



2009 年 3 月 30 日

航空业

观点聚焦

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

(86)21 5879 6226

一季度业绩提升明显

2008 & 1Q09 业绩预览

投资建议:

由于低油价带来的大幅成本下降,以及燃油对冲合约公允价值损失的减小而带来的大幅收益,我们预期航空行业一季度整体业绩无论是同比还是环比均将出现较好的增长。同时,展望二三季度,由于 2008 年较低的客流量基数,我们认为全行业的需求有望在未来半年重返双位数的增长。我们认为该板块符合当前投资者寻求业绩反转的趋势投资的条件,并提示相关的投资机会。重点推荐国航(601111.SS,审慎推荐),其次南航(600029.SS,中性)。

对于 H 股,我们维持之前区间交易的投资建议。根据我们调整后的盈利模型和目标价位,国航的交易区间为 HKD2.03 元~HKD3.04 元,分别对应 2009 年 0.8x 和 1.2x P/B;南航的交易区间为 HKD0.92 元~HKD1.53 元,对应的 2009 年市净率分别是 0.6x 和 1.0x P/B。

理由:

1. 从经营数据来看,一季度航空公司客流量的增长好于预期。虽然同期票价水平出现了大幅下滑而导致主业收入同比小幅下降,但由于燃油成本的大幅下滑,国航和南航的主营业务均出现了盈利,而东航和上航主业的亏损也明显低于去年四季度。此外,由于燃油套保的公允价值损失的减少,国航、东航和上航均将录得较好的收益。整体来看,我们认为航空行业一季度的业绩无论是同比还是环比均将出现较好的增长。
2. 往前看,由于去年航空市场的需求从 5 月份汶川地震后开始明显下滑,低基数效应将从二季度开始显现。而宏观经济开始企稳也将拉动航空需求的回升,我们预期未来两个季度航空需求仍将维持一个较好的增速。

我们和市场的不同观点

1. 虽然目前国内市场的恢复好于国际市场,但分区域来看,广东省由于其外向型经济的特性更为明显,受到出口下滑的影响更大。从我们市场跟踪的反馈来看,3 月份南方市场的增长趋势要弱于北京和上海;此外,我们认为对于以国际市场为主的国航而言,当前的情况最为严峻。而随着全球经济的见底和逐步回暖,国际市场的需求有望开始恢复,对于国航是一个直接利好。加之估值相对便宜,因此我们首推国航。另一方面,由于没有燃油套保,南航相对航油变动的风险要更大,也无法“享受”套保合约公允价值变动而带来的收益,其将是三大航中一季度业绩唯一呈现同比下滑趋势的航空公司。
2. 为确保明年上海世博会的顺利举行,上海市政府不会在距开幕(明年 5 月)太近推动重组整合,我们认为如两家航空公司能推进整合,必须要在年中或最迟三季度启动。但由于东航和上航的增发完成尚需一段时间,我们认为这一有限的时间窗口正在逐步消失。我们更倾向于认为东航和上航的整合在今年内难以有实质性的推进,并提醒关注重组整合投资机会的投资者注意风险。

估值:

A 股估值相对偏高,目前平均市净率在 2.8 倍~4.6 倍。H 股估值相对合理,国航和南航对应的 2009 年市净率分别为 1.1x 和 1.0x。

风险:

2008 年业绩将会低于市场预期;票价持续下滑;美元贬值、全球通胀而导致的油价上涨的风险。

目录

国内市场支撑航空需求的恢复	3
国内市场支撑客运需求恢复	3
货运跌幅收窄	5
由于基数较低，二三季度增速有望进一步提升	7
国内市场有望保持当前增速	7
国际需求开始筑底：	7
2008 & 1Q09 业绩预览及 2009 年盈利预测调整	10
大幅下调 2008 年业绩	10
2009 年一季度及全年盈利预测	10
估值及投资建议	13
中国国航 (601111.CH)：审慎推荐	14
南方航空 (600029.CH)：中性	17
东方航空 (600115.CH)：中性	20
*ST上航 (600591.CH)：中性	23

插图

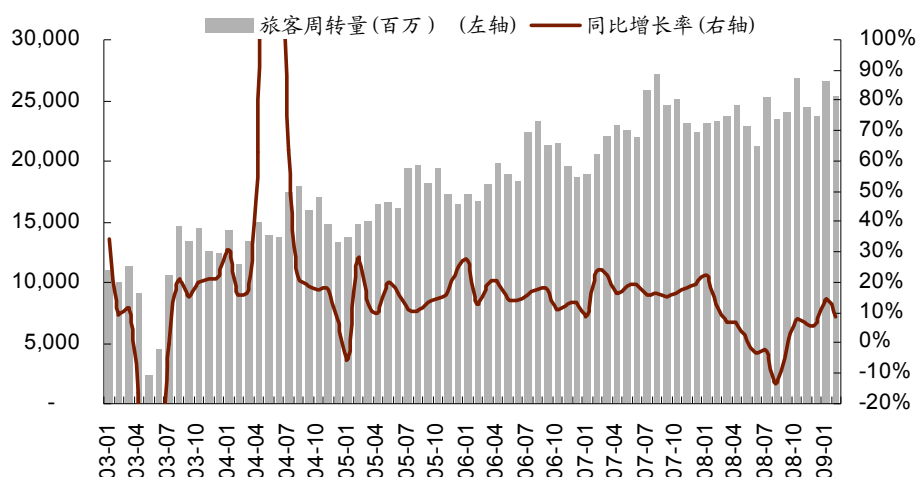
图 1：1~2 月旅客周转量增长有所恢复	3
图 2：细分市场的表现各有不同	3
图 3：三大航增速低于行业整体	4
图 4：航空公司将运力向国内市场转移	4
图 5：1~2 月三大航运力增长情况	4
图 6：客座率开始出现回升	4
图 7：票价水平大幅下滑	5
图 8：货运周转量跌幅收窄	6
图 9：国内航线货运量恢复正增长	6
图 10：2 月份部分商品零售增速有所反弹，新增贷款维持高位	7
图 11：PMI 有所回升，固定资产投资增加	7
图 12：国际客运增速创下新低	8
图 13：美国 CPI 小幅反弹	8
图 14：国际货运增速下滑见底	8
图 15：航空需求从 2008 年 5 月开始出现明显下滑	9
图 16：下调 2008 年航空公司业绩预测	10
图 17：国内国际航油价格保持低位	11
图 18：1 季度平均油价同比下降明显	11
图 19：09 年 1 季度盈利预测汇总	11
图 20：2009 年盈利预测调整	12
图 21：国际可比公司估值	13

国内市场支撑航空需求的恢复

国内市场支撑客运需求恢复

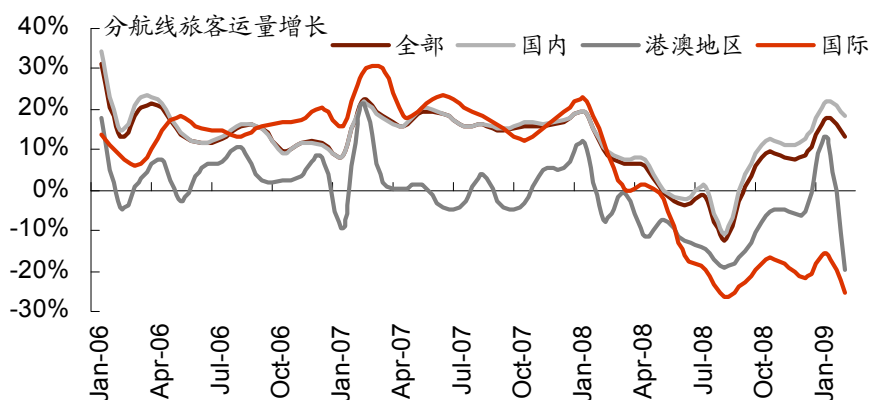
在经历了 08 年 6 月份以来的逐月下滑和四季度开始的企稳小幅回升后，中国航空需求在 1 月份录得了较好的增长，旅客周转量同比增长 14.9%（该增幅也有部分春节因素）；2 月份需求的同比增速小幅回落至 8.9%。综合来看，1 至 2 月旅客周转量合计 519.4 亿客公里，同比增长 11.9%，增速在去年四季度小幅回升的基础上进一步提高。分航线看，国内市场的回暖势头较好，旅客人数同比增长了 20.1%，而国际市场则维持颓势，进一步下滑了 20.5%，港澳航线的旅客人数 1 月份曾小幅反弹，但春节过后，2 月的增速迅速回落，合计同比下滑 4.0%。

图 1: 1~2 月旅客周转量增长有所恢复



资料来源：中国民用航空局

图 2: 细分市场的表现各有不同



资料来源：中国民用航空局

同期，三大航总计实现旅客周转量 357.7 亿客公里，占行业总体周转量的 68.9%。旅客周转量同比增加 6.9%，低于行业整体增速。我们认为这主要是由于三大航占据了绝大部分国际航线的市场资源，总体旅客周转量增长受到国际市场需求大幅下滑的拖累导致的。

图 3：三大航增速低于行业整体

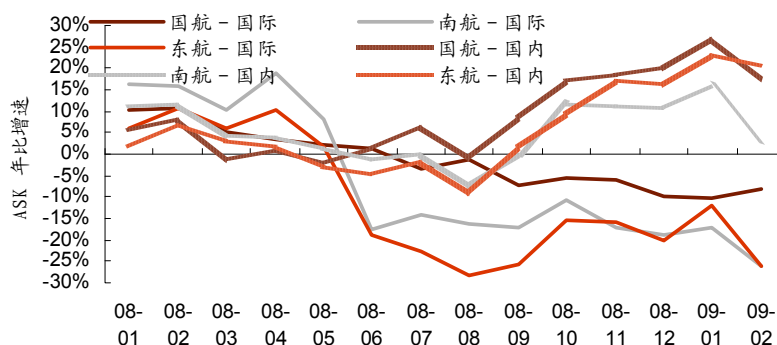
收入客公里 (百万)	中国国航		南方航空		东方航空		三大航总和	
	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%
国内	7,166	20.5	12,844	13.1	6,571	23.6	26,580	17.5
国际	4,276	-6.7	1,660	-23.7	2,267	-25.1	8,204	-16.2
香港	344	1.1	197	11.0	441	-14.4	982	-4.9
总计	11,785	8.4	14,702	7.2	9,280	4.7	35,767	6.9

