

新一轮上升周期已经展开

推荐 维持评级

核心观点:

- **消费升级支持航空需求快速恢复。**

2009年以来,在消费升级推动下,航空客运开始出现快速恢复上升态势,航空货运运输下滑明显减缓,航空需求开始出现全面恢复。

- **旅客运输: 开始出现快速上升趋势。**

1、国内旅客运输需求连续三个月快速上升,国内客运增长速度已经恢复到接近历史最好的水平。

2、国际客运需求下降趋势明显减缓,有希望逐步恢复上升趋势。

- **货物运输:、内贸转入上升、外贸逐步企稳。**

1、内贸航空货运量出现止跌回升趋势。

2、外贸航空货运下降也明显放缓。

- **运营: 客座率全面恢复上升,载运率下降减缓。**

2009年1-2月航空客座率快速上升,南航和国航分别78.4%和76.8%水平,分别接近历史最好水平;货运载运率下降速度明显减缓。

- **经营: 成本大幅下降、盈利快速上升**

2009年,由于油价大幅度下降,航空业公司的经营成本将平均下降15%左右,毛利率大幅度上升导致经营利润大幅度上升。

- **估值: 关注行业上升大周期业绩大增的机会。**

航空运输公司估值将发生重大变化。我们给予航空行业和公司2009年平均20倍市盈率估值水平。由于需求快速恢复、运价持续上升,我们将继续维持行业为“推荐”评级。关注“中国国航”和“南方航空”等公司,以及有重组和世界博览会题材的“东方航空”等。

分析师

毛昂

✉: maoang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8732

相关研究

1. 中国国航投资价值报告 09.02.27
2. 2009年交运业投资策略报告 08.11.10
3. 2008年交运业投资策略报告 08.01.01
4. 2008年下半年投资策略报告 08.05.08

需要关注的重点公司

股票名称	代码	评级	股价(元)	目标价(元)	PE (X)			08-10EPS CAGR	ROE2009
					2008	2009	2010		
中国国航	601111	推荐	5.01	7.02	-	14.31	11.65	15.34%	16.06%
南方航空	600029	推荐	4.67	6.22	-	16.16	12.22	13.87%	15.27%
东方航空	600115	推荐	4.71	5.92	-	23.86	12.85	18.71%	25.93%
上海航空	600591	谨慎推荐	4.60	5.42	-	26.37	16.16	16.93%	16.52%
海南航空	600221	谨慎推荐	4.06	4.62	-	31.31	19.27	15.24%	7.31%

资料来源: 中国银河证券研究所

股票价格截止日---2009年3月17日

投资概要：需求快速恢复、运价稳步上升、进入上升周期

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 我们预计，在 2009 年，在中国 GDP 增长保持 8.1% 增长的条件下，航空运输行业旅客运输周转量和货运周转量增长率分别为 12% 和 1%，货物运输有一定下滑、旅客运输全面恢复。需求快速恢复和行业整合是航空运输行业驱动因素。

(2) 我们假设：2009 年国际石油价格将大幅度下降 55%（平均 45 美元/桶），人民币对美元汇率将上升 3.0%，航空需求增长将使得航空客座率和票价水平平均上升 3 个百分点和 1 个百分点，货运载运率将下降 1 个百分点。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为：全球经济调整对中国航空运输行业影响巨大，中国经济减速态势将严重影响航空行业，航空运输行业属于强周期行业，增长将出现负增长。

我们认为：航空旅客运输业应该属于消费行业，航空货运是属于周期行业。中国消费行业潜力巨大，航空业长期将继续保持快速发展的趋势。

2009 年 1-2 月国内航空旅客运输出现运输周转量、客座率水平、票价水平均出现快速恢复的上升趋势，已经接近历史最好水平，货运运输下降速度也已经明显放缓，预计二季度将探底回升。

同时，在航空燃油大幅度下降 50% 左右的情况下，航空公司经营成本大幅度下降 18% 以上，毛利率平均将上升 12 个百分点以上，航空公司将从全面亏损转为全面盈利趋势，2009 年航空运输行业和公司将存在相当大的投资机会。

行业估值与投资建议：

考虑到中国航空运输的消费刚性以及中国航空长期增长的巨大潜力。我们给予航空运输给予其 2009 年 20 倍的市盈率的估值水平。我们给予行业总体继续“推荐”的投资评级，关注资产注入及增长预期的重点公司，如中国国航、南方航空和东方航空等公司。

行业表现的催化剂：

行业收购、兼并和整合以及打破交通运输行业垄断是体现行业投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009 年-2010 年发生的可能性最大，相应的也是进行相应子行业投资的较优时机。此外，资产注入也是体现投资价值的催化剂。

