

东方航空 (600115)

分享世博盛宴 后世博效应并不可怕

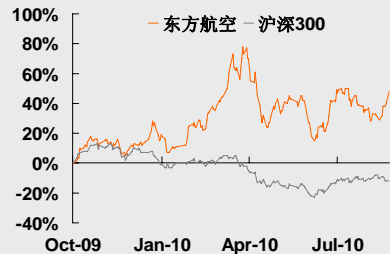
推荐 (维持)

现价: 9.05 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	国务院国有资产监督管理委员会/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)	1020.53
流通 A 股市值(亿元)	163.08
每股净资产(元)	1.35
资产负债率(%)	84.3

行情走势图



相关研究报告

行业兑现旺季盛宴 未来经营又好又快 (2010.08.17)

“两节”市场形势良好，国际将成亮点 (2010.09.07)

竞争结构主导行业走势，高峰过后景气依旧 (2010.09.20)

研究员

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

储海 研究员
S1450209060208
021-62078961
chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

■ 三季度分享世博会盛宴取得历史最好业绩

公司 2010 年三季度实现营业收入 218.29 亿元，同比增长 91.44%；归属母公司股东的净利润 31.55 亿元，同比增长 135.22 倍，实现 EPS 为 0.28 元。三季度东航在多因有利因素的带动下，取得了历史最好的单季度业绩。三季度生产量、客座率、票价水平均处于历史最高位，公司充分享受了世博带来的收益。

■ 收入边际效应与成本规模效应同时发挥作用

三季度东航 ASK、RPK、营业收入以及营业成本分别同比增长了 19.90%、26.56%、45.33%和 23.39%，单位收入增长带来强烈的业绩边际效应。同时环比来看，营业收入与生产量的增速相近，客座率增长带来的单位成本降低明显，成本规模效应起主导作用。因此三季度业绩是在单位收入与客座率上涨共同作用的结果。

■ 东航有足够能力应对后世博效应

世博会结束之后，上海市场将进入调整期，客源的增长将放慢步伐。后世博时代上海航空市场仍然会延续高景气带来的客源增长，但公司客座率将回落至行业的正常水平。东航目前占据上海 55% 以上的市场份额，在市场增速放缓时，公司份额优势所体现出的抗风险能力将帮助公司减小不利影响。市场由“大家都好”变为“东航这边独好”。

我们认为世博会结束的市场真空期影响将在明年年初消除，上海仍然是中国客源质量最好的市场，整体增速仍将保持 15% 上。

■ 东上整合将深入细节，入盟加速提升公司竞争力

东上航合并之后，要发挥整合效果，仍有待解决各种细节问题，世博会后东上整合将加速，细节改善带来的盈利能力提升也将在明年显现。入盟谈判也将有实质进展，明年公司正式入盟将明显提升公司在上海国际航线市场中的竞争力。公司业绩短期内将受到压制，但长期看仍有很大的成长空间。我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.53、0.56、0.50 元，相应 PE 16.9、16.1、18.1 倍，维持对公司的“推荐”评级。

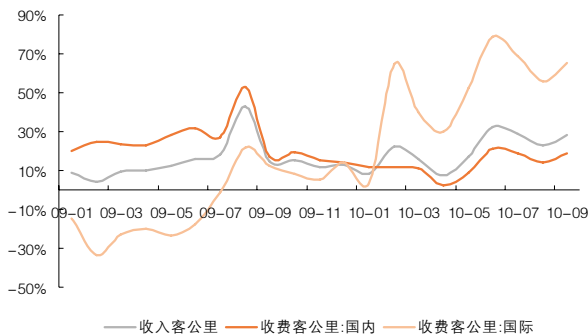
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	41,842.4	39,831.3	75377.7	80216.8	85063.0
YoY(%)	-3.9	-4.8	89	6	6
净利润(百万元)	-13,927.7	539.7	6032	6341	5641
YoY(%)	-2,406.1	103.9	1018	5	-11
毛利率(%)	-2.9	6.5	24.3	25.2	24.2
净利率(%)	-33.3	1.4	8.00	7.90	6.63
ROE(%)	-120.1	17.4	35.5	26.2	20.8
EPS(摊薄/元)	-2.9	0.1	0.53	0.56	0.50
P/E(倍)	-7.3	189.1	16.9	16.1	18.1
P/B(倍)	-8.8	32.9	6.01	4.21	3.76

