



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年4月20日

航空业

研究部

陶薇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070024

taovivian@cicc.com.cn

中性

ST 东航(600115.CH)

关注 2010 年整合效应

主要财务信息

单位 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	43,541	41,842	39,831	60,154	69,767
(+/-%)	18.3	(3.9)	(4.8)	51.0	16.0
主营业务利润	4,799	(2,125)	1,564	7,574	10,364
(+/-%)	163.6	(144.3)	173.6	384.2	36.8
EBITDA	2,165	(8,444)	6,168	8,746	11,222
(+/-%)	65.9	(490.0)	173.0	41.8	28.3
净利润	604	(13,928)	540	1,658	2,345
(+/-%)	n.m.	n.m.	103.9	207.1	41.5
每股盈利 (元)	0.12	(2.86)	0.06	0.15	0.21
每股经营现金流 (元)	1.01	0.71	0.98	2.81	2.99
市盈率 (倍)	68.7	n.m.	151.4	58.0	41.0
EV/EBITDA (倍)	37.2	n.m.	21.7	16.3	13.4
市净率 (倍)	16.5	n.m.	26.3	7.0	6.0
股价/每股经营现金	3.0	4.3	3.1	1.1	1.0
净资产收益率 (%)	24.0	n.m.	17.4	12.1	14.6
投入资本回报率 (%)	(4.3)	1.1	(27.8)	3.3	3.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

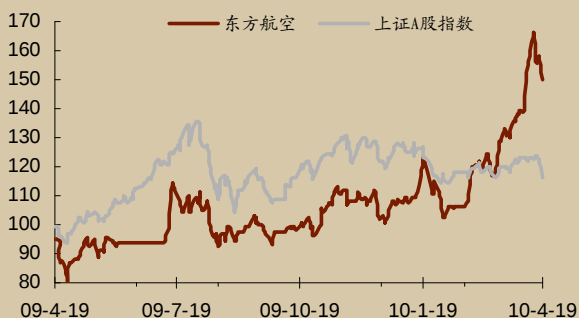
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 3.71	人民币 8.53
股票代码	670.HK	600115.CH
日成交量 (百万股)	19.0	31.3
52周最高价/最低价	港币 4.26/0.65	人民币 9.46/4.56
总市值 (百万元)	港币 88,443	人民币 77,784
发行股数 (百万股)	11,277	11,277
其中: 流通股 (百万股)	2,057	396
主要股东 (持股比例)	东方航空集团 (70.54%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600115.SH]	-9.54	+16.69	+22.21	+38.47
[上证A股指数]	-4.77	-2.86	-8.23	-9.10
[中金航空指数]	-2.40	+10.10	+19.30	+32.10

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2009 年度及 1Q10 业绩均高于预期:

东航 2009 年取得营业收入 398.31 亿元, 下滑 4.8%。营业成本下降 13.5% 达到 372.48 亿元。最终实现净利润 5.4 亿元, 合每股 0.06 元, 同比大幅扭亏, 同时高于我们的预期 3.56 亿元。2010 年一季度, 公司实现收入 155.69 亿元 (合并上航报表), 增长 74%, 成本 129.62 亿元, 上升 53.9%, 净利润为 7.7 亿元, 也好于我们的预期。

正面:

- 一季度行业延续了较好的增长, 航空公司票价水平出现了较好的恢复, 我们预计同比出现了双位数增长。
- 公司一季度主业已经录得 2.97 亿元的盈利, 为近年来首次一季度获得盈利。

发展趋势:

2010 年以来, 国内航空市场量价齐升, 景气度持续提升。预计全年行业总体需求增长将超过运力投放增长, 国内市场票价水平也将大幅提高。我们认为东航今年收入水平将得到修复, 出现同比显著提升。成本方面, 预计油价全年将维持在可控水平, 燃油附加费可以抵消部分油价上涨影响。同时, 我们认为整合上航的协同效应将开始逐步发挥出来, 公司对于上海市场的控制力度明显加强, 其客座率和票价水平的提升有望高于行业平均水平。总体来看, 在 2010 年航空业景气度持续提升的环境下, 东航的主业有望全年获得盈利。此外, 加入天合联盟和世博会也为东航的发展提供了良好的契机。如果把握好机会, 东航长期增长潜力值得期待。

