

航空运输III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 谢红

S0960110015102

0755-82026822

xiehong@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 9.02元

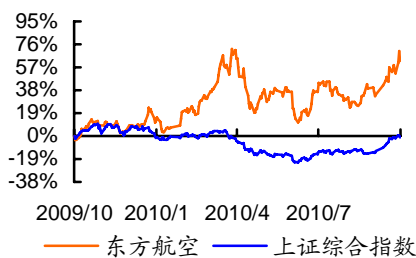
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	11277
流通股本(百万)	3859
流通市值(亿)	348
EPS (TTM)	0.12
每股净资产(元)	0.32
资产负债率	95.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东方航空	16.84	10.81	-2.91
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



相关报告

《东方航空-2010年半年报点评-经营品质提升明显, 主业大幅扭亏为盈》2010-8-30
《ST东航-2009年报及一季报点评-趋势及主题性机会并存, 目标价13元》2010-4-20
《ST东航-关注世博、合并作用下业绩超预期带来的机会》2010-3-16

东方航空

600115

强烈推荐

受益世博会, 经营品质改善符合预期

公司(合并上海航空)前三季度实现营业收入554.66亿元, 同比增长91.9%; 归属于母公司的净利润50.99亿元, 同比增长326%; 每股收益为0.4591元。业绩基本符合预期。

投资要点:

- 三季度受益世博和合并协同效应, 单季度实现净利润31.55亿, EPS0.2798元, 去年同期为0.003元: ①东上合并、世博、暑运协同效应: 三季度公司客座率同比提升幅度在三大航中最大, 同比提升8.5个百分点达82%, 在客座率、票价提升推动下, 三季度毛利率创历史新高高达25.49%, 主业税前利润同比增加约33亿。②三季度人民币升值带来汇兑收益约为5亿元, 占税前利润总额约15%。③单季公允价值变动收益2.24亿。
- 未来行业判断——行业格局稳定、供需缺口持续、客座率票价水平仍将维持高位: ①行业集中度提升, 未来竞争格局稳定: 东上合并、国航重组深航后, 三大航在客运市场份额约占到80%, 同时8.24空难后民航局对公共航空运输企业经营许可施行更加严格的管理, 我们认为未来行业格局稳定。②行业短期可供运力回落符合预期, 未来供需缺口仍将保持, 预计客座率、票价水平仍将维持同期高位运行。③燃油附加费与油价同步提升利好, 国内航油出厂价自10月26日起上调220元/吨, 将减少公司四季度净利润约0.75亿; 但燃油附加费提至40/70元, 将增加四季度净利润约2.13亿, 综合二者影响, 对公司业绩利好。燃油附加费增收超过油价上涨成本增支的主要原因为: 一是今年客座率同比提升明显, 二是燃油附加费以10元为最小单位的非连续性调整。
- 短期关注世博后华东市场客流及票价: 三季度世博会日均入园人次约为39.4万, 10月预计约为50万人次, 我们预计十月公司受益世博明显。世博后华东客流或有回落, 但考虑到世博会对商务活动和本地外出需求的挤出效应, 预计世博后上海客流回落或低于预期。同时, 考虑东上合并后上海市场集中度明显提升, 我们认为世博后上海市场票价四季度同比仍维持较好水平。
- 投资策略: 公司经营品质改善符合预期, 预计2010、2011年EPS为0.62、0.65元, 维持“强烈推荐”的评级。未来关注战略投资者的引进进度、合并后协同效应的持续释放、公司在国际航线的发展战略。
- 风险提示: 国际油价大幅上涨、未来高铁冲击大于预期、突发事件

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	39831	73767	80691	83215
同比(%)	-5%	85%	9%	3%
归属母公司净利润(百万元)	540	7044	7327	5161
同比(%)	-96%	1205%	4%	-30%
毛利率(%)	6.5%	18.9%	19.2%	16.7%
ROE(%)	17.4%	54.8%	34.9%	19.7%
每股收益(元)	0.05	0.62	0.65	0.46
P/E	188.45	14.44	13.88	19.71
P/B	32.77	7.92	4.85	3.89
EV/EBITDA	21	11	10	13