一、三季度分享世博会盛宴取得历史最好业绩

三季度暑运旺季在世博会的助力下，公司取得了良好的业绩。三季度公司生产量、客座率、票价水平平均处于历史最高位，公司充分享受了世博带来的收益。

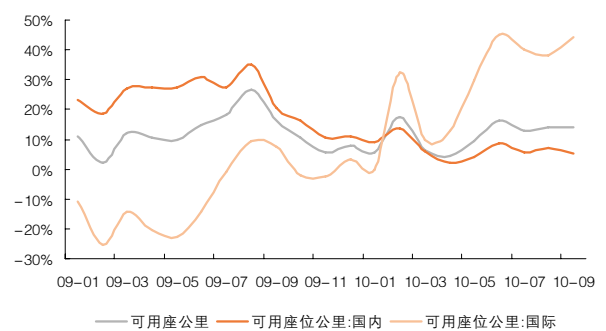
三季度东航生产量增长保持旺盛，值得注意有两点：一，世博会外国游客占比较低，但东航国际航线运量却呈现高速增长，这说明国际航线的复苏，并不是世博会推动，并且东航国际航线经营并不依靠世博会效应；二，东航国内运力的投放同比仅增长 6.11%，国内旅客运量增长主要依靠客座率的提升，这使东航在世博会结束后不会出现运力过剩的情况。

图表1 东航国际航线生产量增长迅速



资料来源：公司公告

图表2 东航国内航线运力投放非常谨慎



资料来源：公司公告

图表3 公司毛利率已经超过2007年三季度



资料来源：公司公告

*注：除非有特殊说明，本报告所引用数据均为东航与上航合并数据，以消除口径不同造成的分析误差。

二、收入边际效应与成本规模效应同时发挥作用

同比分析,三季度东航 ASK、RPK、营业收入以及营业成本分别同比增长了 19.90%、26.56%、45.33% 和 23.39%,收入增长远远快于生产量和成本的增长,虽然由于油价上涨导致成本增速快于生产量的增速,但公司盈利能力仍然在上升。在收入贡献分析中,ASK 增长贡献 43.90%,客座率的贡献仅占 14.69%,而客公里收益的贡献达到了 41.40%,可见单位收入增长带来的边际效应非常明显。

而环比分析,公司成本、生产量、收入增速逐级放大,三季度东航单位收入环比增速较小,使得营业收入增长与生产量增长差距不大,盈利的增长则主要体现在客座率上升带来的单位成本下降,成本规模效应明显。

图表4 同比分析说明长期收入增长主要依靠平均票价的上涨

收入贡献分析	3Q2010	3Q2009	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献率
营业收入	21,830	15,021	6809	45.33%	6809	-
RPK (百万)	26,598	21,016	5,582	26.56%	3990	-
ASK (百万)	32,434	27,051	5,383	19.90%	2989	43.90%
客座率 (%)	82.01%	77.69%	4.32%	5.56%	1000	14.69%
客公里收益 (元)	0.821	0.715	0.106	14.83%	2819	41.40%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表5 环比来看客座率提升对收入增长的作用有限

收入贡献分析	3Q2010	2Q2010	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献率
营业收入	21,830	18,067	3763	20.83%	3763	
RPK (百万)	26,598	22,029	4,569	20.74%	3748	
ASK (百万)	32,434	28,698	3,736	13.02%	2352	62.51%
客座率 (%)	82.01%	76.76%	5.25%	6.83%	1396	37.09%
客公里收益 (元)	0.821	0.820	0.001	0.07%	15	0.40%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