主要风险因素：

需求变化和运力投放加速以及燃油价格变动有可能导致运输波动超过我们的预期，并给运输公司带来更大的成本压力，从而影响我们对重点公司的盈利预测。

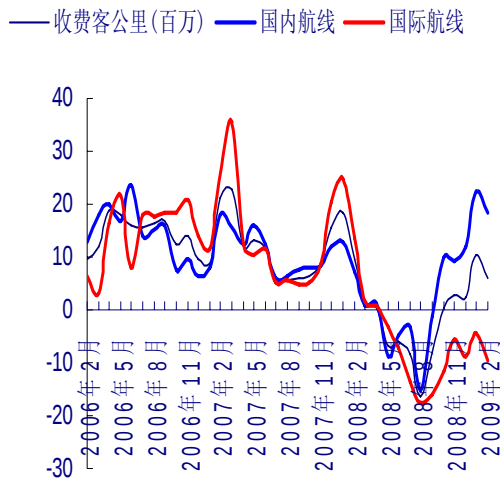
目 录

一、航空需求出现快速上升趋势.....	4
二、客座率上升明显、载运率快速反弹.....	5
（一）全球经济减速：货运增长下滑	5
（二）运营：客座率显著恢复、载运率跌幅收窄	6
三、油价大跌成本大降、经营利润大幅上升.....	6
（一）油价进入大下降周期	6
（二）运输增长率：国内上升、国外下滑	8
（三）利润：进入快速上升轨道	8
（四）敏感性分析：国内外燃油价格对利润的影响	9
四、行业估值和投资建议：业绩大升 重新定位.....	10
（一）估值：短期估值合理 长期潜力巨大	10
（二）中国国航（601111）：中国航空龙头 快速恢复上升	11
五、行业表现的催化剂	13
六、风险分析	13
（一）航油大幅度上涨的风险	13
（二）期权损失延期的风险	13
插图目录	14
表格目录	14

一、航空需求出现快速上升趋势

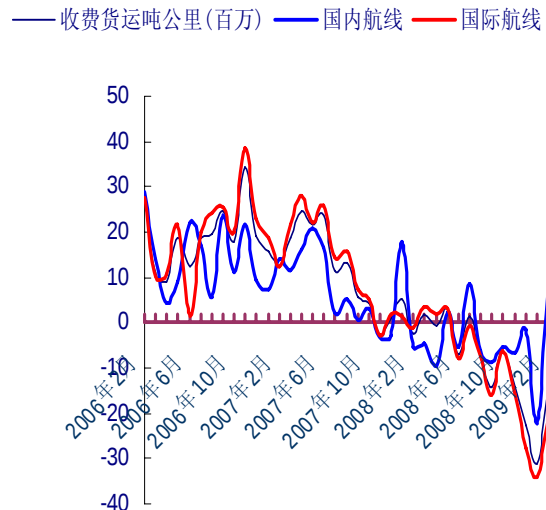
根据各个航空公司公布的 2009 年 1 月—2 月统计数据，我们看到收费客公里、客运量增长明显加速，收费货运吨公里出现快速反弹趋势。我们仅仅以中国国航的运营数据为例子进行分析说明。

图 1: 收费客公里增速: 国内上升强劲、国际下降减缓



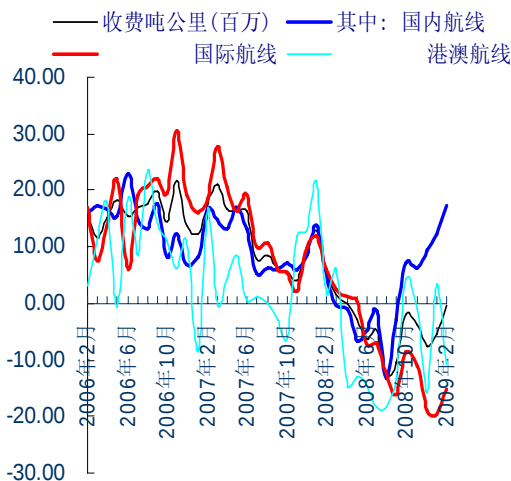
资料来源: 公司网站 中国银河证券研究所

图 2: 收费货运吨公里增速: 国内快速反弹、国际下降趋缓



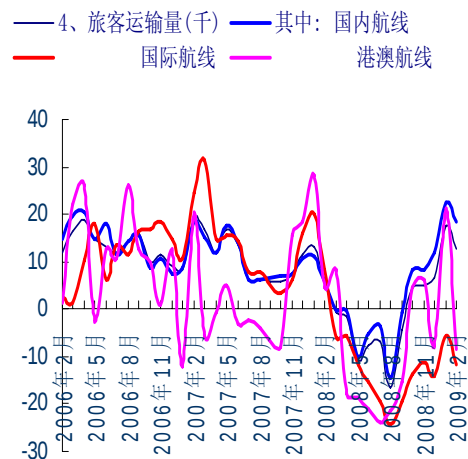
资料来源: 公司网站 中国银河证券研究所

图 3: 收费吨公里增速: 国内快速上升、国际下降减缓



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 4: 旅客运输量增速: 国内恢复惊人、国际快速反弹



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

综合分析，收费客公里增长幅度快速上升，其中国内航线增长速度已经超过 2007 年水平，接近历史最好的 2006 年的增长水平，航空旅客运输量增长速度已经接近历史最好水平，其中国内航线已经超过历史最好的增长水平。收费货运吨公里指标也出现大幅度反弹迹象，其中国内航线 2 月份已经

