

**持有**

2008年6月23日

**國內航油價格上調超預期，公司對國內油價變動敏感性較大，盈利能力下降**

► **國內航空煤油價格上調**：發改委通知，自6月20日起，國內航空煤油價格每噸上調1500元人民幣，上調幅度近25%，超出我們預期。

► **公司盈利能力受影響較大**：由於公司的燃油消耗90%以上是國內價格，因此，2008年以來，雖然國際油價一路上漲，而由於國內航煤價格的管制，公司盈利受燃油價格上漲影響較小，但是，國內油價一旦調整將較大影響公司的盈利。而此次油價上調的時間及上漲幅度均超出我們預期，因此，我們相應大幅下調了公司的盈利預測。

► **下調盈利預測**：根據我們預測，公司2008年燃油成本噸公里費用上調9.8個百分點，至1.48人民幣，噸公里費用也相應上調至3.99元人民幣。我們下調2008年公司每股收益至0.409元人民幣，由於油價的上調對2008年影響為下半年，而影響2009年全年，因此2009年盈利受損較大，每股收益下調至0.347元人民幣。

► **評級持有，目標價3.97港幣**：基於以上觀點，我們更新公司目標價為3.97港幣，此價格相當於2008年8.7倍PE，較現價有13.64%的上升空間，投資評級為**持有**。

第一上海研究部

86755-33367019

**主要資料**

行業	交通運輸
股價	3.49 港元
目標價	3.97 港元 (+13.64%)
股票代碼	1055
已發行H股本	11.74 億股
H股市值	40.98 億港元
52周高/低	3.4-14.76 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	60,904	69,867	77,895
变动(%)	17.7%	18.2%	14.3%	14.7%	11.5%
净利润(人民币百万)	188	1,871	1,791	1,519	1,596
每股盈利(人民币元)	0.04	0.43	0.41	0.35	0.36
变动(%)	-110.2%	895.2%	-4.3%	-15.2%	5.0%
市盈率@3.49港元(倍)	73.1	7.3	7.7	9.0	8.6
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.04	0.05	0.09
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	1.30%	1.66%	2.90%

**股價表現**


來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

## 國內燃油價格上調

### 油價上調超預期

發改委通知，自6月20日起，國內航空煤油價格每噸上調1500元人民幣，上調幅度近25%，超出我們預期。

## 國內油價敏感性較大，盈利能力下降

### 公司盈利受影響較大

由於公司的燃油消耗90%以上是國內價格，因此，2008年以來，雖然國際油價一路上漲，而由於國內航煤價格的管制，公司盈利受燃油價格上漲影響較小，但是，國內油價一旦調整將較大影響公司的盈利。而此次油價上調的時間及上漲幅度均超出我們預期，因此，我們相應大幅下調了公司的盈利預測。

## 下調盈利預測

### 噸公里成本上調

根據我們預測，公司2008年燃油成本噸公里費用上調9.8個百分點，至1.48元人民幣，噸公里費用也相應上調至3.99元人民幣。

表1：公司噸公里成本假設

	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
吨公里经营费用（人民币元）	3.73	3.99	4.16	4.22
航班营运开支	2.0469	2.2901	2.4294	2.4549
油料成本	1.2891	1.4813	1.5949	1.5928
维修开支	0.3268	0.3385	0.3494	0.3603
飞机及运输服务开支	0.5743	0.5839	0.5939	0.6044
宣传及销售开支	0.2448	0.2646	0.2801	0.2950
行政及管理开支	0.1242	0.1326	0.1262	0.1226
折旧及摊销	0.3909	0.3752	0.3735	0.3710
其他	0.0080	0.0080	0.0080	0.0080

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 盈利下調

我們下調2008年公司每股收益至0.409元人民幣，由於油價的上調對2008年影響為下半年，而影響2009年全年，因此2009年盈利受損較大，每股收益下調至0.347元人民幣。

表 2：公司財務資料

	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）	46,219	54,502	62,251	71,393	79,522
经营费用（千元人民币）	(45,907)	(53,013)	(61,997)	(70,155)	(77,246)
经营盈利（千元人民币）	312	1,489	253	1,238	2,276
净利润（千元人民币）	188	1,871	1,791	1,519	1,596
经营利润率	0.68%	2.73%	0.41%	1.73%	2.86%
净利润率	0.41%	3.43%	2.88%	2.13%	2.01%
资产负债率	83.96%	82.04%	80.09%	78.32%	76.95%
利息保障倍数	2.55	3.07	2.53	3.05	3.57
每股净资产（人民币）	2.33	2.80	3.17	3.46	3.74
净资产收益率	1.85%	15.28%	12.92%	10.03%	9.76%

