

## 持有

2008年8月29日

### 成本增長超預期，全年客座率下滑難以逆轉

- **上半年淨利潤下降 20.7%**：公司上半年錄得淨利潤 12.44 億元人民幣，同比下降 20.7%，低於我們預期。同時，公司經營業務出現虧損 3.36 億，而去年同期盈利 13.67 億元。
- **運營效率下滑，收益提升**：客運方面，客公里收益 0.61 元，同比增長 3.29%，客座率同比下滑 0.6 個百分點至 75.3%。同時，公司縮減客運運力投入，從而客公里收入僅同比小幅增長 2.2%。貨運方面，貨運噸公里收益 1.98 元，同比增長 7.91%，同時，貨郵載運率同比提升 5.7 個百分點至 58.3%。但是，由於貨運運力投入下降 10%，最終貨運噸公里收入同比下降 0.1%。
- **成本增長超預期**：上半年公司噸公里成本 3.74 元人民幣，大幅增長 22%，超出預期。我們對成本進行細分後發現，扣除燃油成本後，其他經營成本以噸公里計仍增長 13.8%。同時，由於油價的不斷增長，燃油噸公里成本 1.53 元，同比增長 36.2%，燃油成本占經營費用的比重也升至 40.8%，而去年同期為 36.6%。
- **全年客座率下滑難以逆轉**：公司自 5 月開始，客座率出現了明顯下降，這主要受四川地震及奧運安保加強，客流量減少影響。根據公司 7 月經營資料，7 月客座率同比大幅下降 8.1 個百分點，這一資料加深了我們的擔憂。我們對奧運後客流量的恢復持謹慎態度，即使客運市場強勁反彈，全年客座率下滑難以逆轉。
- **評級持有，目標價 4.33 港幣**：我們下調公司盈利預測，更新公司目標價為 4.33 港幣，此價格相當於 08 年 22.15 倍市盈率，較現價有 7.1% 的上升空間，維持持有評級。

王瑋

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

行業	交通運輸
股價	4.04 港元
目標價	4.33 港元 (+7.1%)
股票代碼	0753
已發行 H 股本	44.06 億股
H 股市值	177.99 億港元
52 周高/低	3.48-12.72 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	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)	41,606	47,718	54,919	60,840	67,527
变动(%)	17.9%	14.7%	15.1%	10.8%	11.0%
净利润(人民币百万)	2,688	4,229	2,147	2,313	3,797
每股盈利(人民币元)	0.262	0.356	0.174	0.187	0.307
变动(%)	2.8%	35.8%	-51.2%	7.7%	64.2%
市盈率@4.04港元(倍)	13.7	10.1	20.7	19.2	11.7
每股股息(人民币元)	0.06	0.07	0.03	0.04	0.07
股息现价比率(%)	1.63%	1.96%	0.97%	1.15%	1.88%

### 股價表現



來源：公司資料，第一上海預測

來源：彭博

## 上半年利潤下降 20.7%

淨利潤下降 20.7%

2008年上半年，公司錄得淨利潤 12.44 億元，同比下降 20.7%，低於預期。其中，經營業務出現虧損 3.36 億，而去年同期盈利 13.67 億元。公司業績下滑的主要原因是成本增速快於收入的增長，其中燃油成本增長了 31.9%。

表 1：公司財務摘要

單位：人民幣百萬元

	2007-1H	2008-1H	變動	說明
營業額	23,353	25,646	9.8%	客運收入增長5.2%；由於回購貨運合資公司股權，貨運合並收入增長90.8%
經營費用	(21,986)	(25,982)	18.2%	其中燃油成本增長31.9%
經營溢利	1,367	(336)	-124.6%	
經營利潤率	5.9%	-		
財務收入	1,226	2,257	84.0%	匯兌收益19.2億，增長121.7%
財務費用	(1,000)	(897)	-10.3%	
處置子公司及聯營公司收益	-	478	-	
應占聯營公司盈利及虧損	479	(95)	-	主要由於國泰航空中期業績虧損
稅前盈利	2,072	1,407	-32.1%	
稅項	(596)	(224)	-62.5%	適用稅率下降
期內溢利	1,476	1,183	-19.8%	
本公司股東應占溢利	1,569	1,244	-20.7%	
淨利潤率	6.7%	4.9%		
EPS（人民幣元）	0.132	0.105	-20.5%	