资料来源：公司数据

客座率止跌回升

由于各家航空公司在 2009 年谨慎调配运力，总体可用座公里增速有所趋缓。根据三大航的数据来看，航空公司纷纷减少国际航线运力，向增长较好的国内航线分配。1 到 2 月客座率开始有所回升，总的来看，1、2 月的总体客座率恢复到了 76.3%，同比增长 1.5 个百分点。

图 4：航空公司将运力向国内市场转移



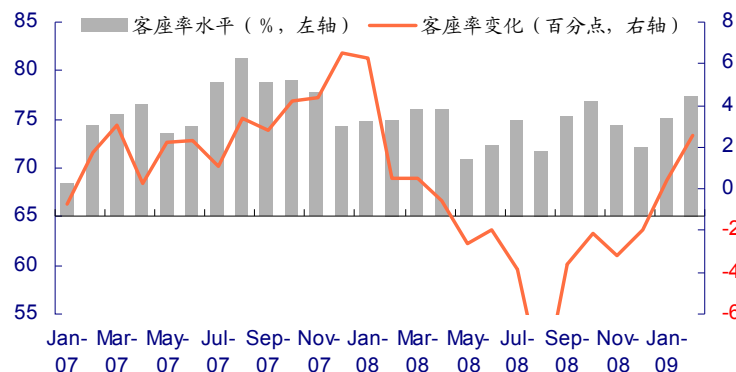
资料来源：公司数据

图 5：1~2 月三大航运力增长情况

可用座公里 (百万)	中国国航		南方航空		东方航空		三大航总和	
	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%	2009.1~2	+/-,%
国内	9,286	22.1	16,413	9.2	8,762	21.8	34,461	15.5
国际	5,521	-9.2	2,554	-21.7	3,626	-18.9	11,701	-15.3
香港	498	6.2	297	4.3	655	-14.8	1,450	-4.8
总计	15,305	8.1	19,264	3.7	13,043	4.9	47,612	5.4

资料来源：公司数据

图 6：客座率开始出现回升

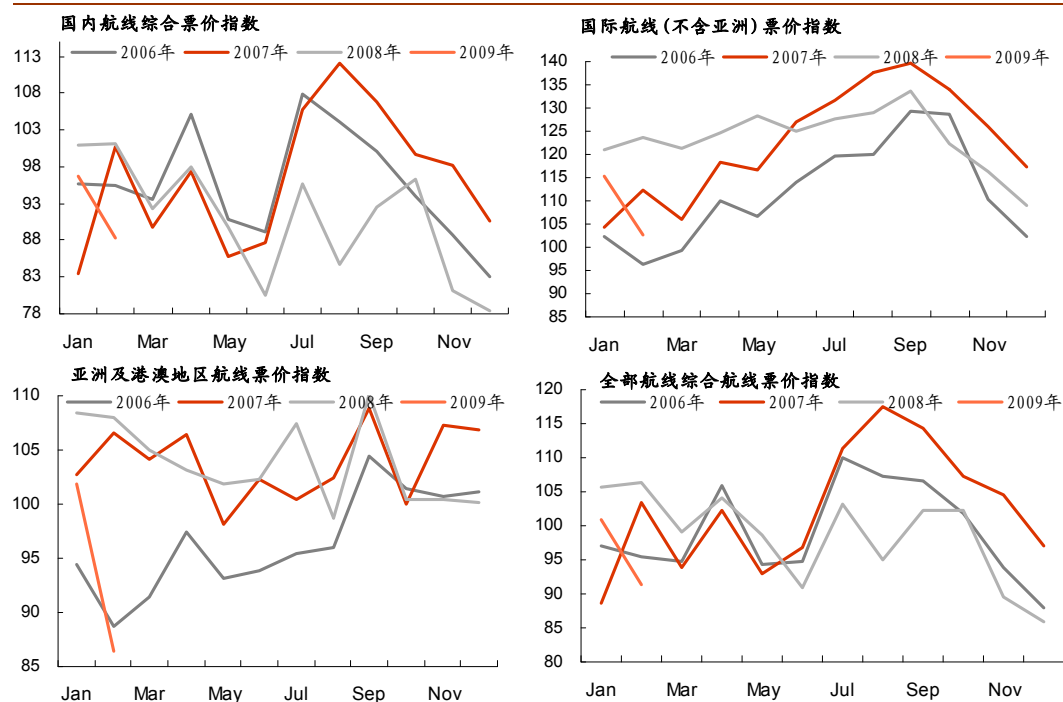


资料来源：中国民用航空局

2009 年前 2 个月票价大幅下滑

2008 年 9 月开始，迫于需求增长快速放缓，各航空公司就开始大幅加大机票打折力度，以刺激客流量增长，改善客座率。加上商务舱头等舱需求下滑，票价水平同比出现明显下降。今年前 2 个月，尤其是春节过后，这一情况愈加明显。1 月份由于春节效应，票价水平还比较稳定，各航线票价水平同比下滑均在 4%~6% 之间，到 2 月国内、国际和港澳航线的票价水平分别同比大幅下滑 12.8%，17.1% 和 19.9%，综合票价水平同比下滑 14.1%。较低的票价也使得航空公司的收入增长并不理想，出现了“叫座不叫好”的局面。

图 7: 票价水平大幅下滑



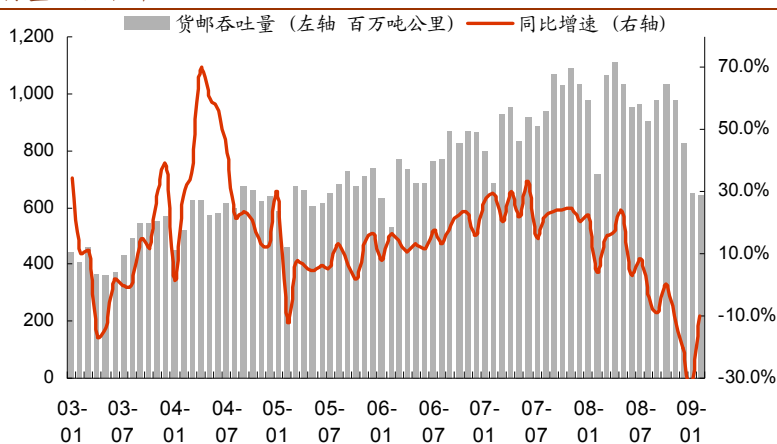
资料来源: CEIC

综合来看,我们认为行业低票价的刺激作用也是 1~2 月份行业需求增长较好的原因之一。一季度客流量的增速虽然理想,但各航空公司由于运力控制而导致了利用率小时有所下降,同时,由于票价的大幅下滑,我们认为航空公司的收入增长并不理想。

货运跌幅收窄

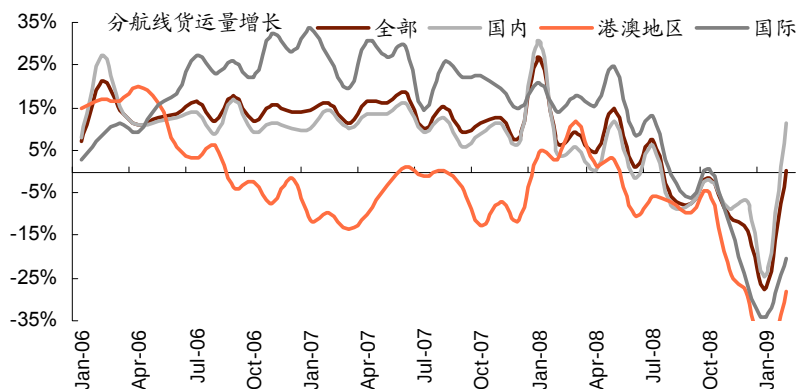
货运市场情况于客运一致。国内货运也同样出现了企稳回升的趋势,但国际需求大幅下滑仍未停止,整体来看货运跌幅有所收窄。2 月份,在国内市场货运量恢复增长的带动下,整体货运量同比微增 0.2%, 货运周转量的跌幅也从 1 月份的 33.3% 收窄至 9.7%。

