

# 经营与出行需求向好，等待更多催化

华泰研究

2022年8月11日 | 中国香港

中报点评

航空运输

投资评级(维持):

持有

目标价(港币):

9.15

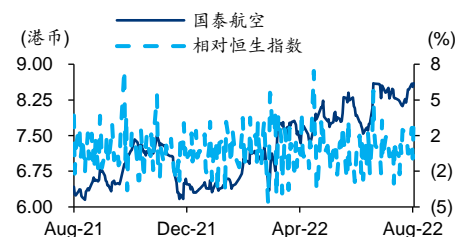
研究员 沈晓峰  
 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com  
 SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

研究员 黄凡洋  
 SAC No. S0570519090001 huangfanyang@htsc.com  
 SFC No. BQK283 + (86) 21 2897 2065

## 基本数据

目标价(港币)	9.15
收盘价(港币 截至8月10日)	8.60
市值(港币百万)	54,845
6个月平均日成交额(港币百万)	80.93
52周价格范围(港币)	6.10-8.79
BVPS(港币)	10.63

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 盈利逐步恢复中，等待更多催化；维持“持有”

国泰航空(国泰)1H22归属于普通股股东净亏损为52.99亿港元，同比收窄32.6%，主要由于较高的客运和货运收益水平。净亏损比我们预期的45亿港元差18%。虽然1H22运力投放受限，但展望未来，全球范围内旅行限制逐步减少，我们认为这有助于国泰运力恢复。此外旅行意愿开始回升，我们认为国泰盈利将逐步走出低谷。我们预计2022-2024年净利润为-44.75亿/42.13亿/67.46亿港元(前值:-20.38亿/35.82亿/58.09亿港元)。我们将2022年预测PB倍数上调至0.87倍(国泰航空的10年历史均值;前值:2H08-1H10金融危机期间均值0.70倍PB)，并将目标价上调20%至9.15港币(2022E BPS为港币10.53元)。不过我们认为公司仍需更多时间与催化剂，实现稳定盈利。维持“持有”。

## 上半年运力受限，旅行限制减少，运力投放开始恢复

由于香港政府于2022年1月宣布收紧机组人员隔离要求和旅行限制，1H22国泰航空的客货运力仍处于低位，分别仅为2019年水平的3.8%和32.4%，同比分别下降26.6%和31.0%。运力收缩使客座率回升至59.2%，同比上升40.3pct，单位客公里收入同比上升21.0%。1H22客运收入为20.68亿港元，同比增长179%。同时1H22货运收入为138.30亿港元，同比增长8.9%，主要由于单位货运吨公里收入同比增长69.7%。国泰1H22总收入为185.51亿港元，为2019年水平的34.6%，同比增长17.0%。随着旅行限制逐渐减少，我们认为国泰的运力和收入正逐步恢复。

## 投资损失扩大，等待重回稳定盈利

国泰的每可用吨公里成本同比增长32.4%，主要由于刚性固定成本和运力受限。但公司1H22成本同比下降2.9%至198.04亿港元。虽然布伦特原油均价同比上涨60.9%，单位ATK燃料消耗同比增加18.7%，但净燃料成本仅同比增长13.8%至26.30亿港元，主因公司ATK同比下降30.5%和19.88亿港元的燃油成本对冲工具收益。然而，公司1H22联营亏损达27.26亿港元，亏损幅度同比扩大80.6%，即12.17亿港元，对公司净利润复苏有所拖累。我们认为伴随新冠疫情在海外和中国内地的影响逐渐消退，公司终将恢复稳定盈利。

风险提示：下行风险：1) 油价高于我们的预期；2) 疫情影响严重程度超出我们的预期；上行风险：航空出行需求恢复高于预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(港币百万)	46,934	45,587	45,527	82,621	98,742
+/-%	(56.13)	(2.87)	(0.13)	81.48	19.51
归属母公司净利润(港币百万)	(21,876)	(6,123)	(4,475)	4,213	6,746
+/-%	(1,394)	(72.01)	(26.92)	(194.15)	60.13
EPS(港币, 最新摊薄)	(3.40)	(0.95)	(0.70)	0.65	1.05
ROE(%)	(32.16)	(8.42)	(6.39)	6.03	9.03
PE(倍)	(2.53)	(9.04)	(12.37)	13.14	8.21
PB(倍)	0.76	0.77	0.82	0.77	0.71
EV EBITDA(倍)	(31.97)	16.34	12.89	6.30	5.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测调整汇总