資料來源：公司資料，第一上海

## 收入分析

客運方面：收益提升，客座率下降

公司上半年客公里收益 0.61 元，同比增長 3.29%，但客座率同比下滑了 0.6 個百分點至 75.3%。同時，公司縮減客運運力投入，從而客公里收入僅同比小幅增長 2.2%。

貨運方面：收益及載運率同時提升

公司上半年貨運噸公里收益 1.98 元，同比增長 7.91%，同時，貨郵載運率同比提升 5.7 個百分點至 58.3%。但是，由於貨運運力投入下降 10%，最終貨運噸公里收入同比下降 0.1%。

表 2：上半年主要經營資料

单位：百万

	2007-1H	2008-1H	变动
载运量			
吨公里收入	4,631.8	4,690.9	1.3%
客公里收入	31,824.0	32,529.8	2.2%
货运吨公里收入	1,783.2	1,780.8	-0.1%
运力			
可用吨公里	7,170.9	6,944.9	-3.2%
可用座公里	41,954.7	43,207.3	3.0%
可用货运吨公里	3,395.0	3,056.3	-10.0%
载运率			
总体载运率	60.3%	63.0%	+2.7%
客座率	75.9%	75.3%	-0.6%
货邮载运率	52.5%	58.3%	+5.7%

資料來源：公司資料，第一上海

## 成本分析

噸公里成本增長 22%

上半年公司噸公里成本 3.74 元人民幣，大幅增長 22%，超出預期。我們對成本進行細分後發現，扣除燃油成本後，其他經營成本以噸公里計仍增長 13.8%。

表 3：公司噸公里成本假設

单位：人民币元

	2007-1H	2008-1H	变动
航空油料成本	1.12	1.53	36.2%
起降及停机费用	0.38	0.40	6.0%
折旧	0.38	0.42	11.3%
飞机保养、维修及大修成本	0.13	0.14	7.4%
员工薪酬成本	0.28	0.37	32.6%
航空餐饮费用	0.10	0.11	7.3%
航空经营租赁费用	0.16	0.17	6.9%
其他经营租赁费用	0.02	0.03	40.4%
其他航班经营费用	0.28	0.31	12.2%
销售及经营费用	0.16	0.19	16.9%
行政管理费用	0.06	0.07	27.2%
<b>总计</b>	<b>3.07</b>	<b>3.74</b>	<b>22.0%</b>

資料來源：公司資料，第一上海

燃油噸公里成本增長  
36.2%

由於油價的不斷增長，燃油成本較去年同期增長 25.7 億元，占經營費用的比重也升至 40.8%，而去年同期為 36.6%。公司上半年航油綜合採購價格增長 34%，其中國內航班航油採購價格增長 22%至 7008 元人民幣，國際航班增長 46%至 7536 元人民幣。

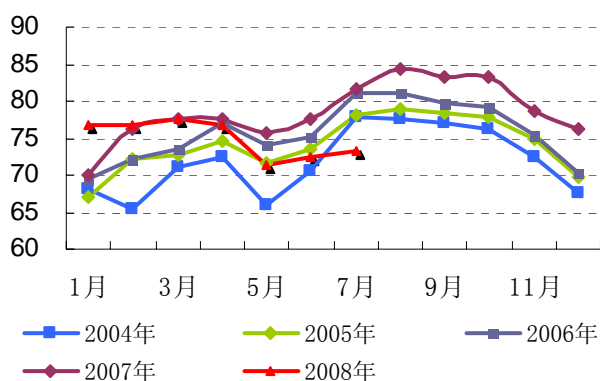
## 全年客座率下滑難以逆轉

### 客座率持續大幅下降

公司自 5 月開始，客座率出現了明顯下降，這主要受四川地震及奧運安保加強，客流量減少影響。根據公司 7 月經營資料，客運下滑趨勢並未得到解決，7 月份客座率同比大幅下降 8.1 個百分點。

