



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26日

航空

研究部

陶薇

分析师, SAC 执业证书编号: S0080205070024

taovivian@cicc.com.cn

推荐

南方航空(600029.CH)

一季度业绩显示行业持续向好

主要财务信息

单位 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入净额	55,772	56,427	56,043	70,625	80,352
(+/-%)	19	1	(1)	26	14
主营业务利润	6,814	793	5,255	10,284	9,841
(+/-%)	28	(88)	563	96	(4)
EBITDAR	9,177	2,757	9,933	14,391	14,361
(+/-%)	16	(70)	260	45	(0)
净利润	2,032	(4,829)	358	3,901	2,519
(+/-%)	1,622	(338)	107	990	(35)
每股盈利 (元)	0.46	(0.74)	0.04	0.49	0.31
市盈率 (倍)	19.4	n.m.	201.2	18.5	28.6
每股经营现金 (元)	2.2	0.6	1.4	1.6	1.5
股价/经营现金 (倍)	4.1	15.2	6.5	5.8	5.9
EV/EBITDA (倍)	14.3	(91.5)	21.8	12.2	13.6
调整EV/EBITDAR(倍)	11.9	48.1	15.6	10.8	11.5
市净率 (倍)	3.3	8.4	7.0	4.9	4.2
净资产收益率 (%)	17.1%	-69.0%	3.5%	26.7%	14.7%
投入资本回报率 (%)	3.0%	-8.4%	2.4%	5.9%	3.1%
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 4.09	人民币 9.00
股票代码	1055.HK	600029.CH
日成交量 (百万股)	29.8	66.3
52周最高价/最低价	港币 4.14/1.64	人民币 9.41/4.82
总市值 (百万元)	港币 66,650	人民币 58,620
发行股数 (百万股)	8,004	8,004
其中: 流通股 (百万股)	2,482	1,500
主要股东 (持股比例)	南方航空集团 (55.2%)	

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600029.SH]	+0.11	+24.65	+43.54	+48.51
[上证A股指数]	-4.71	-2.99	-4.67	-9.02
[中金航空指数]	-1.01	+16.10	+33.98	+42.46

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

2010年一季度业绩好于预期:

南方航空 2010 年一季度取得营业收入 168.77 亿元, 增长 30.5%。营业成本上升 22.6% 达到 141.63 亿元。最终实现净利润 14.19 亿元, 合每股 0.18 元, 高于我们的预期, 也比公司之前预增公告中预期的盈利水平要高。

正面:

- 一季度旅客周转量大增 25.8%, 增速领先于其它国内竞争者。收益率水平也同比提高, 带动收入强劲增长。
- 扣除投资收益, 公司一季度主业息税前盈利达到 6.77 亿元, 创造了近年最高记录。
- 平均吨公里成本同比下降了 0.5%, 营业和管理费用合计占销售额比例为 9.5%, 同比下降了 1.3 个百分点。

发展趋势:

三月份运营数据和一季报都显示, 行业景气度的提升好于我们的预期。从南航的情况来看, 三月份国内, 国际和地区航线全面快速增长。预计随着航空市场景气度持续提升, 全年国内市场需求仍将保持良好增长, 同时国际和地区航线增速将高于国内市场。我们预期南航今年收入将显著提升。成本方面, 预计油价全年将维持在可控水平, 而燃油附加费也可以抵销部分油价上涨影响。总体来看, 在 2010 年航空业景气度持续提升的环境下, 南航的主业盈利将得到提升。二、三、四季度虽然没有投资收益贡献, 但根据年报情况南航的美元负债比例将进一步提高, 总规模仍为三大航中最大, 人民币升值也将进一步提升其 2010 年的利润水平。

盈利预测调整:

一季报航空公司的吞吐量和票价水平的增长均好于预期, 我们相应上调了 2010 年和 2011 年的盈利预测至 39.01 亿元 (0.49 元/股) 和 25.19 亿元 (0.31 元/股)。上调幅度分别为 29.6% 和 39.1%。

估值与建议:

公司目前对应的 10、11 年市净率分别为 4.9x 和 4.2x, 考虑完成本轮非公开发行后, 市净率水平将降至 3.6x 和 3.3x, 在航空板块中估值优势明显, 维持推荐评级。

