

买入

2008年12月29日

国内油价敏感性最高，然人民币升值减缓影响前景

- **前11个月客座率同比下滑0.7个百分点：**11月份运营数据显示，公司运力投入同比增长5.80%，客公里收入增长3.70%，客座率同比下滑1.5个百分点至74.9%。分航线看，公司继续大幅减少国际航线的运力投入，国际航线客座率的下降趋势有所减缓，同比下降1.8个百分点；而国内航线方面，客座率同比下降2.2个百分点。综合前11个月运营情况，公司客运运力投入同比增长2.5%，客座率小幅下滑0.7个百分点。
- **国内油价敏感性最高：**12月18日晚，国家发展改革委决定，自2008年12月19日零时起将航空煤油出厂价格由每吨7450元调整为5050元，每吨降低2400元。公司对国内油价敏感性最高，根据我们的计算，国内航油价格每调100元人民币/吨，对公司09年EPS的影响为0.037元人民币。
- **燃油附加费下调抵消受益：**国家发改委和民航总局决定自12月25日起，降低国内航线旅客运输燃油附加标准。800公里(含)以上降到40元，降幅约为73.3%；800公里以下降到20元，降幅达到75%。下调幅度超预期，基本对冲了油价下调的好处。但是，附加费的降低可以刺激需求，促进票价及客座率的提升。
- **评级为买入，目标价1.60港币：**我们调整公司目标价至1.60港元，此价格相当于09年10.7倍PE及0.8倍PB，较现价有16.8%的上升空间，评级买入。

王玮

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	交通运输
股价	1.37 港元
目标价	1.60 港元 (+16.8%)
股票代码	1055
已发行H股本	17.61 亿股
H股市值	24.13 亿港元
52周高/低	0.82-7.13 港元
每股净现值	1.99 港元
主要股东	南航(集团)(50.3%)

★1 港元=0.88 人民币

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	54,724	55,960	59,951
变动(%)	17.7%	18.2%	2.7%	2.3%	7.1%
净利润(人民币百万)	188	1,871	(594)	862	1,092
每股盈利(人民币元)	0.04	0.43	(0.09)	0.13	0.17
变动(%)	-110.2%	895.2%	N/A	N/A	26.7%
市盈率@1.37港元(倍)	28.0	2.8	N/A	9.2	7.2
每股股息(人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

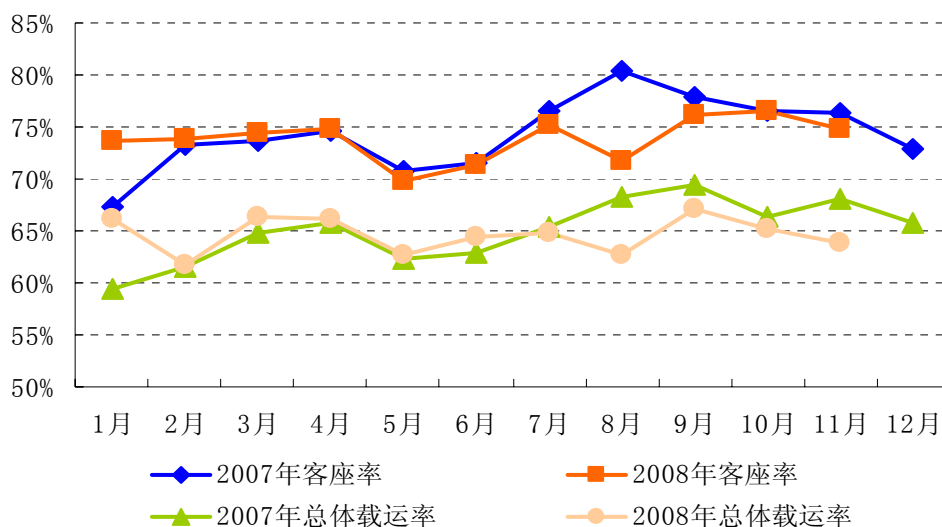
来源：彭博

11 月份客座率下滑 1.5 个百分点

11 月份客座率同比下滑 1.5 个百分点

11 月份运营数据显示，公司运力投入同比增长 5.80%，客公里收入增长 3.70%，客座率同比下滑 1.5 个百分点至 74.9%。分航线看，公司继续大幅减少国际航线的运力投入，国际航线客座率的下降趋势有所减缓，同比下降 1.8 个百分点；而国内航线方面，客座率同比下降 2.2 个百分点。

