

國泰航空(293.HK)

研究報告

國泰航空 (293.HK) 於 8 月 9 日宣佈了 2023 年中期業績，由虧轉盈，收入由 18,551 百萬港元升至 43,593 百萬港元，升幅達 135%，而純利則為 4,267 百萬港元，是自 2010 年以來最好的盈利表現，主要受惠於仍然高企的乘客收益率以及強勁的旅遊需求。國泰的可載客量亦按計劃增加，預計可於 2024 年底恢復至疫情前 100% 的水平。國泰對香港航空業的前景充滿信心，並計劃擴大機隊，在原先訂購 42 架飛機的基礎上額外購買 32 架飛機，這 32 架飛機全為客機，以配合三跑道系統即將投入運作的急速增長並現代化機隊。

報告日期 2023 年 09 月 14 日

評級：中性

目標價：9.63 港元

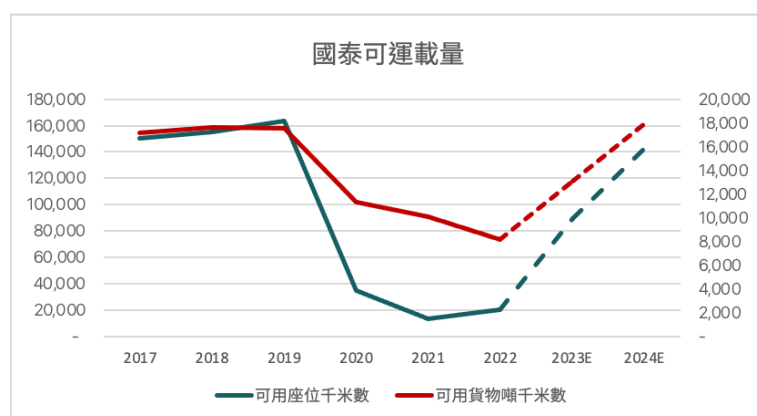
市場價：8.32 港元

上升空間：15.7%

朱卓軒

achu@masancapital.com

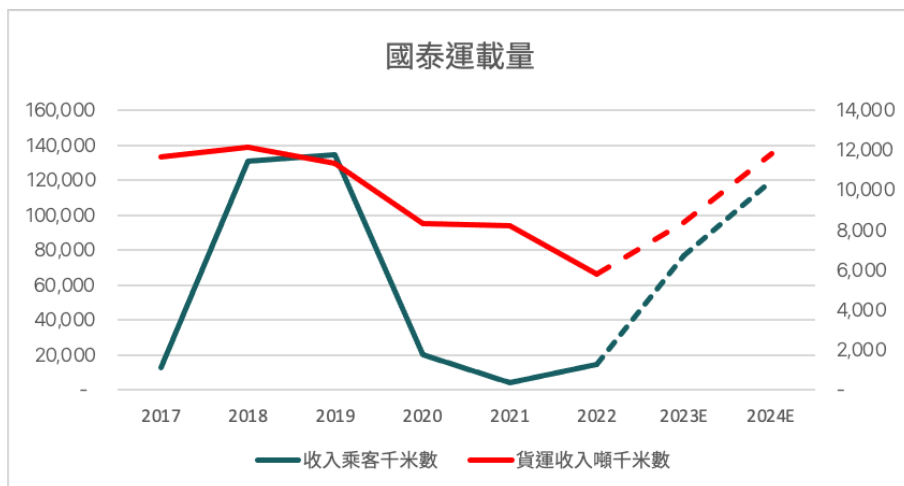
可載客量將於 2024 年年底前達到疫情前的 100%



資料來源：公司資料、馬山資本

根據國泰的預測，它的可載客量將會於 2023 年年底恢復至疫情前的 70%，並於 2024 年年底前達到 100%。以此預測為基礎計算，我們預計於 2023 年全年的可用座位千米數 (available seat kilometres) 將會達到 89,434 百萬，比 2022 年多 346%，而 2024 年全年則為 142,778 百萬，將會較 2023 年提升 60%。

