中國國航（0753）

買入

2008 年 4 月 28 日

預計運力投入增長加快，運營效率繼續提升

- **公司 2008 年 1 季度盈利增長 146.8%：**2008 年 1 季度公司營業收入 127.56 億元人民幣，同比增長 21.8%，股東應占利潤 10.44 億元人民幣，同比增長 146.8%。
- **運營效率繼續提升：**公司盈利的大幅提升主要由於運營效率繼續提升及匯兌收益的影響。其中客運方面，ASK 增長 5.9%，RPK 增長 9.3%，客座率提升 2.4 個百分點，達到 77.1%。貨運方面，公司減少運力投入，運營效率提高，貨郵載運率大幅提升 5.27 個百分點到 56.31%。同時，1 季度人民幣升值幅度達 4.1%，公司取得匯兌收益 9.34 億元，成爲盈利增長的主要來源。
- **預計從 2 季度開始，運力投入增長加快：**截至 3 月底，公司飛機數量較 2007 年底少 2 架，這制約了公司運力投入的增長。從公司飛機引進計畫看，預計全年飛機數量淨增加 19 架，第二和第三季度將是運力投入增長的高峰。因此，我們維持公司全年運力投入增長 10%的預期。
- **受國內航油價格上調預期影響較小：**由於國際市場油價不斷上漲，2008 年 1 季度公司國際航油採購價格超出國內採購價格。由於公司大約一半航油是國際採購，1 季度已受較大影響。隨著國內與國際航油價差的拉大，我們對國內航油價格上調的預期增強。但是，由於公司 1 季度資料中已體現國際油價上漲的影響，我們認爲國內航油價格一旦上調，公司受影響相對其他中國國內航空公司較小。同時，伴隨油價上調，航油附加費的相應調整將進一步減小衝擊。
- **維持買入評級，目標價 6.93 港幣：**我們維持對公司的盈利預測，重新選取市場估值水準，上調目標價至 6.93 港幣.此價格相當於 08 年 12.65 倍市盈率，較現價有 16.9%的上升空間，評級爲**買入**。

第一上海研究部
86755-3336 7019

主要資料

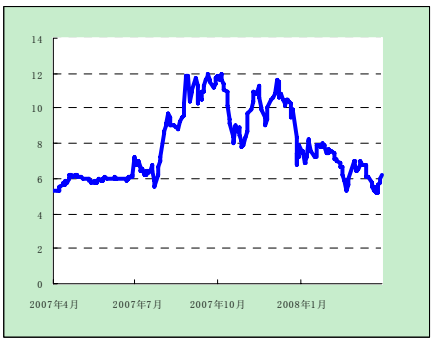
行業	交通運輸
股價	5.93 港元
目標價	6.93 港元（+16.9%）
股票代碼	0753
已發行 H 股本	44.06 億股
H 股市值	261.26 億港元
52 周高/低	4.85-12.72 港元
每股淨現值	2.734 港元
主要股東	中航集團(40.4%) 國泰航空(17.6%) 中航有限(11.27%)

盈利摘要

截止 12 月31 日	05年历史	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测
营业额(人民币百万)	35,301	41,606	47,718	54,880	61,048
变动(%)	N/A	17.9%	14.7%	15.0%	11.2%
净利润(人民币百万)	2,406	2,688	4,229	6,091	7,033
每股盈利(人民币元)	0.255	0.262	0.356	0.493	0.569
变动(%)	N/A	2.8%	35.8%	38.5%	15.5%
市盈率@5.93港元(倍)	20.9	20.4	15.0	10.8	9.4
每股股息(人民币元)	0.02	0.06	0.07	0.12	0.14
股息现价比率(%)	0.45%	1.10%	1.32%	2.31%	2.67%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

2008 年 1 季度盈利增長 146.8%

股東應占利潤 10.44 億元人民幣

2008 年 1 季度公司營業收入 127.56 億元人民幣，同比增長 21.8%。股東應占利潤 10.44 億元人民幣，同比增長 146.8%。

表 8：公司財務資料摘要

单位：人民币百万元

	2007-1Q	2008-1Q	*变动*	说明
营业收入	10,471	12,756	*21.8%*	客座率及客公里收益提升
营业成本	10,435	12,039	*15.4%*	航油成本上升
公允值变动收益	257	19	*-92.5%*	
投资收益	221	364	*65.1%*	
营业利润	513	1,101	*114.4%*	汇兑收益9.34亿元人民币
经营利润率	*4.9%*	*8.6%*		
营业外收入	1	39	*2717.5%*	
营业外支出	15	48	*227.4%*	
利润总额	500	1,092	*118.3%*	
所得税费用	97	84	*-13.3%*	税率政策变化
净利润	403	1,008	*150.0%*	
股东应占利润	423	1,044	*146.8%*	
股东应占利润率	*4.0%*	*8.2%*		
少数股东损益	(20)	(36)	*81.8%*	
EPS（人民币元）	0.04	0.09	*125.0%*	