图表 1：2010 年一季度业绩分析

科目 (单位: 百万元)	季度数据						中金点评
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	
主营业务净收入	12,932	11,950	15,948	15,213	16,877	30.5%	一季度航空市场景气度提高，量价齐升
吨公里收入（元/吨公里）	5.67	5.18	5.88	5.51	5.64	-0.6%	
主营业务成本	11,548	10,717	13,374	13,558	14,163	22.6%	油价格同比上升，燃油成本提高，同时运量增长
吨公里成本（元/吨公里）	3.22	2.96	3.23	3.32	3.20	-0.5%	
主营业务税金及附加	358	344	461	428	451	26.0%	
主营业务利润	1,026	889	2,113	1,227	2,263	120.6%	
主营业务利润率 (%)	7.9	7.4	13.2	8.1	13.4	5.5ppt	运量增长，费用相应增长
营业费用	976	948	1,159	1,173	1,148	17.6%	
管理费用	416	402	504	492	451	8.4%	
财务费用	408	446	285	257	300	-26.5%	
资产减值损失	-	14	-	43	-	n.m.	本期计入转让珠海MTU股权所得
公允价值变动收益（损失）	74	(5)	(28)	31	13	n.m.	
投资收益	8	211	89	39	1,106	n.m.	去年同期收到民航基础设施建设基金返还
营业利润	(692)	(715)	226	(668)	1,483	n.m.	
营业利润率 (%)	(5.4)	(6.0)	1.4	(4.4)	8.8	14.1ppt	
营业外收入	1,072	592	130	542	221	-79.4%	
营业外支出	2	15	1	12	3	50.0%	
利润总额	378	(138)	355	(138)	1,701	350.0%	
所得税	60	32	19	(208)	216	n.m.	
少数股东权益	96	14	52	34	66	-31.3%	
净利润	222	(184)	284	36	1,419	539.2%	
净利润率 (%)	1.7	(1.5)	1.8	0.2	8.4	6.7ppt	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：2010 年一季度运营数据

(百万)	10年3月	09年3月	变动率(%)	10年1至3月	09年1至3月	变动率(%)
客运						
可用座位公里	11,419	9,649	18.3	33,588	28,913	16.2
收入客公里	9,174	7,292	25.8	26,230	21,993	19.3
客座率 (%)	80.3	75.6	4.8ppt	78.1	76.1	2.0ppt
国内						
可用座位公里	9,630	8,225	17.1	28,175	24,638	14.4
收入客公里	7,803	6,350	22.9	22,249	19,194	15.9
客座率 (%)	81.0	77.2	3.8ppt	79.0	77.9	1.1ppt
国际						
可用座位公里	1,609	1,284	25.3	4,833	3,838	25.9
收入客公里	1,237	843	46.7	3,558	2,504	42.1
客座率 (%)	76.9	65.7	11.2ppt	73.6	65.2	8.4ppt
香港						
可用座位公里	180	140	28.3	580	437	32.8
收入客公里	134	98	36.6	423	296	42.9
客座率 (%)	74.8	70.2	4.6ppt	72.9	67.7	5.1ppt
货运						
货运吨公里	257	123	109.3	663	326	103.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

		2010E	2011E
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.58	0.59
	调整后	0.58	0.58
	(+/-%)	0.9	-0.4
客运周转量 (百万)	调整前	106,470	120,091
	调整后	108,062	122,750
	(+/-%)	1.5	2.2
客座率	调整前	76.6%	77.2%
	调整后	77.3%	77.7%
	(+/-%)	0.6%	0.5%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	68,652	78,752
	调整后	70,625	80,352
	(+/-%)	3	2
净利润 (人民币 百万)	调整前	2,795	1,811
	调整后	3,901	2,519
	(+/-%)	39.6	39.1
每股盈利 (人民币)	调整前	0.35	0.23
	调整后	0.49	0.31
	(+/-%)	39.6	39.1
EBITDA (人民币 百万)	调整前	7,962	7,999
	调整后	9,497	8,977
	(+/-%)	19.3	12.2

