

股票

香港

首次覆盖

**国泰航空**

## 6-12 个月评级

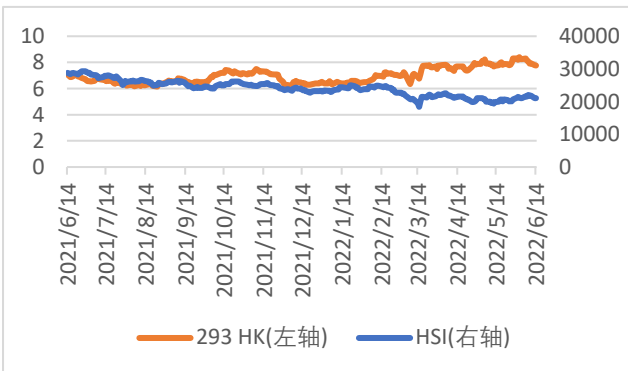
买入

股价 (2022 年 06 月 14 日)	7.77 港币
6-12 个月目标价	8.84 港币
股票代码	RIC: 293.HK BBG: 293 HK
升跌幅 (%)	13.77%
市值	500 亿港元
企业价值	885 亿港元
已发行普通股数 (百万)	6,437
香港流通股数 (百万)	6,437 (100%)
市账率 (12/22E)	0.96
52 周价格幅度	6.10 - 8.47 港币

## 主要财务数据

(港元)	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
收入(百万元)	45,587	52,241	111,762	122,030
增长	-2.87%	14.60%	130.94%	9.19%
每股盈利(元)	-0.95	-0.20	0.04	0.44
增长	3.29pt	0.75pt	0.24pt	0.40pt
股本回报率	-8.42%	-1.77%	0.44%	4.76%
股息率	-	-	-	-
市盈率(倍)	-	-	197.95	19.93
市账率(倍)	0.86	0.78	0.96	0.94

## 过去一年股价及恒指表现



数据来源：公司公告、彭博、万得、恒大证券研究部

恒大证券研究中心分析员：

胡文杰

852 3550 6950

hugh.wu@gisf.hk

恒大证券研究中心

请读者参考最后一页的免责声明。

## 防疫放宽有望，航运反弹在即

## 2021 年全年业绩亏损大幅缩窄

受多项旅游限制及检疫规定影响，公司 2021 表现疲弱，但较 2020 年好。乘客收益率增加 87.4%；货物收益率增加 33.1%。年度亏损有改善，由 2020 年亏损 21,647 百万港元亏损大幅下降至 2021 年亏损 5,526 百万港元；EBITDA 由 2020 年 -3,723 百万港元 (EBITDA 利润率-8%) 升至 2021 年的 11,343 百万港元 (EBITDA 利润率 25%)。预期收益会随防疫政策放宽而大幅提升。

## SWOT 分析

**优势：**优势国泰航空历史悠久，实力强大；跨区域布局，协同增效，同时减少对某一特定市场事件的风险曝光；庞大的机队和飞机组合有助配合需求条件优化机队利用效率，提高在役飞机的飞行时间，从而提高了盈利能力；国际知名客运航空公司及货运航空公司，在新型冠状病毒疫情前是全球第八大国际客运航空公司及第三大国际货运航空公司；香港市场一哥，地位难以动摇，面对潜在新进入者的市场竞争风险低；疫情下开源节流，降低必然亏损，货运收入不跌反升，成为公司现时的主要收入来源。

**机会：**对国外旅行的需求不断增长；香港市民抗体水平逐渐提高，形成群体免疫屏障，料香港今年 8 月有条件放宽出入境限制，料届时出现「报复式」消费及出行；伴随机场第三跑今年内落成，有利推动本港航空业。

**劣势：**国泰航空业的公司业务核心高度集中于航空业务。

**威胁：**政府政策主导国泰航空航运业务收益；廉价航空的竞争；燃料成本。

## 投资建议

预测公司 2022-24 年度收益总额分别实现 52,241/111,762/122,030 百万元港币，同比增长 14.60%/113.94%/9.19%。是次估值使用三阶段的 DCF 模型推导国泰航空的估值。基于绝对估值 DCF 模型得出 8.84 元目标价，首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

疫情、中美政策，和乌俄战争及地缘政治紧张局势。

2022-06-15

## 目录

一、国泰航空概况 .....	4
二、SWOT 分析 .....	5
优势 .....	5
机会 .....	6
劣势 .....	8
威胁 .....	8
三、营运模式 .....	9
四、2021 年全年业绩 .....	10
五、过往业绩表现 .....	10
六、航空行业概况 .....	15
七、短、中、长期看 .....	16
(一)、短期看 .....	16
(二)、中期看 .....	18
(三)、长期看 .....	18
八、估值推导与投资建议 .....	18
九、风险因素 .....	19

2022-06-15

## 图表目录

图 1: 香港机场平均每月抵港/离港人士.....	7
图 2: 国泰航空主要收益.....	9
图 3: 国泰航空主要收益.....	11
图 4: 公司股价、恒指、ASK、RPK 同比走势.....	11
图 5: 国泰航空 PB-Band.....	12
图 6: 过去 12 个月喷气燃料价格指数.....	17
表 1: 国泰航空主要附属公司(统一称为「集团」或「国泰航空集团」).....	4
表 2: 按居住国家/地区划分的访港旅客.....	13
表 3: 按所使用的交通工具及居住国家/地区划分访港旅客.....	14
表 4: 港股、内地股航空企业比较(一).....	15
表 5: 港股、内地股航空企业比较(二).....	16

## 一、国泰航空概况

国泰航空有限公司（「国泰航空」）成立于1946年，是一家在香港注册的国际航空公司。在过去的70多年中，公司一直致力扎根香港，提供定期航空客运、货运服务、航空餐饮、停机坪和乘客处理、地面处理、货运和飞机维修服务，塑造香港成为世界领先的国际航空中心之一做出广泛贡献，透过广体客机机队提供优质的定期客运及货运航班服务。国泰航空连同旗下附属公司香港快运航空有限公司（「香港快运」）及香港华民航空有限公司（「华民航空」）于2021年底营运共234架飞机，其中74架停泊于香港特别行政区（「香港」）以外地点。在爆发2019冠状病毒病（「新型冠状病毒」）前，国泰航空直接联系香港至全球35个国家共119个目的地，包括中国内地26个目的地（连同代码共享协议联系54个国家和地区的255多个目的地）提供客运和货运服务。公司也是环球航空联盟「寰宇一家」的创办成员，联盟的服务网络覆盖全球超过一千个目的地。国泰航空连同其附属公司在全球雇佣逾21,600名员工，其中17,710名员工在香港工作。国泰航空及其大股东太古股份有限公司（「太古公司」）及国航的股份均于香港联合交易所有限公司上市。

表1：国泰航空主要附属公司（统一称为「集团」或「国泰航空集团」）：

附属公司		所有权
香港华民航空有限公司 是提供速递服务的全货运航空公司，在亚洲提供定期航班。	(AHK)	100%
国泰假期有限公司 专门为个人常旅客提供优质休闲套餐	(CHL)	100%
国泰航空饮食服务（香港）有限公司 为20家在香港国际机场营运的国际航空公司提供机上膳食。	(CPCS)	100%
国泰航空服务有限公司 负责营运全球最大的空运站——国泰航空货运站，服务来往香港的航空公司。	(GPSL)	100%
香港机场地勤服务有限公司 为航空公司顾客提供地勤服务。	(HAS)	100%
香港快运航空有限公司 是本地唯一的低成本航空公司，在亚洲区内提供定期航班。	(HKE)	100%
雅洁洗衣有限公司 是香港的大型商业洗衣公司。	(VLS)	100%