盈利预测调整:

根据年报和一季报情况, 我们调整了 2010 年和 2011 年的盈利预测。调整后今明两年盈利预测分别为 16.58 亿元 (0.15 元/股) 和 23.5 亿元 (0.21 元/股), 上调幅度分别为 42% 和 31%。

估值与建议:

公司目前对应的 10、11 年市净率分别为 7.0x 和 6.0x, 估值水平并不低, 维持中性评级。近期催化剂包括: 世博会对航空客运的拉动好于预期以及人民币升值。

2009 年&2010 年一季度业绩回顾:

东航 2009 年取得营业收入 398.31 亿元, 下滑 4.8%。营业成本下降 13.5% 达到 372.48 亿元。最终实现净利润 5.4 亿元, 合每股 0.06 元, 同比大幅扭亏, 同时高于我们的预期 3.56 亿元。公司 2010 年一季度实现收入 155.69 亿元 (合并上航报表), 增长 74%, 成本 129.62 亿元, 上升 53.9%。如按相同口径 (将上航去年一季度收入和成本加入基数), 则一季度收入和成本分别同比上升了 33.4% 和 20.7%。东航最终一季度净利润为 7.7 亿元, 好于我们的预期。

收入 2009 年小幅下滑, 今年一季度大幅回升

受到国内航线带动, 2009 年旅客周转量增长 13.3%。2009 年国际航空市场持续低迷, 而国内航空市场率先恢复, 增长迅速。东航上半年起将运力大幅调整到国内航线, 以充分抓住国内市场复苏的机会。全年来看, 国内航线的总旅客周转量增长了 25.5%, 客座率小幅提升 0.6 个百分点达到 74.9%。国际航线及地区航线的旅客周转量分别大幅下跌 8.9% 和 15.9%, 但由于运力相应有所调整, 客座率水平分别基本维持。总体看来, 全年客座率水平提高 1.4 个百分点, 和南航及国航仍有一定差距。

图表 1: 三大航 2009 年运营数据

(百万)	南航		国航		东航	
	2009	+/-, %	2009	+/-, %	2009	+/-, %
客运						
可用座位公里	123,383	9.5	95,474	8.4	84,422	11.2
收入客公里	92,954	11.8	73,369	11.1	60,917	13.3
客座率 (%)	75.3	1.6ppt	76.8	1.9ppt	72.2	1.4ppt
国内						
可用座位公里	105,341	12.8	57,536	18.5	59,216	24.5
收入客公里	80,660	14.2	44,148	19.3	44,361	25.5
客座率 (%)	76.6	1.0ppt	76.7	0.5ppt	74.9	0.6ppt
国际						
可用座位公里	16,123	-8.0	34,834	-5.3	21,373	-10.2
收入客公里	10,954	-3.7	27,020	-0.4	13,985	-8.9
客座率 (%)	67.9	3.0ppt	77.6	3.8ppt	65.4	0.9ppt
香港						
可用座位公里	1,919	7.0	3,104	12.9	3,833	-15.9
收入客公里	1,339	17.5	2,201	16.3	2,571	-15.9
客座率 (%)	69.8	6.2ppt	70.9	2.1ppt	67.1	0.1ppt
货运						
货运吨公里	1,781	0.6	3,493	0.2	2,474	2.2

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

今年一季度周转量保持良好增长。一季度整体来看, 与上航合并统计的旅客周转量保持了比较快速的增长, 同比增长 15.3%, 客座率同比增长 3.7 个百分点, 达到 74.8%。货运吞吐量大幅反弹, 同比增长 51.9%。3 月份旅客吞吐量进一步加速增长, 同比增 15.9%, 其中国内航线增长 11.1%, 国际航线增长 40%, 地区航线小幅下滑 0.1%。由于运力增长较慢, 整体客座率同比提升了 6.4 个百分点, 达到 77.3%。其中国际航线客座率达到 74.3%, 同比大增 16%。

图表 2: 东航今年 1~3 月运营数据 (合并上航)