图 1：公司客座率及总体载运率（月度）



资料来源：公司资料，第一上海

前 11 个月客座率同比下滑 0.7 个百分点

综合前 11 个月运营情况，公司客运运力投入同比增长 2.5%，客座率小幅下滑 0.7 个百分点。

国内航空煤油价格下调

国内油价敏感性行业内最高

12 月 18 日晚，国家发展改革委决定，自 2008 年 12 月 19 日零时起将航空煤油出厂价格由每吨 7450 元调整为 5050 元，每吨降低 2400 元。公司对国内油价敏感性最高，根据我们的计算，国内航油价格每调 100 元人民币/吨，对公司 09 年 EPS 的影响为 0.037 元人民币。

国内燃油附加费下调

燃油附加费下调超预期，但有利于促进票价及客座率的提升

12 月 19 日，国家发改委和民用航空局联合决定自 12 月 25 日起，降低国内航线旅客运输燃油附加标准。800 公里(含)以上降到 40 元，降幅约为 73.3%；800 公里以下降到 20 元，降幅达到 75%。根据我们测算，08 年公司收取的燃油附加费大概能覆盖 60%左右的燃油成本上涨。随着航油价格下调 32%，燃油附加费也下调 75%，基本对冲油价下调的幅度，下降幅度超出预期。但是，附加费的降低可以刺激需求，促进票价及客座率的提升。因此，我们认为，油价下调利好是关键。同时，随着元旦、春节航空销售旺季的临近，航空股存在短期交易机会。

调整盈利预测

调整盈利预测

我们基于新的油价及燃油附加费下调，调整公司盈利预测，预计公司 2009 年盈利 8.62 亿元。

表 2：公司财务数据

	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	56,071	57,486	61,578
经营费用（千元人民币）	(45,907)	(53,013)	(58,613)	(55,001)	(58,716)
经营盈利（千元人民币）	312	1,489	(2,542)	2,485	2,862
净利润（千元人民币）	188	1,871	(594)	862	1,092
经营利润率	0.68%	2.73%	N/A	4.32%	4.65%
净利润率	0.41%	3.43%	-1.06%	1.50%	1.77%
资产负债率	83.96%	82.04%	79.47%	75.49%	73.97%
利息保障倍数	2.55	3.07	1.46	3.75	4.01
每股净资产（人民币）	2.33	2.80	1.65	1.76	1.89
净资产收益率	1.85%	15.28%	-4.50%	6.12%	7.20%

资料来源：公司资料，第一上海预测

投资建议

0.5 倍 PB 最低，1 倍 PB 是正常水平

我们选取了上市时间较长，且具有一定代表性的新航和西南航空公司进行比较，从近 20 年的股价表现，0.5 倍 PB 是历史最低水平。同时，观察 1997 年经济危机后股价走势，1 倍 PB 上下是正常水平。

目标价 1.60 港币

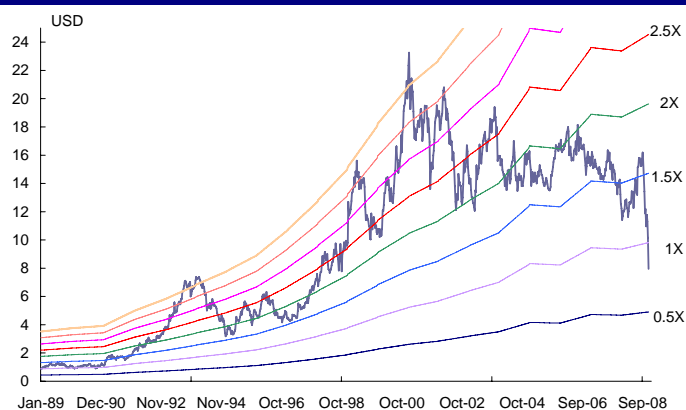
考虑到目前经济形势并未明朗，我们以 0.8 倍 PB 作为估值标准。则目标价为 1.60 港币，目标价较现价有 16.8% 的上升空间，评级买入。

图 4：新航 PB-band (forward)



资料来源：彭博，第一上海

图 5：西南航空 PB-band (forward)



