南方航空（1055）

首次報告

買入

2008 年 5 月 20 日

擁有強大的國內航線網路，受益國內經濟增長

- **中國民航業上升態勢延續：**2008 年第一季度，中國民航完成總周轉量 90.69 億噸公里，同比增長 12.9%，客座率、載運率水準繼續增長，運營效率持續提升。我們認爲，供應增長小於需求增長、消費升級及人民幣升值等增長因素仍將支持航空業的上升態勢。
- **機隊規模中國第一，國內航線網路完善：**南方航空是中國三大航空公司之一，至 2007 年底公司擁有 332 架飛機，是中國機隊規模最大的航空公司。公司 80%以上航線爲國內航線，擁有最強大的國內航線網路，在廣州的市場佔有率爲 50%，深圳的市場佔有率也達到 1/3，華南市場優勢顯著。同時，公司積極開拓北京市場，目前在北京的市場佔有率爲 20%。
- **“雙樞紐”戰略及強大的國內航線網路促進盈利提升：**公司全力打造北京和廣州的“雙樞紐”戰略，加大中轉航班及聯程產品的開發；同時，公司強大的國內網路將使其最大程度分享國內經濟的增長，這均將促進公司客座率及客公里收益的繼續提升。此外，加入天合聯盟，利用聯盟強大的國際航線網路，將有助於彌補公司國際航線的不足，增強競爭力。而人民幣的快速升值更將爲公司錦上添花。
- **業績持續改善，經營利潤率繼續提升：**隨著公司整合新疆航空和北方航空的進程，及公司正式加入天合聯盟，公司成本費用水準持續改善，管理費用占經營收入的比重持續下降，經營利潤率持續提升，我們認爲這一趨勢將得以延續。
- **首次評級買入，目標價 6.27 港幣：**我們用 EV/EBITDA 及 PB 估值法，給予公司 6.27 港幣目標價，此價格相當於 08 年 7.83 倍 PE，較現價有 29.28%的上升空間，首次投資評級爲**買入**。

第一上海研究部

86755-33367019

主要資料

行業	交通運輸
股價	4.85 港元
目標價	6.27 港元（+29.28%）
股票代碼	1055
已發行 H 股本	11.74 億股
H 股市值	56.95 億港元
52 周高/低	4.17-14.76 港元
每股淨現值	2.99 港元
主要股東	南航（集團）(50.3%) 香港中央結算代理人(26.31%)

盈利摘要

截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币百万)	45,087	53,297	60,511	68,262	76,796
变动(%)	17.7%	18.2%	13.5%	12.8%	12.5%
净利润(人民币百万)	188	1,871	3,154	3,360	3,715
每股盈利(人民币元)	0.04	0.43	0.72	0.77	0.85
变动(%)	-110.2%	895.2%	68.6%	6.5%	10.6%
市盈率@4.85港元(倍)	101.6	10.2	6.1	5.7	5.1
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.07	0.12	0.21
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	1.65%	2.64%	4.86%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現

來源：彭博

目 錄

中國民航業上升態勢延續 3
第 1 季度行業延續上升態勢 3
行業增長因素 3
不利因素：成本增長壓力 4
對中國民航業的看法：景氣持續 5
公司介紹 6
中國三大航之一 6
國內航線網路密集 7
華南市場優勢顯著 7
搶佔北京市場 8
客貨運並舉 8
經營利潤率持續提升 9
盈利增長點 10
國內航線網路完善 10
雙樞紐戰略 10
客公里收益持續上漲 10
客座率提升空間較大 11
最大程度享受人民幣升值好處 12
加入天合聯盟，彌補國際航線網路不足 12
盈利預測及估值 13
經營收入預測 13
盈利預測 13
估值 14
投資建議 14
敏感性分析 15
風險因素 16
航油風險 16
其他風險 16

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

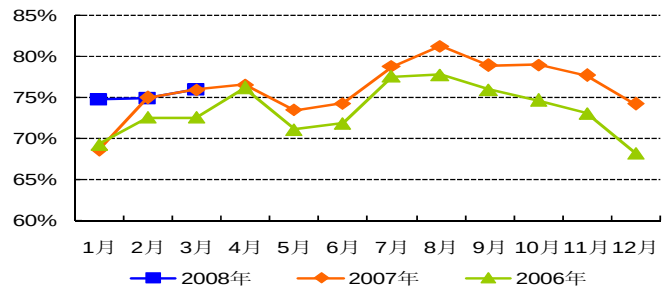
中國民航業上升態勢延續

第 1 季度行業延續上升態勢

運營效率繼續提升

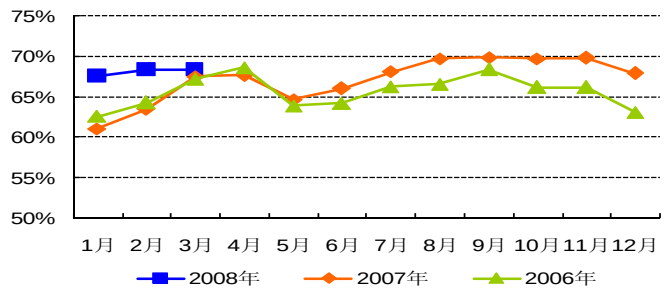
2008 年第一季度，中國民航完成總周轉量 90.69 億噸公里，同比增長 12.9%。其中，旅客周轉量 701.45 億客公里，同比增長 12.5%，貨郵周轉量 28.3 億客公里，同比增長 13.9%。與 2007 年相比，2008 年第 1 季度中國民航運輸量的增長小幅減緩。但我們觀察客座率和載運率走勢發現，2008 年第 1 季度各月的資料均高於 2007 年同期，民航業仍保持較高的運營效率。因此，1 季度運輸量增長的放緩主要源於運力增長的限制，整個行業上升態勢不變。