数据来源：公司公告、恒大证券研究部

## 二、SWOT 分析

### 优势

#### 国泰航空历史悠久，实力强大

国泰航空扎根香港 70 多年，历史悠久，营运经验丰富，是香港知名品牌，拥有庞大的经营团队和客户群。公司拥有强大且分布良好的网络，并通过精心设计的商业计划加强其作为机场枢纽的作用。公司一直在使用数据分析和数字功能持续监控客户偏好并研究他们的行为，有助公司解读客户行为并为客户开发高度定制的服务选项。公司以客户为中心，尽一切可能创造持续不同的客户体验，还聚焦客户参与，并确保客户与企业之间的持续对话。公司一直以安全为重，不愿在任何涉及客户安全和舒适的事情上妥协。安全参数的设计使得运营效率最大化，飞机以及其他资源得到最佳利用。公司明白只有员工对工作满意才能提供优质的服务。为了展示客户所需的服务水平，公司定期培训员工并帮助他们获得灵感，从而激励他们尽最大努力。勤奋和承诺等东南亚价值观已根植于国泰航空的工作文化中，这有助于公司专注于生产力并建立一种促进持续改进的文化。公司确保其机上服务与竞争对手同等或更好。针对享用较高级的舱位客户，公司提供定制的餐点、舒适的休息室座位、个性化的机上娱乐选择等，确保了客户对公司品牌的高忠诚度。

#### 跨区域布局，协同增效

公司在多个区域开展业务：包括香港、中国大陆、日本、韩国、台湾、印度、中东、巴基斯坦、斯里兰卡、西南太平洋、南非、东南亚、欧洲和北美。在地理区域的广泛渗透在有助于公司在其航空网络中创造协同效应，为客户提供更广泛的覆盖范围和选择，而无需与其他航空公司签订复杂的代码共享协议，还有助于公司在不同市场中建立品牌知名度，同时减少对某一特定市场事件的风险曝光。

#### 庞大的机队和飞机组合有助配合需求条件优化机队利用效率

公司拥有多样化的机队，连旗下附属公司香港快运航空有限公司（「香港快运」）及香港华民航空有限公司（「华民航空」）于二零二一年底持有共 234 架飞机，可以提供高、中、低端的空中运输服务给客户选择。飞机中包括空中客车和波音飞机的组合，这种混合有助于公司根据需求条件优化资源的运用。长途和短途飞机的混合有助于降低运营成本，同时提高飞机部署的灵活性。此外，飞机的平均机龄为 10.5 年。较低的飞机平均机龄能降低公司的维护和运营成本，同时提高在役飞机的飞行时间，从而提高了盈利能力。

#### 国际知名客运航空公司及货运航空公司

在爆发新型冠状病毒前，旗下航空公司直接联系香港至全球三十五个国家共一百一十九个目的地（连同代码共享协议联系五十四个国家共二百五十五个目的地），包

括中国内地二十六个目的地。根据国际航空运输协会二零一九年世界航空运输业统计报告,国泰航空集团在新型冠状病毒疫情前是全球第八大国际客运航空公司及第三大国际货运航空公司。

### 壁垒阻碍新竞争者, 香港市场一哥, 地位难以动摇

多重壁垒使香港市场一哥国泰航空面对的潜在新进入者的市场竞争风险降低, 成为优势。航空运输业受高度管制, 飞机的购买和租赁、航线的开辟和停运、航班计划的设立和变更、飞机的起降时刻以及各种安全标准等, 均受香港民航处及其他营运地区管理局所监管。政府的高度管制构成了进入航空运输市场的政策壁垒。而且, 航空运输业需要庞大营运成本, 属于资金密集型行业。不单需要大量的资本开支用于购买或租赁飞机, 也需投入大量的运营资金维持日常经营, 如支付燃油费、飞机起降费和飞机维修费等, 构成了航空业的资金壁垒。此外, 航空运输业也属于技术密集型行业, 公司的成功运作需要经验丰富的管理团队和技术娴熟的航空专业人员, 他们需经过较长时间培训和实际操作经验、通过专门考核和评估后, 才能取得相应的从业资格。对航空专业人员较高的技术要求和对航空公司的严格管理构成了进入航空运输业市场的技术与人才壁垒。

### 疫情下开源节流, 降低必然亏损

公司调整营运策略, 以货运服务为主要收入来源。受制于疫情爆发和政府的防疫政策影响, 航空公司无法正常营运, 客运收入大幅下跌。面对不能避免的亏损, 国泰航空 2020 年亏损达 21,647 百万港元。然而, 公司调整营运策略, 疫情下货运收入不跌反升, 成为公司现时的主要收入来源, 由 2019 财年的 23,810 百万港元, 升至 2020 年的 27,890 百万港元; 2021 年的 35,814 百万港元, 平均每年有 22.64% 升幅。2021 年的亏损大幅下降 74.47% 至 5,526 百万港元。随着本港疫情放缓, 政府放宽出入境限制, 公司有望今年进一步减少亏损。

## 机会

### 对国外旅行的需求不断增长

亚洲及至全球生活条件提升, 消费力日渐增强, 经贸往来发展日趋国际化, 越来越多人不断要求到国外出差和休闲, 航空需求会伴随而上升, 航空公司同时亦有很大的空间扩展业务, 提供更多客运和货运服务的目的地。

### 抗体及隔离设施和防疫经验水平逐渐提高, 料今年 8 月有条件放宽出入境限制

香港确诊数字由 2、3 月高位每日近 5 万宗大幅下跌至近日数百宗, 可见疫情已经回落受控。根据港大研究数据, 香港真正确诊人数已达 350 万人, 占总人口近五成, 意味着近半人口已经有自然抗体。即使抗体水平会随时下降, 但料短期内的抗体水平仍然足够。

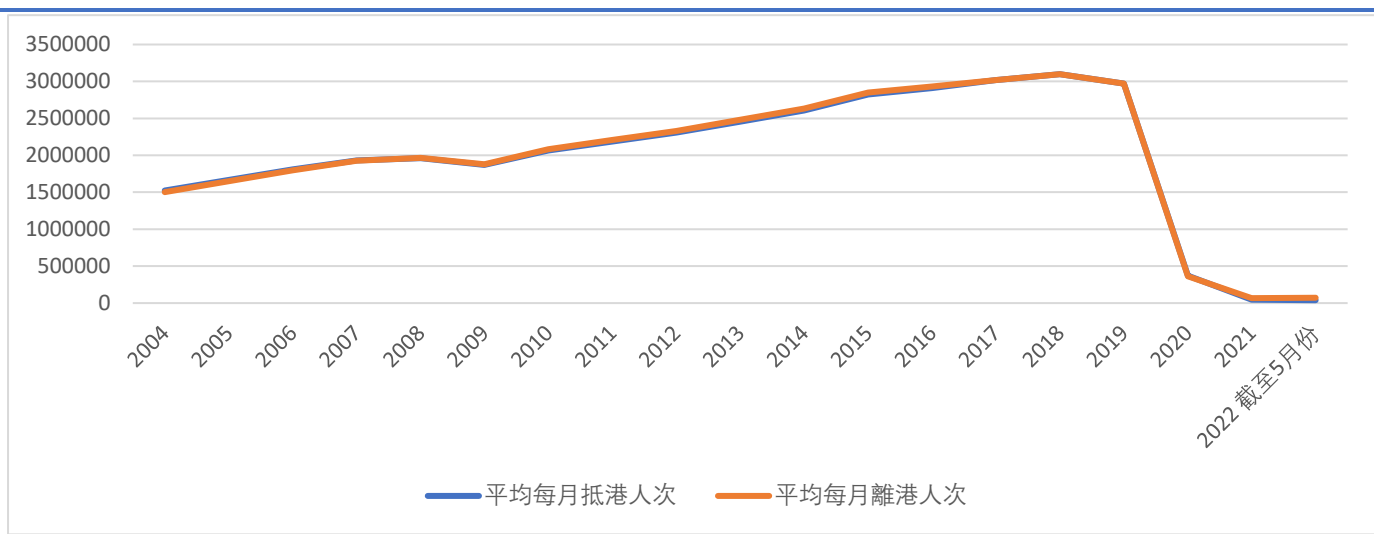
现时的小区隔离设施（方舱医院）可提供约 5 万多个床位，加上刚过去的防疫经验，预计香港疫情即使出现反弹，政府亦有能力控制，因此预期旅游限制及检疫规定有条件亦有望在暑假旅游旺季得到放宽，推高航班需求。