資料來源：公司資料，第一上海

運營效率繼續提升

2008 年第 1 季度，公司運營效率繼續提升，客運方面，ASK 增長 5.9%，RPK 增長 9.3%，客座率提升 2.4 個百分點，達到 77.1%。貨運方面，公司減少運力投入，運營效率提高，貨郵載運率大幅提升 5.27 個百分點到 56.31%。

表 8：公司運營據摘要

单位：百万

	2007-1Q	2008-1Q	*变动*
载运量			
吨公里收入	2,182.8	2,321.3	*6.3%*
客公里收入	15,068.3	16,468.1	*9.3%*
货运吨公里收入	836.4	850.5	*1.7%*
运力			
可用吨公里	3,454.1	3,432.8	*-0.6%*
可用座公里	20,172.7	21,360.3	*5.9%*
可用货运吨公里	1,638.6	1,510.4	*-7.8%*
载运率			
总体载运率	63.19%	67.62%	*+4.43%*
客座率	74.70%	77.10%	*+2.4%*
货邮载运率	51.04%	56.31%	*+5.27%*

資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

匯兌收益 9.34 億元人民幣

至 2008 年 3 月底，人民幣 2008 年升值幅度達 4.1%，公司取得匯兌收益 9.34 億元人民幣。

預計 2 季度運力投入增長加快

預計全年運力投入增長 10%

截至 3 月底，公司飛機數量較 2007 年底少 2 架，這制約了公司運力投入的增長。從公司飛機引進計畫看，預計全年飛機數量淨增加 19 架，第二和第三季度將是運力投入增長的高峰。因此，我們維持公司全年運力投入增長 10%的預期。

受國內航油價格上調預期影響較小

受國內油價上調預期影響較小

由於國際市場油價不斷上漲，2008 年 1 季度公司國際航油採購價格超出國內採購價格。由於公司大約一半航油是國際採購，因此受影響較大，1 季度航油成本 47.6 億元，占總營業成本比重達到 39.6%。

隨著國內與國際航油價差的拉大，我們對國內航油價格上調的預期增強。但是，由於公司 1 季度資料中已體現國際油價上漲的影響，我們認爲國內航油價格一旦上調，公司受影響相對其他中國國內航空公司較小。同時，伴隨油價上調，航油附加費的相應調整將進一步減小衝擊。

投資建議

目標價 6.93 港幣，評級買入

我們維持對公司的盈利預測，2008 年每股收益 0.493 元人民幣。但是，由於市場估值水準的變動，我們重新選擇了 EV/EBITDA 及 PB 兩種估值方法的 2008 年行業平均數，分別爲 9.79 和 1.63。考慮到公司的競爭優勢，我們給予 20%的溢價，最終目標價爲 6.93 港幣，此價格相當於 08 年 12.65 倍市盈率，較現價有 16.9%的上升空間，維持買入評級。

表 10：航空業 H 股預測資料

	股价	EV/EBITDA		PB		PE	
		08E	09E	08E	09E	08E	09E
南航（1055）	5.01	10.64	9.00	1.50	0.90	9.36	9.90
东航（670）	3.26	11.69	9.57	1.97	1.39	16.52	16.99
国泰（293）	16.78	7.38	7.00	1.25	1.18	11.02	11.97
国航（753）	5.93	9.45	7.75	1.78	1.55	10.82	9.37
行业平均		**9.79**	**8.33**	**1.63**	**1.25**	**11.93**	**12.06**

資料來源：彭博，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

主要財務報表

损益表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2005年 实际	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测
收入	35,300.8	41,606.1	47,717.5	54,879.9	61,047.9
毛利	3,090.0	1,980.5	3,881.3	5,841.2	8,394.6
其他业务收入	2,990.1	3,330.5	3,613.0	4,010.4	4,451.6
销售及管理费用	(2,406.3)	(2,793.3)	(3,660.1)	(4,091.9)	(4,489.1)
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运收入	3,673.8	2,517.7	3,834.1	5,759.7	8,357.1
财务开支	(524.5)	(698.6)	407.2	1,392.7	(174.1)
联营公司	224.9	2,110.1	1,364.7	1,637.7	1,965.2
税前盈利	3,374.3	3,929.2	5,606.1	8,790.0	10,148.2
所得税	(903.9)	(624.1)	(1,484.6)	(2,021.7)	(2,334.1)
少数股东应占利润	(64.1)	(617.3)	107.5	(676.8)	(781.4)
净利润	2,406.3	2,687.8	4,229.0	6,091.5	7,032.7
折旧及摊销	4,512.7	5,274.0	5,554.4	5,943.5	6,355.6
EBITDA	8,186.5	7,791.7	9,388.6	11,703.2	14,712.7
EBITDAR	9,928.4	10,206.6	11,939.2	14,500.4	17,780.9
增长					
总收入（%）	N/A	17.4%	14.2%	14.7%	11.2%
EBITDA（%）	N/A	-4.8%	20.5%	24.7%	25.7%