恢复到正增长水平。我们看好中国国航和南方航空这样国内干线航空的骨干公司，同时也关注：具有快速恢复能力的东方航空。

二、客座率上升明显、载运率快速反弹

（一）全球经济减速：货运增长下滑

2009-2010 年全球经济减速引发中国经济减速，对中国交通运输业影响非常大，特别是对于航空运输行业的货物运输业务影响非常严重。由于我们预计 2009 年的 GDP 增长幅度为 8.0%，按照货运平均弹性系数分析，2009 年总体货运运输增速将放缓到 2.31%，航空货运同比将仅仅增长 1.62 个百分点。

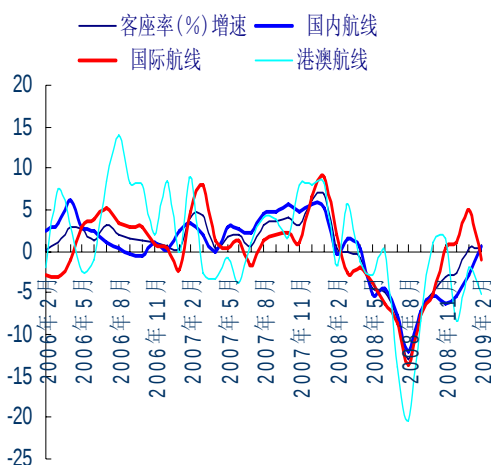
表 1：货物运输周转量 总体增长放缓

	国内生产总值	货物周转量	水运	民航	铁路	公路
2002A	120333	47872	26181	50	15086	6555
2003A	135823	55663	32275	58	16321	7010
2004A	159878	66378	40412	71	18273	7621
2005A	183868	77607	48320	78	20734	8476
2006A	210871	85592	53908	91	21947	9647
2007A	242518	97349	62182	116	23793	11258
2008E	265800	105624	66721	125	25854	12924
2009E	287064	108103	65253	127	28165	14552
2010E	307158	112460	65384	140	30734	16197

资料来源：WIND 中国银河证券研究所

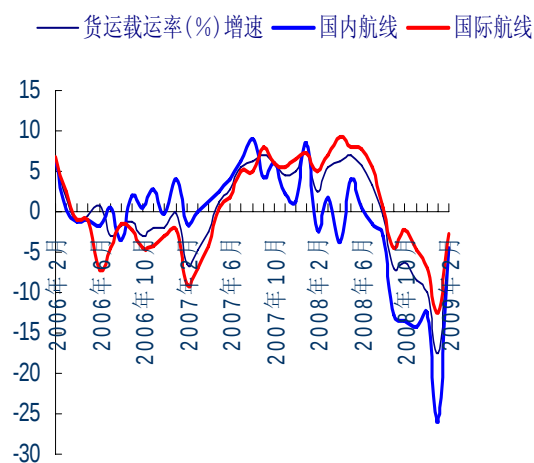
单位：亿元、亿吨公里

图 5：客座率增速：出现明显止跌回升趋势



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 6：货运载运率增速：大跌后出现强劲反弹

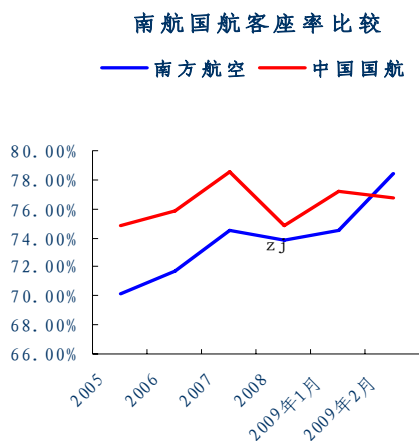


资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

(二) 运营：客座率显著恢复、载运率跌幅收窄

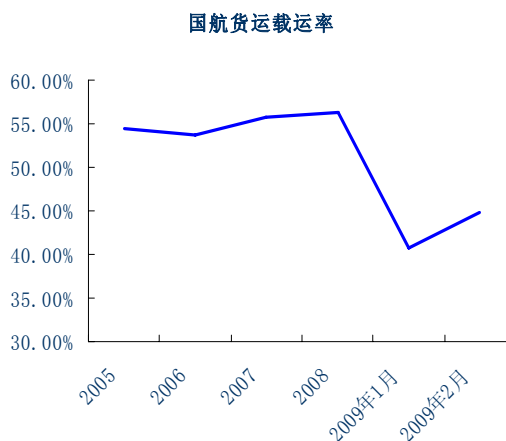
2009 年 1-2 月，在扩大内部需求、鼓励消费的政策支持下，中国航空旅客客座率快速止跌回升，国内航空客座率已经出现 2 月份已经出现正增长，而国际旅客客座率已经连续三个月出现上升局面，这是非常良好的运营水平，随着春季和夏季旅游季节的来临，我们预计，到 2009 年的 2-3 季度国内外旅客运输将再次进入高峰时期，我们预计客座率将出现不断上升的局面。

