

中国国际航空股份有限公司

燃油套期保值亏损加大

中国国航(“公司”)最近公布,燃油套期保值合约截至2008年末公允价值损失高达68亿元(人民币,下同)。公司12月客运业务继续小幅增长,货运业务则继续下滑。我们大幅下调了2008年盈利预测,小幅上调了2009-2010年盈利预测。按2009年预测EBITDAR估值为每股HK\$1.70。评级上调为“中性”。

燃油套期保值合约亏损高达68亿元 我们根据公司最新披露的燃油套期保值合约公允价值损失额,估算公司的燃油套期保值合约规模高达180万吨,即2008年公司燃油消耗量的约60%。

2008年12月客运业务继续小幅增长,货运业务则继续下滑 2008年12月公司本部旅客周转量同比增长2.3%,其中国内航线增长12.1%,国际航线则下跌8.6%。货邮周转量下跌22.6%,主要原因是国际航线货邮周转量下跌幅度达27.8%,而公司货运业务以国际航线为主。

预计2009-2010年客运和货运业务均可实现小幅增长 考虑到2008年全年公司客运和货运均出现下滑,而年末客运表现良好,因此我们调高公司2009-2010年业务量预测。

调整盈利预测和估值 我们现预测2008年中国国航净亏损77亿元,2009年和2010年分别实现盈利17亿元和40亿元。估值方面,我们将EV/EBITDAR目标倍数由5.0倍下调至4.0倍。于是估值为每股HK\$1.70。

盈利预测及估值

12月31日(RMB百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	44,919	51,165	51,304	50,427	55,113
增长(%)	17.5	13.9	0.3	-1.7	9.3
净利润	2,688	4,229	(7,674)	1,650	3,978
增长(%)	11.7	57.3	-281.5	-121.5	141.0
经常性净利润	476	2,649	(4,634)	1,650	2,103
增长(%)	-69.1	456.3	-275.0	-135.6	27.4
每股盈利(RMB元)	0.26	0.36	(0.65)	0.14	0.34
经常性每股盈利(RMB元)	0.05	0.22	(0.39)	0.14	0.18
市盈率(x)*	35.3	7.3	(4.2)	11.8	9.2
EV/EBITDAR(x)	5.5	4.7	7.8	4.2	4.0
市净率(x)	0.7	0.6	0.9	0.8	0.7
每股股息(RMB元)	0.05	0.07	0.00	0.02	0.05
股息收益率(%)	3.0	4.2	0.0	1.2	3.1
净资产收益率(%)*	1.9	8.7	-17.1	7.0	8.0

资料来源:公司资料,招商证券(香港)预测

*按经常性盈利计算。

中性

(上次:中性)

目标价: HK\$ 1.70

现价: HK\$1.86

2009年1月22日

彭博: 753 HK

路透: 00753.HK

股本数据

总股份数(百万股)	12,251
H股股份数(百万股)	5,786
H股市值(HK\$百万)	10,762
52周高/低(HK\$)	1.49-8.43
平均成交额(HK\$百万)	172
主要股东	持股(%)
中国航空集团(A+H)	51.7
国泰航空(H)	18.1
自由流通量(A+H)	30.2
行业	航空运输