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 投資建議

目標價 3.97 港幣，評級  
持有

我們綜合 EV/EBITDA 及 PB 兩種估值方法，選取估值平均數，則目標價為 3.97 港幣，此價格相當於 08 年 8.7 倍市盈率，較現價有 13.64% 的上升空間，我們評級為持有。

表 3：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	11.09	9.35	8.61	0.99	0.91	0.84	7.67	9.04	8.61
东方航空	670.hk	10.93	8.99	8.25	1.55	1.48	1.85	12.11	16.37	15.10
中国国航	753.hk	11.27	9.42	7.61	1.42	1.31	1.16	12.26	12.19	8.63
平均		11.09	9.25	8.16	1.32	1.23	1.29	10.68	12.54	10.78

資料來源：彭博，第一上海預測

## 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	60,904	69,867	77,895
其他经营收入	1,132	1,205	1,347	1,526	1,627
航班营运开支	(25,022)	(29,082)	(35,558)	(40,964)	(44,978)
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)	(18,554)	(20,765)	(23,226)
<b>经营利润</b>	312	1,489	253	1,238	2,276
财务开支	(2,070)	(2,291)	(2,408)	(2,475)	(2,542)
联营公司及其他	2,115	3,725	4,778	3,463	2,604
<b>税前盈利</b>	357	2,923	2,624	2,226	2,338
所得税	(153)	(858)	(656)	(556)	(584)
少数股东应占利润	16	194	177	150	158
<b>净利润</b>	188	1,871	1,791	1,519	1,596
<b>EBITDA</b>	5,283.0	7,043.0	6,079.9	7,536.4	9,073.0
<b>EBITDAR</b>	8,559.0	11,098.0	10,866.0	12,945.8	15,200.0
<b>增长</b>					
总收入 (%)	20.7%	17.9%	14.2%	14.7%	11.4%
EBITDA (%)	68.5%	33.3%	-13.7%	24.0%	20.4%

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	1,333	1,811	2,227
应收账款	1,512	1,966	1,492	2,474	1,944
存货	1,315	1,213	2,576	1,712	3,009
其他流动资产	1,592	1,787	1,889	2,127	2,195
<b>总流动资产</b>	6,683	8,790	7,290	8,123	9,375
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
<b>总资产</b>	75,584	81,933	86,316	92,611	98,894
短期负债	1,436	1,885	2,007	2,397	2,452
应付帐款	1,909	1,844	2,461	2,411	2,954
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	13,241	14,196	15,105
<b>总短期负债</b>	38,863	42,601	42,657	43,952	45,459
长期银行贷款	10,018	9,074	10,352	11,631	12,909
其他负债	14,582	15,546	16,124	16,948	17,727
<b>总负债</b>	63,463	67,221	69,134	72,530	76,094
少数股东权益	1,933	2,466	3,324	4,931	6,454
<b>股东权益</b>	10,188	12,246	13,858	15,149	16,346
每股账面值	2.3	2.8	3.2	3.5	3.7
营运资金	(32,180)	(33,811)	(35,367)	(35,829)	(36,084)

财务分析					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	0.7%	2.7%	0.4%	1.7%	2.9%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	12.9%	9.8%	10.6%	11.4%
EBITDAR 利率 (%)	18.5%	20.4%	17.5%	18.1%	19.1%
净利率 (%)	0.4%	3.4%	2.9%	2.1%	2.0%
<b>营运表现</b>					
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	11.9	11.7	11.5
应付账款天数	15.0	12.5	14.3	12.4	13.8
应收账款天数	11.8	13.0	8.6	12.5	8.8
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	3.10	2.47	2.45	2.30	2.18
收入/总资产	0.61	0.67	0.72	0.77	0.80
总资产/股本	7.42	6.69	6.23	6.11	6.05
收入对利息倍数	22.33	23.79	25.86	28.85	31.28

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
<b>EBITDA</b>	5,283	7,043	6,080	7,536	9,073
营运资金变化	(703)	2,252	(707)	1,078	757
所得税	(46)	(88)	(828)	(606)	(570)
融资成本及其他	3,044	4,705	4,074	5,401	6,882
<b>营运现金流</b>	2,295	6,869	2,539	5,873	7,069
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
<b>投资活动现金流</b>	(5,482)	(4,844)	(8,364)	(8,424)	(8,501)
负债变化	5,870	2,324	6,212	5,726	4,497
股本变化	2	4	6	8	10
股息	0	0	0	179	228
其他融资活动	(3,322)	(2,793)	(2,883)	(2,885)	(2,887)
<b>融资活动现金流</b>	2,550	(465)	3,335	3,028	1,848
<b>现金变化</b>	(637)	1,560	(2,491)	478	416
期初持有现金	2,901	2,264	3,824	1,333	1,811
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,264	3,824	1,333	1,811	2,227

資料來源：公司公告，第一上海預測

## 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,並非作為或被視為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為可靠,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。