(百万)	2010.3	2009.3	YoY, %	2010.1-3	2009.1-3	YoY, %
客运						
可用座位公里	9,381	8,826	6.3	27,688	25,258	9.6
收入客公里	7,251	6,256	15.9	20,705	17,956	15.3
客座率 (%)	77.3	70.9	6.4ppt	74.8	71.1	3.7ppt
国内						
可用座位公里	6,803	6,421	6.0	19,728	18,041	9.3
收入客公里	5,345	4,810	11.1	15,000	13,462	11.4
客座率 (%)	78.6	74.9	3.6ppt	76.0	74.6	1.4ppt
国际						
可用座位公里	2,162	1,967	9.9	6,678	5,908	13.0
收入客公里	1,608	1,147	40.1	4,802	3,607	33.1
客座率 (%)	74.4	58.3	16.0ppt	71.9	61.1	10.8ppt
香港						
可用座位公里	415	439	-5.4	1,283	1,310	-2.1
收入客公里	298	299	-0.1	903	887	1.9
客座率 (%)	71.9	68.1	3.8ppt	70.4	67.7	2.7ppt
货运						
货运吨公里	379	267	41.9	982	646	51.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

收益率大幅下降使得 2009 年收入下滑。2009 年上半年, 国内航空市场的低价策略使票价水平严重下降, 同时, 国内航线燃油附加费 2009 年 1 月 15 日起停征, 进一步压低客运收益水平。东航上半年国内航线收益率同比下降了 16.7% (港股数据, 下同)。国际和地区航线收益率也受到需求低迷的影响, 分别下滑 20% 和 7.7%。下半年收益率跌势有所改观, 但国际航线跌幅加剧, 全年收益率仍然下滑 12.9%。因此尽管东航客运周转量同比增长 13.3%, 其客运收入全年收入仍下滑 1.74%。此外, 货运收益率下滑更为严重, 全年下降 24.4%, 综合以上, 总收入下滑了 4.8%。

图表 3: 2009 年收益率显著下滑

客运收益率 (元/客公里)	1H09	YoY, %	2H09	YoY, %	2009	YoY, %
国内航线	0.50	-16.7	0.58	-4.9	0.54	-11.5
国际航线	0.52	-20.0	0.50	-25.2	0.51	-22.7
港澳航线	0.60	-7.7	0.67	5.3	0.63	-1.6
总体	0.51	-17.7	0.56	-9.9	0.54	-12.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

一季度票价水平提升确保收入增长。一季度报告并不公布收益率数据, 但根据一季度行业整体票价水平来看, 预计东航一季度的收益率同比也有大幅提高。相应的, 将上航去年一季度的收入加入同比基数进行比较, 一季度合计收入同比上升 33.4%。

2009 年主业仍然亏损, 今年一季度主业扭亏盈利

2009 年全年油价平均水平显著低于 2008 年, 由此东航的燃油成本下降了 122.55 亿元, 降幅为 33.7%。此外, 由于国内维修能力增加, 送到海外维修的飞机数下降, 维修费用下降了 7.8%。受益于积极降低采购单价, 航空配餐成本下降了而由于公司积极拓展业务, 人员开支增长了 13.3%。总的来看, 得益于油价下降, 总成本下降了 13.5%。

东航的新管理层上任以来引入了积极的成本削减措施，从2009年的前几个季度来看，效果良好。全年管理费用仅增长0.9%。而由于运输量提升，销售费用增加了17.7%。扣除销售费用和管理费用后，东航2009年主业亏损29.4亿元。显示出收入层面的损失带来的后果。

今年一季度，尽管随着油价上涨和运输量的增加，主营业务成本加销售费用及管理费用合计同比增长55.6%。将上航去年一季度数据加入同比基数，则成本及两项费用合计增长20.8%，慢于收入的强劲增长，因此东航主业盈利达到2.97亿元，这是近年来东航首次在一季度主业盈利。

一次性收益帮助2009年最终取得盈利

2009年，东航共收到民航基础建设基金返还8.32亿元，以及其它补贴4.33亿元。加上截止年底，公司录得与油料套保合约相关的公允价值变动收益共37.4亿元。但2009年汇兑收益大幅减少，仅为9548万元。综合以上，全年公司最终实现5.4亿元的小幅盈利。