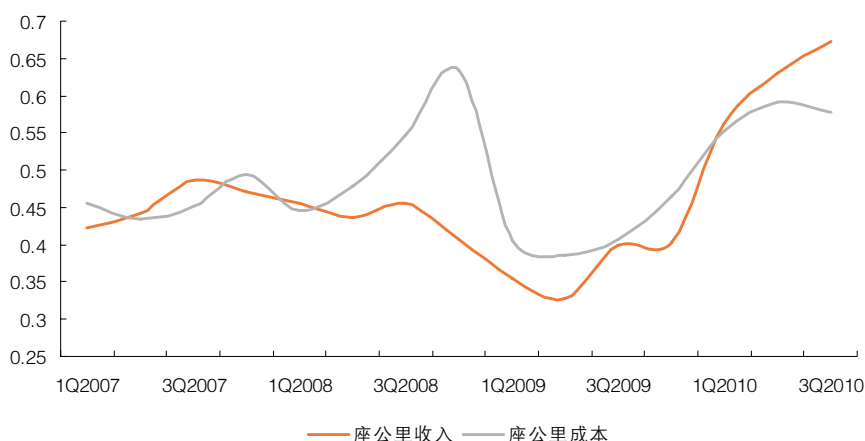
图表6 吨公里成本的下降得益于客座率的上升

成本贡献分析	3Q2010	2Q2010	变化额	变化(%)	相对贡献	相对贡献率
营业成本 (百万元)	16,266	13,183	3,083	23.39%	3,083	
燃油成本	6,269	3,825	2,444	63.88%	2,444	79.25%
吨公里成本 (不含燃油)	2.099	2.273	-0.175	-7.69%	-833	-27.02%
可供吨公里 (百万)	4,764	4,116	648	15.74%	1,473	47.77%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

*注:除非有特殊说明,本报告所引用数据均为东航与上航合并数据,以消除口径不同造成的分析误差。

图表7 公司主业的盈利能力在今年旺季中得到快速恢复



资料来源：公司公告

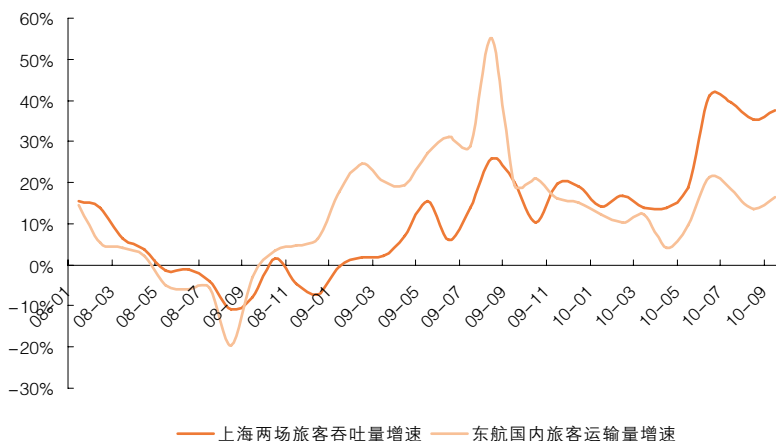
三、东航有足够能力应对后世博效应

世博会结束之后，上海市场将进入调整期，客源的增长将放慢步伐。后世博时代上海航空市场仍然会延续高景气带来的客源增长，但公司客座率将回落至行业的正常水平。东航目前占据上海 55% 以上的市场份额，在市场增速放缓时，公司份额优势所体现出的抗风险能力将帮助公司减小不利影响。市场由“大家都好”变为“东航这边独好”。

从上海机场客流量的增长情况分析，东航的世博效应并不十分显著。三季度浦东、虹桥机场国内旅客吞吐量增速为 34.71%，远远超过东航三季度国内旅客运量的增长速度 19.55%，这主要是由于：一方面东航在国内运力投入增速较小，旅客运量增长受限，另一方面也说明世博期间全国各航空公司均能够受益，而东航甚至在往返客源方面受益不如其它非基地公司。

因此，我们认为世博会后上海旅游客源的减少对东航的冲击甚至小于其它公司，东航有足够的应对客源增速下滑的局面。我们认为世博会结束的市场真空期影响将在明年年初消除，上海仍然是中国客源质量最好的市场，整体增速仍将保持 15% 上。

图表8 世博后客源减少对东航冲击将小于预期



资料来源：公司公告

*注：除非有特殊说明，本报告所引用数据均为东航与上航合并数据，以消除口径不同造成的分析误差。

四、东上整合将深入细节，入盟加速提升公司竞争力

东上整合的效果已经在今年上海市场高企的平均票价中得到了验证，但在旺季供不应求的形势下，很难判断整合所带来的价格控制力，也很难发现整合过程中潜在的市场管理问题。

东上航合并之后，已经在市场、运行等方面完成了组织机构和职能的整合。但两个公司要发挥整合效果，仍有待解决各种细节问题，包括定价、渠道、客户等各个方面，世博会后东上整合将加速，细节改善带来的盈利能力提升也将在明年显现。