根据香港政府公报的香港新冠疫苗接种数据显示，截止 2022 年 6 月 13 日，6,391,533 (87.8%) 的人口已接种第二针；4,175,836 (61.5%) 的人口已接种第三针。以每日接种剂次的 7 日移动平均值约 20,999 推算，以及考虑政府推行的「疫苗通行证」接种时间表，预期在 8 月暑假时有 90% 人口已接种第二针，80% 人口已接种第三针，加上已康复人士，足以形成群体免疫屏障。料香港今年 8 月有条件放宽出入境防疫限制。

### 出入境自由长时间受限制，料放宽后出现「报复式」消费及出行

自 2019 年疫情爆发，各国/地区政府收紧出入境管制，香港亦不例外。根据香港民航处的航空交通最新的统计数字，2019 每月平均抵港人次/离港人次为 2.97 / 2.97 百万人次；2020 为 0.37 / 0.36 百万人次；2021 为 0.06 / 0.07 百万人次。反映防疫管制下的出入境限制严重限制出入境自由，阻碍客运服务。航运壁垒之高导致国泰航空的客运收益由 2019 防疫政策收紧前(2019 年)的 73,985 百万元港币跌至 2020/2021 年的 11,950 / 4,357 百万元港币。由于客运服务的需求下降的主要因素并非源于游客自身对客运服务需求减少，而是因为防疫政策所导致，所以预料出入境放宽后，客运服务的需求会出现反弹。加上游客长时间处于抗疫状态，无法满足出境旅游的需求，出现抗疫疲劳。因此，预料出入境放宽后会出现「报复式」消费及出行。加上，预计香港第二轮 5,000 元消费在暑假期间或之前发放，助长旅游消费情绪，客运服务的需求有望出现强劲反弹。

图 1: 香港机场平均每月抵港/离港人士 (根据民航处航空交通统计数字最新数据显示)



数据源：民航处航空交通统计数字、恒大证券研究部

### 伴随机场第三跑今年内落成，有利推动本港航空业

机管局表示，与民航处及中国民用航空局飞行校验中心合作，开始为第三跑道试飞，将会验证相关空中航行服务设备、飞行程序和跑地道面灯，确保完全符合国际民航组织的标准，预计在4月内完成，而第三跑道料可在今年按原定计划投入运作。料第三跑投入运作初期将提升本港的航运能力上限20%至30%，待运作熟练后，配合现时的设备产生协同效应，料本港机场的航运能力上限将提升50%至60%。国泰航空作为香港最大的航空公司，料将成为本地最大得益航空公司。

### 三跑道系统的核心工程和设施包括：

新跑道、新客运廊及停机位、扩建二号客运大楼、新旅客捷运系统，和新行李处理系统。新跑道全长3,800米，附有滑行道系统，与现时的南跑道和北跑道长度相同。届时重新配置有北跑道，提升效率。新客运廊兴建面积超过280,000平方米，预计能提供57个停机位(廊前：34个、远方：23个)，以及停机坪。扩建二号客运大楼可提供出入境及全面旅客服务。扩建后的二号客运大楼连同新客运廊，每年可处理《香港国际机场2030规划大纲》预计的额外3,000万人次客运量。新旅客捷运系统全长2,600米的旅客捷运系统，连接二号客运大楼至新跑道客运廊，最高车速每小时80公里，由二号客运大楼前往跑道客运廊需时约2.5分钟，每小时可接载多10,800名乘客。新行李处理系统运送行李速度每小时25至36公里，每小时可处理9,600件行李。兴建新的行李处理系统，连接二号客运大楼与新跑道客运廊。乘客下机后，首件送抵行李带的行李预计可在20分钟内送达，最后一件送抵行李带的行李可在40分钟内送达，所需时间与现时相若。

## 劣势

### 国泰航空业的公司业务核心高度集中于航空业务

航空市场的波动对公司的影响举足轻重。疫情下各国地区收紧出入境条件，对空中运输行业构成壁垒，航空市场需求大幅下降，公司业务受到严重打击，财务状况出现疲弱状况。营运收益仅为疫情爆发前的四成，连续两年出现亏损。由于业务核心高度集中，公司难以在疫竞中转型，处于较被动状况。

## 威胁

### 政府政策主导国泰航空航运业务收益

出入境自由是公司核心业务正常运作的先决条件，然而这个先决条件受府政政策主导。过去两年政府提出多项旅游限制及检疫规定，压抑市场航运需求，导致公司客运和货运服务收益下降。未来国泰航空航运业务收益仍受制于政府政策。



### 廉价航空的竞争

中国和其他亚洲城市人口的消费力日渐增强,廉价航空的冒起正正符合亚洲地区的消费模式。随着中国不断向亚洲市场开放航权,廉价航空公司在中国天空的争夺战将日趋激烈,本港航空业将首当其冲。事实上,虽然廉价航空长远影响可能令市场需求增加,但短期票价或将承担极大下调压力。

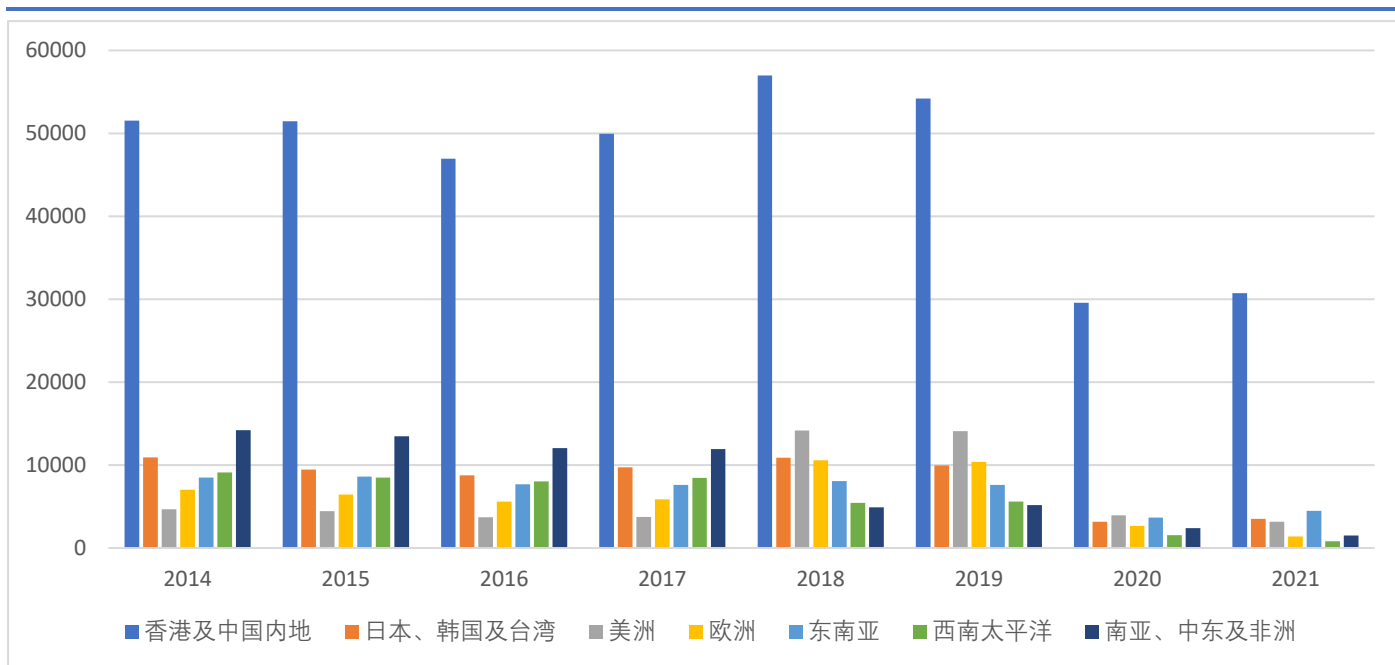
### 燃料成本

高度波动的燃料价格是航空公司营运成本的关键组成部分。公司会根据燃料价格的波动来管理和调整航运定价。乌俄战争及其他地缘政治导致燃油价格上升,这在今天乃至未来都是力一种威胁。