一季度，虽然没有民航基建基金返还的贡献，但由于油价上涨，东航仍录得4.64亿元的公允价值变动收益。加上主业首次录得经营利润，公司最终获得净利润7.7亿元。

未来展望：

预计2010年行业景气度的持续提升，加上世博会对客流量的刺激，东航有望全年取得主业盈利。考虑人民币升值带来的汇兑收益，我们认为2010东航的业绩将取得较好增长。长期来看，完成合并上航及加入天合联盟，将使东航步入发展正轨，有望逐步赶超国内竞争对手。

行业景气度提升，2010年主业盈利有望

今年3月份的运营数据好于1、2月份，显示出行业景气度在持续提升。一季度淡季不淡为全年打下良好的基础。预计未来几个月内，世博会对客流量的刺激，国际航线的大幅恢复性增长，加上公司合理控制运力投放，客座率仍能维持较高水平。

全年来看，低基数效应下，国内航线票价水平上半年预计将大幅增长。下半年在世博会和旅游持续升温的带动下，行业景气度仍将保持提升，票价也有望保持较高水平。全年来看，我们预计东航的收入水平将得到较好的修复，同比大幅增长，并超过历史最好水平。

成本方面，由于国际经济仍处于缓慢阶段，预计油价全年不会出现大幅度上涨。加上国内燃油附加费与航油价格的联动机制已经建立，收取燃油附加费可以部分传导油价上升的影响。而其它可变成成本方面，管理层严格的成本控制措施将继续，和上航的整合也将带来一定的成本节省。总的来看，我们认为东航今年将获得主业盈利。

今年仍有一次性收益贡献

目前，中金宏观组预计人民币将于二季度开始升值，如果人民币升值如预期启动，汇兑收益的贡献将帮助东航提升盈利水平，帮助东航进一步提升收益。

图表4：人民币升值敏感性分析

假设人民币升值1个百分点 (人民币百万元)		
	2010E	2011E
新增汇兑收益(损失)	397	396
净利润变化	294	293
原每股收益(人民币)	0.15	0.21
变化后每股收益(人民币)	0.17	0.23
%	17.7%	12.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

长期发展步入正轨

东航与上航完成整合，并加入天合联盟后，发展将步入正轨。今年举办的世博会为东航整合上海市场资源，加强枢纽建设，提升品牌形象以及拓展国际业务提供了良好的契机，预计未来东航上航合并的协同效应将逐步发挥出来。而加入天合联盟后，东航不但将积极扩展国际业务，也将加强与南航的合作，对抗与国泰航空合作日渐深入的国航。对于东航来说，日本航空大量削减国际航班意味着一定的机会。长期来看，坐拥上海市场第一位置的东航具备较好的增长潜力。

盈利预测调整：

根据年报和一季报情况，我们调整了2010年和2011年的盈利预测。调整后今明两年盈利预测分别为16.58亿元(0.15元/股)和23.5亿元(0.21元/股)，上调幅度分别为42%和31%。

估值与建议：

公司目前对应的10、11年市净率分别为7.0x和6.0x，估值水平并不低，维持中性评级。近期催化剂包括：世博会对航空客运的拉动好于预期以及人民币升值。

图表5：盈利预测调整

		2010E	2011E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.61	0.62
	调整后	0.58	0.60
	(+/-%)	-5	-4
客座率	调整前	74.4%	75.6%
	调整后	74.6%	75.9%
	(+/-%)	0.2%	0.2%
客运周转量 (百万)	调整前	87,405	99,051
	调整后	87,706	99,383
	(+/-%)	0	0
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	61,161	70,596
	调整后	60,154	69,767
	(+/-%)	-2	-1
成本+费用 (人民币 百万)	调整前	58,988	65,416
	调整后	57,850	65,239
	(+/-%)	-2	0
净利润 (人民币 百万)	调整前	1,170	1,788
	调整后	1,658	2,345
	(+/-%)	42	31
每股盈利 (人民币)	调整前	0.10	0.16
	调整后	0.15	0.21
	(+/-%)	42	31
EBITDA (人民币 百万)	调整前	8,924	12,318
	调整后	8,746	11,222
	(+/-%)	-2	-9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