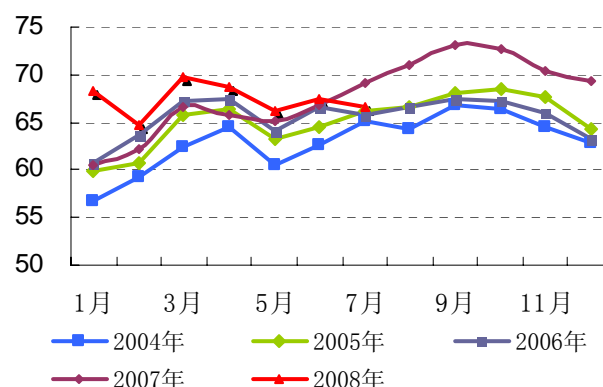
7-8 月是航空業的傳統旺季，而公司卻受外界因素影響客運經營大幅下滑，這一資料加深了我們的擔憂。我們對奧運後客流量的恢復持謹慎態度，即使客運市場強勁反彈，全年客座率下滑難以逆轉。

圖 1：公司客座率（月度）



資料來源：公司資料，第一上海

圖 2：公司總體載運率（月度）



資料來源：公司資料，第一上海

## 下調盈利預測

### 收入預測

我們調整了 2008 年相關假設預期：

客運方面：下調運力投入及客座率，上調收益。

運力投入同比增長 5%，客座率較比下降 1 個百分點，客公里收益 0.645 元，同比增長 3.5%；

貨運方面：下調運力投入，上調客座率及收益。

運力投入同比下降 7%，貨郵載運率同比上升 6 個百分點，貨郵噸公里收益 2.02 元，同比增長 7%。

### 成本預測

根據我們預測，公司 2008 年燃油成本噸公里費用 1.52 元，同比增長 32%。噸公里費用相應上調至 3.92 元，同比增長 19.5%。

### 盈利下調

我們下調 2008 年公司淨利潤至 21.47 億元人民幣，每股收益 0.174 元，較此前盈利下調 47%。

表 4：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）	44,936,606	51,330,541	57,465,627	63,692,486	70,721,210
经营费用（千元人民币）	(42,418,902)	(47,496,414)	(56,502,752)	(60,668,583)	(64,787,697)
经营盈利（千元人民币）	2,517,704	3,834,127	962,874	3,023,903	5,933,513
净利润（千元人民币）	2,687,841	4,228,997	2,146,933	2,313,246	3,797,475
资产负债率	62.20%	65.40%	66.04%	65.70%	64.93%
利息保障倍数	4.16	4.77	3.22	3.72	4.60
每股收益（人民币）	0.262	0.356	0.174	0.187	0.307
每股净资产（人民币）	2.43	2.64	2.68	2.83	3.10
净资产收益率	9.04%	13.49%	6.49%	6.62%	9.93%

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 投資建議

目標價 4.33 港幣，評級  
持有

我們根據目前 H 股及全球航空業的估值水準，選取 EV/EBITDA 及 PB 分別為 10.5 和 1.1。綜合兩種估值方法，則目標價為 4.33 港幣，此價格相當於 08 年 22.15 倍市盈率，較現價有 7.1% 的上升空間，維持持有評級。

表 5：H 股航空業估值水準

公司	股价	EV/EBITDA			PB			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
南方航空	2.47	11.36	8.56	6.71	0.74	0.72	0.69	11.20	23.24	12.84
国泰航空	14.56	9.50	7.95	6.52	1.15	1.12	1.07	33.78	34.60	14.35
东方航空	1.64	12.76	10.34	9.44	1.63	1.58	1.63	-	-	-
中国国航	4.04	10.79	8.17	6.58	1.34	1.27	1.16	20.69	19.20	11.69
平均		11.10	8.75	7.31	1.21	1.17	1.14	21.89	25.68	12.96