资料来源：彭博，公司资料，第一上海预测

主要财务报表

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	54,724	55,960	59,951
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)	(34,274)	(29,293)	(31,448)
折旧及摊销	(4,971)	(5,554)	(5,978)	(6,397)	(6,841)
行政及管理开支	(1,941)	(1,983)	(1,834)	(1,923)	(2,031)
其他开支	(13,973)	(16,394)	(16,526)	(17,387)	(18,397)
经营利润	312	1,489	(2,542)	2,485	2,862
财务开支	(2,070)	(2,291)	(2,347)	(2,371)	(2,419)
联营公司及其他	2,115	3,725	4,017	1,149	1,157
税前盈利	357	2,923	(871)	1,263	1,600
所得税	(153)	(858)	218	(316)	(400)
少数股东应占利润	16	194	(59)	85	108
净利润	188	1,871	(594)	862	1,092
EBITDA	5,283.0	7,043.0	3,436.6	8,882.7	9,702.9
EBITDAR	8,559.0	11,098.0	7,851.3	13,511.4	14,589.7
增长					
总收入 (%)	20.7%	17.9%	2.9%	2.5%	7.1%
EBITDA (%)	68.5%	33.3%	-51.2%	158.5%	9.2%

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	8,741	7,557	11,512
应收账款	1,512	1,966	1,149	2,045	1,376
存货	1,315	1,213	1,581	1,041	1,758
其他流动资产	1,592	1,787	1,666	1,848	1,826
总流动资产	6,683	8,790	13,136	12,490	16,472
固定资产	56,347	58,441	59,646	60,756	61,705
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,554	14,702	17,409	19,858	22,099
总资产	75,584	81,933	90,191	93,104	100,277
短期负债	1,436	1,885	2,023	1,430	2,256
应付帐款	1,909	1,844	2,389	1,430	2,647
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	14,476	12,546	13,039
总短期负债	38,863	42,601	43,835	40,355	42,889
长期银行贷款	10,018	9,074	12,449	13,799	14,474
其他负债	14,582	15,546	15,390	16,127	16,811
总负债	63,463	67,221	71,674	70,281	74,175
少数股东权益	1,933	2,466	5,308	8,752	10,939
股东权益	10,188	12,246	13,209	14,071	15,163
每股账面值	2.3	2.8	1.7	1.8	1.9
营运资金	(32,180)	(33,811)	(30,699)	(27,865)	(26,417)

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%	-4.5%	4.3%	4.6%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	12.9%	6.1%	15.5%	15.8%
EBITDAR 利率 (%)	18.5%	20.4%	14.0%	23.5%	23.7%
净利率 (%)	0.4%	3.4%	-1.1%	1.5%	1.8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4.2%	3.6%	3.3%	3.3%	3.3%
实际税率 (%)	-42.9%	-29.4%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	11.4	9.2	9.0	8.3	8.9
应付账款天数	15.0	12.5	14.7	9.4	16.2
应收账款天数	11.8	13.0	7.4	12.8	8.0
财务状况					
净负债/股本	3.10	2.47	2.17	2.22	1.84
收入/总资产	0.61	0.67	0.62	0.62	0.61
总资产/股本	7.42	6.69	6.83	6.62	6.61
收入对利息倍数	22.33	23.79	23.89	24.24	25.46

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	3,437	8,883	9,703
营运资金变化	(703)	2,252	2,280	(4,140)	2,504
所得税	(46)	(88)	(282)	(158)	(358)
融资成本及其他	3,044	4,705	1,186	6,686	7,435
营运现金流	2,295	6,869	3,183	2,388	9,582
资本开支	(2,644)	(5,502)	(6,750)	(6,750)	(6,750)
其他投资活动	(2,838)	658	3,052	(7)	(84)
投资活动现金流	(5,482)	(4,844)	(3,698)	(6,757)	(6,834)
负债变化	5,870	2,324	8,308	6,062	4,085
股本变化	2	4	6	8	10
股息	0	0	0	0	0
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)	5,431	3,185	1,208
现金变化	(637)	1,560	4,917	(1,184)	3,955
期初持有现金	2,901	2,264	3,824	8,741	7,557
汇兑变化	0	0	0	0	0
期末持有现金	2,264	3,824	8,741	7,557	11,512

资料来源：公司公告，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2008 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。