资料来源: 中投证券研究所

一、前三季度经营数据

图 1: 公司三季季度经营指标增长率

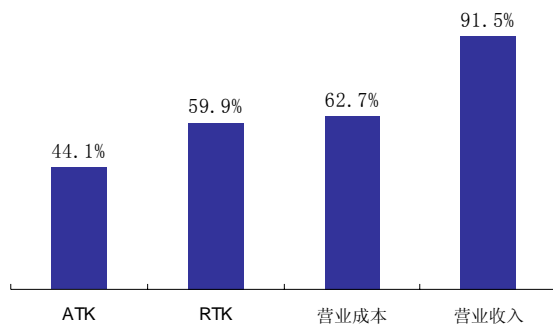
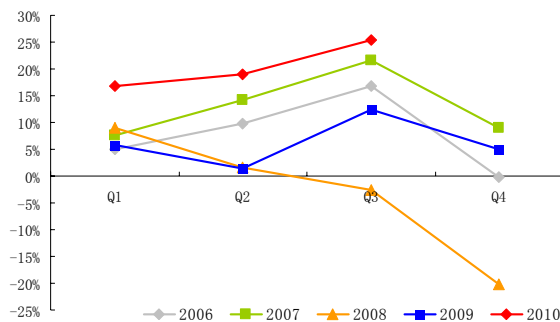


图 2: 东航季度季度毛利率



资料来源: 公司数据、中投证券研究所

二、行业数据: 日利用率下降, 国际票价走高

行业数据

图 3: 行业日利用率(空难后下降)

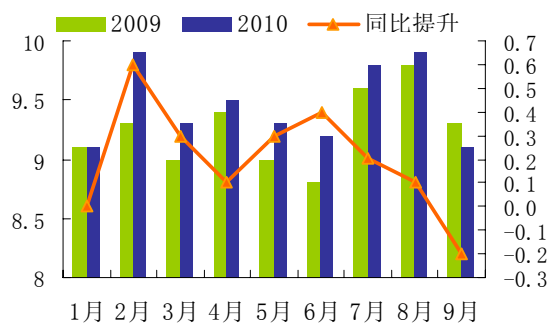
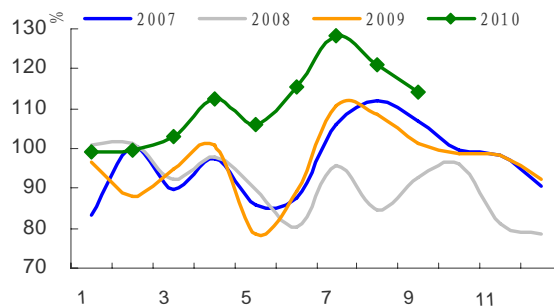


图 4: 行业票价指数-国内航线



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 5: 行业票价指数-亚洲及港澳地区航线票价指数

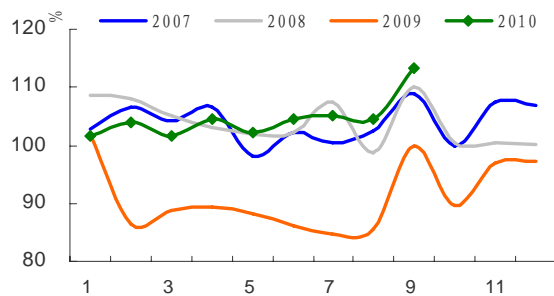
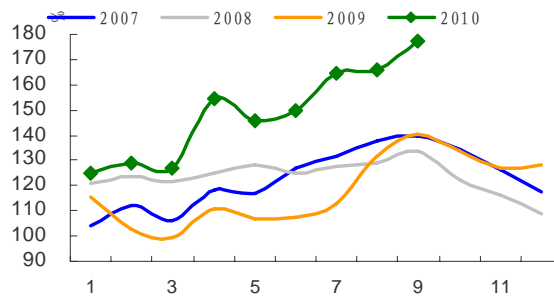
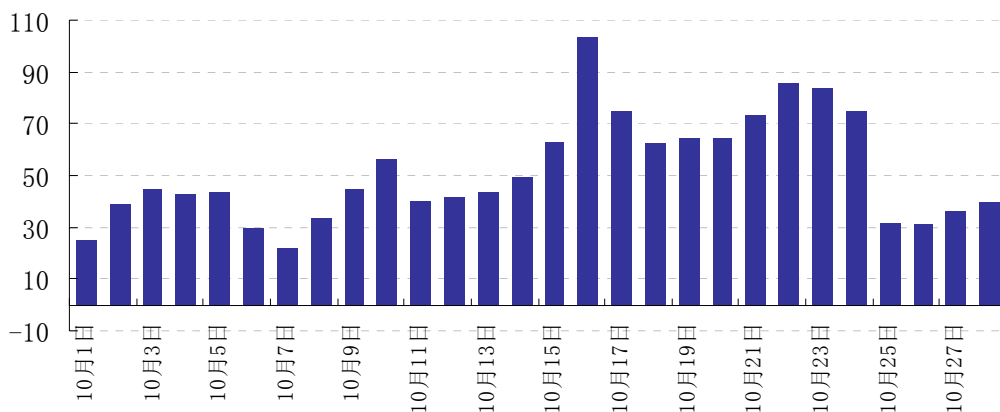


