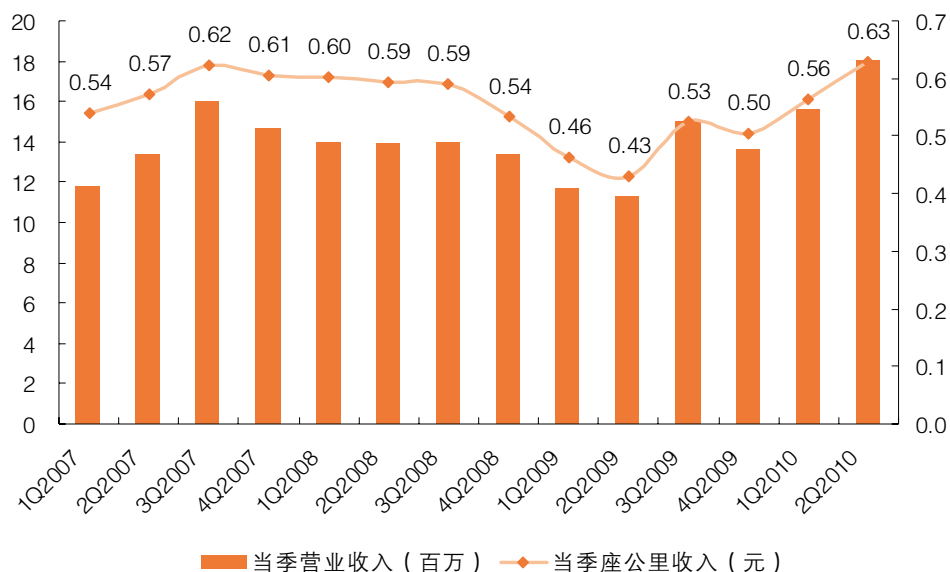
五、“后世博”时代即将到来，公司将迎接盈利能力考验

世博会已经明确在 10 月 31 日之后关闭，“后世博”时代即将来临。上半年公司运力和生产量增长幅度落后于收入增幅，这将成为一把双刃剑，一方面有利于公司迅速提高毛利率，但在目前票价没有完全放开的市场中，单位收入增长是有极限的，失去生产量的增长就意味失去增长空间。如何使公司能够“价量”齐升，同时控制好整合后的成本增长冲动，将是公司面对的一道大分值论述题。

目前公司发展主要依靠上海基地的增长，浦东与虹桥机场扩建完成后，仍有部分时刻余量，公司需要加大时刻的争取力度，才能防止增长不出现天花板。

我们认为东上整合是公司应对“后世博”时代的最佳策略，尽快在控制成本的情况下，完成两公司的市场、渠道、品牌整合，是公司应对增整放缓的最佳策略。

图表10 单位收入水平已经处于历史高峰



资料来源：公司公告

*注：本文如没有特别说明，为了可比，历史数据均使用东上航合并数据，无论是整合前后

六、走在新长征路上，做正确的事是第一位的

东上航整合后，公司做出明确了战略判断，但“雄关漫道真如铁”，新长征路上荆棘伴随，我们相信公司在上海这个黄金码头有一番作为。

首先，打造国际枢纽是东航未来发展的不二选择，无论是地理位置，还是经济覆盖能力，上海均有机会成为与北京平起平坐的亚太地区主要枢纽。而从经济容量和航空发展来看，欧洲巴黎、法兰克福、阿姆斯特丹等几个大型枢纽并存证明北京、上海共同发展是中国民航需要的局面。

其次，公司在加大整合的力度的同时，凭借上海的市场份额，稳定市场价格，主导市场走势，这是经过国航验证的正确策略

最后，公司加入天合联盟、在电子商务和常旅客方面的尝试以及产品服务上的咨询工程，都说明公司未来将不局限于一个传统手段的航空公司，这一点令人耳目一新。

加之公司仍然没有放弃寻找战略合作伙伴的步伐，未来仍然存在着公司重大的利好因素。

因此，我们认为，从价值投资的角度看，东航是一个值得长期关注的公司，预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.53、0.55、0.59，相对应 8 月 27 日收盘价的 PE 为 12.63、12.18、11.24 倍，首次给予公司“推荐”评级。