图 7：客座率：南航快速上升、国航止跌回升



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

图 8：货运载运率：大跌后初步反弹



资料来源：国家统计局 中国银河证券研究所

2009 年 1-2 月，运输载运率出现大幅度下降后，快速反弹的局面，说明航空货物运输还是有相当市场的，一旦国内外经济开始逐步开始恢复，航空货运的快速性必然是高级长途快速运输的首要选择。特别是国务院通过了国家《物流振兴规划》，航空货运必然成为全球快速物流的最重要的组成部分。中国快速物流的长期潜力是巨大的，我们预计 2009 年下半年，航空货运将恢复正增长趋势。

三、油价大跌成本大降、经营利润大幅上升

(一) 油价进入大下降周期

图 9：纽约原油连续月线：原油暴跌、低位徘徊



资料来源：中国银河期货公司

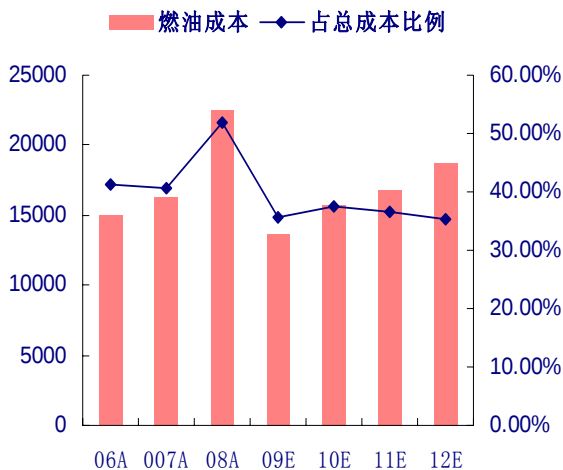
2008 年 7 月，纽约原油大涨到历史新记录 147 美元/桶，虽后连续 8 个月原油出现大幅度暴跌走势，

从 147 美元/桶，暴跌到 32 美元/桶，下降幅度达到惊人的 78% 水平，几乎下降到 2002 年水平。从大周期分析，石油价格已经进入大型下降周期，还要继续维持 10 个月到 22 个月，全球经济增长明显减弱也将继续相当长的时期。所以我们通过超级大周期理论分析，认为全球石油价格将在中期维持 30-60 美元/桶范围进行波动，平均价格为 45 美元/桶，相应的航油在 55 美元/桶，中国国内的航空燃油价格平均将在 4500 元人民币/吨的水平，对于中国航空业和公司经营应该是非常大支持。

（二）燃油价格下降导致成本快速下降、毛利率大幅上升

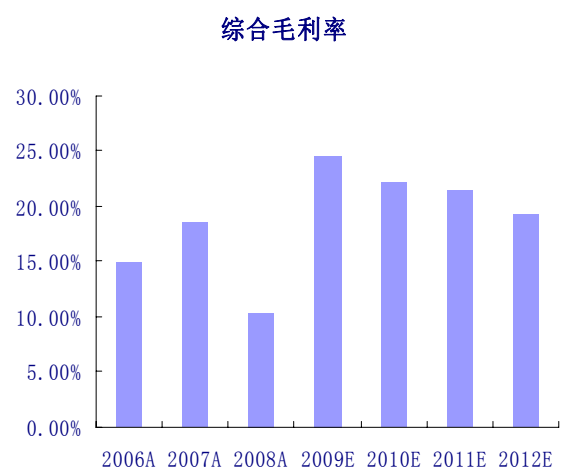
根据我们对国航公司周转量的估计，我们预测 2009 年运营需要采购燃油 302 万吨，其中国外采购需求为 116 万吨，国外采购平均价格中性预测为 4000 元/吨（乐观为 3000 元/吨、悲观为 5000 元/吨）；

图 10：燃油成本和比例：大幅度下降（百万元，%）



资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

图 11：综合毛利率：超过历史最好水平



资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

表 2：国航航油成本分析表

航油成本分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
国际石油	57	67	75	105	50	55
航油价格（美元桶）	68.84	80.04	89	122.6	60	66.6
国内航油（人民币吨）	4150	4777	5430	6530	4500	4250
平均每吨折桶	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
国内航油折美元桶	65.52	79.02	92.70	119.94	85.85	83.70
国内外航油差幅	-1.01%	2.68%	8.32%	1.74%	30.53%	30.70%
人民币年平均汇率	8.12	7.75	7.51	6.98	6.72	6.51
国内外运输比例	29%	30%	31%	32%	32%	33%
综合航油价格	68.3	81.5	94.1	124.1	87.9	80.9
燃油占成本比例	36.60%	39.60%	41.54%	44.34%	28.43%	30.42%
毛利率	15.88%	13.29%	16.13%	10.07%	22.21%	21.39%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