风险提示：

东航已于 1 月 28 日正式完成对上航的吸收合并。根据合并方案，东航按 6.9 倍的市净率收购上航（按上航 5.50 元的换股价及 2009 年三季度 0.836 元的每股净资产），从而相应产生 89.5 亿元的商誉。但根据一季报披露，关

于商誉的确认公司正在测算，一季报并未计入该部分商誉，相应的公司资本公积部分没有增加。因此公司 1 季度末的净资产水平明显低于我们的预测。由于 1 季报未经审计，我们会等待中报业绩后再根据具体进展相应作出调整。如果公司对于商誉的测算小于上述数字，那公司的净资产水平会相应下降，直接影响其估值水平。

图表 6：2009 年及 2010 年一季度业绩分析

(单位：百万元)	季度数据						年度数据			中金点评
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	2008	2009	YoY	
营业收入	8,946	8,552	11,402	10,931	15,569	74.0%	41,842	39,831	-4.8%	09 年收益率下降导致收入出现下滑，今年一季度量价齐升
吨公里收入（元/吨公里）	5.14	4.45	5.31	5.19	5.51	7.3%	5.80	5.03	-13.2%	
主营业务成本	8,423	8,436	9,999	10,390	12,962	53.9%	43,076	37,248	-13.5%	09 年油价大幅下跌，燃油成本下降，今年一季度回升
吨公里成本（元/吨公里）	2.85	2.72	3.02	3.31	3.11	9.0%	3.70	2.98	-19.5%	
营业税金及附加	219	220	298	282	377	71.9%	891	1,019	14.3%	
主营业务利润	304	(104)	1,106	259	2,230	634.6%	(2,125)	1,564	n.m.	
主营业务利润率 (%)	3.4	(1.2)	9.7	2.4	14.3	10.9ppt	(5.1)	3.9	9.0ppt	
营业费用	595	678	713	983	1,074	80.4%	2,522	2,970	17.7%	运量上升，代理业务手续费上升
管理费用	305	329	357	548	471	54.2%	1,525	1,539	0.9%	公司加大可控成本的控制力度，管理费用增幅较小
财务费用	684	368	260	328	389	-43.2%	357	1,639	n.m.	汇兑收益 2009 年大幅减少，今年一季度贷款减少
资产减值损失	5	41	(1)	74	9	74.3%	2,022	118	n.m.	
公允价值变动收益	422	2,392	145	816	463	9.8%	(6,401)	3,775	n.m.	主要是燃油套保和公允价值变动净收益
投资收益	14	(43)	5	2	1	-89.6%	106	(23)	-121.5%	
营业利润	(850)	829	(73)	(856)	753	n.m.	(14,846)	(950)	n.m.	
营业利润率 (%)	(9.5)	9.7	(0.6)	(7.8)	4.8	14.3ppt	(35.5)	(2.4)	33.1ppt	
营业外收入	877	371	154	202	63	-92.8%	906	1,604	77.0%	2009 年收到民航基础建设基金返还，今年一季度则没有
营业外支出	3	5	9	(2)	4	43.6%	45	14	-68.5%	
利润总额	24	1,195	72	(651)	812	n.m.	(13,985)	640	n.m.	
所得税	13	1	15	52	25	96.7%	61	81	33.0%	
少数股东损益	(29)	61	34	(47)	17	n.m.	(118)	20	-116.5%	
净利润	40	1,133	23	(657)	770	1819.8%	(13,928)	540	n.m.	
净利润率 (%)	0.4	13.3	0.2	(6.0)	4.9	4.5ppt	(33.3)	1.4	34.6ppt	
每股收益 (元)	0.004	0.118	0.002	(0.069)	0.068	n.m.	(1.45)	0.06	n.m.	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 历史及预测的财务数据