图 8: 货运周转量跌幅收窄



资料来源：中国民用航空局

图 9: 国内航线货运量恢复正增长



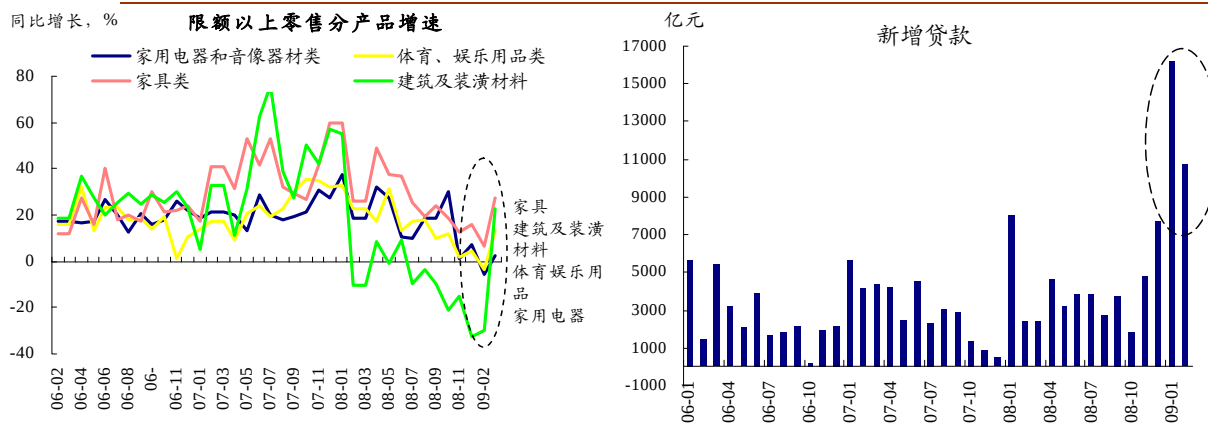
资料来源：中国民用航空局

由于基数较低，二三季度增速有望进一步提升

国内市场有望保持当前增速

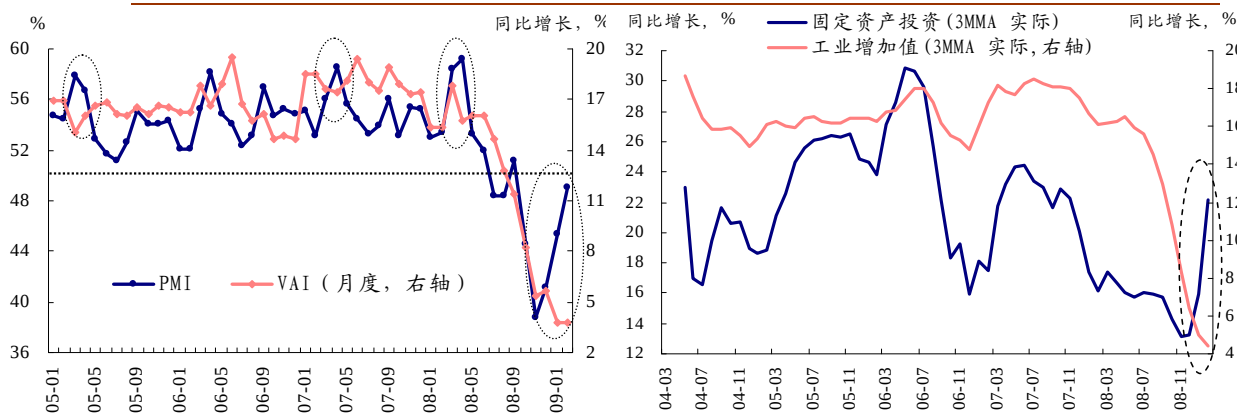
中国宏观经济近期出现回暖迹象。2 月份，部分商品零售增速有所反弹。新增贷款维持高位，采购经理指数和固定资产投资增速都有所反弹，显示出政府的经济刺激政策开始显现效果。在政府的积极推动下，国内航空运输需求有望保持前 2 个月的良好态势，支撑整体需求的增长。

图 10: 2 月份部分商品零售增速有所反弹，新增贷款维持高位



资料来源：中金公司宏观组

图 11: PMI 有所回升，固定资产投资增加

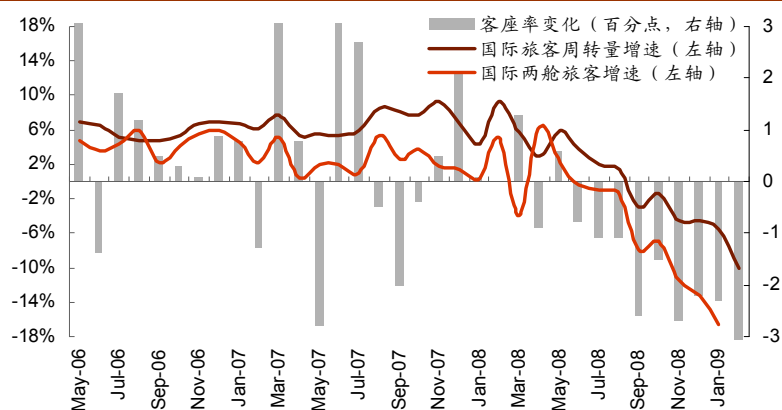


资料来源：中金公司宏观组

国际需求开始筑底:

据国际航协的统计，2 月份国际航空客运周转量跌幅继续加深，同比下滑比例达到 10.1%，创下了本次经济危机来跌幅新高。1、2 月合计同比下滑 7.8%，而且运力的调整步伐没法跟上需求下滑的速度，客座率也连续 9 个月下滑。这表明经济危机对于国际航空业的不利影响还在继续加大。尤其是对于长途和高端航空市场的打击，数据表明，1 月份两舱（头等舱，商务舱）乘客数量同比下跌 16.7%，同样创下跌幅新高。

图 12: 国际客运增速创下新低



资料来源：国际航协（IATA）

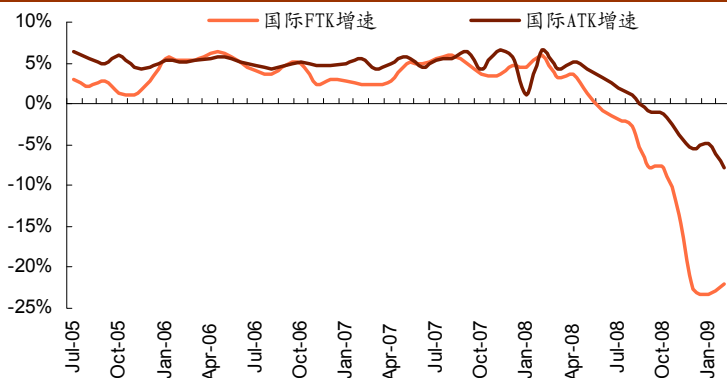
但近期全球经济已经陆续开始有了回暖迹象。美联储 18 日宣布将购买总额 3000 亿美元的长期国债。最近英国央行已经通过购买国债计划（750 亿英镑）成功压低国债利率。美联储宣布购买国债，预示全球通缩风险下降。2 月份，美国 CPI 环比上升 0.4%，新屋开工数显著反弹，预示着下半年经济复苏的可能性增加。随着全球经济的回暖，我们预期国际市场的需求有望止跌筑底。由于和经济的相关性更强，国际货运的下跌在今年 2 月份已经有所企稳 - 2 月份国际货运周转量同比下跌 22.1%，比 1 月份的 23.2% 稍有好转（见图 15）。这也使得我们对于客运市场的止跌更有信心。

图 13: 美国 CPI 小幅反弹



资料来源：中金公司宏观组

图 14: 国际货运增速下滑见底

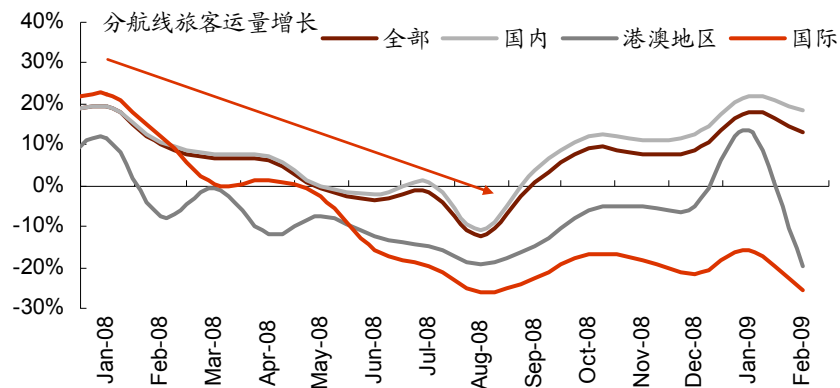


资料来源：国际航协（IATA）

由于 08 年基数较低，二季度的增速有望进一步提升

08 年中国的客运市场受到 5.12 汶川地震，以及此后的奥运等因素影响，从 5 月份开始出现明显需求下滑。8、9 月份奥运会结束以后才逐渐恢复。因此，2008 年二三季度基数较低，如果需求增长维持目前的水平，在较低的基数下同比增速将有望进一步提升。

图 15: 航空需求从 2008 年 5 月开始出现明显下滑



资料来源：中国民用航空局

2008 & 1Q09 业绩预览及 2009 年盈利预测调整

大幅下调 2008 年业绩

我们预计 2008 年三大航的业绩将大幅低于此前的预期，主要原因包括：1) 燃油套期保值账面浮亏巨大；2) 非经常性损失高于预期。我们对 2008 年的业绩预测作出相应调整，主要包括：

- ▶ 截止到 2008 年 12 月 31 日，WTI 油价下跌至仅 44.1 美元每桶，根据国航和东航各自的公告，两家公司截止到当日的燃油套期保值合约账面浮亏，分别达到 68 亿元和 62 亿元，大大高于此前的预期。
- ▶ 南航虽没有套期保值合约亏损，但根据公司 3 月 11 日的公告，其在 2008 年底将会对一些要进行更换的飞机计提资产减值准备。
- ▶ 此外，国航持股 17.5% 的香港国泰航空 08 年亏损港币 85.6 亿元，我们预计这将为公司带来 13.2 亿元的投资亏损。

综合下来，我们预计 2008 年国航将亏损 86.03 亿元，合每股亏损 0.70 元，南航将亏损 48.9 亿元，合每股亏损 0.75 元，东航亏损 126.1 亿元，合每股亏损 2.59 元。我们的预期比市场预测低了 52%、147% 和 140%，我们认为这主要是由于市场对于三大航 2008 年的成本和费用情况比较乐观。

图 16：下调 2008 年航空公司业绩预测

航空公司	2008 年净利润 (百万元)			2008 年每股收益 (元)			市场预期 高(低)于	
	调整前	调整后	(+/- %)	调整前	调整后	(+/- %)	平均值	
中国国航	(4,018)	(8,603)	-114%	(0.33)	(0.70)	-114%	(0.46)	-52%
南方航空	(1,086)	(4,892)	-350%	(0.17)	(0.75)	-350%	(0.30)	-147%
东方航空	(5,675)	(12,607)	-122%	(1.17)	(2.59)	-122%	(1.08)	-140%
*ST 上航	(782)	(1,249)	-60%	(0.72)	(1.16)	-60%	n.a.	