## 三、营运模式

国泰航空营运初期看好亚太地区的游客和消费力增长,品牌定位为高端路线,后拓展低成本航空。公司在 80 年代藉助香港的经济发展机遇和一国两制的特殊地位,迅速建立以香港为基地的全球航空网络,打造高端市场发展路线。然而,随着低成本廉价航空的崛起,公司亦跟随市场步伐,于 2019 年收购香港快运航空 100% 股本权益,正式开展低成本航空业务。现时国泰航空连同香港快运提供高中低价格的空中客运服务,满足不同客户群。

图 2: 国泰航空主要收益



数据源: 公司公告、恒大证券研究部

以按销售来源计算的营运收益而言,国泰航空的主要营运收益则重于香港及中国内地。观乎过去的的数据,国泰航空的销售来源包括:香港及中国内地、日本及韩国及台湾、美洲、欧洲、东南亚、西南太平洋和南亚及中东及非洲,当中约有 50% 的营

运收益来自香港及中国内地。疫情爆发及国际航空严重受限制前(2020年前),来自日本、韩国及台湾和东南亚的收益对对稳定,各约占近整营运收益的10%;来自美洲营运收益升幅最为明显,由2014年的4,686百万元港币升至2019年的14,084百万元港币;来自南亚、中东及非洲则跌幅最为明显,由2014年的14,222百万元港币升至2019年的5,156百万元港币。

## 四、2021年全年业绩

### 公司2021表现疲弱,但较2020年好,全年业绩亏损大幅缩窄

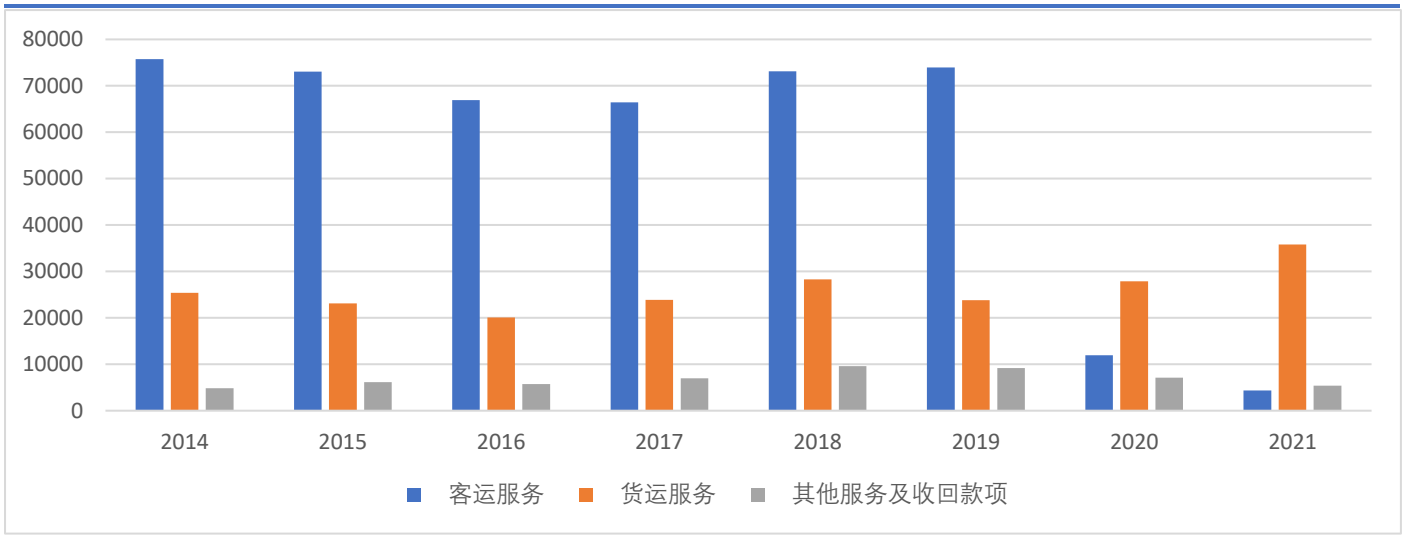
受多项旅游限制及检疫规定影响,客运服务收益同比下跌64%至4,357百万港元,但乘客收益率增加87.4%。货运服务收益上升同比上升28%至35,814百万港元,货物收益率增加33.1%。收益总额同比微跌3%至45,587百万港元。年度亏损有改善,由2020年亏损21,647百万港元亏损大幅下降至2021年亏损5,526百万港元;EBITDA由2020年-3,723百万港元(EBITDA利润率-8%)升至2021年的11,343百万港元(EBITDA利润率25%)。

在2022年首5个月,载客人次较去年同期增加59.1%,但运力下跌48.5%,而收入乘客千米数则上升49.3%;载货量较去年同期下跌4.3%,运力减少38.9%,而货物收入吨千米数则下跌41.1%。随着香港特区政府调整旅游限制和检疫要求,有助促进恢复旅游活动,以及加强香港国际航空枢纽的航班网络联系,有望2022年达收支平衡,或甚扭亏转盈。

## 五、过往业绩表现

国泰航空主要收益可分为客运服务、货运服务和其他服务及收回款项,主要以客运服务为主。过去10年(不包括疫情期间的2020及2021年),客运服务的平均收益超过700亿港元,占收益总额约70%;货运服务收益的平均收益超过240亿港元,占收益总额约20%;其他服务及收回款项的平均收益超过64亿港元,占收益总额约10%。由于防疫限制下收紧出入境要求,客运服务收益在2020及2021大幅下降,2021年的客运服务收益仅为2019年的约6%。然而货运服务收益表现良好,不跌反升,成为疫情下主要的收益来源。至于其他服务及收回款项的表现与过去的平均值相若。不过整体而言2020和2021年的收益总额均不足疫情爆发前的50%。

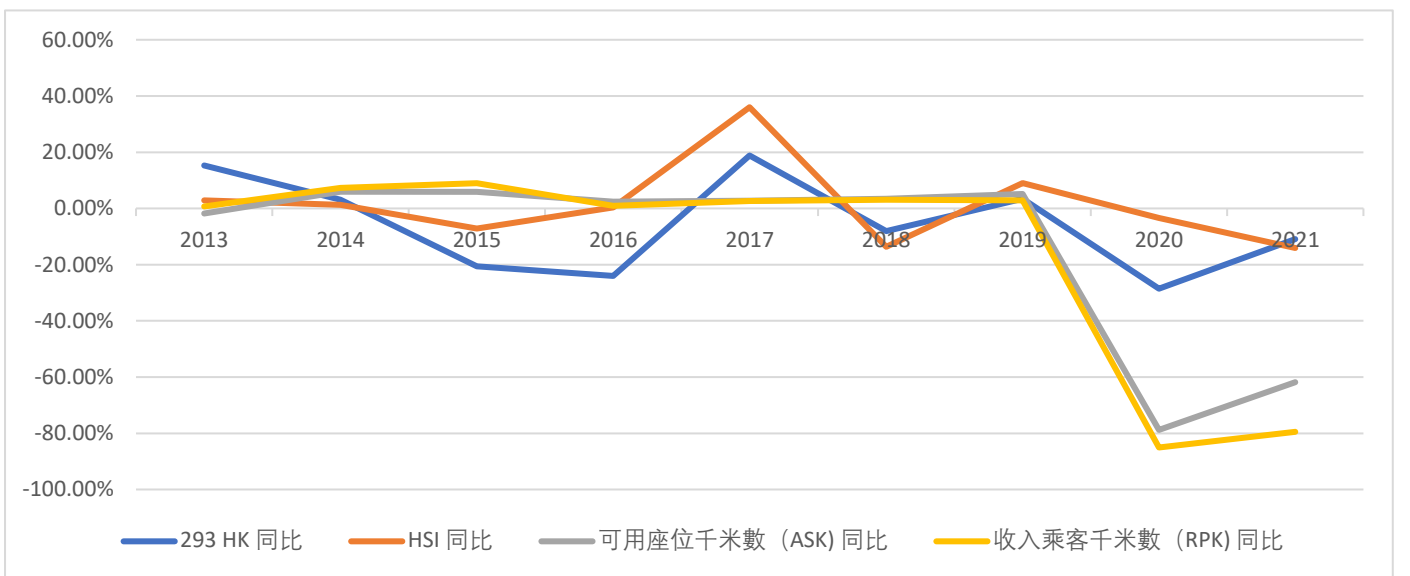
图 3: 国泰航空主要收益



数据来源: 公司公告、恒大证券研究部

疫情期间, 国泰航空以节流的方式减少支出, 大幅减少员工开支、机上服务及乘客开支, 和着陆、停泊及航线开支, 但营业开支仍超出收益总额, 2020 和 2021 年两年合计亏损 272 亿港元。然而 2021 年年度亏损同比减少 161 亿港元。