圖 1：行業客座率



資料來源：中國民航總局

圖 2：行業載運率



資料來源：中國民航總局

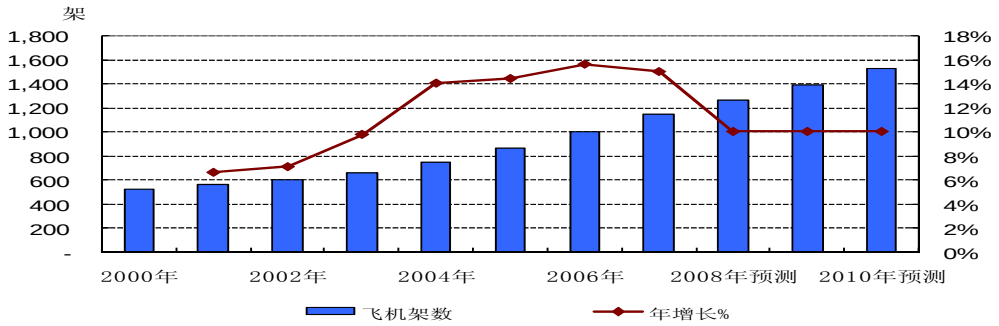
行業增長因素

供應增速小於需求增速

根據民航總局“十一五”規劃，每年引進飛機 100 架—150 架，考慮每年一定數量的退役飛機後，我們預計 2008-2010 年複合年均增長率爲 9.5%—10.4%。

同時，中國經濟正處於高速發展期，我們認爲中國 GDP 有望持續快速增長，2008 年 3 月，中央政府工作會議將 2008 年 GDP 增長目標降低至 8%。根據我們對民航需求與 GDP 增長相關性 1.5 的判斷，2008 年中國民航客運需求增長將爲 12%。如果 2008-2010 年可以保持 8%的增長，對航空需求的拉動將保持 12%的增長速度，航空業將持續呈現需求增長大於供應增速的現象。

圖 3：中國民用航空飛機總數及增長率



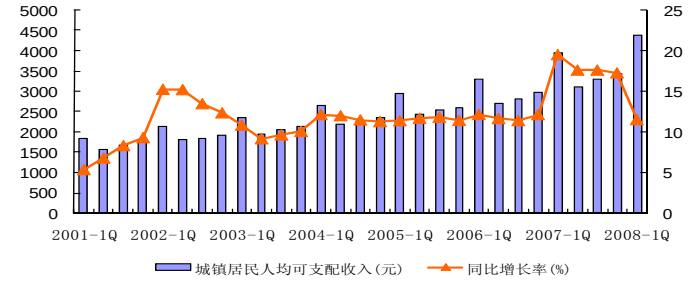
資料來源：中國民航總局，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

消費升級持續

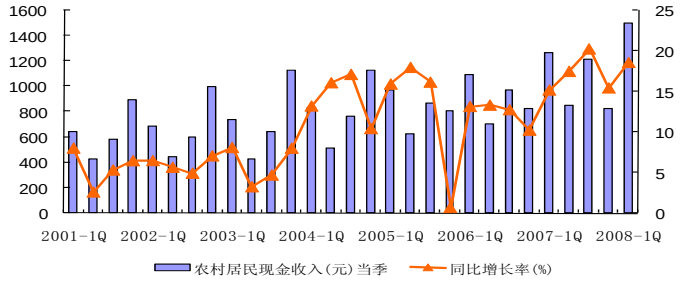
2007 年，中國城鎮居民人均可支配收入 13,786 元，農村居民現金收入 4,140 元，名義增長分別爲 17.2%和 15.4%。2008 年第一季度，人民收入水準呈現持續增長態勢，城鎮居民人均可支配收入繼續增長 11.46%，達到 4,386 元人民幣，農村居民的現金收入增長 18.57%至 1,494 元。人民收入水準的不斷提升將促使消費不斷升級，帶動航空業的發展。

圖 4：城鎮居民人均可支配收入及增長率



資料來源：中國統計局

圖 5：農村居民現金收入及增長率



資料來源：中國統計局

人民幣升值加速

2007 年，人民幣升值 6.45%，爲中國民航業帶來巨大匯兌收益，航空業整體財務費用大幅下降。中國三大航，中國國航、南方航空及東方航空的年報顯示，其財務費用均爲正收益，分別下降 172%、114%和 106%。

2008 年第 1 季度，人民幣繼續升值 4.06%，增速明顯加快。我們預計 2008 全年人民幣升值 10%以上，航空業繼續受惠。

不利因素：成本增長壓力

油價不斷攀升

燃油成本是航空公司最大的成本，2007 年以來油價持續攀升，燃油成本占航空公司主營成本的比重越來越大，普遍已達到 38%的水準。2008 年，國際原油價格在突破 100 高位後持續走高，目前已升至 123 美元/桶，這對航空業的盈利水準造成了極大影響。

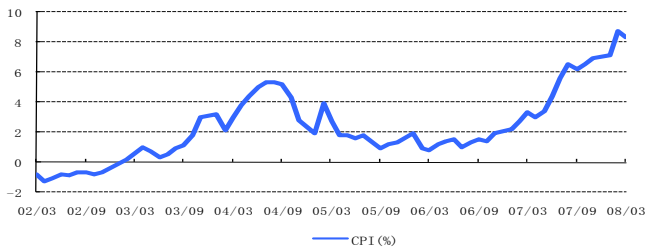
CPI 高漲，成本增長壓力

2007 年開始，中國 CPI 一路走高。商品價格不斷上漲，對航空公司的經營成本造成了上漲壓力，如航空餐飲費用、員工薪酬等與 CPI 關係較密切的成本將出現上漲態勢。但同時，CPI 的走高也反映出航空票價水準的上漲趨勢。