国内采购为 186 万吨，国内采购平均价格中性预测为 4800 元/吨（乐观为 4000 元/吨、悲观为

5800 元/吨); 国内外采购燃油总成本中性为 136 亿元(乐观为 110 亿元, 悲观为 166 亿元), 总平均采购成本 4503 元/吨。比较 2008 年的 293 万吨, 平均采购价格 7636 元/吨, 国内外采购燃油总成本为 223 亿元。

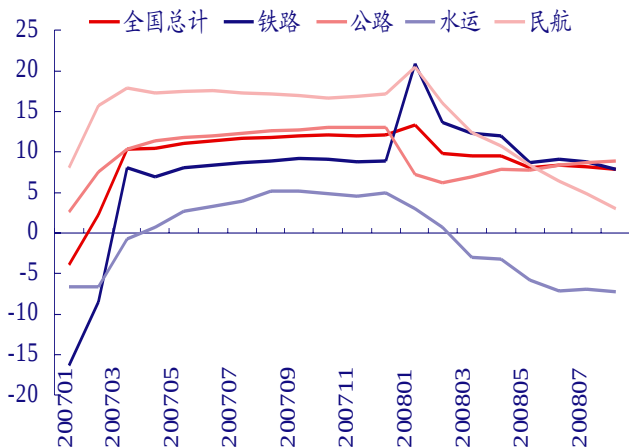
这样以中国国航为例子, 2009 年公司在燃油采购增长 3% 的情况下, 燃油采购总成本中性估计为下降 87 亿元(乐观下降 115 亿元, 悲观预测下降 59 亿元), 中性预测燃油总成本大幅度下降 39% 左右, 2009 年公司运营总成本将从 2008 年的 433 亿下降到 393 亿。

(二) 运输增长率: 国内上升、国外下滑

从货运月度增长率分析, 水运增长连续大幅度下滑, 航空货运下滑幅度也不小, 公路保持 15% 左右的高增长, 铁路维持 8% 左右的稳健增长。总体增长也出现逐月连续下滑局面。

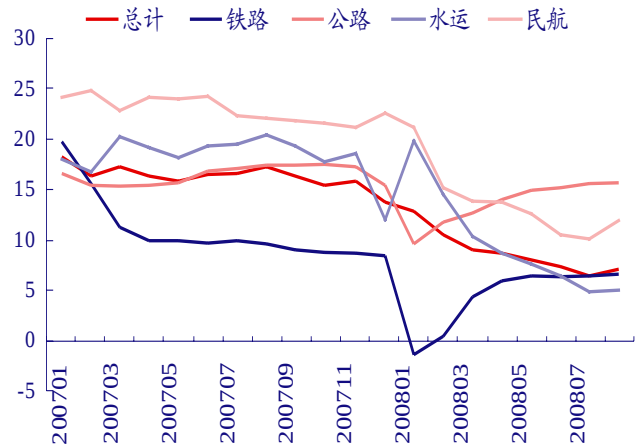
综合分析: 外需运输增长明显下滑, 主要是海洋运输出现严重的需求下降局面, 而内部需求增长主要是消费升级带动的航空旅客运输需求的快速增长。

图 12: 客运增长: 航空探底回升、公路上升、铁路维持



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

图 13: 货运增速: 海运空运跳水、公路铁路上升



资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究所

从货运月度增长率分析, 水运增长连续大幅度下滑, 航空货运下滑幅度也不小, 公路保持 15% 左右的高增长, 铁路维持 8% 左右的稳健增长。总体增长也出现逐月连续下滑局面。

综合分析: 外需运输增长明显下滑, 主要是海洋运输出现严重的需求下降局面, 而内部需求的增长主要表现在旅游、商务等快速航空的需求的大幅度上升, 公路铁路也维持小幅度上升局面。

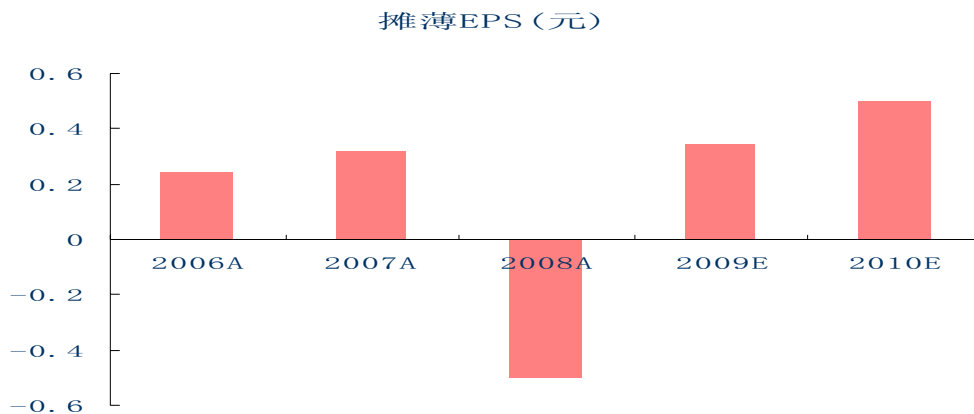
(三) 利润: 进入快速上升轨道

由于航油成本大幅度下降, 同时航空收入处于稳健增长态势, 所以公司航空业务经营毛利率将出现大幅度上升局面, 我们预测 2009 年和 2010 年公司经营毛利率将上升到 24.6% 和 22.3%, 达到近六年最好水平, 航空业和国航公司经营将出现一个大幅度盈利上升的黄金时期。