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：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	55,772	56,427	56,043	70,625	80,352
(+/-%)	19	1	(1)	26	14
主营业务成本	47,384	54,248	49,197	58,337	68,230
(+/-%)	17	14	(9)	19	17
主营业务利润	6,814	793	5,255	10,284	9,841
(+/-%)	28	(88)	563	96	(4)
营业利润	1,910	(4,062)	(2,211)	2,802	1,813
(+/-%)	(412)	(313)	46	227	35
利润总额	3,061	(4,748)	457	5,625	3,737
(+/-%)	900	(255)	110	(1,131)	34
净利润	2,032	(4,829)	358	3,901	2,519
(+/-%)	1,622	(338)	107	990	(35)
现金流量表					
经营活动现金流	9,647	3,874	11,046	12,421	12,258
投资活动现金流	(4,806)	(7,704)	(14,434)	(8,294)	(19,410)
融资活动现金流	(3,281)	4,655	3,081	(1,546)	1,686
现金及现金等价物净增加额	1,560	825	-307	2,581	-5,466
资产负债表					
流动资产	8,790	9,248	9,128	12,954	8,318
长期投资和固定资产	71,381	72,016	83,433	88,280	100,253
无形资产及其他资产	1,808	1,739	2,175	2,089	2,004
流动负债	42,543	41,279	37,782	40,923	44,787
长期负债	25,147	32,276	43,696	44,365	44,876
少数股东权益	2,440	2,447	2,899	3,442	3,800
股东权益	11,849	7,001	10,359	14,593	17,112
财务指标					
税前利润率 (%)	5.5	(8.4)	0.8	8.0	4.7
净利润率 (%)	3.6	(8.6)	0.6	5.5	3.1
息税折旧摊销前利润率 (%)	10.3	(2.0)	9.8	13.4	11.2
净资产回报率 (%)	17%	-69%	3%	27%	15%
资产收益率 (%)	2%	-6%	0%	4%	2%
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
净债务/股东权益 (%)	387.7	712.0	524.2	341.5	326.1
资产负债率 (%)	82.6	88.6	86.0	82.5	81.1
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1