圖 6：WTI 價格走勢

資料來源：彭博

圖 7：CPI 走勢



資料來源：中國統計局

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

對中國民航業的看法：景氣持續

成本壓力可轉移

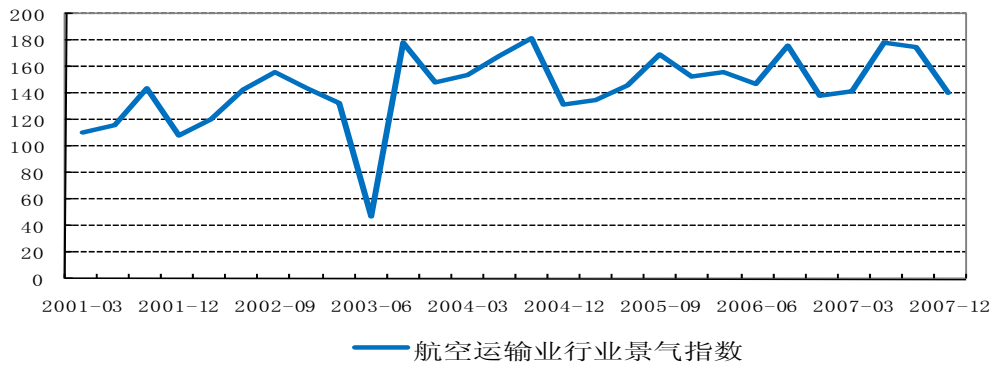
我們認爲，因居民消費升級、航空供需不平衡等因素所引起的客座率、載運率及收益水準的不斷上升，航空公司定價能力提高，可以轉嫁成本上漲的壓力。

不同於國際航空業，中國航空業持續景氣

從發展週期看，中國民航業正處於高速發展期，而國際上的航空公司大多數已經過幾十年的發展步入成熟期。此外，由於國際經濟形勢的變化，普遍擔憂航空業受全球經濟影響。但中國航空業主要受益于國內增長因素，與國際上的航空公司不同。

因此，我們認爲中國航空業將持續景氣，上升態勢延續。

圖 8：行業景氣指數



資料來源：中國民航總局

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

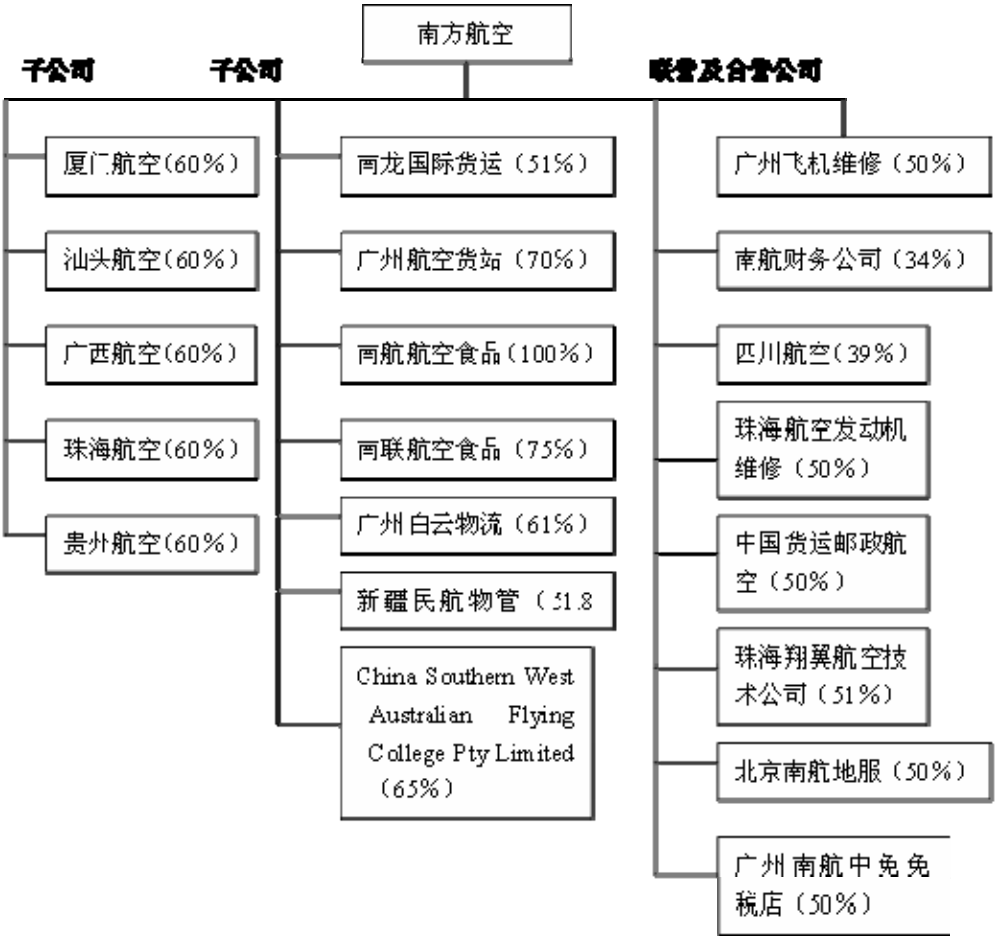
公司介紹

中國三大航之一

三大航之一

南方航空總部位於廣州，擁有國內 17 個營業部及國外 49 個辦事處，同時擁有 13 家分公司及主要 5 家附屬公司，是中國最大的三家航空公司之一。公司於 1997 在香港和紐約同步上市，並在 2003 年完成中國國內 A 股市場回歸，目前公司總股本共計 43.74 億。

