

国泰航空有限公司

燃油对冲亏损加大

国泰航空(“公司”)近日发布盈利警告,公司估计燃油对冲合约截至 2008 年末的未变现市值计价亏损达到 76 亿港元。我们据此调整了 2008 年度盈利预测,估值下调至每股 HK\$7.90,评级下调至“逊于大市”。

燃油对冲亏损额加大 国泰航空的燃油对冲合约在 10 月 31 日发生市值亏损约 28 亿港元。1 月 8 日公司估计最新亏损额达到 76 亿港元,高于我们此前 48 亿港元的估计数。

我们调整对公司燃油对冲合约的模拟 我们根据公司两次盈利警告提供的信息,重新模拟了公司的燃油对冲合约,估计公司的燃油买入合约规模达 2,200 万桶,设定合约对手向公司卖出价格为 102 美元/桶。由于公司的燃油买入合约规模比此前预测高,我们假设 2010 年该合约市值回升 20 亿港元。

下调 2008 年盈利预测,轻微下调 2009 - 2010 年经常性盈利预测 我们预计 2008 年公司净亏损约 112 亿港元。考虑到公司亏损加大导致 2009 - 2010 年财务费用上升,小幅下调 2009 - 2010 年经常性盈利预测。经常性盈利预测已经扣除了燃油对冲合约因素。

下调估值至每股 HK\$7.90 我们仍然用 EV/EBITDAR 倍数估值,目标倍数为 5.0。于是按 2009 年预测 EBITDAR 估值为每股 HK\$7.90。评级下调至“逊于大市”。

盈利预测及估值

12 月 31 日(港币百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	60,783	75,358	81,607	61,967	75,272
增长(%)	19.4	24.0	8.3	-24.1	21.5
净利润	4,088	7,023	(11,169)	2,248	6,392
增长(%)	24.0	71.8	-259.0	-120.1	184.3
经常性净利润	3,273	5,224	(4,075)	1,738	4,182
增长(%)	4.9	59.6	-178.0	-142.7	140.6
EBITDAR	11,363	15,106	(1,798)	10,896	15,864
每股收益(港元)	1.16	1.78	(2.83)	0.57	1.62
每股经常性收益(港元)	0.93	1.33	(1.03)	0.44	1.06
市盈率(x)*	9.6	6.7	(8.6)	20.2	8.4
EV/EBITDAR(x)	5.1	3.9	(32.5)	5.4	3.7
每股股息(港元)	0.84	0.84	0.03	0.25	0.55
股息收益率(%)	9.4	9.4	0.3	2.8	6.2
净资产收益率(%)*	8.1	10.9	-9.3	4.6	10.1

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

*根据经常性利润计算

逊于大市

(上次: 中性)

目标价: HK\$ 7.90

现价: HK\$ 8.90

2009 年 1 月 12 日

彭博: 293 HK

路透: 00293.HK

股本数据

已发行股数(百万股)	3,940
总市值(HK\$百万)	35,066
52 周高/低(HK\$)	6.97-20.25
平均成交额(HK\$百万)	119
主要股东	持股(%)
太古股份	39.9
中信泰富	17.5
中国国航	17.5
自由流通量	25.2
行业	航空运输

相关研究

Cathay Pacific 081229 c

Cathay Pacific 080807 c

Cathay Pacific 080707 c

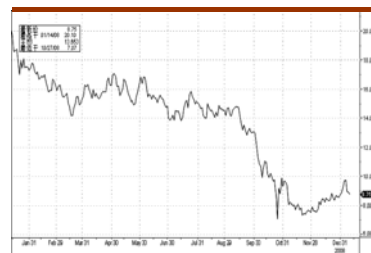
招商证券(香港)研究部

余黄炎

Tel: +86-755-83643907

Email: yuhuangyan@cmschina.com.cn

股价表现



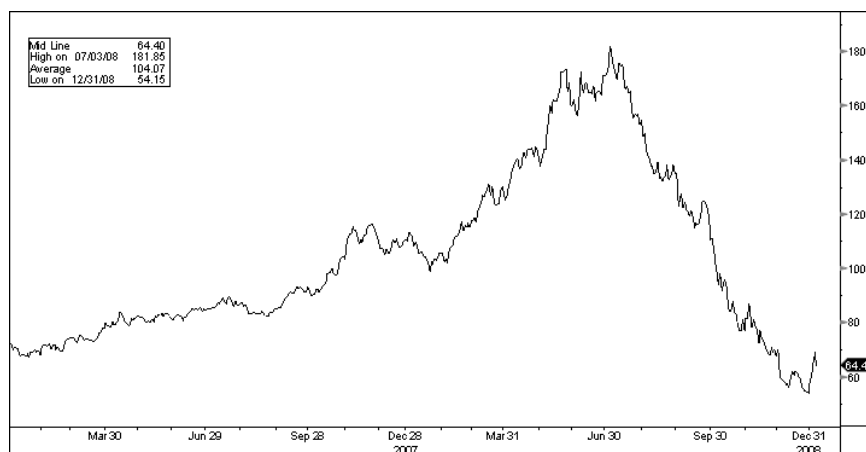
资料来源: Bloomberg

国泰航空燃油对冲合约模拟

	上次	调整后
燃油对冲合约规模(百万桶)	12.5	22
设定合约对手向公司卖出价格(美元/桶)	117.5	102
10月31日燃油价格(美元/桶)	84	84
2008年末燃油价格(美元/桶)	60	54
10月31日燃油对冲合约静态净损益(百万港元)	3100	3,100
10月31日燃油对冲合约折现后亏损额(百万港元)	2,800	2,800
2008年年末燃油对冲静态亏损额(百万港元)	-	8,200
2008年年末燃油对冲折现后亏损额(百万港元)	-	7,600