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表					
主营业务收入净额	43,541	41,842	39,831	60,154	69,767
(+/-%)	18.3	(3.9)	(4.8)	51.0	16.0
主营业务成本	37,650	43,076	37,248	51,041	57,619
(+/-%)	10.6	14.4	(13.5)	37.0	12.9
主营业务利润	4,799	(2,125)	1,564	7,574	10,364
(+/-%)	163.6	(144.3)	173.6	384.2	36.8
营业利润	-162	(8,551)	(4,702)	(113)	2,131
(+/-%)	(93.8)	(5,377.1)	(155.0)	(102.4)	1,783.7
利润总额	725	(13,985)	640	2,402	3,449
(+/-%)	(125.5)	(2,029.4)	104.6	(275.3)	(43.6)
净利润	604	(13,928)	540	1,658	2,345
(+/-%)	(121.7)	(2,406.1)	103.9	207.1	41.5
现金流量表					
经营活动现金流	4,935	3,465	4,789	13,654	14,545
投资活动现金流	(2,265)	(7,613)	(5,036)	(12,846)	(12,905)
融资活动现金流	(3,003)	5,944	(1,468)	(3,773)	432
现金及现金等价物净增加额	-332	1,796	-1,716	-2,966	2,071
资产负债表					
流动资产	9,690	10,401	6,864	6,971	10,059
长期投资和固定资产	54,079	60,180	62,754	80,307	85,742
无形资产及其他资产	2,632	2,524	2,344	11,580	11,450
流动负债	36,306	54,565	36,257	52,542	59,929
长期负债	26,975	29,683	32,148	31,956	29,999
少数股东权益	705	534	510	750	1,267
股东权益	2,518	-11,599	3,104	13,710	16,055
财务指标					
税前利润率 (%)	1.7	(33.4)	1.6	4.0	4.9
净利润率 (%)	1.4	(33.3)	1.4	2.8	3.4
息税折旧摊销前利润率 (%)	4.9	(19.7)	15.1	14.2	15.7
股本回报率 (%)	24.0	n.m.	17.4	12.1	14.6
资产收益率 (%)	0.9	(19.0)	0.7	1.7	2.2
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益 (%)	1,833.0	(455.3)	1,456.9	392.4	328.6
资产负债率 (%)	95.2	115.1	95.0	85.4	83.8
流动比率	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

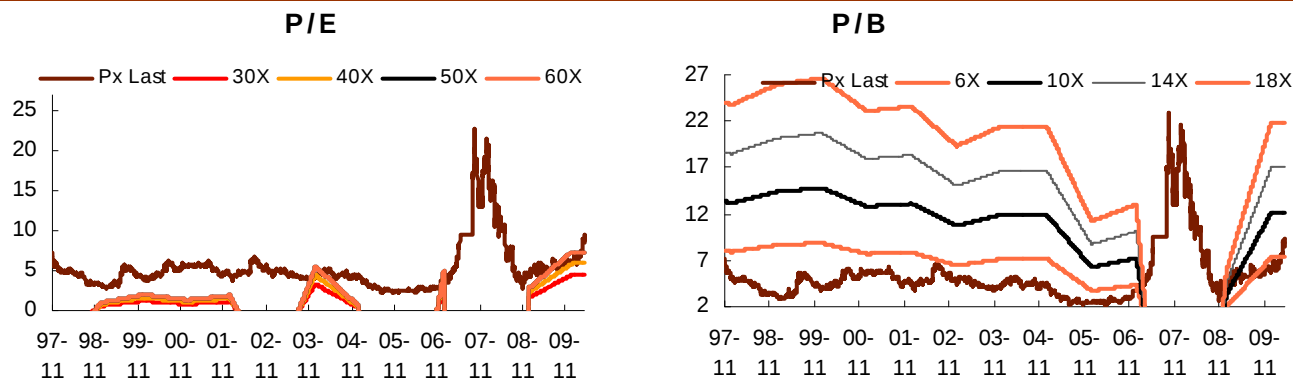
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值