圖 9：公司組織結構圖



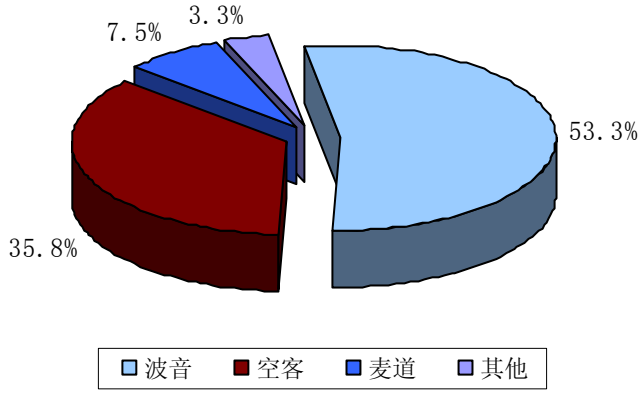
資料來源：公司資料，第一上海

機隊規模中國第一

截至 2007 年底，南方航空擁有 332 架飛機，是中國擁有最大機隊規模的航空公司。其中自有飛機 133 架、融資租賃 69 架、經營租賃 130 架。從機型看，主要包括波音 737 系列、747、757、777 及空客 320 系列飛機，並擁有少量麥道飛機，平均機齡 6.37 年。

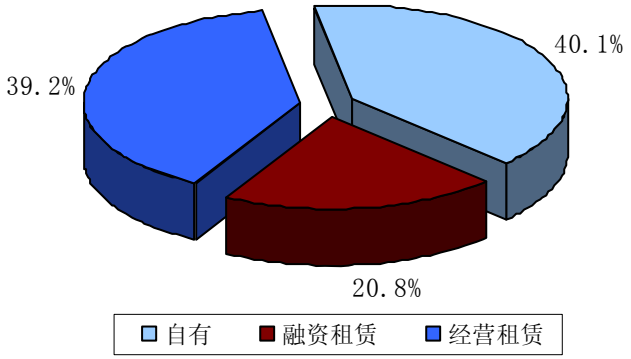
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖 10：機隊構成圖（機型）



資料來源：公司資料，第一上海

圖 11：機隊構成圖（引進方式）



資料來源：公司資料，第一上海

國內航線網路密集

航線網路密集

南方航空以廣州和北京爲中心樞紐，航線網路覆蓋中國境內，輻射亞洲，連接歐美澳非。在 2007 年加入天合聯盟後，公司的航線網路通達全球 841 個目的地，連接 162 個國家和地區，達到全球各主要城市。

圖 12：國內航線網路圖

資料來源：公司網站

圖 13：國際航線網路圖

資料來源：公司網站

華南市場優勢顯著

廣州市場佔有率 50%

廣州是華南最大的城市，位於經濟高速發展的珠江三角洲地區，是華南的運輸樞紐中心。廣州白雲機場是中國三大國際樞紐機場之一，2007 年完成旅客吞吐量 3095.9 萬人次，貨郵吞吐量 69.5 萬噸，上升爲國內第二大機場。南方航空的總部位於廣州，公司在廣州的市場佔有率達到 50%，這也是國內三大航中唯一一家在

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

總部市場佔有率超過一半的航空公司。

深圳市場佔有率 1/3

深圳是中國最發達的經濟特區，深圳機場致力發展成爲區域性的客運樞紐機場和南中國超級貨運門戶機場，在 2007 年完成旅客吞吐量 2061.9 萬人次，同比增長 12.3%，貨郵吞吐量 61.6 萬人次，同比增長 10.2%，成爲中國內地第四大機場。公司在深圳的市場競爭對手主要是深圳航空，目前兩公司在深圳的市場佔有率持平，各爲 1/3 左右。

搶佔北京市場

北京市場佔有率 20%

北京首都國際機場是世界旅客年吞吐量排名前 10 位的機場，也是中國第一大機場。2007 年首都國際機場旅客吞吐量、貨郵吞吐量和航班起降分別達到 5347 萬人次、120 萬噸和 39.97 萬架次。隨著 2008 年 2 月 28 日 T3 航站樓投入試運營，首都機場成爲亞洲首個三座航站樓、雙塔臺、三跑道同時運營的現代化大型機場，預計 2008 年全年旅客吞吐量將達到 6400 萬人次。在北京奧運會期間，預計首都機場高峰客流量將達到 556 萬人次，是現在月客流量的 10 倍。

公司已於 2005 年在北京成立分公司，目前在北京市場的佔有率爲 20%，未來北京客流量的增長將成爲公司的增長動力。

客貨運並舉

客運收入 90%以上

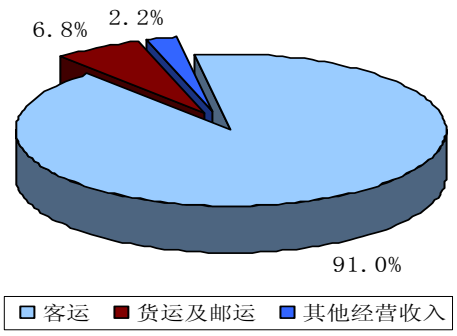
公司以航空客運爲主，客運收入占總收入 90%以上。2007 年公司客運收入同比增長 19.38%，主要受益於客座率及客公里收益的提升，其中國內航線客座率提升明顯，國內經營收入也占到 80%以上。

全面發展貨運

公司在國內航空貨運市場佔有率約爲 23%，2007 年貨運收入同比增長 4.49%，占總營業收入 6.78%，其中主要是國內業務收入。

在貨運方面，公司計畫重點開拓國際貨運航線，全面啓動以歐美航線爲重心的航空貨運。2008 年，公司將引進戰略合作者共同成立合資貨運公司。目前，公司正與法航進行談判，並有信心在年底前成立合資貨運公司。引進戰略投資者後，公司國際貨運運輸網路將得到加強，有助於解決返程航班空載率高的問題，提升全球市場競爭力。

圖 14：2007 年公司收入構成



資料來源：公司資料，第一上海

表 1：2007 年公司收入構成

单位：百万元人民币

	2006年	2007年	*变动*
航空运输收入	45,087	53,297	*18.21%*
客运	41,549	49,600	*19.38%*
货运及邮运	3,538	3,697	*4.49%*
其他经营收入	1,132	1,205	*6.45%*