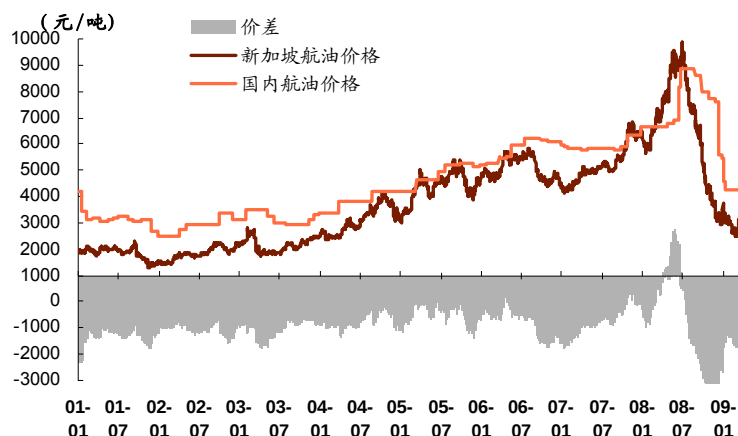
注：上航年报已经公布，调整后的为实际数

资料来源：公司数据，中金公司研究部

2009 年一季度及全年盈利预测

进入 2009 年来，国际油价持续在低位运行，而国内油价也在今年先后做了三次调整。根据国航公布的数据来看，国内航油 1 月份和 2 月份的平均采购价格分别是 Rmb4839 元/吨和 Rmb4385 元/吨，我们估算三月份的国内平均航油价格将进一步下滑至 Rmb4262 元/吨。一季度国内航油的平均价格将降为 Rmb4394 元/吨，同比下滑了 34%。我们认为**低油价对于航空公司的盈利来说无疑是一个最关键的利好因素**。这在极大程度上帮助航空公司大幅降低运营成本，并抵消了需求下降带来的收入减少。根据我们的预测，一季度国航和南航的主营业务已经录得盈利。

图 17: 国内国际航油价格保持低位



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 18: 1 季度平均油价同比下降明显

油价	2009YTD	2008YTD	变化 %
国际原油 (美元/桶)	42.7	97.4	-56%
国际航油 (美元/桶)	55.1	112.9	-51%
国际航油 (人民币/吨)	2,978	6,392	-53%
国内航油 (人民币/吨)	4,394	6,628	-34%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

此外, 燃油套期保值合约 1 季度有望取得正收益, 截止到 3 月 26 日, WTI 油价为 52.2 美元每桶, 比 2008 年底时的油价已经上升了 17%。根据国航和东航的燃油套期保值合约的性质, 预计 1 季度燃油套期保值合约能为航空带来较好的收益。

另一方面, 08 年 1 季度人民币兑美元升值幅度达到 4%, 而 09 年一季度人民币保持稳定, 兑美元几乎没有变化, 对日元出现了 7.5% 的贬值, 这使得今年 1 季度航空公司无法取得象去年 1 季度那样丰厚的汇兑收益。而国航由于有 355.6 亿日元的负债, 该部分还将录得小幅亏损。

综上, 我们预计 09 年 1 季度各航空公司的航空主业利润为: 国航 4.13 亿元, 南航 2.89 亿元, 上航 3700 万元, 而东航仍将亏损 6.72 亿元。考虑燃油套保工具公允价值变动的影响, 国航、东航、上航有望由此分别获得 16~20 亿、12~16 亿、和 2000~3600 万元的收益, 使得国航和上航的一季度净利润分别提升至 20~25 亿元和 5700~7300 万元, 东航也将扭亏为盈, 实现 5~9 亿元的利润。

图 19: 09 年 1 季度盈利预测汇总

(百万元)	1Q08A			1Q09E					同比增减 (+/- %)
	收入	净利润	EPS	收入	主业利润	公允价值变动收益	净利润	EPS	
航空公司									
中国国航	12,756	1,044	0.09	10,983	413	1600~2000	2000~2500	0.16~0.20	92%~139%
南方航空	14,307	796	0.12	13,332	289	-	289	0.04	-63.7%
东方航空	10,609	211	0.04	9,530	(672)	1200~1600	500~900	0.1~0.18	137%~327%
*ST上航	3,388	37	0.03	3,307	37	20~36	57~73	0.05~0.07	55%~98%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

此外, 由于 2009 年国际市场的降幅大于预期且三大航好于预期的运力调整, 我们小幅下调了三大航 09, 10 年的旅客周转量增长, 并小幅上调了其客座率水平。同时, 我们下调了 2009 年的油价假设, 2009 国际航油价格的假设从 87.5 美元/桶调整至 72 美元/桶 (新加坡航油离岸价格), 国内航油的价格则从 6195 元/吨下调至 4596 元/吨。同时, 由于去年高于预期的燃油

套保公允价值的亏损，我们上调了各航空公司 2009 年燃油套保公允价值损失变动所带来的收益，预计 2009 年国航和东航分别能获得 40 亿元和 34 亿元的账面浮盈。综合来看，我们对于国航、南航、东航和上航 09 年的盈利预测分别上调至 53.5 亿元、9.26 亿元、12.2 亿元和 1.02 亿元，对应每股收益为 0.44 元、0.12 元、0.20 元及 0.08 元。

图 20: 2009 年盈利预测调整

		中国国航	南方航空	东方航空	*ST上航
客运周转量 (百万)	调整前	73,097	88,658	54,282	13,348
	调整后	70,200	91,118	54,380	15,292
	(+/-%)	-4.0	2.8	0.2	14.6
客座率	调整前	74.9%	73.6%	69.2%	67.3%
	调整后	75.1%	75.7%	69.2%	70.1%
	(+/-%)	0.2ppt	2.1ppt	0.0ppt	2.8ppt
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.58	0.56	0.55	0.65
	调整后	0.55	0.54	0.55	0.56
	(+/-%)	-4.8	-2.9	0.5	-13.1
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	51,754	54,265	36,282	15,178
	调整后	46,592	53,587	35,424	13,376
	(+/-%)	-10.0	-1.3	-2.4	-11.9
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	18,438	17,942	14,477	4,642
	调整后	12,840	13,732	11,090	3,894
	(+/-%)	-30.4	-23.5	-23.4	-16.1
净利润 (人民币 百万)	调整前	1,128	(1,546)	(3,116)	(268)
	调整后	5,352	926	1,221	102
	(+/-%)	374.7	159.9	139.2	138.0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.09	-0.19	-0.50	(0.25)
	调整后	0.44	0.12	0.20	0.08
	(+/-%)	374.7	159.9	139.2	131.5

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值及投资建议

如我们在业绩预览中指出,由于低油价带来的大幅成本下降和燃油对冲合约公允价值损失的减小而带来的大幅收益,我们预期航空行业一季度的业绩无论是同比还是环比均将出现较好的增长。同时,展望二三季度,由于2008年较低的客流量基数,我们认为全行业的需求有望在未来半年重返双位数的增长。我们认为该板块符合当前A股投资者寻求业绩反转的趋势投资的条件,并提示相关的投资机会。我们重点推荐中国国航(601111.SS,审慎推荐),其次南方航空(600029.SS,中性)。从估值来看,该两家航空公司也相对位于A股航空板块的低端。

此外,随着东航和上航注资的获批,行业重拾对于行业重组整合的预期。我们认为,为确保明年上海世博会的顺利举行,上海市政府不会在距开幕(明年5月)太近推动重组整合,因此两家航空公司如能推进整合,必须要在年中或最迟三季度启动。但由于东航和上航的增发完成尚需一段时间,我们认为这一有限的时间窗口正在逐步消失。我们更倾向于认为东航和上航的整合在今年内难以有实质性的推进,并提醒关注重组整合投资机会的投资者注意风险。

对于H股,我们维持对于整体板块中性的投资评级并维持之前区间交易的投资建议。不过,鉴于国内宏观经济的企稳,我们相应的上调了交易区间。调整后,国航的交易区间为HKD2.03元~HKD3.04元,分别对应2009年0.8x和1.2x P/B;南航的交易区间为HKD0.92元~HKD1.53元,对应的2009年市净率分别是0.6x和1.0x P/B。

图 21: 国际可比公司估值

	代码	货币	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率			
			09-3-27	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
亚太航空公司															
国泰航空	293 HK	HKD	8.48	4.8	n.m.	n.m.	16.2	5.9	12.0	9.3	6.4	0.7	0.9	0.8	0.8
新加坡航空	SIA SP	SGD	10.18	6.0	10.8	15.0	10.1	3.4	2.4	3.2	3.6	0.9	0.8	0.8	0.8
全日空	9202 JP	JPY	396.00	12.0	n.m.	n.m.	114.4	7.3	10.3	10.1	7.5	1.7	2.0	2.0	1.9
日本航空	9205 JP	JPY	207.00	33.4	n.m.	n.m.	48.4	6.6	12.7	12.1	7.2	1.8	1.9	1.8	1.6
大韩航空	003490 KS	KRW	36000.00	200.0	n.m.	12.6	9.2	9.3	19.0	11.4	9.4	0.6	0.9	1.0	0.9
韩亚航空	020560 KS	KRW	3620.00	n.m.	n.m.	8.5	5.9	11.2	14.6	11.1	9.6	0.6	0.6	0.5	0.5
中华航空	2610 TT	TWD	8.35	n.m.	n.m.	n.m.	25.8	13.7	n.m.	27.2	13.3	0.6	1.5	1.3	1.7
长荣航空	2618 TT	TWD	8.13	n.m.	n.m.	n.m.	24.5	16.1	n.m.	29.4	13.0	0.7	1.3	1.4	1.7
快达航空	QAN AU	AUD	1.85	3.7	10.9	9.4	7.0	2.7	4.2	3.7	3.2	0.6	0.6	0.6	0.6
泰国航空	THAI TB	THB	9.15	2.5	n.m.	n.m.	17.8	5.7	16.6	6.5	5.4	0.2	0.3	0.3	0.3
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.88	5.3	19.7	48.0	22.2	2.4	3.0	5.1	3.2	1.2	1.2	1.1	1.1
平均值				33.5	13.8	18.7	27.4	7.6	10.5	11.7	7.4	0.9	1.1	1.1	1.1
中值				5.7	10.9	12.6	17.8	6.6	12.0	10.1	7.2	0.7	0.9	1.0	0.9
国际航空公司															
英国航空	BAY LN	GBp	141.20	2.4	n.m.	n.m.	17.4	1.8	5.2	5.0	3.2	0.6	0.6	0.6	0.6
汉莎航空	LHA GR	EUR	8.39	2.3	6.4	16.7	9.6	1.5	1.5	2.2	2.0	0.6	0.6	0.5	0.5
法国航空	AF FP	EUR	6.83	2.6	n.m.	n.m.	9.9	2.3	4.0	4.2	3.2	0.3	0.2	0.2	0.2
平均值				2.4	6.4	16.7	12.3	1.9	3.6	3.8	2.8	0.5	0.5	0.5	0.5
中值				2.4	6.4	16.7	9.9	1.8	4.0	4.2	3.2	0.6	0.6	0.5	0.5
国内航空公司（港股）															
中国国航	753 HK	HKD	2.68	7.3	n.m	5.5	18.3	7.5	14.8	7.5	7.3	1.0	1.3	1.1	1.1
南方航空	1055 HK	HKD	1.57	3.5	n.m	14.3	12.2	7.8	n.m.	6.9	8.4	0.5	1.3	1.0	1.0
东方航空	670 HK	HKD	1.20	20.4	n.m	6.2	11.2	11.9	n.m.	12.2	9.1	1.8	n.m.	n.m.	n.m.
平均值				10.4	n.m.	8.7	13.9	9.1	14.8	8.9	8.3	1.1	1.3	1.0	1.0
中值				7.3	n.m.	6.2	12.2	7.8	14.8	7.5	8.4	1.0	1.3	1.0	1.0
国内航空公司（A股）															
南方航空	600029 CH	CNY	5.61	13.3	n.m	48.5	41.3	9.8	n.m.	7.0	10.8	2.0	5.0	4.0	3.6
东方航空	600115 CH	CNY	5.88	48.8	n.m	29.7	40.8	17.1	n.m.	8.1	11.4	10.0	n.m.	n.m.	n.m.
中国国航	601111 CH	CNY	6.15	19.4	n.m	14.1	49.9	14.0	37.3	13.6	13.9	2.4	3.3	2.8	2.6
*ST上航	600591 CH	CNY	4.92	n.m	n.m	63.0	33.0	59.7	n.m.	11.2	11.0	3.4	16.0	4.6	4.1
平均值				27.2	n.m.	38.8	41.3	25.1	37.3	10.0	11.8	4.4	8.1	3.8	3.5
中值				19.4	n.m.	39.1	41.1	15.6	37.3	9.7	11.2	2.9	5.0	4.0	3.6