另一方面，國泰亦訂立了可運貨量的目標，2023 為 85%，2024 年則為 100%。以此基礎計算，國泰於 2023 年及 2024 年的全年可用貨物噸千米數 (available cargo tonne kilometres) 將分別為 13,054 百萬以及 17,933 百萬。



資料來源：公司資料、馬山資本

國泰於疫情前的乘客運載率 (passenger load factor) 以及貨物運載率 (cargo load factor) 十分穩定，因此我們可以此預測國泰於 2023 年的收入乘客千米數 (revenue passenger kilometres) 以及貨運收入噸千米數 (cargo revenue tonne kilometres)，分別為 76,913 百萬和 8,355 百萬，升幅為 421.0%和 44.7%，而 2024 年則是 119,934 百萬和 11,836 百萬，增長為 55.9%和 41.7%。

財政恢復穩健，計劃贖回優先股

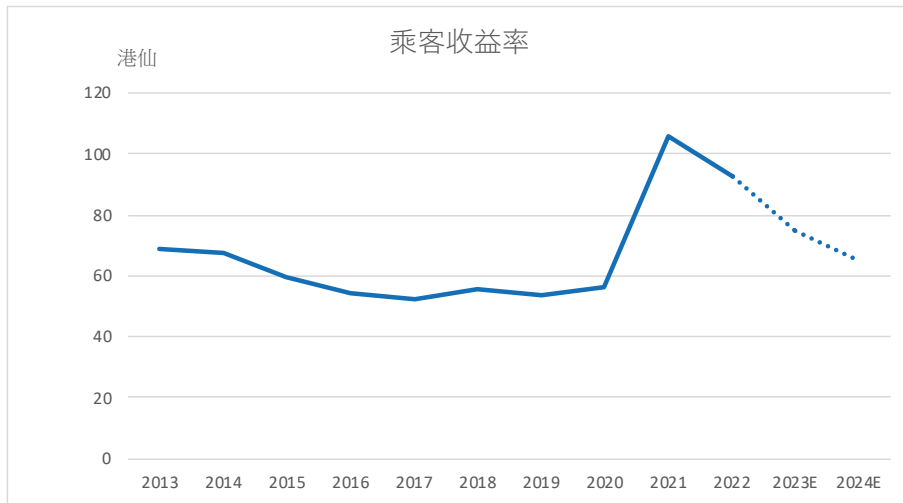
在 2023 年中期業績中，國泰的淨負債權益比率為 0.69 (2022 年 12 月 31 日時為 0.92)，為 2014 年以來最低的比率，反映其財務狀況良好，亦超於市場預期。國泰打算於 2023 年底前贖回 50%、價值為 97.5 億港元的優先股，並於 2024 年 7 月底前贖回餘下所有的優先股。管理層公開聲明有此打算，亦反映其對公司的營運現金流有信心，加上財務狀況良好，因此我們預期國泰有可能於 2024 年開始恢復派普通股息，儘管管理層並未透露派息計劃。

貨運需求將在 2023 年第 3 季度上升

儘管國泰的貨運收入噸千米數按年上升 83%，但是由於貨運收益率 (貨運收益率是指每貨運收入噸千米數的收益) 下跌超過一半，因此其貨運服務的收入下跌了 11.6%。隨着疫後復常，以及客運航班提供的腹艙載貨空間不斷提升，預計航空貨運的供求關係將會繼續正常化。但是管理層亦指出，第 3 季度將會是貨運的高峰期，而他們亦作好準備，並且將會提供各種特殊貨運方案，例如藥物、動物以及鮮貨等。因此，全年的貨運收入有望回升。

航空旅行求過於供，令乘客收益率仍然高企

儘管國泰的乘客收益率 (乘客收益率是指每收入乘客千米數的收益) 已經由 2022 年上半年的 1.14 港元下跌至 77.4 港仙，但是仍然較 2019 年上半年的 54.9 港仙高 41.0%。管理層認為由於航空旅行的需求仍然強勁，加上空中巴士、波音等飛機製造商延遲交貨，造成供應瓶頸，因此求過於供的情況將會比預計更持續，因此乘客收益率仍然會比疫情前更高，有助國泰的純利率維持於高水平。但是，隨着國泰逐漸恢復可運客量，供求關係正常化，其收益率將會繼續下降，只是於 2024 年時仍然可以保持高於疫情前的水平。