資料來源：公司資料，第一上海

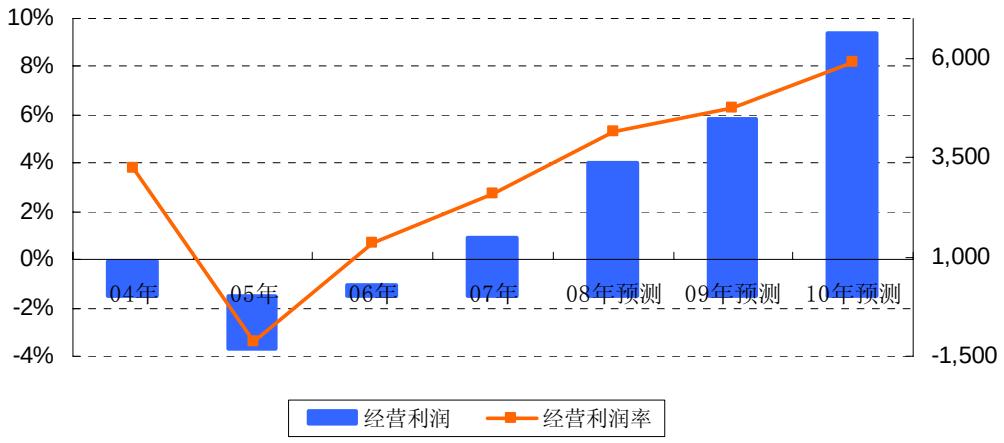
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

經營利潤率持續提升

經營利潤率持續提升

隨著公司整合新疆航空和北方航空的進程，及公司正式加入聯盟，公司成本費用水準持續改善，管理費用占經營收入的比重持續下降，經營利潤率持續提升，我們認爲這一趨勢將得以延續。

圖 15：公司經營利潤預測



資料來源：公司資料，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

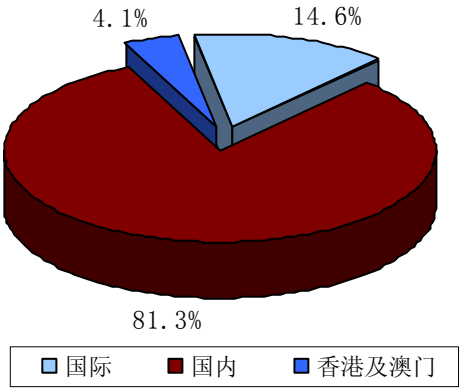
盈利增長點

國內航線網路完善

國內航線網路發達，最大程度享受中國經濟的增長

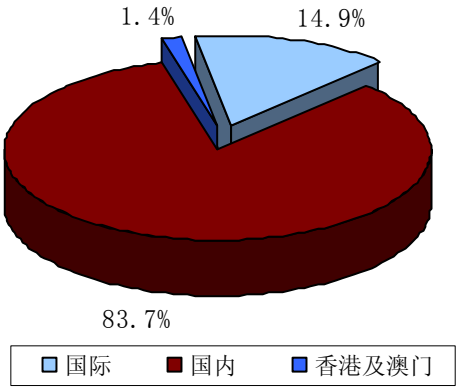
公司以國內航線爲主，是中國國內航線網路最發達的航空公司。至 2007 年底，公司擁有國內外共計 616 條航線，其中國內航線占 81%。以旅客周轉量計算，公司 2007 年在中國國內的市場佔有率達到 29.4%，市場份額排名第一。因此，我們認爲公司能最大程度享受到中國經濟增長帶來的航空需求增長，其完善的國內航線網路有利於客座率水準的明顯提升。

圖 16：公司航線構成圖（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

圖 17：公司旅客周轉量構成圖（2007 年）



資料來源：公司資料，第一上海

雙樞紐戰略

廣州、北京雙樞紐戰略，完善航線網路

公司於 2005 年底正式在北京成立分公司後，便全力打造廣州、北京雙樞紐的戰略。以廣州和北京爲主要基地新增多條國內和國際航線，加大聯程中轉產品的開發力度，充分利用北京優越的中轉條件，整合其航線資源，鞏固公司的市場地位。目前，公司在北京的市場佔有率爲 20%。

2008 年，公司計畫利用廣州、北京雙樞紐的國內航線網路優勢，通過聯程航班的產品創新，帶動國際航線的增長。同時，通過機型的調整，加大北京市場的運力投放，進一步搶佔北京市場份額，計畫未來將比例提升至 25%。

客公里收益持續上漲

消費升級現象持續

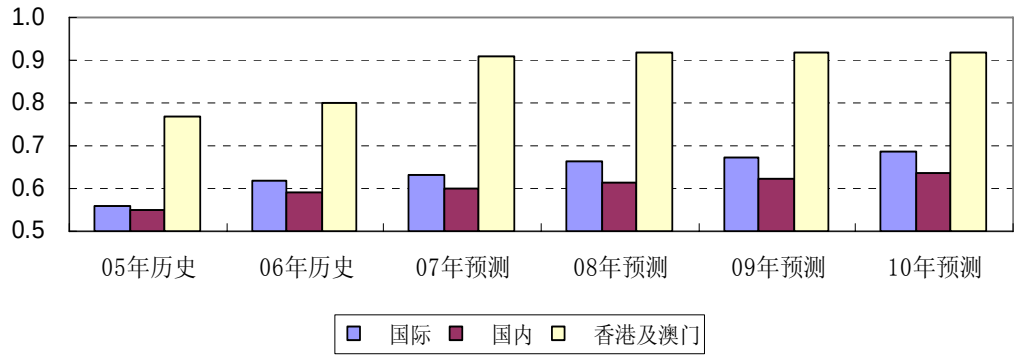
在快速增長的客運需求帶動下，公司客公里收益不斷提升。我們認爲居民消費升級現象仍將持續，未來幾年票價水準將得以持續提升，國內客公里收益上漲。