資料來源：彭博，第一上海預測

表 6：全球航空業估值水準

公司	股价	EV/EBITDA			PB			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
KOREAN AIR LINES	44200	15.521	10.124	8.862	0.893	0.893	0.844	-	19.197	14.881
JAPAN AIRLINES	230	6.92	7.17	6.71	1.96	1.46	1.45	61.27	74.80	58.17
EVA AIRWAYS CORP	11.7	28.93	13.17	9.69	1.14	1.15	1.32	-	-	390.00
SINGAPORE AIRLIN	15.32	3.81	4.25	3.97	1.23	1.17	1.13	9.81	12.43	11.48
SOUTHWEST AIR	15.22	7.04	5.82	6.13	1.52	1.45	1.13	46.69	33.16	39.64
SAS AB	50.25	10.28	7.72	4.16	0.51	0.52	0.49	-	-	9.69
NORTHWEST AIRLIN	11.43	14.45	7.99	5.70	0.77	0.71	0.99	-	-	-
WESTJET AIRLINES	14.87	4.96	4.49	5.45	1.83	1.46	1.29	11.51	9.39	10.70
AIR BERLIN PLC	4.09	5.05	6.60	4.41	0.48	0.57	0.66	-	-	-
AUSTRIAN AIRLINE	4.5	6.04	5.83	4.95	0.55	0.61	0.63	-	-	-
平均数		10.30	7.32	6.00	1.09	1.00	0.99	32.32	29.79	76.36

資料來源：彭博

## 主要財務報表

损益表						财务分析				
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	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>收入</b>	41,606.1	47,717.5	54,919.1	60,840.3	67,526.8	<b>盈利能力</b>				
毛利	1,980.5	3,881.3	2,708.9	4,826.7	7,828.6	毛利率 (%)	4.8%	8.1%	4.9%	7.9%
其他业务收入	3,330.5	3,613.0	2,546.6	2,852.1	3,194.4	EBITDA 利率 (%)	18.7%	19.7%	12.6%	15.6%
销售及管理费用	(2,793.3)	(3,660.1)	(4,292.6)	(4,654.9)	(5,089.4)	EBITDAR 利率 (%)	24.5%	25.0%	17.8%	20.7%
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利率 (%)	6.5%	8.9%	3.9%	3.8%
<b>营运收入</b>	2,517.7	3,834.1	962.9	3,023.9	5,933.5	<b>营运表现</b>				
财务开支	(698.6)	407.2	1,309.6	(668.3)	(1,573.7)	SG&A/收入 (%)	6.7%	7.7%	7.8%	7.7%
联营公司	2,110.1	1,364.7	335.3	909.8	1,000.8	实际税率 (%)	15.9%	26.5%	20.0%	23.0%
<b>税前盈利</b>	3,929.2	5,606.1	2,607.8	3,265.5	5,360.6	股息支付率 (%)	9.3%	22.4%	19.8%	20.0%
所得税	(624.1)	(1,484.6)	(521.6)	(751.1)	(1,232.9)	库存周转	9.4	9.3	9.6	9.2
少数股东应占利润	(617.3)	107.5	60.7	(201.2)	(330.2)	应付账款天数	47.4	48.7	39.0	37.0
<b>净利润</b>	2,687.8	4,229.0	2,146.9	2,313.2	3,797.5	应收账款天数	24.5	21.1	19.6	19.6
折旧及摊销	5,274.0	5,554.4	5,934.0	6,471.1	6,972.0	<b>财务状况</b>				
<b>EBITDA</b>	7,791.7	9,388.6	6,896.9	9,495.0	12,905.5	净负债/股本	0.68	0.80	0.91	0.95
<b>EBITDAR</b>	10,206.6	11,939.2	9,766.2	12,606.5	16,380.8	收入/总资产	0.50	0.52	0.56	0.57
<b>增长</b>						总资产/股本	2.82	2.90	2.95	3.03
总收入 (%)	17.4%	14.2%	12.0%	10.8%	11.0%	收入对利息倍数	3.60	N/A	N/A	N/A
EBITDA (%)	-4.8%	20.5%	-26.5%	37.7%	35.9%					