		2022E	2023E	2024E	
ASK	原预测	40,364	92,137	133,109	1H22 隔离政策抑
(mn)	新预测	20,589	101,346	139,482	制运力投放, 调低
变化 (%)		(48.99)	9.99	4.79	2022 预测, 但看好 2023 年以后恢复。
客座率	原预测	58.47	71.96	77.90	出行意愿提升, 调
(%)	新预测	61.55	74.80	79.83	高客座率
变化(pp)		3.08	2.84	1.93	
客公里收益	原预测	1.00	0.70	0.62	2023 年后供给增
(HKD/RPK)	新预测	1.11	0.67	0.60	加, 调低收益水平。
变化(%)		10.53	(5.26)	(3.11)	
营业收入	原预测	56,174	76,137	92,161	
(HKDmn)	新预测	45,527	82,621	98,742	
变化(%)		(18.95)	8.52	7.14	
营业成本	原预测	55,406	72,635	87,097	
(HKDmn)	新预测	45,738	76,837	92,482	
变化(%)		(17.45)	5.79	6.18	
EPS	原预测	(0.32)	0.56	0.90	
(HKD)	新预测	(0.70)	0.65	1.05	
变化(%)		118.75	17.61	16.12	
目标价	原预测	7.60			
(HKD)	新预测	9.15			
变化(%)		20.4			

资料来源: 华泰研究预测

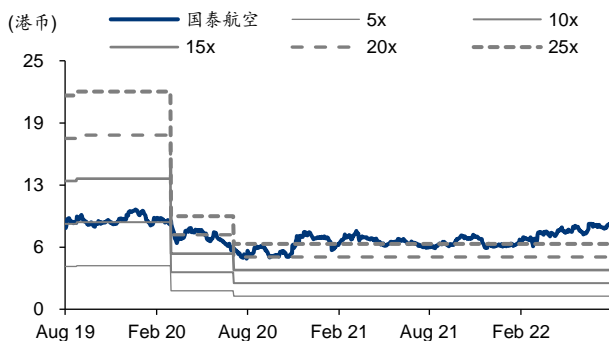
### 估值方法

虽然 1H22 运力投放受限, 但展望未来, 全球范围内旅行限制逐步减少, 我们认为这有助于国泰运力恢复。此外旅行意愿开始回升, 我们认为国泰盈利将逐步走出低谷。我们预计 2022-2024 年净利润为-44.75 亿/42.13 亿/67.46 亿港元 (前值: -20.38 亿/35.82 亿/58.09 亿港元)。我们将 2022 年预测 PB 倍数上调至 0.87 倍 (国泰航空的 10 年历史均值; 前值: 2H08-1H10 金融危机期间均值 0.70 倍 PB), 并将目标价上调 20% 至 9.15 港币 (2022E BPS 为港币 10.53 元)。不过我们认为公司仍需更多时间与催化剂, 实现稳定盈利。维持“持有”。

### 风险提示

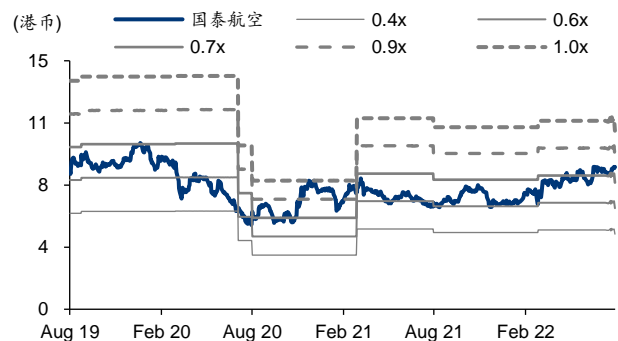
下行风险: 1) 油价高于我们的预期; 2) 疫情影响严重程度超出我们的预期; 上行风险: 航空出行需求恢复高于预期。

图表2: 国泰航空 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 国泰航空 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	46,934	45,587	45,527	82,621	98,742
销售成本	(58,639)	(46,037)	(45,738)	(76,837)	(92,482)
<b>毛利润</b>	<b>(11,705)</b>	<b>(450.00)</b>	<b>(211.44)</b>	<b>5,784</b>	<b>6,260</b>
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(6,439)	(993.00)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(2,895)	(2,629)	(2,554)	(2,383)	(2,094)
应占联营公司利润及亏损	(1,282)	(1,985)	(1,810)	2,245	4,460
<b>税前利润</b>	<b>(22,321)</b>	<b>(6,057)</b>	<b>(4,575)</b>	<b>5,646</b>	<b>8,626</b>
税费开支	674.00	531.00	686.22	(846.85)	(1,294)
少数股东损益	1.00	1.00	0.94	1.03	1.57
<b>净利润</b>	<b>(21,876)</b>	<b>(6,123)</b>	<b>(4,475)</b>	<b>4,213</b>	<b>6,746</b>
折旧和摊销	(14,421)	(12,799)	(13,800)	(14,164)	(14,533)
EBITDA	(5,005)	9,371	11,779	22,193	25,254
EPS (港币, 基本)	(3.40)	(0.95)	(0.70)	0.65	1.05