图 4: 公司股价、恒指、ASK、RPK 同比走势

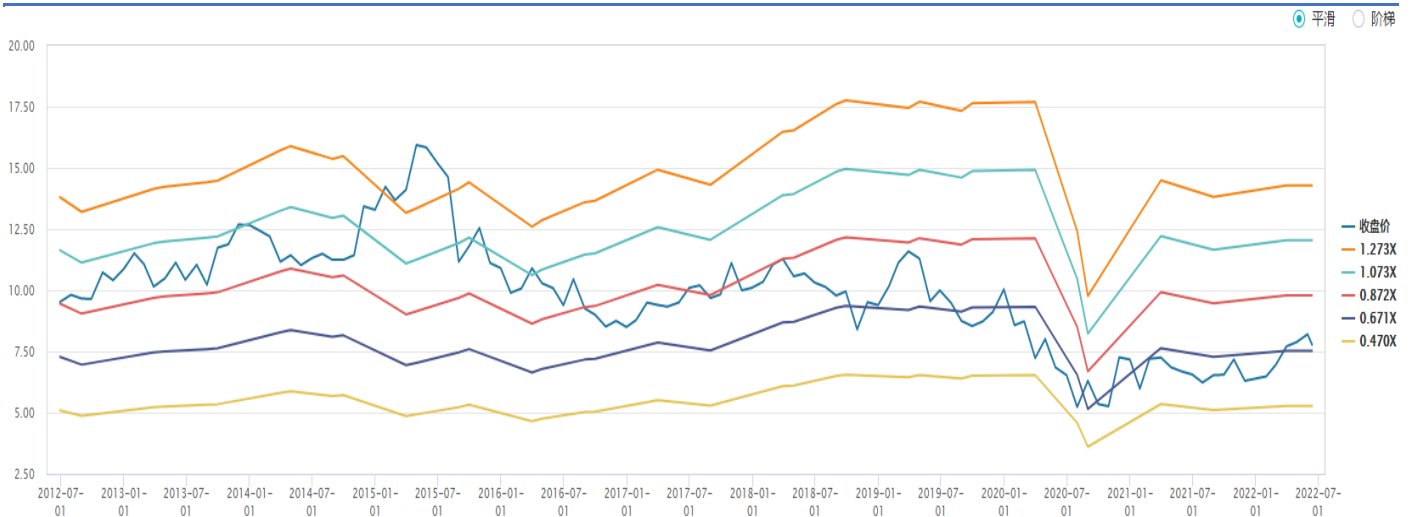


数据来源: 公司公告、Bloomberg、恒大证券研究部

观乎 2020 年前(疫情爆发前), 即使国泰航空的股价和市场(恒生指数)表现出波动, 国泰航空的可用座位千米数(ASK)和收入乘客千米数(RPK)的波动也近乎平稳, 反映 1. 公司的服务供应和市场对客运的需求非常稳定 及或 2. 公司有能力强因应市

场的变化调控服务的供应达至稳定的表现。然而，在 2019 年后，公司在面对政府实施的多项旅游限制及检疫规定，公司的 ASK 和 RPK 大幅倾泻。反映政府的防疫政策是公司业务下滑的直接主要因素。

图 5: 国泰航空 PB-Band



数据源: Wind、恒大证券研究部

观乎国泰航空过去 10 年的 PE，2012 年至 2015 年间，公司 PE 值整体在 0.872X 至 1.073X 的区间波动；2015 至 2019 年间，公司 PE 值的波动较大，高位超过 1.273X，低位触碰 0.671X；2019 年后，公司 PE 值在 0.671X 低位徘徊。推算在严格防疫政策下，公司 PE 值的合理水平在 0.671X。预期公司的股价会随着边境防疫政策放宽，推高 PE 值至疫情爆发前的水平。

**表 2: 按居住国家/地区划分的访港旅客 (根据香港旅游发展局最新数据显示)**

		千人次 Thousands						
居住國家/地區	Country/Region of residence	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
美洲	The Americas							
美國	United States of America	1 171	1 181	1 212	1 216	1 304	1 107	81
加拿大	Canada	404	358	369	370	378	318	28
南美及中美	South and Central America	174	189	192	196	190	175	14
區域合計	Regional total	1 750	1 728	1 773	1 782	1 873	1 601	123
歐洲、非洲及中東	Europe, Africa and the Middle East							
英國	United Kingdom	516	530	552	555	573	518	44
德國	Germany	230	214	227	225	227	218	15
法國	France	240	210	214	204	202	178	13
意大利	Italy	119	108	105	105	103	90	6
南非	South Africa	78	71	66	65	69	60	5
中東	Middle East	212	180	176	170	165	142	11
其他	Others	780	854	886	877	894	780	83
區域合計	Regional total	2 174	2 167	2 226	2 202	2 232	1 985	178
澳大利亞、新西蘭及南太平洋	Australia, New Zealand and South Pacific							
澳大利亞	Australia	651	574	576	568	580	505	47
新西蘭	New Zealand	108	96	97	107	110	92	9
其他	Others	10	11	11	12	14	15	2
區域合計	Regional total	769	681	684	687	704	612	58
北亞	North Asia							
日本	Japan	1 317	1 049	1 092	1 230	1 288	1 079	50
韓國	Korea	891	1 243	1 392	1 488	1 421	1 043	40
區域合計	Regional total	2 208	2 293	2 485	2 718	2 709	2 121	90
南亞及東南亞	South and Southeast Asia							
印度尼西亞	Indonesia	453	414	464	482	427	376	26
馬來西亞	Malaysia	579	545	536	517	511	393	21
菲律賓	Philippines	603	704	791	894	895	876	63
新加坡	Singapore	710	675	674	628	611	453	23
泰國	Thailand	450	529	595	560	572	467	23
印度	India	531	532	481	393	387	338	25
其他	Others	175	160	161	152	170	138	11
區域合計	Regional total	3 501	3 559	3 702	3 626	3 572	3 041	191
中國內地	The mainland of China	22 684	45 842	42 778	44 445	51 038	43 775	2 706
台灣(地區)	Taiwan	2 165	2 016	2 011	2 011	1 925	1 539	105
澳門(地區)/未能辨別	Macao / Not identified	780	1 021	995	1 001	1 095	1 239	118
總計	Total	36 030	59 308	56 655	58 472	65 148	55 913	3 569