资产负债表						现金流量表				
百万人民币 财务年度截止12月31日						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	2011年 预测	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2011年 预测
现金	3,588.4	2,477.3	2,007.8	2,698.1	655.6	<b>EBITDA</b>	7,791.7	9,388.6	6,896.9	9,495.0
应收账款	2,835.2	2,794.3	2,988.2	3,312.0	3,677.5	融资成本及其他	(1,867.0)	(2,319.3)	(2,374.1)	(2,933.8)
存货	1,015.3	1,142.1	1,426.3	1,331.4	1,908.0	营运资金变化	850.1	773.3	(456.3)	91.9
其他流动资产	3,263.6	3,416.7	3,605.7	4,084.9	4,677.2	所得税	(562.8)	(683.7)	(1,462.9)	(721.1)
<b>总流动资产</b>	10,702.5	9,830.4	10,028.0	11,426.4	10,918.3	<b>营运现金流</b>	6,212.1	7,158.8	2,603.5	5,932.0
<b>固定资产</b>	54,767.7	61,691.7	66,720.6	71,858.1	79,834.4	资本开支	(6,436.8)	(8,050.8)	(7,449.8)	(8,886.8)
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	其他投资活动	(5,711.2)	(2,122.9)	(274.7)	(169.1)
长期投资	18,493.5	19,534.2	20,769.1	22,699.5	24,826.2	<b>投资活动现金流</b>	(12,148.0)	(10,173.7)	(7,724.5)	(9,055.9)
<b>总资产</b>	83,963.6	91,056.3	97,517.7	105,984.0	115,580.8	负债变化	1,082.5	4,867.0	7,415.1	6,841.1
短期负债	2,181.8	2,156.1	2,599.1	2,681.6	2,747.0	股本变化	8,570.3	0.0	400.0	0.0
应付帐款	5,221.1	5,930.8	5,650.3	5,763.5	5,830.9	股息	(224.8)	(602.8)	(838.0)	(429.4)
短期银行贷款	11,139.0	10,978.8	11,857.1	12,805.7	13,830.2	其他融资活动	(2,118.7)	(2,424.7)	(2,325.6)	(2,597.5)
其他短期负债	7,411.5	7,822.2	8,328.3	8,742.5	7,961.8	<b>融资活动现金流</b>	7,309.3	1,839.5	4,651.4	3,814.2
<b>总短期负债</b>	25,953.4	26,888.0	28,434.8	29,993.3	30,369.9	<b>现金变化</b>	1,373.5	(1,175.4)	(469.5)	690.3
长期银行贷款	12,702.0	16,615.3	20,152.0	23,044.6	27,397.7	期初持有现金	2,248.4	3,588.4	2,373.2	1,903.7
其他负债	13,572.5	16,045.7	15,817.8	16,598.6	17,272.2	汇兑变化	(33.5)	(39.8)	0.0	0.0
<b>总负债</b>	52,227.9	59,548.9	64,404.7	69,636.5	75,039.7	期末持有现金	3,588.4	2,373.2	1,903.7	2,594.0
少数股东权益	2,011.4	150.2	47.0	1,397.6	2,300.6					
<b>股东权益</b>	29,724.3	31,357.1	33,066.1	34,949.9	38,240.5					
每股账面值	2.4	2.6	2.7	2.8	3.1					
营运资金	(15,250.9)	(17,057.6)	(18,406.9)	(18,566.9)	(19,451.6)					

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。