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	1,719	1,269	1,267	2,300	2,749
应收账款和票据	6,469	8,296	8,285	15,036	17,969
现金及现金等价物	6,166	8,573	4,631	6,241	3,407
其他流动资产	13,213	10,759	10,759	10,759	10,759
<b>总流动资产</b>	<b>27,567</b>	<b>28,897</b>	<b>24,942</b>	<b>34,336</b>	<b>34,884</b>
固定资产	131,925	123,990	116,536	108,777	100,712
无形资产	15,061	15,035	15,035	15,035	15,035
其他长期资产	30,021	28,705	26,895	29,140	33,600
<b>总长期资产</b>	<b>177,007</b>	<b>167,730</b>	<b>158,467</b>	<b>152,952</b>	<b>149,347</b>
<b>总资产</b>	<b>204,574</b>	<b>196,627</b>	<b>183,409</b>	<b>187,288</b>	<b>184,231</b>
应付账款	20,498	18,020	14,538	24,705	27,551
短期借款	24,249	22,350	20,000	20,000	20,000
其他负债	1,977	2,765	1,918	3,480	4,159
<b>总流动负债</b>	<b>46,724</b>	<b>43,135</b>	<b>36,455</b>	<b>48,186</b>	<b>51,710</b>
长期债务	68,880	67,504	67,504	57,504	47,504
其他长期债务	15,709	13,739	11,674	9,609	7,544
<b>总长期负债</b>	<b>84,589</b>	<b>81,243</b>	<b>79,178</b>	<b>67,113</b>	<b>55,048</b>
股本	48,322	48,322	48,322	48,322	48,322
储备/其他项目	24,935	23,922	19,447	23,660	29,142
股东权益	73,257	72,244	67,769	71,982	77,464
少数股东权益	4.00	5.00	5.94	6.96	8.53
<b>总权益</b>	<b>73,261</b>	<b>72,249</b>	<b>67,775</b>	<b>71,989</b>	<b>77,473</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(2.53)	(9.04)	(12.37)	13.14	8.21
PB	0.76	0.77	0.82	0.77	0.71
EV EBITDA	(31.97)	16.34	12.89	6.30	5.19
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	2.28	3.66
自有现金流收益率 (%)	(34.80)	8.16	4.09	30.65	30.06

### 现金流量表

会计年度 (港币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	(5,005)	9,371	11,779	22,193	25,254
融资成本	2,895	2,629	2,554	2,383	2,094
营运资本变动	(9,429)	(3,855)	(3,470)	2,384	(536.86)
税费	674.00	531.00	686.22	(846.85)	(1,294)
其他	(3,426)	159.00	(2,176)	(3,650)	(6,460)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(14,291)</b>	<b>8,835</b>	<b>9,373</b>	<b>22,463</b>	<b>19,057</b>
CAPEX	(5,418)	(1,300)	(6,346)	(6,405)	(6,469)
其他投资活动	(6,340)	1,793	(2,065)	(2,065)	(2,065)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(11,758)</b>	<b>493.00</b>	<b>(8,411)</b>	<b>(8,470)</b>	<b>(8,534)</b>
债务增加量	22,304	13,906	(2,350)	(10,000)	(10,000)
权益增加量	31,216	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	(1,264)
其他融资活动现金流	(30,211)	(20,838)	(2,554)	(2,383)	(2,094)
<b>融资活动现金流</b>	<b>23,309</b>	<b>(6,932)</b>	<b>(4,904)</b>	<b>(12,383)</b>	<b>(13,358)</b>
现金变动	(2,740)	2,396	(3,942)	1,610	(2,834)
年初现金	8,881	6,166	8,573	4,631	6,241
汇率波动影响	25.00	11.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>6,166</b>	<b>8,573</b>	<b>4,631</b>	<b>6,241</b>	<b>3,407</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(56.13)	(2.87)	(0.13)	81.48	19.51
毛利润	(451.82)	(96.16)	(53.01)	(2,835)	8.24
营业利润	(645.36)	(92.05)	(85.35)	(2,835)	8.24
净利润	(1,394)	(72.01)	(26.92)	(194.15)	60.13
EPS	(890.58)	(72.01)	(26.92)	(194.15)	60.13
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	(24.94)	(0.99)	(0.46)	7.00	6.34
EBITDA	(10.66)	20.56	25.87	26.86	25.58
净利润率	(46.61)	(13.43)	(9.83)	5.10	6.83
ROE	(32.16)	(8.42)	(6.39)	6.03	9.03
ROA	(10.44)	(3.05)	(2.35)	2.27	3.63
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	118.71	112.51	122.29	99.00	82.74
流动比率	0.59	0.67	0.68	0.71	0.67
速动比率	0.55	0.64	0.65	0.66	0.62
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.22	0.23	0.24	0.45	0.53
应收账款周转天数	65.49	58.30	65.56	50.81	60.17
应付账款周转天数	167.78	150.60	128.13	91.93	101.71
存货周转天数	10.84	11.68	9.98	8.36	9.83
现金转换周期	(91.44)	(80.62)	(52.59)	(32.77)	(31.72)
<b>每股指标 (港币)</b>					
EPS	(3.40)	(0.95)	(0.70)	0.65	1.05
每股净资产	11.38	11.22	10.53	11.18	12.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司