财务分析

	2005年 实际	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	8.8%	4.8%	8.1%	10.6%	13.8%
EBITDA 利率 (%)	23.2%	18.7%	19.7%	21.3%	24.1%
EBITDAR 利率 (%)	28.1%	24.5%	25.0%	26.4%	29.1%
净利率(%)	6.8%	6.5%	8.9%	11.1%	11.5%
营运表现					
SG&A/收入(%)	6.8%	6.7%	7.7%	7.5%	7.4%
实际税率（%）	26.8%	15.9%	26.5%	23.0%	23.0%
股息支付率（%）	N/A	9.3%	22.4%	19.8%	25.0%
库存周转	N/A	9.4	9.3	9.4	9.2
应付账款天数	51.4	47.4	48.7	39.0	37.1
应收账款天数	28.2	24.5	21.1	22.4	22.4
财务状况					
净负债/股本	1.04	0.68	0.76	0.75	0.71
收入/总资产	0.52	0.50	0.52	0.54	0.54
总资产/股本	3.39	2.82	2.90	2.73	2.64
收入对利息倍数	7.00	3.60	N/A	N/A	N/A

资产负债表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2005年 实际	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测
现金	2,248.4	3,588.4	3,906.5	4,134.7	4,655.1
应收账款	2,764.5	2,835.2	2,794.3	3,415.6	3,799.0
存货	851.3	1,015.3	1,142.1	1,273.0	1,324.4
其他流动资产	1,676.3	3,263.6	1,987.5	2,190.5	2,672.3
总流动资产	7,540.5	10,702.5	9,830.4	11,013.7	12,450.8
固定资产	47,190.7	54,767.7	61,691.7	68,724.5	74,016.3
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	13,470.7	18,493.5	19,534.2	21,357.7	25,639.9
总资产	68,201.9	83,963.6	91,056.3	101,096.0	112,107.0
短期负债	1,804.6	2,181.8	2,156.1	1,912.7	1,928.6
应付帐款	4,601.4	5,221.1	5,930.8	5,313.1	5,428.5
短期银行贷款	10,401.2	11,139.0	10,978.8	11,857.1	12,805.7
其他短期负债	6,739.0	7,411.5	7,822.2	8,551.6	8,903.0
总短期负债	23,546.1	25,953.4	26,888.0	27,634.6	29,065.8
长期银行贷款	12,822.9	12,702.0	16,615.3	19,876.1	22,100.9
其他负债	10,282.3	13,572.5	16,045.7	15,998.6	16,832.6
总负债	46,651.3	52,227.9	59,548.9	63,509.3	67,999.3
少数股东权益	1,458.4	2,011.4	150.2	576.1	1,587.3
股东权益	20,092.2	29,724.3	31,357.1	37,010.6	42,520.5
每股账面值	2.1	2.4	2.6	3.0	3.4
营运资金	(16,005.7)	(15,250.9)	(17,057.6)	(16,620.8)	(16,615.0)

现金流量表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2005年 实际	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测
EBITDA	8,186.5	7,791.7	9,388.6	11,703.2	14,712.7
融资成本	(1,499.9)	(1,867.0)	(2,319.3)	(2,524.1)	(3,220.0)
营运资金变化	(247.9)	850.1	773.3	(2,016.0)	(153.4)
所得税	(391.1)	(562.8)	(683.7)	(2,438.0)	(2,354.2)
营运现金流	6,047.5	6,212.1	7,158.8	4,725.1	8,985.1
资本开支	(13,111.5)	(6,436.8)	(8,050.8)	(10,124.0)	(12,071.0)
其他投资活动	611.1	(5,711.2)	(2,122.9)	1,361.4	1,709.7
投资活动现金流	(12,500.4)	(12,148.0)	(10,173.7)	(8,762.6)	(10,361.3)
负债变化	1,799.8	1,082.5	4,867.0	7,139.1	6,173.3
股本变化	1,172.1	8,570.3	0.0	400.0	0.0
股息	0.0	(224.8)	(602.8)	(838.0)	(1,522.9)
其他融资活动	(3,738.4)	(2,118.7)	(2,424.7)	(2,435.5)	(2,753.8)
融资活动现金流	(766.4)	7,309.3	1,839.5	4,265.6	1,896.7
现金变化	(7,219.3)	1,373.5	(1,175.4)	228.1	520.4
期初持有现金	9,413.2	2,248.4	3,588.4	2,373.2	2,601.4
汇兑变化	54.5	(33.5)	(39.8)	0.0	0.0
期末持有现金	2,248.4	3,588.4	2,373.2	2,601.4	3,121.8

資料來源：公司公告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放