北京市場收益水準較高

此外，公司 2007 年於北京的客公里收益較 2006 年增長 10%，大大高於整體客公里收益 1.67%的增長幅度，北京市場收益水準較高。2008 年公司將加大北京市場運力投入，這有助於公司更多分享北京的高收益，客公里收益水準進一步提升。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖 18：公司客公里收益水準預測



資料來源：公司資料，第一上海預測

客座率提升空間較大

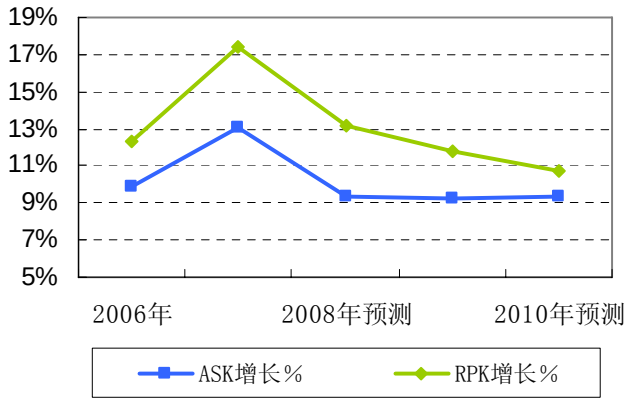
經營效率爲正

公司近年來加快飛機引進速度，妥善安排運力投入，2004 年至 2007 年，公司可用座公里（ASK）複合年均增長率 26.8%，同期收入客公里（RPK）複合年均增長率爲 30%，客座率持續提升，經營效率爲正。

經營效率將繼續提升

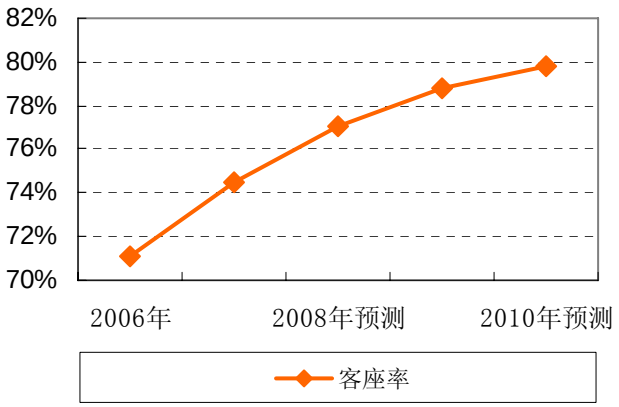
在國內消費升級帶動下，我們認爲公司經營效率將得到持續提升。公司計畫到 2010 年運營飛機數量達到 400 架，複合年均增長率爲 6.4%，考慮到機型原因後，我們預計實際有效運力增長爲 9%左右。

圖 19：公司運力投入產出效率圖



資料來源：公司資料，第一上海預測

圖 20：公司客座率預測



資料來源：公司資料，第一上海預測

客座率提升空間較大

公司 2007 年客座率爲 74.48%，與中國國航 78.47%客座率水準相比還存有較大改善空間。我們認爲，各個航空公司在國內相同航線上差異化較小，因此，在行業整體向上時，公司提升空間更大，改善將更爲明顯。

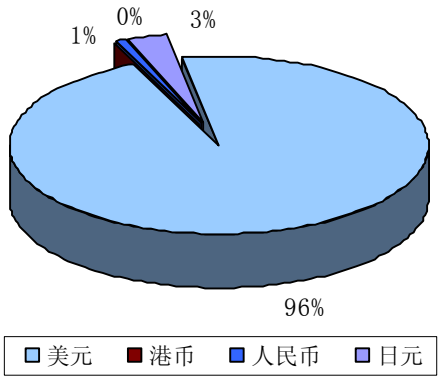
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

最大程度享受人民幣升值好處

美元負債比重大

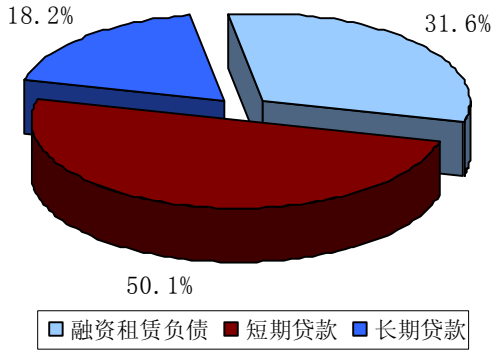
公司美元債務比重高達 96%，人民幣快速升值將爲公司貢獻大量匯兌收益。我們以 2007 年底公司負債計算，人民幣每升值 1%爲公司 EPS 貢獻 0.103 元人民幣。根據我們對人民幣升值 10%的預測，公司 2008 年匯兌收益將高達 44.9 億元人民幣，影響 EPS 達 1.027 元人民幣。

圖 21：公司債務構成圖（幣種）



資料來源：公司資料，第一上海

圖 22：公司債務構成圖



資料來源：公司資料，第一上海

表 2：人民幣升值敏感性分析

	08年预测	09年预测	10年预测
+ 1%			
EPS变化	0.103	0.107	0.109
变动	*14.35%*	*13.89%*	*12.87%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

加入天合聯盟，彌補國際航線網路不足

天合聯盟提升競爭力

2007 年 11 月 15 日，公司正式加入天合聯盟。天合聯盟是全球三大航空聯盟之一，在公司加入後，聯盟成員達到 11 家，合作成員 3 家，成爲全球客運量最大的航空聯盟。天合聯盟每天航班量將達 16,400 個，航線網路通達全球 841 個目的地，連接 162 個國家和地區，每年爲全球 4.28 億旅客提供運輸服務，到達全球八成以上的城市。