2009 年行业和公司经营已经重新进入全面恢复的发展阶段, 国内航空旅客运输需求已经率先出现快速上升的趋势, 国际航空旅客运输需求下降趋势也开始明显减缓, 有希望在 2 季度或者 3

季度恢复上升增长趋势，公司客座率水平有希望恢复历史最好水平，公司优质的服务将进一步提高票价水平，进一步提升公司的盈利水平；货运下降虽然将继续，但是下半年将有希望逐步好转，总体货运收入仅仅占总收入的 8%-10% 水平，所以货运下滑对于经营的影响还是十分有限的。

图 14: 国航经营净利润: 快速恢复上升轨道



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

2009 年航空行业 and 公司在需求大幅度回升，客座率明显恢复、燃油成本大幅度下降，经营净利润将进入上升的黄金经营时期，盈利水平将创造历史最好水平。

(四) 敏感性分析: 国内外燃油价格对利润的影响

根据我们的运营预测，以中国国航为例子，按照公司国际和国内各 50% 的运营比例，国

表 3: 中国国航燃油敏感性分析

公司 2009 年每股收益		新加坡国际航空燃油 (美元/桶)					
		50	60	70	80	90	100
国内航油价格 (人民币元/吨)	4000	0.426	0.392	0.357	0.341	0.307	0.272
	4500	0.380	0.346	0.312	0.295	0.261	0.227
	5000	0.347	0.313	0.278	0.250	0.215	0.181
	5500	0.301	0.267	0.233	0.204	0.170	0.135
	6000	0.256	0.221	0.187	0.159	0.124	0.090
	6500	0.216	0.182	0.147	0.113	0.079	0.044
	7000	0.171	0.136	0.102	0.067	0.033	-0.002

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

际运营的燃油按照新加坡国际航空燃油估计，国内燃油按照国家发展改革委员会的航空燃油的控制价格计算，国际业务部分按照新加坡国际航空燃油 50—100 美元/桶、国内业务部分按照 4000—7000 元人民币/吨进行敏感性分析，结果为公司 2009 年每股收益。

四、行业估值和投资建议：业绩大升 重新定位

（一）估值：短期估值合理 长期潜力巨大

由于中国航空公司 2008 年经营出现全行业亏损局面，我们主要对 2009-2010 年进行分析，根据国际著名的 Bloomberg 系统统计分析，以中国国航为例子，2009-2010 年国航公司 ROE 水平分别为 6.5% 和 7.8%，高于国际平均水平 2.2%，但是 2009 年 PE 水平 60 倍和 PB 水平 1.97 倍，我们认为，国际普遍分析，公司 2009 年业绩收益比较低，主要是对于全球经济的悲观和公司燃油期权亏损的延期计算的担心，但是 PB 高于平均水平是实际的，说明市场对于公司的长期发展是看好的，通过经营提高净资产水平，将逐步降低 PB 水平。

表 4：国内外航空公司相对比较

简称	价格	EV_EBITDA	ROE08	ROE09	ROE10	PE08	PE09	PB
平均	2306	18.14	-5.6	2.2	9.5	5.9	21.1	0.96
中国国航	5.07	21.93	-11.9	6.5	7.8	-	60.2	1.97
新加坡航空	10.14	3.07	7.8	5.8	8.3	10.7	13.6	0.88
日本航空	178	8.98	-1.8	-9.8	6.5	-	-	1.58
CHINA MERCHANT	14	9.66	13.5	10.9	9.8	8.7	9.1	1.11
CATHAY PAC AIR	8.21	45.01	-11.8	0.5	4.1	-	-	0.66
美国得尔塔航空	5.71	2.57	23.9	10.2	-	4.0	2.5	0.74
南方航空-H	1.31	24.67	-11.8	-2.8	5.9	-	-	0.58
东方航空-H	1.11	102.02	-142.6	-75.7	30.9	-	-	1.67
QANTAS AIRWAYS	1.75	3.80	5.6	6.5	8.1	10.0	8.4	0.59
BRIT AIRWAYS PLC	134.2	4.75	-8.6	-7.6	6.7	-	-	0.54
韩国航空	34200	-	27.7	7.1	-	2.9	10.1	0.51
AMR CORP	4.57	3.28	47.9	46.3	-	2.7	1.9	1.33
CONTINENTAL AI-B	11.13	2.73	40.3	32.7	-	2.4	2.3	1.09
中华航空	6.65	-	-75.7	-11.5	-0.4	-	98.7	0.49
AEROFLOT-CLS	0.68	3.41	13.8	13.6	16.4	6.4	3.6	0.65