*注：本文如没有特别说明，为了可比，历史数据均使用东上航合并数据，无论是整合前后

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 6864 | 13232 | 19342 | 25067 | 营业收入 | 39831 | 73843 | 78596 | 84960 |
| 现金 | 2192 | 5953 | 11690 | 16744 | 营业成本 | 37248 | 56709 | 59599 | 64289 |
| 应收账款 | 1371 | 2536 | 2620 | 2876 | 营业税金及附加 | 1019 | 881 | 868 | 926 |
| 其他应收款 | 1530 | 2851 | 3031 | 3275 | 营业费用 | 2970 | 3024 | 3144 | 3462 |
| 预付账款 | 377 | 586 | 616 | 662 | 管理费用 | 1539 | 7154 | 7703 | 8380 |
| 存货 | 932 | 1307 | 1386 | 1509 | 财务费用 | 1639 | 427 | 1077 | 1140 |
| 其他流动资产 | 462 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 118 | 148 | 157 | 170 |
| 非流动资产 | 65155 | 79925 | 81447 | 82283 | 公允价值变动收益 | 3775 | 676 | 376 | 399 |
| 长期投资 | 1153 | 13617 | 13617 | 13617 | 投资净收益 | -23 | 90 | 90 | 90 |
| 固定资产 | 55753 | 62644 | 65788 | 67352 | 营业利润 | -950 | 6267 | 6515 | 7083 |
| 无形资产 | 1401 | 1257 | 1113 | 969 | 营业外收入 | 1604 | 772 | 787 | 822 |
| 其他非流动资产 | 6848 | 2407 | 928 | 345 | 营业外支出 | 14 | 28 | 29 | 24 |
| 资产总计 | 72019 | 93157 | 100789 | 107349 | 利润总额 | 640 | 7011 | 7272 | 7881 |
| 流动负债 | 35663 | 52853 | 51401 | 52622 | 所得税 | 81 | 1753 | 1818 | 1970 |
| 短期借款 | 8407 | 15539 | 12661 | 12140 | 净利润 | 559 | 5258 | 5454 | 5911 |
| 应付账款 | 8476 | 12465 | 13285 | 14314 | 少数股东损益 | 20 | 214 | 222 | 240 |
| 其他流动负债 | 18781 | 24849 | 25454 | 26168 | 归属母公司净利润 | 540 | 5045 | 5233 | 5671 |
| 非流动负债 | 32743 | 30757 | 34011 | 35656 | EBITDA | 6022 | 12335 | 14138 | 15515 |
| 长期借款 | 13005 | 11422 | 13630 | 15839 | EPS (元) | 0.06 | 0.53 | 0.55 | 0.59 |
| 其他非流动负债 | 19738 | 19335 | 20381 | 19818 | | | | | |
| 负债合计 | 68406 | 83610 | 85411 | 88278 | | | | | |
| 少数股东权益 | 510 | 723 | 945 | 1185 | | | | | |
| 股本 | 9582 | 9582 | 9582 | 9582 | | | | | |
| 资本公积 | 10517 | 10517 | 10517 | 10517 | | | | | |
| 留存收益 | -16995 | -11950 | -6718 | -3663 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3104 | 8824 | 14433 | 17886 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 72019 | 93157 | 100789 | 107349 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 经营活动现金流 | 4789 | 19340 | 15741 | 15574 |
| 净利润 | 559 | 5258 | 5454 | 5911 |
| 折旧摊销 | 5333 | 5641 | 6547 | 7292 |
| 财务费用 | 1639 | 427 | 1077 | 1140 |
| 投资损失 | 23 | -90 | -90 | -90 |
| 营运资金变动 | 955 | 6427 | 2106 | 754 |
| 其他经营现金流 | -3720 | 1677 | 647 | 567 |
| 投资活动现金流 | 8595 | -20747 | -8298 | -8298 |
| 资本支出 | 7613 | 8188 | 8188 | 8188 |
| 长期投资 | 210 | 12460 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 16418 | -99 | -110 | -110 |
| 筹资活动现金流 | 2086 | 5168 | -1706 | -2222 |
| 短期借款 | -11067 | 7132 | -2878 | -521 |
| 长期借款 | 4417 | -1583 | 2208 | 2208 |
| 普通股增加 | 4715 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 9448 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -5427 | -381 | -1037 | -3910 |
| 现金净增加额 | 1716 | 3761 | 5737 | 5054 |

| 主要财务比率 | | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -4.8% | 85.4% | 6.4% | 8.1% |
| 营业利润 | -106.4% | 559.8% | 4.0% | 8.7% |
| 归属于母公司净利润 | -96.1% | 834.7% | 3.7% | 8.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 6.5% | 23.2% | 24.2% | 24.3% |
| 净利率(%) | 1.4% | 6.8% | 6.7% | 6.7% |
| ROE(%) | 17.4% | 57.2% | 36.3% | 31.7% |
| ROIC(%) | 2.2% | 21.8% | 25.7% | 28.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 95.0% | 89.8% | 84.7% | 82.2% |
| 净负债比率(%) | 41.32% | 41.27% | 39.69% | 40.14% |
| 流动比率 | 0.19 | 0.25 | 0.38 | 0.48 |
| 速动比率 | 0.14 | 0.20 | 0.32 | 0.42 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.89 | 0.81 | 0.82 |
| 应收账款周转率 | 29 | 35 | 28 | 28 |
| 应付账款周转率 | 4.12 | 5.42 | 4.63 | 4.66 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.06 | 0.53 | 0.55 | 0.59 |
| 每股经营现金流(最) | 0.50 | 2.02 | 1.64 | 1.63 |
| 每股净资产(最新摊) | 0.32 | 0.92 | 1.51 | 1.87 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 118.05 | 12.63 | 12.18 | 11.24 |
| P/B | 20.53 | 7.22 | 4.41 | 3.56 |
| EV/EBITDA | 16.8 | 8.2 | 7.2 | 6.5 |

*注: 本文如没有特别说明, 为了可比, 历史数据均使用东上航合并数据, 无论是整合前后

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）

风险提示：

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。客户并不能尽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 2010 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257