公司加入天合聯盟後，其國際航線網路的不足將得到改善，同時，通過共用聯盟網路資源，公司龐大的國內航線網路將形成對接，增強競爭力。此外，在採購油料、飛機部件、購買飛機等方面往往也能獲得較低價格，降低營運成本。2007 年，公司獲得聯盟收入 10 億元，公司預計 2008 年聯盟收入將提高到 25 億元人民幣。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

盈利預測及估值

經營收入預測

預測營業收入複合年均增長率 13.1%

根據我們對公司客座率及客公里收益的預測假設，公司 2007-2010 年營業收入複合年均增長 13.1%。

表 3：公司 2008-2010 年客座率及客公里收益假設

	08年预测	09年预测	10年预测
客座率	**77.07%**	**78.83%**	**79.80%**
国际	67.20%	68.20%	69.20%
国内	79.40%	81.40%	82.40%
香港及澳门	63.70%	61.70%	61.70%
客公里收益	**0.6258**	**0.6377**	**0.6501**
国际	0.6489	0.6619	0.6751
国内	0.6180	0.6304	0.6430
香港及澳门	0.9191	0.9375	0.9562

資料來源：公司資料，第一上海預測

盈利預測

噸公里成本假設

我們認爲公司管理成本呈下降趨勢，對燃油成本假設如下：

2008 年：國內燃油第四季度提價 1000 元人民幣/噸；國際燃油平均 125 美元/噸；

2009 年-2010 年燃油價格小幅下降。

表 4：公司 2008-2010 年噸公里成本假設

	08年预测	09年预测	10年预测
吨公里经营费用（人民币元）	**3.88**	**3.98**	**4.06**
航班营运开支	2.1684	2.2344	2.2676
维修开支	0.3392	0.3523	0.3660
飞机及运输服务开支	0.5914	0.6018	0.6178
宣传及销售开支	0.2658	0.2855	0.3095
行政及管理开支	0.1326	0.1262	0.1226
折旧及摊销	0.3752	0.3735	0.3710
其他	0.0080	0.0080	0.0080

資料來源：公司資料，第一上海預測

預測公司盈利複合年均增長 25.6%

人民幣升值假設：2008 年 10%；2009 年 8%；2010 年 6%。

根據假設條件，2007-2010 年公司盈利複合年均增長率爲 25.6%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

表 5：公司主要財務資料

	05年历史	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业收入（千元人民币）	38,293	46,219	54,502	62,061	70,125	78,794
经营费用（千元人民币）	(39,598)	(45,907)	(53,013)	(60,256)	(67,139)	(74,431)
经营盈利（千元人民币）	(1,305)	312	1,489	1,805	2,985	4,363
净利润（千元人民币）	(1,848)	188	1,871	3,154	3,360	3,709
经营利润率	-3.41%	0.68%	2.73%	2.91%	4.26%	5.54%
净利润率	-4.83%	0.41%	3.43%	5.08%	4.79%	4.71%
资产负债率	83.28%	83.96%	82.04%	79.02%	76.49%	74.11%
利息保障倍数	1.94	2.55	3.07	3.18	3.80	4.53
每股净资产（人民币）	2.29	2.33	2.80	3.45	4.10	4.74
净资产收益率	-18.48%	1.85%	15.28%	20.91%	18.73%	17.90%

資料來源：公司資料，第一上海預測

估值

EV/EBITDA 估值

我們以 2008 年 H 股航空業平均 EV/EBITDA 預測數 11.4 倍計算，考慮了公司龐大的國內航線網路優勢，我們給予公司 10%的溢價，則目標價爲 5.44 港幣。

PB 估值

我們以 2008 年 H 股航空業平均 PB 預測數 1.69 倍計算，則目標價爲 7.11 港幣。

表 6：航空業 H 股預測資料

公司	代码	EV/EBITDA			PB			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
南方航空	1055.hk	11.25	9.42	7.98	1.27	1.07	0.93	6.09	5.72	5.17
东方航空	670.hk	12.42	10.16	8.82	2.11	1.82	1.96	12.42	10.16	22.57
中国国航	753.hk	10.52	9.09	7.09	1.68	1.46	1.24	10.27	8.73	6.53
平均		11.40	9.56	7.96	1.69	1.45	1.38	9.59	8.20	11.43

資料來源：彭博，第一上海預測

投資建議

目標價 6.27 港幣，評級買入

我們綜合 EV/EBITDA 及 PB 兩種估值方法，選取估值平均數，則目標價爲 6.27 港幣，此價格相當於 08 年 7.83 倍市盈率，較現價有 28.58%的上升空間，我們首次評級爲買入。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

敏感性分析

客座率變動敏感性

假設 2008 年客座率上升或下降 1%，則 EPS 變化爲：

表 7：客座率變動敏感性

	08年预测	09年预测	10年预测
+1%	0.821	0.881	0.977
变动	*13.86%*	*14.68%*	*15.21%*
-1%	0.622	0.655	0.719
变动	*-13.74%*	*-14.73%*	*-15.21%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

客公里收益變動敏感性

假設 2008 年客公里收益上升或下降 1%，則 EPS 變化爲：

表 8：客公里收益變動敏感性

	08年预测	09年预测	10年预测
+1%	0.814	0.875	0.97
变动	*12.89%*	*13.90%*	*14.39%*
-1%	0.629	0.662	0.726
变动	*-12.77%*	*-13.82%*	*-14.39%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

噸公里成本變動敏感性

假設 2008 年噸公里成本上升或下降 1%，則 EPS 變化爲：

表 9：噸公里成本變動敏感性

	08年预测	09年预测	10年预测
+1%	0.627	0.662	0.728
变动	*-13.05%*	*-13.82%*	*-14.15%*
-1%	0.815	0.875	0.968
变动	*13.02%*	*13.90%*	*14.15%*

資料來源：公司資料，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

風險因素

航油風險

航油價格敏感性

由於公司 80%以上是國內航線，公司的航油採購大部分在國內。根據我們計算，目前公司國內採購 90%以上。2008 年，國際原油價格不斷攀升，但是考慮到中國控制 CPI 漲幅目標，我們對國內油價的上調預期推遲到第四季度。