资料来源：Bloomberg

按照我们对公司 2009 年和 2010 年业绩预测，我们认为按照 20 倍 PE 水平进行相对估值，国航公司的股票合理价格应该达到 7.00 元和 8.60 元，所以目前航空业的股票价格应该严重是低估的。需要指出的是，目前我们的股票的估值仅仅是计算公司存量资产的内生性发展潜力，实际上中国许多大型航空公司已经成为中国有影响力的品牌航空公司，已经具有收购兼并国内外中型航空公司的基本实力，未来几年全球和中国航空业必然面临大洗牌大重组，公司外延扩张的潜力也是巨大的，公司的收入和利润就将存在一系列跳跃式发展，股票的估值水平还有相当大的上升空间。

(二) 中国国航(601111): 中国航空龙头 快速恢复上升

表 5: 公司业绩预测表

维持评级 推荐

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	43411	49739	49316	50912	53785
EBITDA(百万元)	6086	9285	4487	11409	11750
净利润(百万元)	2977	3881	-6130	4258	5232
摊薄 EPS(元)	0.24	0.32	-0.50	0.35	0.43
PE(X)	16.13	12.37	-	11.28	9.18
EV/EBITDA(X)	11.57	7.89	15.68	6.21	5.05
PB(X)	1.50	1.53	1.80	1.27	1.11
ROIC	2.95%	4.27%	-1.07%	6.57%	7.44%
总资产周转率	0.58	0.58	0.56	0.57	0.58

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

(1) 我们预计, 2009 年公司客运和货运输周转量增长率分别为 6.90% 和 1.50%, 客运将有相当恢复、货运输探底启稳; 2010 年公司客运和货运输周转量增长率分别为 9.82% 和 4.88%; 国内航空需求稳健增长和行业整合是公司主要驱动因素。(2) 我们假设: 2009 年国际石油价格将大幅度下降 55%(全年平均 45 美元/桶), 国内燃油价格再次下调 5%(全年平均 4500 元/吨)。人民币对美元汇率将小幅上升 3.0%, 公司客座率和客票水平将止跌回升, 预计 2009 年分别回升 1 个百分点和 2 个百分点。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为: 全球经济调整对中国航空运输行业影响比较大。我们认为: (1) 航空客运应该属于消费行业, 中国航空客运将恢复两位数的增长速度; 航空货运下滑趋势也将明显减弱, 预计下半年将转入再次转入上升趋势。(2) 燃油价格大幅度下降, 运营成本明显下降, 毛利率将大幅度上升, 公司将进入全面盈利的发展时期。(3) 公司品牌优势保持中国第一, 客座率、收费水平、服务水平均居行业领先地位。(4) 中国航空市场的潜力巨大, 公司目标是成为国际级别航空公司, 长期发展空间巨大。

估值与投资建议:

考虑到公司的长期成长性、行业运营优势和股东回报率, 我们给予其 2009 年 20 倍市盈率; 9 倍 EV/EBITDA 的估值水平。我们认为公司股票相对合理估值为 7.00 元。根据 DCF 模型估值, 按照 WACC=7.76%, G=1% 假设条件下, 公司绝对估值水平为 6.36 元。我们继续给予公司“推荐”的投资评级。

公司表现的催化剂:

公司兼并和重组工作将是体现行业投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009 年—2010 年发生的可能性比较大, 相应的也是进行投资的较优时机。

主要风险因素:

国际油价再次上涨的涨幅超过我们的预期, 从而减少我们对公司的盈利预测。

表 6: 中国国航财务报表预测

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	4983	3787	3755	3882	8225	营业收入	43411	49739	49316	50912	53785
应收票据	0	2	2	2	2	营业成本	36727	40308	44118	39070	41705
应收账款	2662	2812	2788	2879	3041	营业税金及附加	1006	1205	1195	1234	1303
预付款项	299	312	326	339	352	销售费用	2540	3291	3263	3369	3559
其他应收款	847	997	989	1021	1078	管理费用	1255	1312	1300	1343	1418
存货	704	755	827	732	782	财务费用	877	-53	-1404	-340	-105
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	19	53	0	0	0
长期股权投资	11388	11405	11405	11405	11405	公允变动收益	-268	134	-67	33	-17
固定资产	49243	55000	58837	61099	62425	投资收益	3526	1236	141	266	338
在建工程	9309	10968	8736	7618	7109	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	4244	4993	917	6092	7120
无形资产	1292	1397	1257	1117	978	营业外收支净额	75	210	-6586	-362	-43
长期待摊费用	68	81	73	65	56	税前利润	4319	5203	-5669	6223	7270
资产总计	81899	88295	88994	90415	95909	减: 所得税	364	1429	102	1556	1818
短期借款	8017	6546	3215	569	0	净利润	3954	3774	-5771	4668	5453
应付票据	611	0	0	0	0	归属母公司净利润	2977	3881	-6130	4258	5232
应付账款	5869	6338	6842	6060	6468	少数股东损益	977	-107	359	410	220
预收款项	15	54	92	132	175	基本每股收益	0	0	-1	0	0
应付职工薪酬	194	254	254	254	254	稀释每股收益	0	0	-1	0	0
应交税费	1701	1906	1906	1906	1906	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	1648	2221	2221	2221	2221	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	8.3%	14.6%	-0.9%	3.2%	5.6%
长期借款	9130	12938	13038	13138	13538	EBIT 增长率	-37.4%	92.5%	-115.5%	-1152.5%	-1.7%
预计负债	149	192	192	192	192	净利润增长率	74.2%	30.4%	-257.9%	935.0%	22.9%
负债合计	49885	56857	38686	35475	35540	盈利性					
股东权益合计	32014	31438	26635	37840	43253	销售毛利率	15.4%	19.0%	10.5%	23.3%	22.5%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	6.9%	7.8%	-12.4%	8.4%	9.7%
净利润	3954	3774	-5771	4668	5453	ROE	9.3%	12.3%	-23.0%	11.3%	12.1%
折旧与摊销	4203	5661	5047	5504	5931	ROIC	2.95%	4.27%	-1.07%	6.57%	7.44%
经营现金流	6416	9349	-1326	8820	10958	估值倍数					
投资现金流	-8742	-10137	-6364	-6234	-6262	PE	21.1	16.2	-	11.3	9.2
融资现金流	5086	-268	-1878	-2209	-103	P/S	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
现金净变动	2761	-1056	-9568	127	4343	P/B	2.0	2.0	2.4	1.3	1.1
期初现金余额	2744	4983	3787	3755	3882	股息收益率	0.8%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.1%
期末现金余额	5505	3927	-5781	3882	8225	EV/EBITDA	14.0	9.5	19.0	6.2	5.0