	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			10-4-19	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	15.72	n.m.	17.3	12.4	10.6	n.m.	8.5	7.1	6.2	1.5	1.4	1.3	1.2	
新加坡航空	SIA SP	SGD	14.96	16.6	72.3	15.0	11.1	6.0	8.0	5.1	4.3	1.4	1.3	1.2	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	283.00	n.m.	n.m.	100.0	36.9	11.9	19.8	8.7	6.9	1.5	1.6	1.6	1.5	
大韩航空	003490 KS	KRW	65200.00	n.m.	n.m.	19.2	19.2	16.6	0.0	0.0	0.0	1.4	1.7	1.6	1.6	
韩亚航空	020560 KS	KRW	5700.00	n.m.	n.m.	115.2	26.0	n.m.	0.0	0.0	0.0	1.4	1.2	1.3	1.3	
中华航空	2610 TT	TWD	12.05	n.m.	177.2	60.3	23.2	22.1	13.1	11.6	10.2	1.3	1.5	1.6	1.5	
长荣航空	2618 TT	TWD	14.60	n.m.	n.m.	30.2	14.8	277.3	12.0	10.2	8.9	1.3	2.3	1.7	2.3	
快达航空	QAN AU	AUD	2.92	52.1	22.6	11.5	10.0	8.3	5.1	3.8	3.5	1.2	1.1	1.1	1.0	
泰国航空	THAI TB	THB	22.50	5.2	5.5	4.8	4.3	6.0	5.1	4.7	4.5	0.7	0.6	0.6	0.5	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.22	9.3	n.m.	19.5	10.4	n.m.	26.1	6.8	4.7	6.2	2.6	1.9	1.6	
平均值				20.8	59.0	38.8	16.6	49.8	9.8	5.8	4.9	1.8	1.5	1.4	1.4	
中值				13.0	22.6	19.3	12.9	11.9	8.3	6.0	4.6	1.4	1.4	1.4	1.4	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	226.40	n.m.	n.m.	n.m.	16.9	5.7	8.9	4.0	3.1	1.6	1.9	1.9	1.7	
汉莎航空	LHA GR	EUR	12.13	n.m.	356.6	14.2	8.6	4.8	4.0	3.1	2.8	0.9	0.9	0.9	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	11.85	n.m.	n.m.	n.m.	13.4	7.2	24.5	7.0	4.6	0.6	0.7	0.7	0.7	
平均值				n.m.	356.6	14.2	12.7	5.2	6.5	3.6	2.9	1.2	1.4	1.4	1.3	
中值				n.m.	356.6	14.2	12.7	5.2	6.5	3.6	2.9	1.2	1.4	1.4	1.3	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	8.03	n.m	18.7	18.7	15.8	40.8	14.3	14.7	13.1	4.3	3.5	3.0	2.4	
南方航空	1055 HK	HKD	3.69	n.m	79.0	9.2	13.6	n.m.	16.8	9.9	10.7	3.0	2.5	1.9	1.6	
东方航空	670 HK	HKD	3.71	n.m.	185.4	23.0	15.1	n.m.	15.3	11.0	10.3	n.m.	25.4	3.1	2.5	
平均值				n.m.	94.4	17.0	14.8	40.8	15.4	11.9	11.4	3.7	10.5	2.7	2.2	
中值				n.m.	79.0	18.7	15.1	40.8	15.3	11.0	10.7	3.7	3.5	3.0	2.4	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	12.99	n.m	34.0	35.0	31.7	40.1	21.0	18.4	15.1	8.0	6.7	5.7	4.9	
南方航空	600029 CH	CNY	8.41	n.m	188.0	24.1	37.2	n.m.	21.0	14.2	15.0	7.9	6.5	5.0	4.4	
ST东航	600115 CH	CNY	8.53	n.m	151.4	58.0	41.0	n.m.	21.7	16.3	12.6	n.m.	26.3	7.0	6.0	
海南航空	600221 CH	CNY	7.97	88.6	32.5	29.3	33.2	n.m.	17.0	12.7	n.m.	4.6	4.0	3.5	3.2	
平均值				n.m	101.5	36.6	35.8	40.1	20.2	15.4	14.2	10.2	10.1	5.3	4.6	
中值				n.m.	92.7	32.2	35.2	40.1	21.0	15.2	15.0	8.0	6.7	5.4	4.7	

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。