入盟谈判也将有实质进展，明年公司正式入盟后将明显提升公司在上海国际航线市场中的竞争力，入盟后东航与南航将可以在同一个平台下实现合作，同时，东航借助联盟的力量将大大加强上海至欧美航线的竞争优势，从而分流北京、香港机场的国际客源，为东航提升国际航线的盈利能力带来契机。

鉴于公司业绩短期内将受到压制，但长期看仍有很大的成长空间。世博会对公司业绩的影响将在上海市场的快速增长中得以化解，同时东航明年不足 10% 的运力引进确保上海市场的票价水平稳中有升，公司仍然从高票价中获得良好的业绩。**我们预计公司 10-12 年 EPS 为 0.53、0.56、0.50 元，相应 PE 16.9、16.1、18.1 倍，维持对公司的“推荐”评级。**

*注：除非有特殊说明，本报告所引用数据均为东航与上航合并数据，以消除口径不同造成的分析误差。

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	19310	29417	34512	营业收入	39831	75378	80217	85063
现金	2192	11907	21635	26175	营业成本	37248	57091	60000	64510
应收账款	1371	2588	2674	2879	营业税金及附加	1019	918	907	929
其他应收款	1530	2910	3093	3279	营业费用	2970	3076	3198	3521
预付账款	377	590	620	664	管理费用	1539	7303	7862	8390
存货	932	1315	1395	1514	财务费用	1639	405	1018	1069
其他流动资产	462	0	0	0	资产减值损失	118	151	160	170
非流动资产	65155	79925	81447	82283	公允价值变动收益	3775	1114	893	477
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	7639	8055	7041
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	99235	110863	116795	利润总额	640	8383	8812	7839
流动负债	35663	50733	51605	52704	所得税	81	2096	2203	1960
短期借款	8407	13226	12661	12140	净利润	559	6288	6609	5879
应付账款	8476	12549	13375	14363	少数股东损益	20	255	269	239
其他流动负债	18781	24958	25569	26201	归属母公司净利润	540	6032	6341	5641
非流动负债	32743	30757	34011	35656	EBITDA	6022	13685	15620	15402
长期借款	13005	11422	13630	15839	EPS (元)	0.06	0.53	0.56	0.50
其他非流动负债	19738	19335	20381	19818					
负债合计	68406	81490	85616	88361	主要财务比率				
少数股东权益	510	765	1033	1272		2009	2010E	2011E	2012E
股本	9582	11277	11277	11277	成长能力				
资本公积	10517	15552	15552	15552	营业收入	-4.8%	89.2%	6.4%	6.0%
留存收益	-16995	-10963	-4622	-2152	营业利润	-106.4%	704.3%	5.4%	-12.6%
归属母公司股东权益	3104	16980	24214	27162	归属于母公司净利润	-96.1%	1017.6%	5.1%	-11.0%
负债和股东权益	72019	99235	110863	116795	获利能力				
					毛利率(%)	6.5%	24.3%	25.2%	24.2%
					净利率(%)	1.4%	8.0%	7.9%	6.6%
					ROE(%)	17.4%	35.5%	26.2%	20.8%
					ROIC(%)	2.2%	26.3%	30.8%	27.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	95.0%	82.1%	77.2%	75.7%
					净负债比率(%)	41.32%	39.51%	39.59%	40.11%
					流动比率	0.19	0.38	0.57	0.65
					速动比率	0.14	0.33	0.52	0.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.88	0.76	0.75
					应收账款周转率	29	35	28	28
					应付账款周转率	4.12	5.43	4.63	4.65
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.05	0.53	0.56	0.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.85	1.54	1.38
					每股净资产(最新摊薄)	0.28	1.51	2.15	2.41
					估值比率				
					P/E	189.08	16.92	16.09	18.09
					P/B	32.88	6.01	4.21	3.76
					EV/EBITDA	21.3	9.4	8.2	8.3

*注:除非有特殊说明,本报告所引用数据均为东航与上航合并数据,以消除口径不同造成的分析误差。

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