相关研究

Air China 081223 c

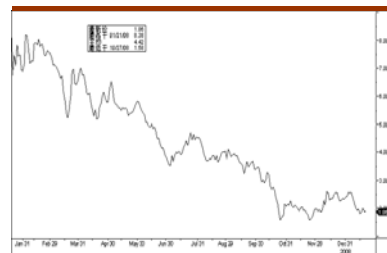
招商证券(香港)研究部

余黄炎

电话: +86-755-83643907

Email: yuhuangyan@cmschina.com.cn

股价表现

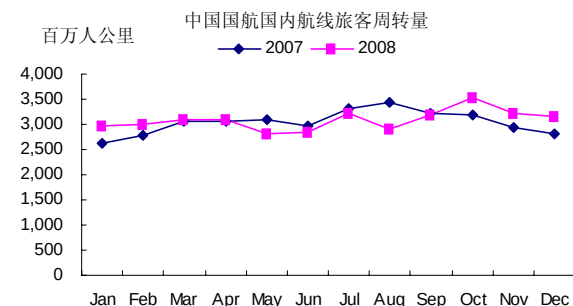


资料来源: Bloomberg

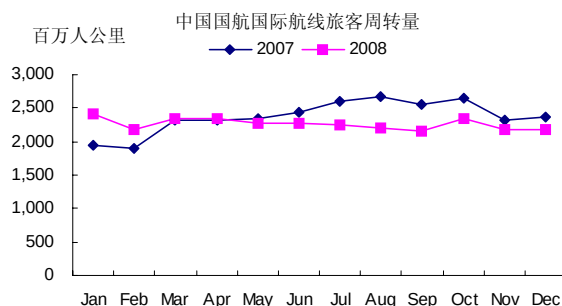
2008 年 12 月客运业务继续小幅增长，国内航线增长可观

2008 年 12 月公司本部（不含澳门航空）旅客周转量同比增长 2.3%，其中国内航线增长 12.1%，国际航线则下跌 8.6%。

10-12 月国内航线旅客周转量增长 8% 以上



10-12 月国际航线旅客周转量低于 2007 年同期

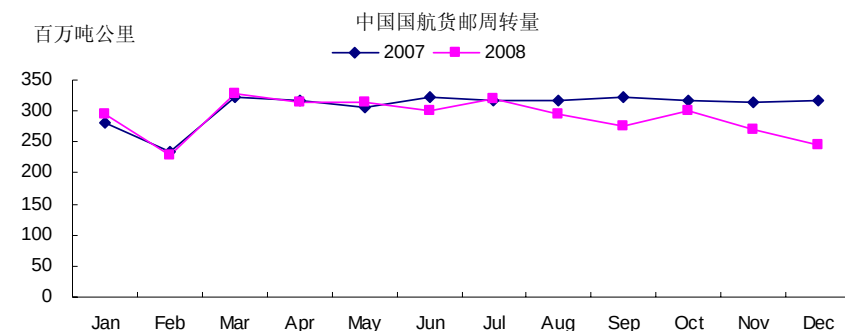


资料来源：公司资料

货运业务则继续下滑，主要因国际航线业务大幅下跌

2008 年 12 月公司本部货邮周转量下跌 22.6%，主要原因是国际航线货邮周转量下跌幅度达 27.8%，而公司货运业务以国际航线为主。国内航线货邮周转量仅下滑 1.5%，跌幅较 11 月缩小。

2008 年 8 月以来货邮周转量持续低于 2007 年同期



资料来源：公司资料

预计 2009 - 2010 年客运和货运业务均可实现小幅增长

考虑到 2008 年全年公司客运和货运均出现下滑，而年末客运表现良好，因此我们调高了公司业务量预测，预计 2009 - 2010 旅客周转量和货邮周转量都实现小幅增长。

中国国航旅客周转量增长预测(%)

	2006	2007	2008	2009E	2010E
合并报表	15.5	10.5	-1.8*	4.4	9.8
中国国航本部	15.0	11.2	-1.5	5.0	10.0
澳门航空	25.9	-1.9	-10.0*	-10.0	5.0

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测，*估计数

中国国航货邮周转量增长预测(%)

	2006	2007	2008	2009E	2010E
合并报表	18.7	11.4	-5.7*	1.5	5.0
中国国航本部	19.1	12.2	-5.5	2.0	5.0
澳门航空	11.5	-2.4	-10.0*	-10.0	5.0

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测，*估计数

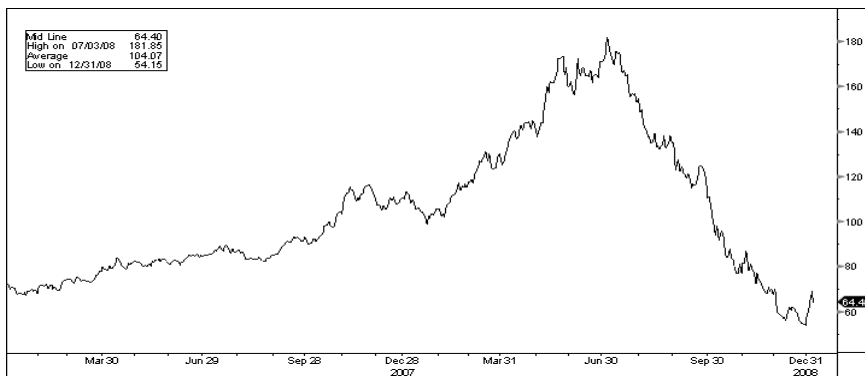
燃油套期保值合约亏损高达 68 亿元

我们根据公司最新披露的亏损额燃油套期保值合约截至 2008 年末公允价值损失额，估算公司的燃油套期保值合约规模高达 180 万吨，即 2008 年公司燃油消耗量的 60%。