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

五、行业表现的催化剂

行业收购、兼并和整合以及打破交通运输行业垄断是体现行业投资价值的催化剂。我们认为这两项事件在 2009 年-2010 年发生的可能性最大,相应的也是进行相应子行业投资的较优时机。此外,资产注入也是体现投资价值的催化剂。

中国三大航空公司应该是行业收购、兼并和整合的主力,其中中国国航和南方航空应该最具有收购实力,它们的从资产、人员、技术、管理都具有雄厚的实力,并且公司品牌也都具有长期的国际影响能力。一旦获得行业收购、兼并和整合的机会,中国的航空公司将再上一个新的台阶。

六、风险分析

(一) 航油大幅度上涨的风险

如 2009 年下半年全球经济好转,或者中东等石油生产国家出现经济、政治和军事问题,可能导致石油价格大幅度上升局面,这样将影响到我们对公司的盈利的预测,存在一定的风险。

(二) 期权损失延期的风险

如果 2008 年航油期权损失不能够在当年全部计提损失,部分浮动亏损延期到 2009 年甚至 2010 年进行核算,对我们 2009-2010 年的利润预测和股票投资产生影响和风险。

插图目录

图 1: 收费客公里增速: 国内上升强劲、国际下降减缓	4
图 2: 收费货运吨公里增速: 国内快速反弹、国际下降趋缓	4
图 3: 收费吨公里增速: 国内快速上升、国际下降减缓	4
图 4: 旅客运输量增速: 国内恢复惊人、国际快速反弹	4
图 5: 客座率增速: 出现明显止跌回升趋势	5
图 6: 货运载运率增速: 大跌后出现强劲反弹	5
图 7: 客座率: 南航快速上升、国航止跌回升	6
图 8: 货运载运率: 大跌后初步反弹	6
图 9: 纽约原油连续月线: 原油暴跌、低位徘徊	6
图 10: 燃油成本和比例: 大幅度下降 (百万元, %)	7
图 11: 综合毛利率: 超过历史最好水平	7
图 12: 客运增长: 航空探底回升、公路上升、铁路维持	8
图 13: 货运增速: 海运空运跳水、公路铁路上升	8
图 14: 国航经营净利润: 快速恢复上升轨道	9

表格目录

表 1: 货物运输周转量 总体增长放缓	5
表 2: 国航航油成本分析表	7
表 3: 中国国航燃油敏感性分析	9
表 4: 全球航空公司相对比较	10
表 5: 公司业绩预测表	11
表 6: 中国国航财务报表预测	12

分析师简介

毛昂 交通运输行业分析师

东北大学计算机专业学士学位，北京理工大学管理专业硕士学位，具有三年大型钢铁企业工作和十年大学任教经历，1994 年进入证券行业，就任北京证券交易中心交易部经理，2000 年进入中国银河证券公司研究所任研究员。

主要研究方向：交通运输行业和公司（铁路运输、航空运输、海洋运输和公路运输）。本人是 CCTV “经济信息联播”、“经济半小时”、“中国证券之夜”和“证券频道”特约评论员。32 年工作经历，16 年证券行业从业经历，使本人对制造业、运输业和证券业具有深刻地认识，对于经济周期、交运周期和股票周期具有独特的理论和见解，主要著作有《周期是金》等。

希望能够为中国证券行业的客户提供及时、准确和前瞻性的分析和判断，为广大客户提供及时和客观的证券分析服务，提高客户的收益率，减少客户的风险率，让我们共同见证中国证券市场发展和成长。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908