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

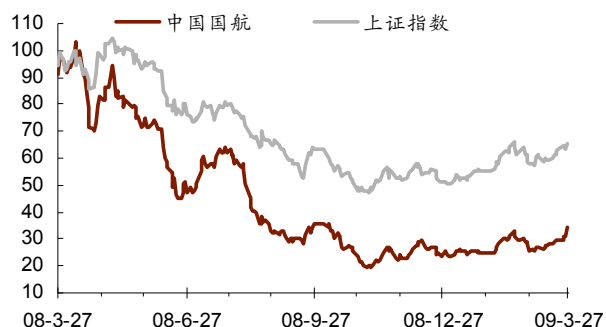
中国国航（601111.CH）：审慎推荐

关注国际市场转暖带来的机会

主要财务信息及股票信息

人民币（百万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	47,006	49,739	46,878	46,592	50,975
(+/-%)	17.3	5.8	(5.8)	(0.6)	9.4
主营业务利润	6,923	8,226	2,920	7,410	8,094
(+/-%)	(2.4)	18.8	(64.5)	153.8	9.2
EBITDA	5,992	8,232	3,296	9,282	9,181
(+/-%)	(17.6)	37.4	(60.0)	181.7	(1.1)
净利润	3,191	3,881	(8,603)	5,352	1,510
(+/-%)	86.7	21.6	(321.7)	162.2	(71.8)
每股收益（元）	0.26	0.32	(0.70)	0.44	0.12
每股净资产（元）	2.55	2.55	1.85	2.23	2.34
每股经营现金流（元）	0.60	0.76	0.38	0.39	0.59
市盈率（倍）	23.6	19.4	n.m	14.1	49.9
EV/EBITDA（倍）	14.3	10.8	29.1	10.7	11.0
市净率（倍）	2.4	2.4	3.3	2.8	2.6
股价/每股经营现金	10.2	8.1	16.0	15.6	10.4
净资产收益率（%）	10.2	12.4	(37.9)	19.6	5.3
投入资本回报率（%）	3.8	6.3	5.1	(11.4)	9.3
股息收益率（%）	0.3	0.5	0.0	1.0	0.2

	H股	A股
当前股价	港币 2.68	人民币 6.15
股票代码	753.HK	601111.CH
日成交量（百万股）	22.5	129.3
52周最高价/最低价	港币 7.30/1.49	人民币 18.38/3.25
总市值（百万元）	港币 66,547	人民币 58,659
发行股数（百万股）	12,251	12,251
其中：流通股（百万股）	4,406	1,166
主要股东（持股比例）	中国航空集团 (40.4%)	



来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资主题：

由于以北京和成都为基地，国航 2008 年受各种突发事件影响相对高于其他航空公司，2008 年国航的客座率出现下滑，仅比南航高了 1.1 个百分点，行业领先优势大幅缩小。此外，2008 年签证限制和国际金融危机的相继发生，使得国际旅客和商务旅客下滑的趋势更为明显，国航再次成为最大的受害者。加之燃油套期保值合约账面亏损的影响，国航 2008 年将发生大幅亏损，这将是国航自 2002 年行业重组整合后的首次亏损。

09 年，我们预计受到国际市场需求大幅下滑的拖累，国航的客运吞吐量仅增长 6.3%。不过，由于国航前几年的运力投放力度一直比较温和，因此面对需求下滑的不利市场环境更加从容。而公司正在积极向国内航线调配运力，我们相信凭借良好的品牌形象，国航在国内市场具有更强的竞争力。这从前两个月的运营数据也可略见一斑。1~2 月，国航的客运周转量增长已经领先其它 2 个竞争对手，我们预计 2009 年 5 月份以后，2008 年基数较低的国航将会扩大这一领先优势。

此外尽管国际市场和高端市场需求依旧疲软，但我们认为继续进一步下滑的可能性已经越来越小，这两块市场目前已经处于底部。近期许多外围的经济数据已经开始出现一些回暖的迹象。随着全球经济的回暖，我们认为国际市场需求将开始相应回升，国航将从中受益最大。

2009 年预测：

我们预计 2009 年客座率水平将会有小幅提高，而收益率则会出现下滑。但是较低的油价加上燃油套保合约的正收益，将使得国航在 2009 年重回盈利，即使不考虑公允价值变动收益，国航仍将是三大航中盈利最好的一家。根据我们的最新预测，国航 2009 年和 2010 年的盈利将分别为 53.5 亿元和 15.1 亿元，对应于每股盈利 0.44 元和 0.12 元。

建议：

我们认为航空板块符合当前 A 股投资者寻求业绩反转的趋势投资的条件并重点推荐国航。H 股市场，根据最新的盈利预测，我们将目标价位上调至 HKD2.54，对应于 1.0x 2009E P/B。我们维持区间交易的投资策略，并根据最新的目标价位将国航的交易区间调整为 HKD2.03 元~HKD3.04 元，分别对应 2009 年 0.8x 和 1.2x P/B。

图 1: 盈利预测和假设调整

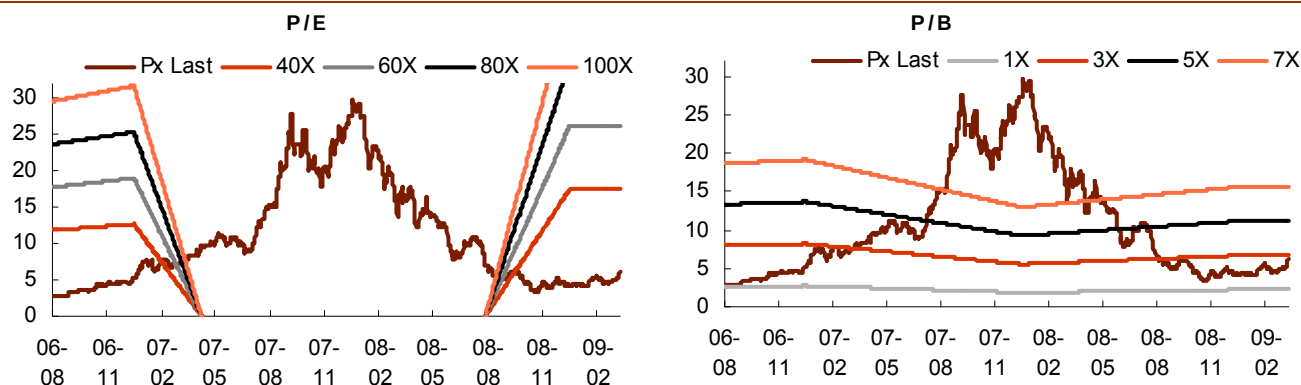
		2008E	2009E	2010E
客运周转量 (百万)	调整前	68,887	73,097	79,488
	调整后	66,013	70,200	76,493
	(+/-%)	-4	-4	-4
客公里收入 (人民币/客公里)	调整前	0.59	0.58	0.59
	调整后	0.59	0.55	0.56
	(+/-%)	-1	-5	-6
客座率	调整前	74.8%	74.9%	76.2%
	调整后	74.9%	75.1%	76.4%
	(+/-%)	0.2%	0.2%	0.2%
主营收入净额 (人民币 百万)	调整前	49,611	51,754	58,691
	调整后	46,878	46,592	50,975
	(+/-%)	-6	-10	-13
燃油成本 (人民币 百万)	调整前	23,004	18,438	22,499
	调整后	20,093	12,840	14,678
	(+/-%)	-13	-30	-35
净利润 (人民币 百万)	调整前	(4,018)	1,128	864
	调整后	(8,603)	5,352	1,510
	(+/-%)	-114	375	75
每股盈利 (人民币)	调整前	-0.33	0.09	0.07
	调整后	-0.70	0.44	0.12
	(+/-%)	114	375	75
EBITDA (人民币 百万)	调整前	2,463	7,368	6,862
	调整后	3,296	9,282	9,181
	(+/-%)	34	26	34