数据源: 香港旅游发展局、恒大证券研究部

**表 3: 按所使用的交通工具及居住国家/地区划分访港旅客 (根据香港旅游发展局最新数据显示)**

		千人次 Thousands						
交通工具/ 居住國家/地區	Mode of transport/ Country/Region of residence	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>航空</b>	<b>By air</b>							
美洲	The Americas	986	1 034	1 081	1 103	1 170	993	76
歐洲、非洲及中東	Europe, Africa and the Middle East	1 389	1 419	1 488	1 486	1 501	1 321	124
澳大利亞、新西蘭 及南太平洋	Australia, New Zealand and South Pacific	510	475	475	490	506	438	40
北亞	North Asia	1 197	1 334	1 491	1 665	1 693	1 319	55
南亞及東南亞	South and Southeast Asia	2 106	2 335	2 504	2 476	2 486	2 066	124
中國內地	The mainland of China	2 744	5 298	5 033	5 156	5 759	4 661	353
台灣 (地區)	Taiwan	1 224	1 201	1 238	1 247	1 188	920	58
澳門 (地區)/未能辨別	Macao / Not identified	30	77	89	82	84	151	21
<b>總計</b>	<b>Total</b>	<b>10 187</b>	<b>13 173</b>	<b>13 398</b>	<b>13 705</b>	<b>14 387</b>	<b>11 870</b>	<b>853</b>
<b>海路</b>	<b>By sea</b>							
美洲	The Americas	226	206	215	210	213	148	14
歐洲、非洲及中東	Europe, Africa and the Middle East	270	270	281	266	269	220	22
澳大利亞、新西蘭 及南太平洋	Australia, New Zealand and South Pacific	101	91	101	92	90	66	6
北亞	North Asia	474	521	591	661	613	385	11
南亞及東南亞	South and Southeast Asia	693	667	688	688	608	406	27
中國內地	The mainland of China	1 404	1 979	1 839	1 913	2 098	1 167	58
台灣 (地區)	Taiwan	117	135	126	138	121	66	3
澳門 (地區)/未能辨別	Macao / Not identified	697	887	848	863	813	461	29
<b>總計</b>	<b>Total</b>	<b>3 981</b>	<b>4 757</b>	<b>4 688</b>	<b>4 831</b>	<b>4 826</b>	<b>2 918</b>	<b>169</b>
<b>陸路</b>	<b>By land</b>							
美洲	The Americas	537	488	478	469	489	460	33
歐洲、非洲及中東	Europe, Africa and the Middle East	515	478	458	451	462	444	32
澳大利亞、新西蘭 及南太平洋	Australia, New Zealand and South Pacific	157	116	109	105	108	109	11
北亞	North Asia	537	437	403	391	404	418	25
南亞及東南亞	South and Southeast Asia	702	557	509	462	478	568	39
中國內地	The mainland of China	18 537	38 566	35 906	37 376	43 182	37 947	2 295
台灣 (地區)	Taiwan	824	680	647	626	615	553	44
澳門 (地區)/未能辨別	Macao / Not identified	53	58	58	56	198	627	68
<b>總計</b>	<b>Total</b>	<b>21 863</b>	<b>41 378</b>	<b>38 568</b>	<b>39 937</b>	<b>45 935</b>	<b>41 125</b>	<b>2 546</b>
<b>合計</b>	<b>Grand total</b>	<b>36 030</b>	<b>59 308</b>	<b>56 655</b>	<b>58 472</b>	<b>65 148</b>	<b>55 913</b>	<b>3 569</b>

数据源: 香港旅游发展局、恒大证券研究部

根据香港旅游发展局的数据显示, 2010年至2019年间经航空访港旅客的平均值为12,787千人次, 当中中国内地的访客最多, 占约四成, 其次是南亚及东南亚, 和北亚的访客。但政府实施多项旅游限制及检疫规定后, 经航空访港的整体旅客人次减少93%至2020年的853千人次。随着大部份国家的疫情有缓和迹象, 以及疫苗接种人数持续上升, 不少国家(除中国内地)已经逐步放宽旅游限制及检疫规定。现时只等待港府放宽旅游限制及检疫规定, 料届时经航空访港旅客人数会逐步回升

至疫情发前的水平。

## 六、航空行业概况

表 4: 港股、内地股航空企业比较(一)

代码	证券简称	ROE (%)				ROA (%)				EBITDA率 (%)				营业利润率 (%)			
		2021	2020	2019	2018	2021	2020	2019	2018	2021	2020	2019	2018	2021	2020	2019	2018
港股	中位值	-9.98	-16.23	6.88	8.20	-3.73	-4.15	2.11	2.04	15.02	17.01	25.90	19.98	-11.50	-21.43	7.97	7.47
1848.HK	中国飞机租赁	12.43	8.50	23.12	22.45	1.09	0.74	2.11	2.04	86.92	79.47	93.98	92.55	65.16	65.81	66.87	69.15
2588.HK	中银航空租赁	11.18	10.90	16.00	15.48	2.37	2.35	3.69	3.62	87.53	94.04	105.46	103.25	52.04	53.68	55.66	55.80
0293.HK	国泰航空	-8.42	-32.16	2.67	3.75	-3.05	-10.44	0.84	1.24	14.76	-11.08	18.36	13.82	-0.99	-24.94	3.11	3.24
0694.HK	北京首都机场股份	-9.98	-8.62	10.00	12.81	-6.00	-5.80	6.97	8.79	-31.94	-30.65	44.15	47.72	-80.15	-68.05	31.34	35.88
1055.HK	中国南方航空股份	-17.62	-16.23	4.08	5.03	-3.73	-3.43	0.95	1.24	15.55	17.01	22.24	15.11	-11.50	-13.26	4.08	2.54
0670.HK	中国东方航空股份	-22.24	-18.90	5.03	4.76	-4.26	-4.15	1.22	1.15	15.02	17.27	24.80	18.85	-21.98	-24.69	6.87	6.28
0753.HK	中国国航	-23.95	-16.85	6.88	8.20	-5.71	-4.98	2.39	3.07	6.01	10.10	25.90	19.98	-27.60	-21.43	7.97	7.47
内地股票	中位值	-11.19	-10.13	6.77	6.62	-1.01	-2.66	3.02	2.87	14.30	13.55	23.50	19.55	-10.54	-16.17	6.88	5.97
000099.SZ	中信海直	6.01	6.47	6.66	5.00	4.06	3.84	3.67	2.67	37.89	41.19	42.24	42.48	15.36	16.47	17.22	13.28
601021.SH	春秋航空	0.28	-4.03	12.98	13.80	0.11	-1.90	6.58	6.37	10.88	4.90	24.24	23.74	-9.58	-19.09	7.46	5.25
002928.SZ	华夏航空	-2.61	18.24	20.48	15.12	-0.71	5.75	5.71	3.73	13.57	28.78	22.76	21.88	-8.52	2.86	4.90	5.66
603885.SH	吉祥航空	-4.76	-3.99	8.91	13.64	-1.31	-1.45	3.64	5.92	1.86	7.43	15.32	19.12	-9.14	-11.02	6.90	7.81
600029.SH	南方航空	-17.62	-16.23	4.08	5.03	-3.73	-3.43	0.95	1.24	15.55	17.01	22.24	15.11	-11.50	-13.26	4.08	2.54
600115.SH	中国东航	-22.24	-18.90	5.03	4.76	-4.26	-4.15	1.22	1.15	15.02	17.27	24.80	18.85	-21.98	-24.69	6.87	6.28
601111.SH	中国国航	-23.95	-16.85	6.88	8.20	-5.71	-4.98	2.39	3.07	6.01	10.10	25.90	19.98	-27.60	-21.43	7.97	7.47
600221.SH	ST海航	-47.49	-537.78	1.03	-6.46	3.07	-35.45	0.27	-1.79	24.39	-206.27	17.36	9.30	-35.38	-177.71	2.10	1.31

数据来源: Wind、恒大证券研究部

2020 年在全大爆发的新型冠状病毒引致各国政府实施严厉的出入境限制，导致航空业受到最直接的打击，香港和内地航空股整体各个相对比率同比大幅下跌。

2021 年航空业仍持续受到疫情防控和防控政策的影响，但是部份航空企业的同比表现有所改善，其中国泰航空的改善较市场水平优秀，ROE 增加 23.74 个百分点；ROA 增加 7.39 个百分点，两者亦比香港和内地航空股的整体行业中位值优越。营利方面，2021 年国泰航空的营业利润率同比增加 23.95 个百分点，EBITDA 率由 2020 年的 -11.08% 升至 14.76%，较香港和内地航空股的整体行业中位值优越。数据显示国泰航空的经营效率得到改善，投资带来的收益大幅提升，体现了自有资本获得收益的能力。