不考慮保值等其他因素，我們對公司航油價格的敏感性做了分析如下：

表 10：航油價格上漲敏感性分析

	08年预测	09年预测	10年预测
+ 100元人民币/吨			
EPS变化	-0.027	-0.029	-0.032
变动	*-3.74%*	*-3.81%*	*-3.75%*
- 100元人民币/吨			
EPS变化	0.027	0.029	0.032
变动	*3.74%*	*3.81%*	*3.75%*

資料來源：公司資料，第一上海預測

其他風險

經營風險

公司運力變化超出我們預期，或其他經營情況超出預期，從而影響我們的預測。

航空安全風險

高風險是航空業的特性，一旦發生飛行事故，對航空公司會造成嚴重打擊，極大影響公司正常經營。

匯率風險

由於公司擁有其他貨幣資產，因此必然存在匯率變動造成資產貶值的風險及其他結算風險。

政策等其他風險

公司擔負一定的社會責任，可能在發生突發事件時影響公司正常經營，此外還存在政策等其他不可抗力風險。

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

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
航空运输收入	45,087	53,297	60,511	68,262	76,796
其他经营收入	1,132	1,205	1,550	1,863	1,998
航班营运开支	(25,022)	(29,082)	(33,669)	(37,677)	(41,547)
折旧及摊销	(4,971)	(5,554)	(5,826)	(6,298)	(6,797)
行政及管理开支	(1,941)	(1,983)	(2,058)	(2,128)	(2,245)
其他开支	(13,973)	(16,394)	(18,702)	(21,036)	(23,841)
经营利润	312	1,489	1,805	2,985	4,363
财务开支	(2,070)	(2,291)	(2,396)	(2,441)	(2,464)
联营公司及其他	2,115	3,725	5,212	4,379	3,543
税前盈利	357	2,923	4,621	4,923	5,443
所得税	(153)	(858)	(1,155)	(1,231)	(1,361)
少数股东应占利润	16	194	312	332	367
净利润	188	1,871	3,154	3,360	3,715
EBITDA	5,283.0	7,043.0	7,631.8	9,283.9	11,160.3
EBITDAR	8,559.0	11,098.0	12,417.9	14,693.3	17,287.2
增长					
总收入 (%)	20.7%	17.9%	13.9%	13.0%	12.4%
EBITDA (%)	68.5%	33.3%	8.4%	21.6%	20.2%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	0.7%	2.7%	2.9%	4.3%	5.5%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	12.9%	12.3%	13.2%	14.2%
EBITDAR 利率 (%)	18.5%	20.4%	20.0%	21.0%	21.9%
净利率 (%)	0.4%	3.4%	5.1%	4.8%	4.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4.2%	3.6%	3.3%	3.0%	2.8%
实际税率 (%)	-42.9%	-29.4%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	10.0%	15.0%	25.0%
库存周转	11.4	9.2	11.7	11.6	11.6
应付账款天数	15.0	12.5	14.0	12.5	13.8
应收账款天数	11.8	13.0	8.6	12.4	9.0
财务状况					
净负债/股本	3.10	2.47	2.17	1.80	1.52
收入/总资产	0.61	0.67	0.71	0.75	0.78
总资产/股本	7.42	6.69	5.76	5.24	4.86
收入对利息倍数	22.33	23.79	25.90	28.73	31.98

资产负债表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	2,264	3,824	2,095	3,444	4,181
应收账款	1,512	1,966	1,482	2,414	1,963
存货	1,315	1,213	2,469	1,634	2,915
其他流动资产	1,592	1,787	1,882	2,088	2,207
总流动资产	6,683	8,790	7,928	9,579	11,267
固定资产	56,347	58,441	60,794	63,081	65,222
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,554	14,702	18,232	21,406	24,298
总资产	75,584	81,933	86,954	94,067	100,786
短期负债	1,436	1,885	1,898	2,317	2,355
应付帐款	1,909	1,844	2,340	2,322	2,847
短期银行贷款	23,822	24,948	24,948	24,948	24,948
其他短期负债	11,696	13,924	13,469	14,394	15,413
总短期负债	38,863	42,601	42,656	43,981	45,563
长期银行贷款	10,018	9,074	9,926	10,779	10,779
其他负债	14,582	15,546	16,126	16,954	17,741
总负债	63,463	67,221	68,708	71,714	74,083
少数股东权益	1,933	2,466	3,161	4,412	5,977
股东权益	10,188	12,246	15,085	17,941	20,727
每股账面值	2.3	2.8	3.4	4.1	4.7
营运资金	(32,180)	(33,811)	(34,728)	(34,402)	(34,296)

现金流量表

百万人民币　财务年度截止12月31日

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	5,283	7,043	7,632	9,284	11,160
营运资金变化	(703)	2,252	(833)	1,080	674
所得税	(46)	(88)	(1,078)	(1,193)	(1,296)
融资成本及其他	3,044	4,705	5,637	7,201	9,089
营运现金流	2,295	6,869	3,727	7,088	8,467
资本开支	(2,644)	(5,502)	(8,523)	(8,523)	(8,523)
其他投资活动	(2,838)	658	158	99	22
投资活动现金流	(5,482)	(4,844)	(8,364)	(8,424)	(8,501)
负债变化	5,870	2,324	5,785	5,246	3,144
股本变化	2	4	6	8	10
股息	0	0	0	315	504
其他融资活动	(3,322)	(2,793)	(2,883)	(2,885)	(2,887)
融资活动现金流	2,550	(465)	2,908	2,685	771
现金变化	(637)	1,560	(1,729)	1,349	737
期初持有现金	2,901	2,264	3,824	2,095	3,444
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,264	3,824	2,095	3,444	4,181

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。