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 2: 历史及预测财务数据

(百万元)	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表					
主营业务收入净额	47,006	49,739	46,878	46,592	50,975
(+/-%)	17	6	(6)	(1)	9
主营业务成本	38,969	40,308	42,823	38,052	41,646
(+/-%)	22	3	6	(11)	9
主营业务利润	6,923	8,226	2,920	7,410	8,094
(+/-%)	(2)	19	(65)	154	9
营业利润	1,527	3,623	(7,771)	4,670	915
(+/-%)	(36)	137	(314)	(160)	(80)
利润总额	4,865	5,203	(8,756)	6,094	1,742
(+/-%)	90	7	(268)	(170)	(71)
净利润	3,191	3,881	(8,603)	5,352	1,510
(+/-%)	87	22	(322)	162	(72)
现金流量表					
经营活动现金流	7,399	9,349	4,705	4,837	7,230
投资活动现金流	(6,156)	(8,458)	(10,921)	(7,495)	(9,038)
融资活动现金流	96	(1,994)	5,057	693	561
现金及现金等价物净增加额	1,339	-1,103	-1,159	-1,965	-1,248
资产负债表					
流动资产	11,458	8,672	8,524	6,522	5,826
长期投资和固定资产	75,107	77,619	83,642	87,308	91,401
无形资产及其他资产	552	1,619	1,616	1,612	1,608
流动负债	26,561	26,092	31,539	29,587	26,760
长期负债	25,639	30,765	38,982	38,258	43,104
少数股东权益	3,678	150	576	279	279
股东权益	31,240	31,288	22,685	27,318	28,692
财务指标					
税前利润率 (%)	10.4	10.5	(18.7)	13.1	3.4
净利润率 (%)	6.8	7.8	(18.4)	11.5	3.0
息税折旧摊销前利润率 (%)	12.7	16.5	7.0	19.9	18.0
净资产收益率 (%)	10.2	12.4	(37.9)	19.6	5.3
资产收益率 (%)	3.7	4.4	(9.2)	5.6	1.5
股息收益率 (%)	0.3	0.5	0.0	1.0	0.2
净债务/股东权益 (%)	108.7	127.4	207.0	184.3	182.2
资产负债率 (%)	59.9	64.4	75.2	71.1	70.7
流动比率	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 3: 历史市盈率、市净率走势


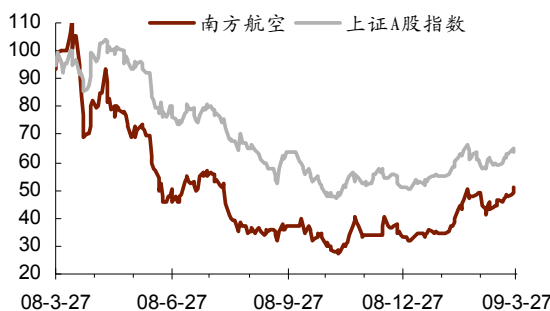
资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

南方航空 (600029.CH): 中性

国内市场回暖最大的受益者

主要财务信息及股票信息

单位 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	H股	A股
主营业务收入净额	47,047	55,873	52,513	53,587	58,641	当前股价	港币 1.57 人民币 5.61
(+/-%)	20	19	(6)	2	9	股票代码	1055.HK 600029.CH
主营业务利润	5,326	6,915	(578)	8,552	8,082	日成交量 (百万股)	49.3 191.5
(+/-%)	47	30	(108)	(1,580)	(5)	52周最高价/最低价	港币 4.35/0.82 人民币 11.43/2.65
EBITDAR	8,830	10,207	2,828	14,355	14,764	总市值 (百万元)	港币 33,314 人民币 29,365
(+/-%)	53	16	(72)	408	3	发行股数 (百万股)	6,561 6,561
净利润	118	1,852	(4,892)	926	1,087	其中: 流通股 (百万股)	1,174 1,000
(+/-%)	(107)	1,469	(364)	119	(17)	主要股东 (持股比例)	南方航空集团 (50.3%)
每股盈利 (元)	0.03	0.42	(0.75)	0.12	0.14		
市盈率 (倍)	208.0	13.2	n.m.	48.5	41.3		
每股经营现金 (元)	1.0	2.2	0.1	1.3	1.4		
股价/经营现金 (倍)	5.9	2.5	84.9	4.3	4.0		
EV/EBITDA (倍)	11.2	9.8	(76.6)	7.0	8.3		
调整EV/EBITDAR(倍)	10.2	9.2	36.8	7.3	8.2		
市净率 (倍)	2.4	2.0	5.0	4.0	3.6		
净资产收益率 (%)	1.2%	15.1%	-66.6%	8.2%	8.8%		
投入资本回报率 (%)	1.2%	2.7%	-9.5%	5.1%	3.4%		
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		



来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资要点:

由于南航的航线网络主要侧重于国内市场, 它更有机会抓住 2009 年国内市场出现的需求回暖, 抵御全球航空市场急剧收缩的不利影响。事实上南航也利用这个机会缩小了其和国航之间的差距。南航今年前 2 个月的客座率达到了 76.3%, 同比增长 2.5 个百分点, 仅比国航低 0.4 个百分点。我们预计南航 2009 年客运周转量增长 9.6%, 客座率也有小幅提升。

不过, 南航的枢纽所在地广东省受到全球经济衰退的不利影响, 出口贸易大幅缩减。广东省是我国电子产品出口加工中心, 出口贸易中以电子产品为主。一方面, 电子产品多采用空运进行出口, 大幅降低的出口量将对航空货运业务产生不利影响; 另一方面, 受到出口下降的影响, 一些企业可能会倒闭或者裁员, 降低当地居民的消费意愿。根据我们的市场跟踪, 3 月份南方市场增长的速度开始减缓, 如果这一趋势延续下去, 南航今年的业绩必将受到较大的影响。

此外, 人民币升值放缓对南航的不利影响最大, 由于南航的美元负债金额最高, 在人民币升值放缓甚至有可能出现小幅贬值的预期下, 南航所受的负面影响也将大于国航和东航。而由于没有燃油套保, 油价如果上行, 南航受到的负面影响也将是最大的。

2009 年预测:

我们认为, 南航 2009 年可以获得 9.26 亿元的净利润, 对应于每股盈利 0.12 元。因为几乎没有燃油套期保值合约, 2009 年南航将成为三大航中盈利最少的一家。

建议:

在市场寻找业绩反转投资主题的氛围下, 南航也是航空板块中可以配置的品种, 其以国内市场为主的定位使其前期成为投资者作为投资航空行业反转的首选。不过, 鉴于我们对于南方市场的担心, 加上我们认为未来的增长趋势国航将更为受益, 我们将南航排在国航之后。H 股市场, 我们维持区间交易的投资策略, 根据最新的盈利预测, 我们将南航的目标价位调整为 HKD1.22, 对应于 0.8x 2009E P/B, 南航的交易区间也相应调整为 HKD0.92 元 ~ HKD1.53 元, 对应的 2009 年市净率分别是 0.6x 和 1.0x P/B。

图 1: 盈利预测和假设调整

		2008E	2009E	2010E
客公里收入	调整前	0.59	0.56	0.57
(人民币/客公里)	调整后	0.58	0.54	0.55
	(+/-%)	-2	-3	-3
客运周转量	调整前	83,060	88,658	99,170
(百万)	调整后	83,117	91,118	98,684
	(+/-%)	0	3	0
客座率	调整前	73.5%	73.6%	75.5%
	调整后	73.8%	75.7%	76.8%
	(+/-%)	0.2%	2.1%	1.3%
主营收入净额	调整前	53,843	54,265	61,179
(人民币 百万)	调整后	52,513	53,587	58,641
	(+/-%)	-2	-1	-4
燃油成本	调整前	22,152	17,942	21,981
(人民币 百万)	调整后	20,975	13,732	15,497
	(+/-%)	-5	-23	-29
主营业务成本	调整前	50,511	47,721	56,047
(人民币 百万)	调整后	51,611	43,525	48,907
	(+/-%)	2.2	-8.8	-12.7
净利润	调整前	(1,086)	(1,546)	(2,295)
(人民币 百万)	调整后	(4,892)	926	1,087
	(+/-%)	-350.4	159.9	147.4
每股盈利	调整前	-0.17	-0.19	-0.29
(人民币)	调整后	-0.75	0.12	0.14
	(+/-%)	-350	160	147
EBITDA	调整前	3,316	6,969	5,700
(人民币 百万)	调整后	-962	10,564	10,594
	(+/-%)	-129	52	86

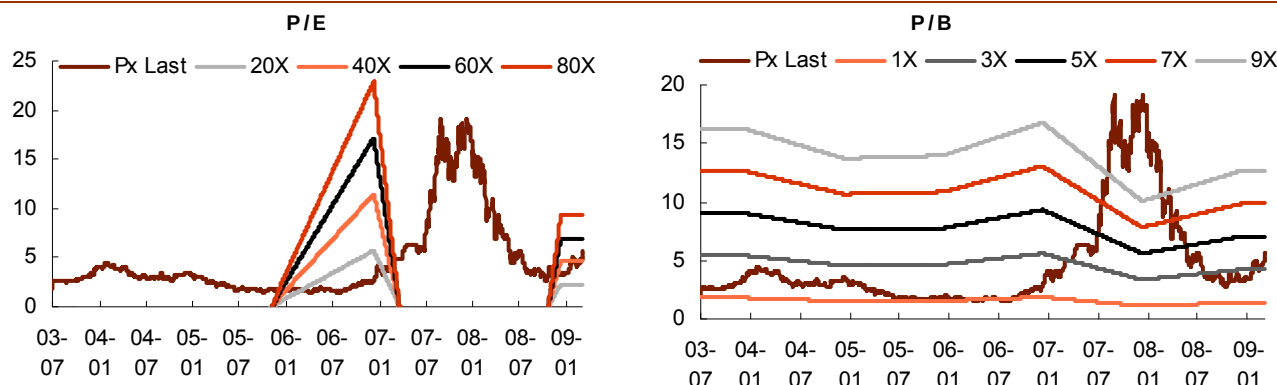
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 2: 历史及预测财务数据