**表 5: 港股、内地股航空企业比较(二)**

代码	证券简称	资产负债率(%)				流动比率(倍)				每股现金流			
		2021	2020	2019	2018	2021	2020	2019	2018	2021	2020	2019	2018
港股	中位值	75.90	72.21	72.63	67.31	0.34	0.35	0.37	0.31	0.99	0.15	2.71	2.60
1848.HK	中国飞机租赁	87.97	88.33	90.91	90.88	6.47	6.18	4.53	0.50	2.91	1.34	2.97	4.42
2588.HK	中银航空租赁	77.95	79.73	76.82	77.00	0.31	0.30	0.35	0.15	20.27	20.40	18.46	19.44
0293.HK	国泰航空	63.26	64.19	70.74	66.40	0.67	0.59	0.48	0.61	1.37	-2.22	3.90	3.69
0694.HK	北京首都机场股份	42.60	37.22	28.16	32.52	0.41	0.39	0.48	0.44	-0.17	-0.26	0.95	1.24
1055.HK	中国南方航空股份	73.85	73.92	74.81	68.23	0.34	0.41	0.18	0.29	0.56	0.21	2.84	1.43
0670.HK	中国东方航空股份	80.21	79.22	74.53	74.23	0.33	0.23	0.25	0.22	0.37	0.09	1.98	1.76
0753.HK	中国国航	77.94	70.51	65.56	58.75	0.33	0.25	0.32	0.33	0.60	-0.33	2.58	2.25
内地股票	中位值	77.33	68.41	66.98	66.42	0.59	0.39	0.45	0.44	1.09	0.37	1.98	1.76
000099.SZ	中信海直	25.17	34.77	42.15	43.45	4.78	3.32	1.63	2.31	1.15	0.92	1.41	0.44
601021.SH	春秋航空	64.13	56.27	48.78	49.86	0.90	0.95	1.12	1.32	2.25	1.07	4.19	3.61
002928.SZ	华夏航空	77.68	65.78	71.60	72.72	0.84	1.15	1.35	1.05	1.11	1.18	1.96	1.49
603885.SH	吉祥航空	76.97	66.31	60.94	55.25	0.25	0.38	0.47	0.62	0.97	0.37	1.55	1.24
600029.SH	南方航空	73.85	73.92	74.81	68.23	0.34	0.41	0.18	0.29	0.97	0.70	3.47	1.82
600115.SH	中国东航	80.21	79.22	74.53	74.23	0.33	0.23	0.25	0.22	0.37	0.09	1.98	1.76
601111.SH	中国国航	77.94	70.51	65.56	58.75	0.33	0.25	0.32	0.33	1.09	0.12	2.95	2.47
600221.SH	ST海航	92.35	113.52	68.40	66.42	1.30	0.37	0.42	0.44	0.03	-0.04	0.91	0.63

数据来源: Wind、恒大证券研究部

资产负债方面, 国泰航空过去 4 年维持在 60%至 70%, 分别在港股和内地股同行中位值以下(除 2019 年), 但是流动比率维持在 48%至 67%, 高于香港和内地市场的平均水平。现金流方面, 国泰航空 2021 年的每股现金流为 1.37, 高于香港和内地航空股的行业中位值。除 2020 年外, 国泰航空的每股现金流亦优于市场表现。数据显示国泰航空的财务数据表现接近行业平均水平, 处于合理水平。

## 七、短、中、长期看

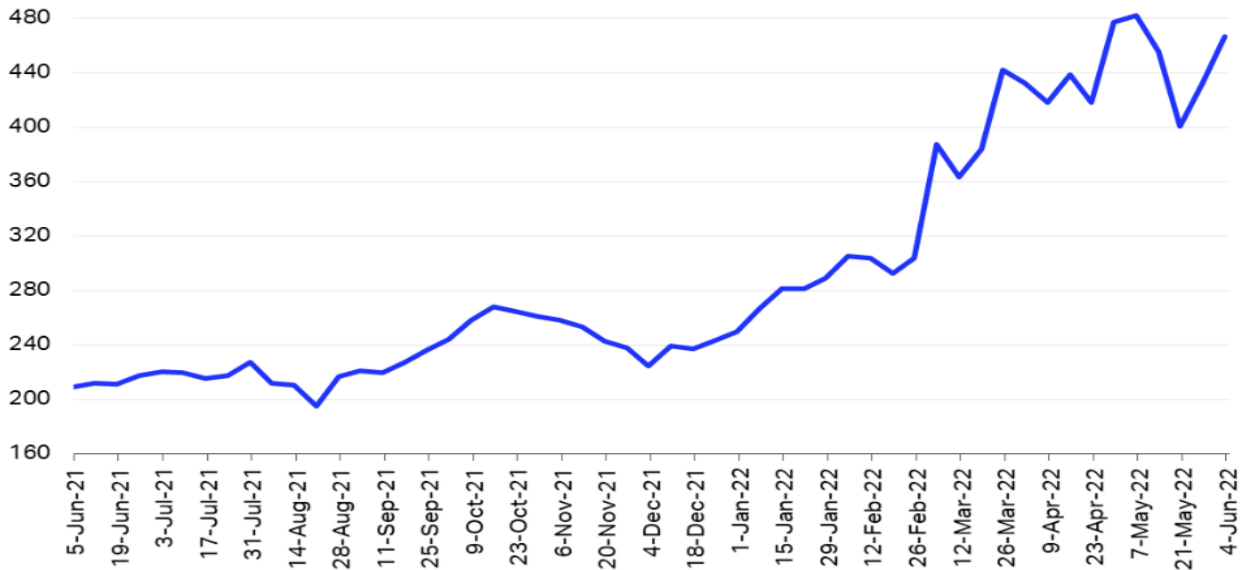
### (一)、短期看

料 8 月有望香港政府逐步放宽香港边境出入限制, 带动国泰客运业务逐渐回复疫前 65% 的水平。香港新型冠状病毒的确诊个案由高位大幅回落, 政经逐步放宽防疫政策, 敲起出行政策放宽的前奏。预期最快 2022 年第三季调整旅游限制及检疫规定, 航空业务逐步回复疫情爆发前的水平。虽然现时中美日主要经济体, 及其他经济体也出现经济下行, 但推测香港航空运输业已经跌至谷底或非常接近谷底。预期经济下行对航空行业的影响不会大于直接的出入境限制政策, 出入境限制政策的放宽的得益能抵消经济下行的负面影响。料本轮航空的需求反弹或比过去的航空周期更快更强劲, 供给释放或滞后于需求更久, 推高票价利润, 带动航空行业走出低谷。



图 6: 过去 12 个月喷气燃料价格指数

Jet Fuel Price Index (2000 = 100)



数据来源: S&P Global、恒大证券研究部

国际航线放宽初期，料以短途航线为主的低成本航司恢复较快，有利国泰航空全资子公司香港快运航空。参考欧美航空行业复苏的实际经验，低成本航司的复苏速度会比全服务航司快。低成本航空公司飞机座位密度较高，因供给释放滞后于需求及油价上涨导致票价上涨的影响对低成本航空公司相对较少。而且票价上涨吸引更多票价敏感型旅客选择廉价航司，因此有利香港快运航空客运业务恢复疫前水平。

部份国家/地区已逐渐开放国际航线，外部环境良好，只等待香港放宽旅游限制及检疫规定。观乎现时各国各地的防疫政策，香港在防疫政策放宽方面滞后于其他大部份国家/地区。因应香港市内出现新的新型冠状病毒确诊群组，料现阶段香港政府维持/微调现时的防疫政策至本年 8 月前，但无意收紧。随着其他国家地区逐步放宽对港人的入境限制，即使是单方向放宽，也对航运市场带来正面影响。现在只等待香港放宽旅游限制及检疫规定，届时能重新开通与他国的桥梁，推动香港航空运输行业的恢复。

机场第三跑落成初期有助加速空中运输行业的回复至疫前水平。随着香港机场第三跑投入服务，逐渐提升香港机场及国泰航空的航运能力。料第三跑投入服务初期需要约一年时间磨合及受疫情影响，未能全面发挥其效益。然而，在第三跑投入服务初期，有助加快本港航空业快速回复至疫前水平，预期 2022 年全年国泰航空收益有望回复疫情爆发前 50% 的水平。

## (二)、中期看

现时中国防疫政策仍处于「动态清零」，航空公商务出行恢复程度较低，料本年内，只能香港政府单方放宽内地来港人士的限制，但预期 2023 年，可恢复到接近疫情前水平。欧美国家从 2021 年中开始陆续放宽跨国出入境防疫政策。目前美国和西欧国际航线运力恢复到疫前的 70% 水平。中国方面，受疫情及严谨的防疫政策影响，中国公商务旅客出行人数和人次均下降，但预期疫后旅客出行恢复空间和力度较大。预料中国将于 2023 年开始逐渐放开境外航线，届时受惠于欧美国家基本已放开出入境限制的外部环境有利因素，中国航空境外航线恢复速度有望超越目前欧美。