中国国航套期保值合约模拟

	上次	调整后
燃油买入合约规模(万吨)	135	180
设定合约对手向公司卖出价格(美元/桶)	135	125
10 月 31 日国际燃油现价(美元/桶)	84	84
2008 年末燃油现价(美元/桶)	60	54
10 月 31 日套期保值合约静态净损益(百万元)	3,770	4,080
2008 年年末静态亏损额(百万元)	5,550	7070
2008 年年末折现后亏损额(百万元)	4,800	6,800

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

新加坡市场航油现货价格在 2008 年末约为 54 美元/桶


资料来源：Bloomberg

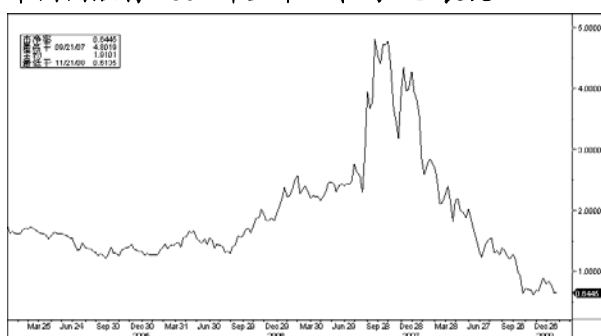
以 PB 历史比较看，股价尚有下跌空间

我们参考 PB 估值方法来考察公司股价的下跌空间。按当前股价和 2008 年末预测净资产值，公司市净率达到 0.9 倍；按 2007 年末预测净资产值，则市净率达到 0.6 倍。目前公司市净率是 2004 年上市的最低值。不过公司自上市以来尚未经历过大的行业萧条期。因此，我们用国泰航空的历史股价表现来寻找中国国航市净率的下限。

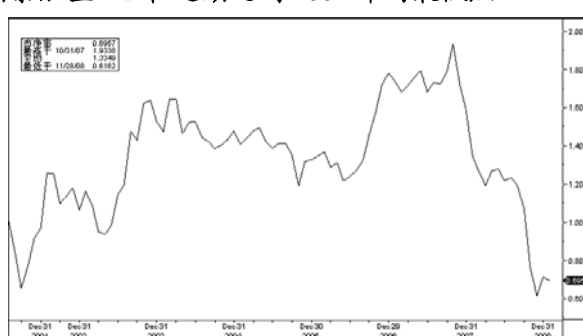
国泰航空自 2001 年以来的市净率数据显示，该公司市净率在 2006 年末达到最高点，接近 5 倍，在 2001 年达到最低点，约 0.6 倍。2001 年国泰航空受美国“911”事件影响，国泰航空盈利大幅下降，但仍未亏损。而 2008 年则由于燃油价格大幅波动，导致国泰航空大幅亏损。

因此，如果以 0.6 倍市净率和中国国航 2008 年末预测净资产值计算，则中国国航股价仍然有 50% 的下跌空间。不过，上述简单类比的方法局限性也十分明显，原因是：（1）2001 年和 2008 年导致航空公司亏损的原因不同；（2）国泰航空和中国国航面临的市场环境不同。

中国国航自 2004 年上市以来的 PB 表现



国泰航空 PB 在近期达到 2001 年的最低点



资料来源：Bloomberg

综合损益表预测

人民币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	44,919	51,165	51,304	50,427	55,113
航空运输收入	41,606	47,718	49,236	48,296	52,915
客运	37,565	43,632	41,929	41,624	45,715
货运及邮运	4,041	4,085	7,307	6,672	7,200
其他经营收入(经常性项目)	3,313	3,448	2,068	2,131	2,198
营业支出	(42,419)	(47,496)	(53,410)	(46,691)	(51,481)
航空燃料成本	(15,716)	(17,201)	(21,233)	(14,426)	(16,560)
除航空燃料成本外的营业支出	(26,703)	(30,295)	(32,177)	(32,265)	(34,921)
出售物业、厂房及设备收益净额	17	165	0	0	0
出售联营公司所得收益	1,593	0	0	0	0
经营溢利	4,110	3,834	(2,106)	3,736	3,632
经常性经营溢利	2,500	3,669	(2,106)	3,736	3,632
EBITDAR	10,168	11,774	7,087	13,360	13,807
财务收入	1,178	2,377	(3,910)	121	2,708
利息收入	81	110	90	121	208
汇兑收益净额	984	2,030	2,800	0	500
燃油衍生工具收益净额	113	236	(6,800)	0	2,000
其他财务收入	0	0	0	0	0
财务费用	(1,876)	(1,969)	(2,119)	(2,542)	(2,737)
净财务费用	(699)	407	(6,029)	(2,422)	(30)
经营溢利扣除净财务费用	3,412	4,241	(8,135)	1,315	3,602
应占联营公司溢利及亏损	518	1,365	(1,592)	551	1,227
税前溢利	3,929	5,606	(9,726)	1,866	4,828
税项	(624)	(1,485)	1,952	(316)	(900)
本年度溢利	3,305	4,122	(7,774)	1,550	3,928
应占					
本公司股东应占溢利	2,688	4,229	(7,674)	1,650	3,978
少数股东应占溢利	617	(107)	(100)	(100)	(50)
经常性净利润	476	2,649	(4,634)	1,650	2,103