(百万元)	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表					
主营业务收入净额	47,047	55,873	52,513	53,587	58,641
(+/-%)	20	19	(6)	2	9
主营业务成本	40,400	47,384	51,611	43,525	48,907
(+/-%)	18	17	9	(16)	12
主营业务利润	5,326	6,915	-578	8,552	8,082
(+/-%)	47	30	(108)	(1,580)	(5)
营业利润	-613	1,742	(5,002)	143	340
(+/-%)	(64)	(384)	(387)	103	(138)
利润总额	306	2,893	(5,871)	1,289	1,557
(+/-%)	(117)	845	(303)	122	(21)
净利润	118	1,852	(4,892)	926	1,087
(+/-%)	(107)	1,469	(364)	119	(17)
现金流量表					
经营活动现金流	4,192	9,647	433	10,419	11,264
投资活动现金流	(5,084)	(4,806)	(7,947)	(10,947)	(22,924)
融资活动现金流	224	(3,281)	6,814	522	12,820
现金及现金等价物净增加额	-668	1,560	-700	-6	1,160
资产负债表					
流动资产	7,436	8,790	7,792	7,881	9,491
长期投资和固定资产	58,384	71,381	74,026	79,182	95,376
无形资产及其他资产	10,376	2,282	2,205	2,128	2,051
流动负债	39,170	42,601	42,329	42,920	54,762
长期负债	24,780	25,161	32,434	32,967	37,621
少数股东权益	2,172	2,459	1,921	2,039	2,182
股东权益	10,074	12,232	7,340	11,266	12,353
财务指标					
税前利润率 (%)	0.7	5.2	(11.2)	2.4	2.7
净利润率 (%)	0.3	3.3	(9.3)	1.7	1.9
息税折旧摊销前利润率 (%)	12.9	12.1	(1.8)	19.7	18.1
净资产回报率 (%)	1%	15%	-67%	8%	9%
资产收益率 (%)	0%	2%	-6%	1%	1%
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
净债务/股东权益 (%)	470.5	375.5	733.1	482.1	547.7
资产负债率 (%)	83.9	82.2	89.0	85.1	86.4
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 3: 历史市盈率、市净率走势

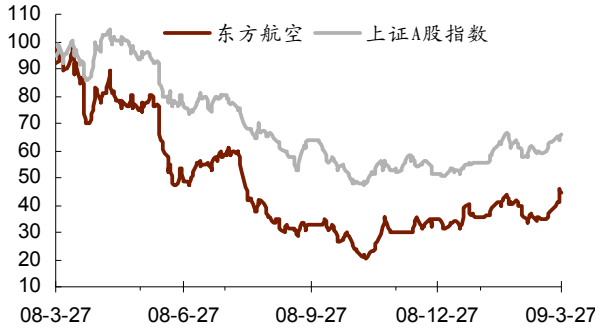


资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

东方航空（600115.CH）：中性

经营层面的改善任重道远

主要财务信息及股票信息

单位 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	H股			A股
主营业务收入	36,806	43,529	37,803	35,424	39,640	当前股价	港币 1.20	人民币 5.88	
(+/-%)	43.6	18.3	(13.2)	(6.3)	11.9	股票代码	670.HK	600115.CH	
主营业务利润	1,820	4,781	(5,921)	3,772	5,615	日成交量 (百万股)	26.0	41.9	
(+/-%)	(37.3)	162.7	(223.8)	163.7	48.9	52周最高价/最低价	港币 4.12/0.65	人民币 13.45/2.65	
EBITDA	1,164	4,413	(9,638)	8,581	7,842	总市值 (百万元)	港币 23,893	人民币 21,061	
(+/-%)	(69.0)	279.2	(318.4)	189.0	(8.6)	发行股数 (百万股)	4,867	4,867	
净利润	(2,780)	586	(12,607)	1,221	889	其中: 流通股 (百万股)	1,567	396	
(+/-%)	n.m.	n.m.	n.m.	109.7	27.2	主要股东 (持股比例)	东方航空集团 (59.67%)		
每股盈利 (元)	(0.57)	0.12	(2.59)	0.20	0.14				
每股经营现金流 (元)	0.75	1.01	0.48	0.80	1.74				
市盈率 (倍)	n.m.	40.8	n.m.	24.9	34.1				
EV/EBITDA (倍)	48.0	14.3	n.m.	7.2	8.2				
市净率 (倍)	7.9	8.4	n.m.	n.m.	n.m.				
股价/每股经营现金	4.1	3.0	6.4	3.8	1.8				
净资产收益率 (%)	n.m.	20.5	n.m.	(80.2)	(140.3)				
投入资本回报率 (%)	1.3	(4.3)	1.1	(34.0)	6.7				
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				

来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

由于 2008 年的巨幅亏损，即使完成了定向增发获得 70 亿元的政府注资，在我们的预测中东航 2009 年和 2010 年仍然会资不抵债，即使 2009 年和 2010 年的盈利也无法改变这一局面。

新的管理上任以来，无论是大刀阔斧的改革还是积极申请国家帮助，均为东航带来了积极的新气象，我们相信这有助于改善东航此前存在的一些管理上的不足，提高运营效率。但是这些在短时期内不会有明显效果。而东航今年前两个月的运营数据也明显差于国航和南航。其 2009 年前 2 个月的总旅客周转量仅同比增长 4.7%，低于国航和南航 8.4%，7.2% 的增幅，同比下滑 0.1 个百分点，而同期国航和南航的整体客座率分别为 77.0% 和 76.3%，分别同比增长 0.2 和 2.5 个百分点。

对于市场广为预期的行业整合，我们认为为确保明年上海世博会的顺利举行，上海市政府应不会在距开幕（明年 5 月）太近推动重组整合，我们认为如两家航空公司能推进整合，必须要在年中或最迟三季度启动。但由于东航和上航的增发完成尚需一段时间，我们认为这一有限的时间窗口正在逐步消失。我们更倾向于认为东航和上航的整合在今年内难以有实质性的推进。

2009 年预测：

2009 年随着油价下降，我们预计东航的主营业务可以盈利，但加上费用，其仍将录得 24.1 亿元的运营亏损。不过如果加上 2009 年燃油套期保值合约预计将带来的约 34 亿元账面浮盈，东航 2009 年最终将有望扭亏，我们预计其 2009 年的利润为 12.2 亿元，即每股收益 0.20 元。不过账面的浮盈对于东航来说意义不大，运营的大幅亏损仍将使得公司的经营如履薄冰。

建议：

目前东航 A、H 股的估值均明显有一个溢价，这也反应了市场对于东航重组整合的预期。不过，鉴于我们对东航的重组整合短期内很难有实质性的推进的判断，我们并不建议投资者近期介入东航。

图 1: 盈利预测和假设调整

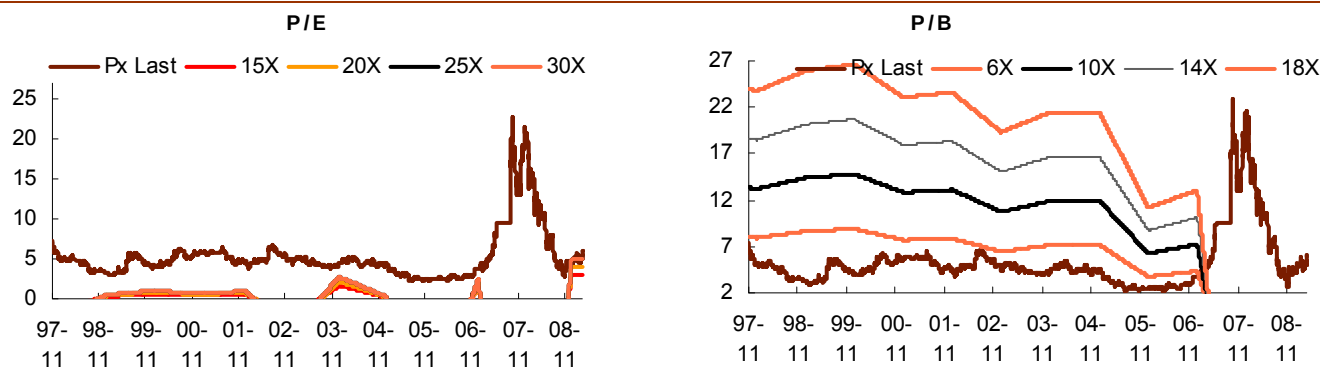
		2008E	2009E	2010E
客公里收入	调整前	0.59	0.55	0.55
(人民币/客公里)	调整后	0.60	0.55	0.56
	(+/-%)	2	1	1
客座率	调整前	70.8%	69.2%	70.3%
	调整后	70.8%	69.2%	71.4%
	(+/-%)	0.0%	0.0%	1.1%
客运周转量	调整前	53,685	54,282	59,282
(百万)	调整后	53,754	54,380	60,300
	(+/-%)	0	0	2
主营收入净额	调整前	37,545	36,282	40,059
(人民币 百万)	调整后	37,803	35,424	39,640
	(+/-%)	1	-2	-1
燃油成本	调整前	18,087	14,477	17,591
(人民币 百万)	调整后	16,987	11,090	12,618
	(+/-%)	-6	-23	-28
成本 + 费用	调整前	42,735	39,169	45,243
(人民币 百万)	调整后	46,835	34,568	37,288
	(+/-%)	10	-12	-18
净利润	调整前	(5,675)	(3,116)	(4,389)
(人民币 百万)	调整后	(12,607)	1,221	889
	(+/-%)	-122	139	120
总股数	调整前	4,867	6,171	6,171
(人民币 百万)	调整后	4,867	7,742	7,742
	(+/-%)	0	25	25
每股盈利	调整前	-1.166	-0.505	-0.711
(人民币)	调整后	-2.590	0.158	0.115
	(+/-%)	-122	131	116
EBITDA	调整前	-2,939	3,023	1,058
(人民币 百万)	调整后	-9,638	8,581	7,842
	(+/-%)	228	184	642