图 6: 行业票价指数-国际航线(不含亚洲)



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 7: 世博园每日参观人次



资料来源: CEIC, 公司数据, 中投证券研究所

公司数据

图 8: 东航客座率

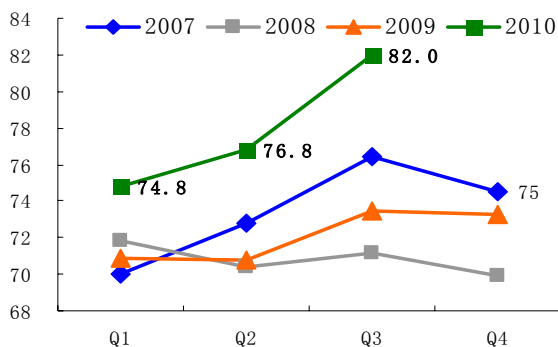
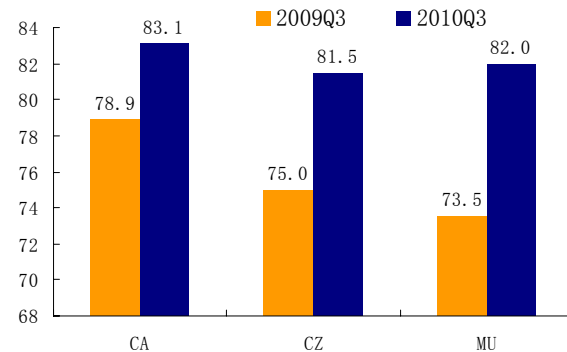


图 9: 三大航客座率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 10: 三大航国内客座率

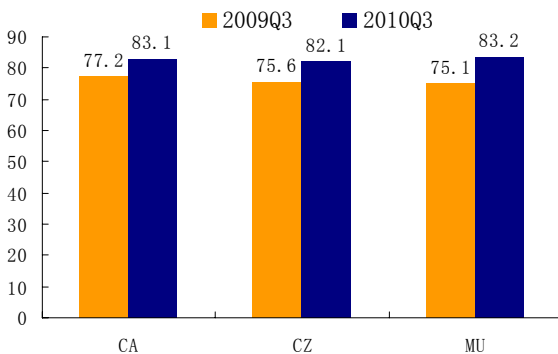
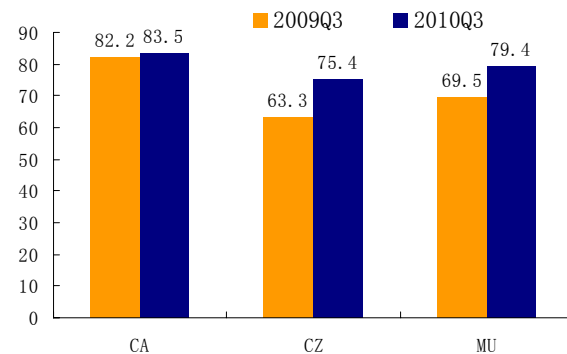


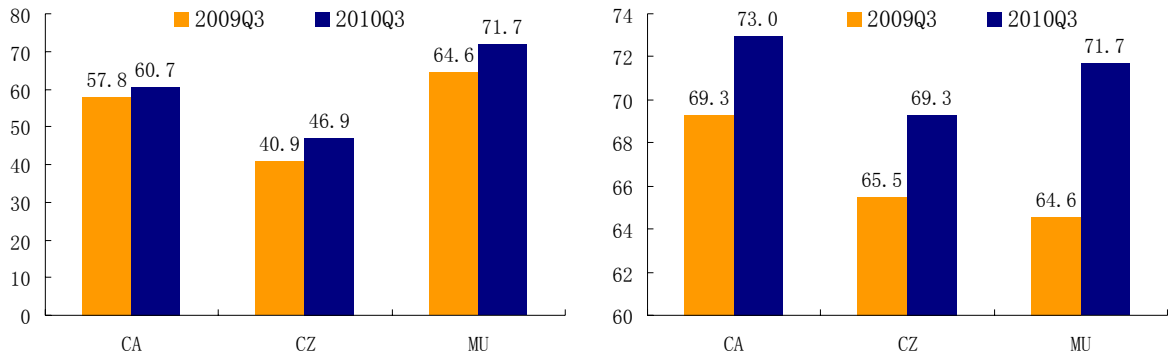
图 11: 三大航国际客座率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