财务比率分析(%)

经常性经营溢利率	5.6	7.2	-4.1	7.4	6.6
EBITDAR/营业额	22.6	23.0	13.8	26.5	25.1
所得税/税前溢利扣除应占					
联营公司盈亏	18.3	35.0	24.0	24.0	25.0
经常性销售净利率	-0.1	2.5	-5.9	2.2	1.6

资料来源：公司资料，招商證券(香港)预测

综合资产负债表预测

人民币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
非流动资产					
物业、厂房及设备	54,768	61,692	68,321	71,471	74,327
预付租金(土地使用权)	1,014	1,046	1,023	1,001	979
无形资产	0	75	0	0	0
应占联营公司权益	9,255	9,543	7,651	8,202	9,429
预付飞机及相关设备款项	6,976	7,652	6,500	5,000	5,000
其他非流动资产	1,762	1,218	1,500	1,500	1,500
	73,775	81,226	84,995	87,174	91,234
流动资产					
存货	1,015	1,142	1,200	1,300	1,400
应收款项	2,835	2,794	3,420	3,362	3,674
预付款项、按金及其它应收款项	1,077	1,318	1,283	1,261	1,378
抵押存款	212	119	100	100	100
自取得后三个月后到期的非抵押存款	1,571	1,429	1,000	1,000	1,000
现金及现金等价物(现金流量表列示)	3,588	2,477	2,333	5,326	9,280
其他流动资产	404	551	600	600	600
	10,702	9,830	9,935	12,948	17,432
总资产	84,478	91,056	94,931	100,122	108,667
流动负债					
票证结算负债	1,530	2,156	2,052	2,017	2,205
应付账款	5,221	5,931	6,413	6,303	6,889
其它应付款项及预提费用	4,193	4,350	4,437	4,526	4,617
融资租赁负债-流动负债	2,355	2,217	2,733	2,859	2,973
银行贷款、其它贷款及公司债券-流动部分	11,139	10,979	16,000	16,000	16,000
其他流动负债	1,515	1,255	1,500	1,500	1,500
	25,953	26,888	33,135	33,205	34,183
非流动负债					
融资租赁负债-非流动负债	11,248	13,328	13,664	14,294	14,865
银行贷款、其它贷款及公司债券-非流动部分	12,702	16,615	21,615	24,615	27,615
其他非流动负债	2,839	2,717	3,420	3,362	3,674
	26,788	32,661	38,700	42,271	46,155
公司股东权益					
已发行股本	12,251	12,251	12,251	12,251	12,251
库存股份	(1,247)	(1,283)	(1,283)	(1,283)	(1,283)
储备及保留盈利	18,720	20,389	11,877	13,528	17,260
	29,724	31,357	22,845	24,495	28,228
少数股东权益	2,011	150	250	150	100
负债及权益总计	84,478	91,056	94,931	100,122	108,667

资料来源：公司资料，招商證券(香港)预测

综合现金流量表预测摘要

人民币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动产生现金流量净额	6,212	7,302	7,216	10,344	10,346
投资活动产生现金流量净额	(12,148)	(10,212)	(11,754)	(8,500)	(10,000)
融资活动产生现金流量净额	7,309	1,839	4,393	1,150	3,609
汇率变动影响	(33)	(40)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	1,340	(1,111)	(145)	2,993	3,954
年初现金及现金等价物	2,248	3,588	2,477	2,333	5,326
年末现金及现金等价物	3,588	2,477	2,333	5,326	9,280

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去12个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等),并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其他规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人余黄炎未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828