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

综合损益表预测

港币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业额	60,783	75,358	81,607	61,967	75,272
航空运输收入	49,406	61,367	64,817	45,177	55,124
航空客运	35,155	45,129	48,557	32,982	40,815
航空货运	14,251	16,238	16,260	12,195	14,309
航空饮食、收回款项及 其它服务	11,377	13,991	16,789	16,789	20,147
营业开支	(55,565)	(67,619)	(91,140)	(58,806)	(67,917)
燃料成本	(20,214)	(24,624)	(44,460)	(18,430)	(21,222)
除燃料成本外的其他营 业开支	(35,351)	(42,995)	(46,680)	(40,376)	(46,695)
营业溢利(EBIT)	5,218	7,739	(9,533)	3,161	7,355
就货运垄断调查事项和解 作出拨备	0	0	(468)	0	0
营业溢利(含非经常性项 目)	5,218	7,739	(10,001)	3,161	7,355
EBITDAR	11,363	15,106	(1,798)	10,896	15,864
财务支出	(1,818)	(2,451)	(2,366)	(2,459)	(2,369)
财务收入	1,353	1,664	1,647	1,410	1,536
财务支出净额	(465)	(787)	(718)	(1,049)	(834)
应占联属公司溢利	301	1,057	(932)	627	1,175
除税前溢利	5,054	8,009	(11,652)	2,739	7,697
税项	(782)	(799)	583	(411)	(1,155)
除税后溢利	4,272	7,210	(11,069)	2,328	6,542
应占					
本公司股东溢利	4,088	7,023	(11,169)	2,248	6,392
少数股东溢利	184	187	100	80	150
经常性净利润	3,273	5,224	(4,075)	1,738	4,182

财务比率(%)

营业溢利(EBIT)/营业额	8.6	10.3	-11.7	5.1	9.8
EBITDAR/营业额	18.7	20.0	-2.2	17.6	21.1
所得税率	16.5	11.5	5.0	15.0	15.0
销售经常性净利率	4.9	5.5	-3.9	1.8	4.0

资料来源：公司资料，招商证券(香港)公司预测

综合资产负债表预测

港币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
非流动资产					
固定资产	57,602	62,388	65,185	64,882	65,565
无形资产(含商誉)	7,749	7,782	7,694	7,607	7,521
联营公司的投资	8,826	10,054	9,222	9,949	11,224
官批租地租款预缴金额	1,685	1,642	1,600	1,600	1,600
投资按公允价值	1,271	1,442	1,000	1,000	1,000
其它非流动资产	450	435	400	400	400
	77,583	83,743	85,101	85,439	87,310
流动资产					
存货	789	882	1,000	1,000	1,100
贸易及其它应收款项	8,735	11,376	11,658	8,852	10,753
短期存款及银行结存	5,796	6,785	2,961	4,381	5,749
超过三个月期满的短期存款	71	2,574	2,000	2,000	2,000
海外上市债券和银行存款	9,757	12,290	10,000	10,000	10,000
	25,148	33,907	27,619	26,233	29,602
总资产	102,731	117,650	112,720	111,672	116,912
流动负债					
长期负债的流动部分净额	6,151	3,878	5,000	0	0
贸易及其它应付款项	10,999	14,787	17,020	17,088	17,462
其他流动负债	7,573	8,729	9,000	9,000	9,000
	24,723	27,394	31,020	26,088	26,462
非流动负债					
长期负债净额	25,792	32,490	37,490	39,490	39,490
其他非流动负债	6,678	7,039	7,000	7,000	7,000
	32,470	39,529	44,490	46,490	46,490
公司股东权益					
股本	787	788	788	788	788
储备及保留溢利	44,599	49,761	36,154	38,008	42,824
	45,386	50,549	36,942	38,796	43,612
少数股东权益	152	178	268	298	348
负债及权益总计	102,731	117,650	112,720	111,672	116,912

资料来源：公司资料，招商證券(香港)公司预测

综合现金流量表预测摘要

港币百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动产生净现金流	8,517	13,168	730	10,903	9,868
投资活动产生净现金流	(9,309)	(14,313)	(7,471)	(4,990)	(5,990)
融资活动产生净现金流	2,194	2,009	2,917	(4,493)	(2,510)
现金及现金等价物净增加	1,402	864	(3,824)	1,420	1,368
汇率变动影响	98	142	0	0	0
年初现金及现金等价物	4,267	5,767	6,773	2,949	4,369
年末现金及现金等价物	5,767	6,773	2,949	4,369	5,737

资料来源：公司资料，招商证券(香港)公司预测

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

免责声明:

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它规管活动的服务。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