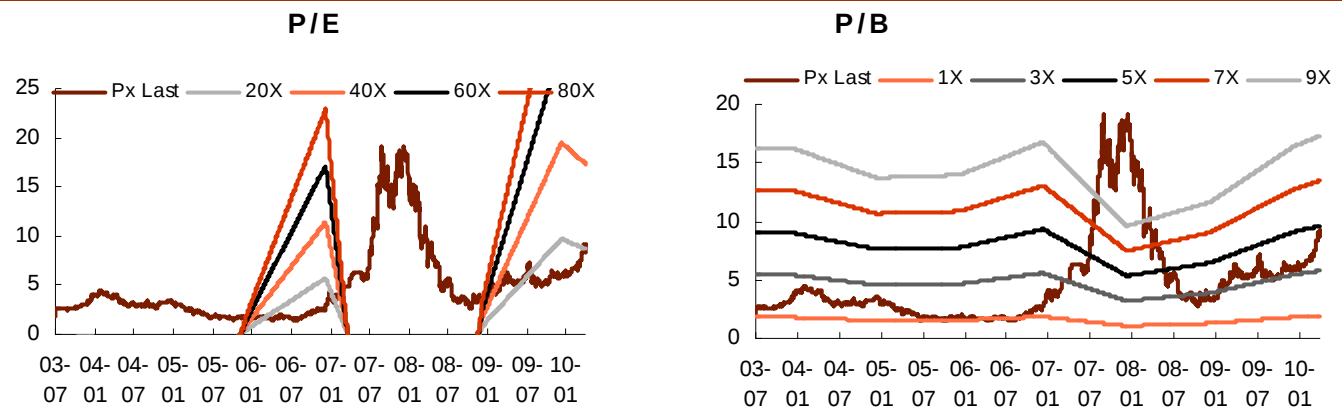
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率				
			10-4-23	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	16.70	n.m.	18.4	13.1	11.3	n.m.	8.8	7.4	6.4	1.6	1.5	1.4	1.2	
新加坡航空	SIA SP	SGD	15.36	17.1	74.2	15.4	11.4	6.2	8.3	5.3	4.4	1.4	1.4	1.3	1.2	
全日空	9202 JP	JPY	299.00	n.m.	n.m.	105.7	39.0	12.3	21.4	8.9	7.1	1.6	1.7	1.7	1.6	
大韩航空	003490 KS	KRW	66800.00	n.m.	n.m.	19.7	19.7	16.8	0.0	0.0	0.0	1.5	1.7	1.6	1.6	
韩亚航空	020560 KS	KRW	5740.00	n.m.	n.m.	116.0	26.2	n.m.	0.0	0.0	0.0	1.4	1.2	1.3	1.3	
中华航空	2610 TT	TWD	12.45	n.m.	183.1	62.3	23.9	22.4	13.2	11.8	10.3	1.4	1.5	1.7	1.6	
长荣航空	2618 TT	TWD	14.45	n.m.	n.m.	29.7	14.7	276.2	12.0	10.2	8.8	1.3	2.3	1.7	2.3	
快达航空	QAN AU	AUD	2.89	51.6	22.4	11.3	9.9	8.3	5.1	3.7	3.5	1.1	1.1	1.0	1.0	
泰国航空	THAI TB	THB	24.30	5.6	5.9	5.2	4.7	6.1	5.1	4.8	4.6	0.8	0.7	0.6	0.6	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.20	9.2	n.m.	19.3	10.3	n.m.	25.9	6.7	4.7	6.1	2.6	1.9	1.5	
平均值				20.9	60.8	39.8	17.1	49.7	10.0	5.9	5.0	1.8	1.6	1.4	1.4	
中值				13.1	22.4	19.5	13.0	12.3	8.6	6.0	4.6	1.4	1.5	1.5	1.4	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	231.60	n.m.	n.m.	n.m.	17.3	5.8	9.0	4.1	3.1	1.6	2.0	1.9	1.8	
汉莎航空	LHA GR	EUR	12.62	n.m.	525.6	14.9	9.4	4.9	4.2	3.2	2.8	0.9	1.0	0.9	0.8	
法国航空	AF FP	EUR	12.15	n.m.	n.m.	n.m.	13.7	7.3	24.7	7.1	4.6	0.6	0.7	0.8	0.7	
平均值				n.m.	525.6	14.9	13.3	5.3	6.6	3.7	3.0	1.3	1.5	1.4	1.3	
中值				n.m.	525.6	14.9	13.3	5.3	6.6	3.7	3.0	1.3	1.5	1.4	1.3	
国内航空公司（港股）																
中国国航	753 HK	HKD	8.31	n.m	18.5	12.7	11.0	42.7	16.1	13.2	11.6	4.5	3.8	2.8	2.2	
南方航空	1055 HK	HKD	4.09	n.m	87.5	7.2	11.1	n.m.	17.4	8.5	9.7	3.4	2.8	1.9	1.6	
东方航空	670 HK	HKD	4.29	n.m.	214.4	26.0	17.5	n.m.	16.4	11.7	11.0	n.m.	29.3	3.5	2.8	
平均值				n.m.	106.8	15.3	13.2	42.7	16.6	11.1	10.8	3.9	12.0	2.7	2.2	
中值				n.m.	87.5	12.7	11.1	42.7	16.4	11.7	11.0	3.9	3.8	2.8	2.2	
国内航空公司（A股）																
中国国航	601111 CH	CNY	13.95	n.m	34.0	25.1	22.5	42.0	20.0	16.1	13.8	8.6	7.1	5.7	4.7	
南方航空	600029 CH	CNY	9.00	n.m	201.2	18.5	28.6	n.m.	21.8	12.2	13.5	8.4	7.0	4.9	4.2	
ST东航	600115 CH	CNY	9.47	n.m	168.1	64.4	45.5	n.m.	23.3	17.4	13.5	n.m.	29.2	7.8	6.7	
海南航空	600221 CH	CNY	8.10	90.0	33.1	32.7	33.8	n.m.	17.1	12.8	n.m.	4.7	4.1	3.6	3.3	
平均值				n.m	109.1	35.2	32.6	42.0	20.6	14.6	13.6	10.5	10.9	5.5	4.7	
中值				n.m.	101.0	28.9	31.2	42.0	20.6	14.5	13.5	8.5	7.0	5.3	4.4	

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 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。