图 12: 三大航货运载运率

图 13: 三大航总载运率



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

三、行业主要影响因素

图 14: 人民币汇率及一年期 NDF



资料来源: CEIC, 公司数据, 中投证券研究所

表 1: 国内航油价格和燃油附加费同步上调, 对公司 2010 年盈利影响估计

	(10.26-12月)		以全年口径计算	
	对净利润的影响/ 百万	对 EPS 的影响/ 元	对净利润的影响/ 百万	对 EPS 的影响/ 元
国内航油价格上调 220 元/吨	-75	-0.006	-408	-0.033
燃油附加费上调至 40、70 元/人	213	0.017	1160	0.094

资料来源: 公司数据、中投证券

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6864	39849	58227	69661
现金	2192	32205	49993	61072
应收账款	1371	2539	2777	2864
其它应收款	1530	2834	3100	3197
预付账款	377	606	660	702
存货	932	1655	1686	1815
其他	462	11	11	11
非流动资产	65155	59916	54687	49389
长期投资	1153	1153	1153	1153
固定资产	55753	56546	51566	46578
无形资产	1401	1273	1127	909
其他	6848	944	842	750
资产总计	72019	99765	112914	119050
流动负债	35663	52676	54990	54266
短期借款	8407	14356	14079	12281
应付账款	8476	13611	14832	15775
其他	18781	24708	26078	26211
非流动负债	32743	33687	36346	37994
长期借款	13005	13823	16440	18158
其他	19738	19864	19906	19836
负债合计	68406	86363	91336	92260
少数股东权益	510	560	610	661
股本	9582	11277	11277	11277
资本公积	10517	10517	10517	10517
留存收益	-16995	-9951	-2624	2536
归属母公司股东权益	3104	12842	20969	26130
负债和股东权益	72019	99765	112914	119050

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4789	19505	14329	10649
净利润	559	7094	7377	5212
折旧摊销	5333	5369	5614	5623
财务费用	1639	-620	-782	-1016
投资损失	23	-200	-200	-200
营运资金变动	955	6067	1365	1194
其它	-3720	1796	954	-163
投资活动现金流	8595	-16	-98	-25
资本支出	7613	0	100	100
长期投资	210	0	0	0
其他	16418	-16	2	75
筹资活动现金流	2086	10524	3558	455
短期借款	-11067	5950	-278	-1798
长期借款	4417	818	2617	1718
普通股增加	4715	1695	0	0
资本公积增加	9448	0	0	0
其他	-5427	2061	1218	536
现金净增加额	1716	30013	17788	11079

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39831	73767	80691	83215
营业成本	37248	59816	65183	69325
营业税金及附加	1019	1549	1775	1831
营业费用	2970	5016	5568	5659
管理费用	1539	2065	2421	2496
财务费用	1639	-620	-782	-1016
资产减值损失	118	100	0	0
公允价值变动收益	3775	1000	800	0
投资净收益	-23	200	200	200
营业利润	-950	7041	7527	5121
营业外收入	1604	700	700	700
营业外支出	14	30	30	30
利润总额	640	7711	8197	5791
所得税	81	617	820	579
净利润	559	7094	7377	5212
少数股东损益	20	50	50	51
归属母公司净利润	540	7044	7327	5161
EBITDA	6022	11789	12359	9727
EPS (元)	0.06	0.62	0.65	0.46

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-4.8%	85.2%	9.4%	3.1%
营业利润	-106.4%	641.3%	6.9%	-32.0%
归属于母公司净利润	-96.1%	1205.0%	4.0%	-29.6%
获利能力				
毛利率	6.5%	18.9%	19.2%	16.7%
净利率	1.4%	9.5%	9.1%	6.2%
ROE	17.4%	54.8%	34.9%	19.7%
ROIC	2.2%	37.0%	65.3%	127.8%
偿债能力				
资产负债率	95.0%	86.6%	80.9%	77.5%
净负债比率	41.32	41.22%	42.02	40.99%
流动比率	0.19	0.76	1.06	1.28
速动比率	0.14	0.70	1.00	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.86	0.76	0.72
应收账款周转率	29	34	28	27
应付账款周转率	4.12	5.42	4.58	4.53
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.62	0.65	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.73	1.27	0.94
每股净资产(最新摊薄)	0.28	1.14	1.86	2.32
估值比率				
P/E	188.45	14.44	13.88	19.71
P/B	32.77	7.92	4.85	3.89
EV/EBITDA	21	11	10	13

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

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, 在国内大型航空公司从事过核心生产经营分析工作, 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	北京	上海
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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