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 2: 历史及预测财务数据

(百万元)	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表					
主营业务收入净额	36,806	43,529	37,803	35,424	39,640
(+/-%)	43.6	18.3	(13.2)	(6.3)	11.9
主营业务成本	34,053	37,655	42,775	30,763	33,030
(+/-%)	50.2	10.6	13.6	(28.1)	7.4
主营业务利润	1,820	4,781	(5,921)	3,772	5,615
(+/-%)	(37.3)	162.7	(223.8)	163.7	48.9
营业利润	-2,626	-180	(9,807)	(2,407)	(238)
(+/-%)	754.9	(93.2)	(5,562.7)	(124.5)	(109.9)
利润总额	-2,848	707	(15,281)	1,719	1,289
(+/-%)	(2,797.6)	(124.8)	(2,260.3)	111.3	25.1
净利润	-2,780	586	(12,607)	1,221	889
(+/-%)	(4,697.1)	(121.1)	(2,249.6)	109.7	27.2
现金流量表					
经营活动现金流	3,655	4,935	2,316	3,895	8,474
投资活动现金流	(1,732)	(2,265)	(5,440)	(5,896)	(8,904)
融资活动现金流	(1,799)	(3,003)	2,357	2,158	1,958
现金及现金等价物净增加额	123	-332	-767	157	1,527
资产负债表					
流动资产	9,357	7,566	4,220	4,173	6,061
长期投资和固定资产	48,153	56,204	57,787	58,996	62,763
无形资产及其他资产	2,501	2,632	2,632	2,632	2,632
流动负债	33,746	36,599	48,322	43,742	47,033
长期负债	22,610	26,975	27,624	24,972	26,320
少数股东权益	739	705	-823	-651	-522
股东权益	3,034	2,863	-9,744	-1,523	-634
财务指标					
税前利润率 (%)	(7.7)	1.6	(40.4)	4.9	3.3
净利润率 (%)	(7.6)	1.3	(33.3)	3.4	2.2
息税折旧摊销前利润率 (%)	3.1	9.9	(24.9)	23.7	19.3
股本回报率 (%)	n.m.	20.5	n.m.	(80.2)	(140.3)
资产收益率 (%)	(4.6)	0.9	(19.3)	1.8	1.2
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益 (%)	1,282.7	1,612.0	(506.7)	(3,057.4)	(7,632.7)
资产负债率 (%)	93.7	94.7	116.2	103.3	101.6
流动比率	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
速动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 3: 历史市盈率、市净率走势


资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

*ST 上航(600591.CH): 中性

09 年还看重重组推进

主要财务信息及股票信息

财务预测 (百万元)	2006A	2007A	2008 A	2009E	2010E	A股
主营业务收入	9,934	12,310	13,373	13,376	15,513	当前股价 人民币 4.92
(+/-%)	24	24	9	0	16	股票代码 600591.CH
主营业务利润	1,196	1,068	545	2,114	2,356	日成交量 (百万股) 41.5
(+/-%)	8	(11)	(49)	288	11	52周最高价/最低价 人民币 10.65/3.05
EBITDA	632	210	(587)	1,307	1,387	总市值 (百万元) 5,321
(+/-%)	(10)	(67)	(379)	123	6	发行股数 (百万股) 1,082
净利润	8	(435)	(1,249)	102	194	其中: 流通股 (百万股) 628
(+/-%)	82	(5,412)	(187)	108	(91)	主要股东 (持股比例) 上海联和投资有限公司 (35.7%)
每股盈利 (元)	0.01	(0.40)	(1.16)	0.08	0.15	
市盈率 (倍)	649.6	n.m.	n.m.	63.0	33.0	
每股经营现金 (元)	0.9	0.6	0.3	1.1	1.2	
股价/经营现金 (倍)	5.2	8.4	18.9	4.3	4.0	
EV/EBITDA (倍)	18.3	59.7	n.m.	11.2	11.0	
市净率 (倍)	2.6	3.4	16.0	4.6	4.1	
净资产收益率 (%)	0.4	(27.4)	(376.8)	7.2	12.5	
投入资本回报率 (%)	(0.9)	(4.1)	(12.3)	4.3	4.0	
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资要点:

尽管行业需求大幅下滑, 2008 年上航的旅客周转量依然增长了 7.99%, 高于三大航及行业 3.4% 的平均水平。2009 年前 2 个月上航总的旅客周转量同比增长 13.4%, 增长再次高于三大航。而前 2 个月可用座位公里同比增加 13.6% 的幅度也高于三大航。尽管如此, 由于上航近年来的发展重点是国际航线和货运业务, 其 2009 年面临的经营压力要高于其他航空公司。不过, 根据我们近期的观察, 国内各航空公司已开始进行相应的航线调整, 将多余的运力投放至国内市场, 同时大幅削减货运航班, 上航也不例外。

公司近期获得注资 10 亿元, 这将有效的改善公司的财务状况, 提高公司的抗风险能力。而东航近两年来由于自身的困境开始大幅削减投入, 这也将给上航带来较好的机会。公司管理层能否抓住这一机会, 在 2009 年有所突破, 对于上航未来的发展至为关键。

2009 年预测:

基于 2008 年和近期较快的增长速度, 我们上调了上航 2009 年旅客周转量和客座率的假设, 但由于 2008 年收益率水平低于预期, 我们下调了 2009 年的收益率假设。此外, 我们预计燃油套保合约 2009 年能为上航带来 1 亿元的账面浮盈。加上油价假设下调带来的收益, 我们预计上航 2009 年将扭亏, 盈利 1.02 亿元, 合每股收益 0.08 元。

建议:

目前股价对应的 09, 10 市净率分别为 4.6x 和 4.1x, 估值已经偏高。上航 09 年的投资机会将来自于上海航空市场重组整合的推进。由于世博会将于 5 月开幕, 我们认为上海市政府的两个选择是 1) 在年中或最晚三季度开始推进整合; 2) 等待世博会闭幕之后再进一步推进。根据目前的进展来看, 我们倾向于认为行业重组整合今年内难有实质性推进。因此我们仍然维持对公司中性的投资评级。

图 1: 盈利预测和假设调整

		2008A	2009E	2010E
客运周转量	调整前	12,315	13,348	14,950
(百万客公里)	调整后	13,751	15,292	17,433
	(+/-%)	12	15	17
货运周转量	调整前	1,038	1,059	1,112
(百万吨公里)	调整后	945	851	893
	(+/-%)	-9	-20	-20
主营业务收入	调整前	13,702	15,178	17,288
(人民币 百万)	调整后	13,373	13,376	15,513
	(+/-%)	-2	-12	-10
航油成本	调整前	5,699	4,642	5,766
(人民币 百万)	调整后	5,796	3,894	4,918
	(+/-%)	2	-16	-15
主营业务成本	调整前	13,295	13,629	16,061
(人民币 百万)	调整后	12,519	11,031	12,896
	(+/-%)	-6	-19	-20
汇兑收益	调整前	354	-136	0
(人民币 百万)	调整后	281	-136	0
	(+/-%)	-20.7	0.0	n.a.
净利润	调整前	(782)	(268)	(665)
(人民币 百万)	调整后	(1,249)	102	194
	(+/-%)	-60	138	129
总股数	调整前	1,082	1,082	1,082
(百万)	调整后	1,082	1,304	1,304
	(+/-%)	0	21	21
每股盈利	调整前	(0.72)	(0.25)	(0.61)
(人民币)	调整后	(1.16)	0.08	0.15
	(+/-%)	-60	132	124
EBITDA	调整前	(325)	748	348
(人民币 百万)	调整后	(587)	1,307	1,387
	(+/-%)	-280.6	74.8	298.6

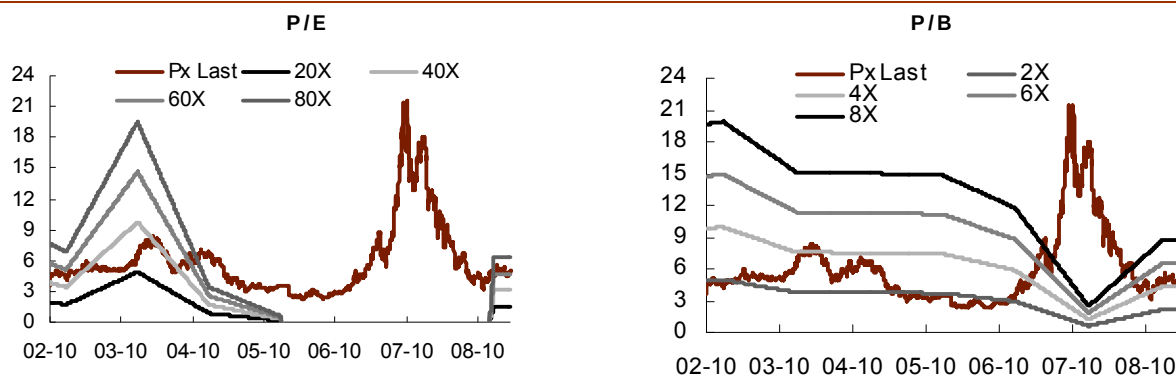
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 2: 历史及预测财务数据

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	9,934	12,310	13,373	13,376	15,513
(+/-%)	24	24	9	0	16
主营业务支出	8,491	10,925	12,519	11,031	12,896
(+/-%)	27	29	15	-12	17
主营业务利润	1,196	1,068	545	2,114	2,356
(+/-%)	8	(11)	(49)	288	11
营业利润	(40)	(528)	(1,448)	143	273
(+/-%)	(161)	(1,214)	(174)	110	(91)
利润总额	16	(479)	(1,347)	143	273
(+/-%)	(76)	(3,072)	(181)	111	(91)
净利润	8	(435)	(1,249)	102	194
(+/-%)	82	(5,412)	(187)	108	(91)
现金流量表					
经营活动现金流	1,019	631	282	1,479	1,612
投资活动现金流	(1,837)	(957)	(801)	(1,310)	(1,810)
融资活动现金流	892	653	685	(9)	377
现金及现金等价物净增加额	74	327	166	159	180
资产负债表					
流动资产	2,445	2,921	2,683	2,771	3,194
长期投资和固定资产	8,564	9,592	11,009	11,647	12,703
无形资产及其他资产合计	190	525	520	460	399
流动负债	5,484	7,749	9,743	9,721	11,271
长期负债	3,620	3,648	4,082	3,682	3,382
少数股东权益	84	55	56	67	89
股东权益	2,009	1,586	332	1,408	1,554
财务指标					
毛利率(%)	12.0	8.7	4.1	15.8	15.2
营业利润率(%)	(0.4)	(4.3)	(10.8)	1.1	1.8
净利润率(%)	0.1	(3.5)	(9.3)	0.8	1.3
息税前利润率(%)	1.6	(3.0)	(9.2)	4.3	3.7
净资产收益率(%)	0.4	(27.4)	(376.8)	7.2	12.5
总资产收益率(%)	0.1	(3.3)	(8.8)	0.7	1.2
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净债务/股东权益(%)	307.3	451.6	2,696.9	583.7	562.4
流动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 3: 历史市盈率、市净率走势



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

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

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。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。