## (三)、长期看

中国内地的人均可支配收入持续提升，带动高端航空出行消费。随着中国政府着墨于扶贫，推动乡村发展、房住不炒、稳定日常消费品价格等政策，提升人民收入并减低基本生活消费压力，人们对衣食住行的消费需求得到提升。航空出行此等高端消费行为，有望伴随中国人民人均可支配收入的提升而持续增长。中国内地作为主要经济体之一，拥有庞大的消费人口，及作为香港主要航空访港旅客及国泰航空主要客源，料中国乘机人口占比的增长会推动国泰航空的业务持续增长。

机场第三跑提升香港机场的航运能力，有利国泰航空的业。务料第三跑投入运作初期将提升本港的航运能力上限 20% 至 30%。待运作熟练后，配合现时的设备产生协同效应，料本港机场的航运能力上限将提升 50% 至 60%。国泰航空作为香港最大的航空公司，料将成为本地最大得益航空公司。

## 八、估值推导与投资建议

基于上述分析，预测 2022-24 年度收益总额分别实现 52,241/111,762/122,030 百万元港币，同比增长 14.60%/113.94%/9.19%。假设无风险收益率 2.60% 利率；股票风险溢价 4.84%；贝塔系数 0.89 和 3.0% 永久增长率，得出 COE 为  $4.84\% \times 0.89 + 2.60\% = 6.91\%$ 。是次估值使用三阶段的 DCF 模型推导国泰航空的估值：第一阶段为出入境限制放宽后反弹高增长期，第二阶段为第三跑稳定投入服务后的增长期，第三阶为平均增长期，继而推导得出国泰航空 6 至 12 个月目标价为 8.84 元。

## 九、风险因素

### (一) 疫情

疫情的反复或使各国/地区收紧防疫政策，影响航空运输业务。

### (二) 中美政策

香港市场受到中美政策影响，两国因应通胀、疫情及政治因素而推行的政策或波及香港航空运输市场。

### (三) 乌俄战争及地缘政治紧张局势

乌俄战争及其他地缘紧张局势影响航空运输上游成本及下游消费意欲，影响航空运输的供需。

## 财务报表预测和估值数据汇总

<b>综合损益及其他全面收益表</b>					
<b>(港币百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>收益</b>					
客运服务	11,950	4,357	9,124	66,667	74,860
货运服务	27,890	35,814	37,616	39,508	41,496
其他服务及收回款项	7,094	5,416	5,501	5,587	5,675
<b>收益总额</b>	<b>46,934</b>	<b>45,587</b>	<b>52,241</b>	<b>111,762</b>	<b>122,030</b>
<b>开支</b>					
员工	(15,786)	(11,298)	(13,626)	(26,540)	(31,477)
机上服务及乘客开支	(1,102)	(366)	(951)	(860)	(2,197)
着陆、停泊及航线开支	(6,868)	(5,743)	(5,928)	(13,491)	(13,695)
燃油(包括对冲盈利 / 亏损)	(11,379)	(7,031)	(9,822)	(16,516)	(22,689)
飞机维修	(5,772)	(5,152)	(4,982)	(12,102)	(11,509)
飞机折旧及租金	(11,879)	(10,444)	(10,254)	(24,534)	(23,686)
其他折旧、摊销及租金	(2,720)	(2,381)	(2,348)	(5,593)	(5,424)
其他	(3,133)	(3,622)	(2,704)	(8,508)	(6,247)
<b>营业开支</b>	<b>(58,639)</b>	<b>(46,037)</b>	<b>(50,616)</b>	<b>(108,145)</b>	<b>(116,924)</b>
<b>未计非经常性项目的营业溢利</b>	<b>(11,705)</b>	<b>(450)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
企业重组成本	(2,383)	(385)	0	0	0
减值及相关支出	(4,056)	(818)	0	0	0
视作出售一家联属公司部分股份的盈利	0	210	0	0	0
<b>营业溢利(亏损)</b>	<b>(18,144)</b>	<b>(1,443)</b>	<b>1,625</b>	<b>3,618</b>	<b>5,106</b>
财务支出	(3,044)	(2,704)	(2,544)	(2,708)	(2,789)
财务收入	149	75	187	259	254
财务支出净额	(2,895)	(2,629)	(2,357)	(2,449)	(2,535)
应占联属公司溢利(亏损)	(1,282)	(1,985)	35	467	1,805
<b>除税前溢利(亏损)</b>	<b>(22,321)</b>	<b>(6,057)</b>	<b>(698)</b>	<b>1,636</b>	<b>4,377</b>
税项	674	531	41	(239)	(638)
<b>本年度溢利</b>	<b>(21,647)</b>	<b>(5,526)</b>	<b>(657)</b>	<b>1,397</b>	<b>3,738</b>

<b>综合财务状况表</b> (港币百万元)	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>资产及负债</b>					
非流动资产及负债					
物业、厂房及设备	131,925	123,990	124,867	127,604	129,700
无形资产	15,061	15,035	13,528	13,158	12,874
于联属公司的投资	26,489	24,532	26,758	26,264	25,888
其他长期应收款项及投资	2,905	3,327	3,628	3,767	3,912
递延税项资产	627	846	857	857	845
	177,007	167,730	169,638	171,649	173,218
计息负债	(68,880)	(67,504)	(68,272)	(68,157)	(72,933)
其他长期应付款项	(4,210)	(3,441)	(3,480)	(3,474)	(3,718)
其他长期合约负债		(478)	(483)	(483)	(516)
递延税项负债	(11,499)	(9,820)	(9,932)	(9,915)	(10,610)
	(84,589)	(81,243)	(82,167)	(82,029)	(87,777)
<b>非流动资产净值</b>	<b>92,418</b>	<b>86,487</b>	<b>87,471</b>	<b>89,621</b>	<b>85,442</b>
<b>流动资产及负债</b>					
存货	1,719	1,269	1,226	1,241	1,270
贸易及其他应收款项	6,469	8,296	8,014	8,112	8,300
待出售资产	38	48	46	47	48
流动资金	19,341	19,284	18,629	7,120	13,787
	27,567	28,897	27,916	16,519	23,405
计息负债	(24,249)	(22,350)	(23,280)	(24,329)	(24,814)
贸易及其他应付款项	(12,376)	(10,095)	(10,515)	(12,417)	(12,664)
合约负债	(8,122)	(7,925)	(8,255)	(8,149)	(8,311)
税项	(1,977)	(2,765)	(2,880)	(1,984)	(2,023)
	(46,724)	(43,135)	(44,930)	(46,879)	(47,812)
<b>流动负债净额</b>	<b>(19,157)</b>	<b>(14,238)</b>	<b>(17,014)</b>	<b>(30,359)</b>	<b>(24,408)</b>
<b>资产总值减流动负债</b>	<b>157,850</b>	<b>153,492</b>	<b>152,624</b>	<b>141,290</b>	<b>148,810</b>
<b>资产净值</b>	<b>73,261</b>	<b>72,249</b>	<b>70,457</b>	<b>59,261</b>	<b>61,034</b>
<b>资本及储备</b>					
股本	48,322	48,322	48,322	48,322	48,322
储备	24,935	23,922	22,125	10,788	12,554
国泰航空股东应占资金	73,257	72,244	70,447	59,110	60,876
非控股权益	4	5	10	151	157
<b>股东权益总额</b>	<b>73,261</b>	<b>72,249</b>	<b>70,457</b>	<b>59,261</b>	<b>61,034</b>

主要财务数据	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROA	-10.44%	-3.05%	-0.64%	0.15%	1.48%
ROE	-32.16%	-8.42%	-1.77%	0.44%	4.76%
EPS (Basic)	-4.24	-0.95	-0.20	0.04	0.44
BVPS	11.38	11.22	10.94	9.18	9.46
PE (X)	-	-	-	197.95	19.93
PB (X)	0.86	0.78	0.81	0.96	0.94
DPS	-	-	-	-	-
分红比率	-	-	-	-	-

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999