資料來源：公司資料、馬山資本

我們預計國泰航空於 2024 年的稀釋後每股收益為 0.94，按照現時航空行業的平均 P/E 10.24 計算，目標價為 9.63 港元，較 9 月 13 日的收市價高出 15.7%，評級為「中性」。

Cathay Pacific (293.HK) Summary Outputs

SUMMARY VALUES - BASE CASE							SUMMARY VALUES - BEST CASE						
(\$ Millions)	Trend	2022H1	2023H1	2022A	Projected		(\$ Millions)	Trend	2022H1	2023H1	2022A	Projected	
					2023	2024						2023	2024
Income Statement Items													
Total Revenue	↗	\$18,551	\$43,593	\$51,036	\$95,846	\$123,071	Total Revenue	↗	\$18,551	\$43,593	\$51,036	\$100,741	\$139,678
Growth			135.0%		87.8%	28.4%	Growth			135.0%		97.4%	38.7%
EBITDA	↗	\$4,934	\$12,983	\$15,974	\$29,076	\$20,358	EBITDA	↗	\$4,934	\$12,983	\$15,974	\$33,541	\$38,092
Margin		26.6%	29.8%	31.3%	30.3%	16.5%	Margin		26.6%	29.8%	31.3%	33.3%	27.3%
Growth			163.1%		82.0%	(30.0%)	Growth			163.1%		110.0%	13.6%
EBITDA	↗	(\$1,253)	\$6,635	\$3,546	\$15,985	\$6,961	EBITDA	↗	(\$1,253)	\$6,635	\$3,546	\$20,450	\$24,695
Margin		N/A	15.2%	6.9%	16.7%	5.7%	Margin		N/A	15.2%	6.9%	20.3%	17.7%
Growth			N/A		350.8%	(56.5%)	Growth			N/A		476.7%	20.8%
Net Income	↗	(\$4,999)	\$4,267	(\$6,547)	\$12,283	\$6,185	Net Income	↗	(\$4,999)	\$4,267	(\$6,547)	\$16,345	\$22,323
Margin		N/A	9.8%	N/A	12.8%	5.0%	Margin		N/A	9.8%	N/A	16.2%	16.0%
Growth			N/A		N/A	(49.6%)	Growth			N/A		N/A	36.6%
SUMMARY VALUES - WORST CASE													
(\$ Millions)	Trend	2022H1	2023H1	2022A	Projected								
					2023	2024							
Income Statement Items													
Total Revenue	↗	\$18,551	\$43,593	\$51,036	\$84,767	\$102,402							
Growth			135.0%		66.1%	20.8%							
EBITDA	↗	\$4,934	\$12,983	\$15,974	\$18,412	\$3,354							
Margin		26.6%	29.8%	31.3%	21.7%	3.3%							
Growth			163.1%		15.3%	(81.8%)							
EBITDA	↗	(\$1,253)	\$6,635	\$3,546	\$5,321	(\$10,044)							
Margin		N/A	15.2%	6.9%	6.3%	N/A							
Growth			N/A		50.1%	(288.7%)							
Net Income	↗	(\$4,999)	\$4,267	(\$6,547)	\$2,579	(\$9,289)							
Margin		N/A	9.8%	N/A	3.0%	N/A							
Growth			N/A		N/A	(460.2%)							

資料來源：公司資料、馬山資本

Cathay Pacific (293.HK) Cathay Pacific Economic, Cost, Traffic, and Yield Scenarios

SCENARIO SWITCH: Base Case	2023	2024	2023	2024
ECONOMIC SCENARIOS		COST SCENARIOS		
Fuel cost per RTK (HK\$)	1.4	1.5	Staff cost per RTK (HK\$)	0.8
Base Case	1.4	1.5	Base Case	0.82
Best Case	1.35	1.3	Best Case	0.77
Worst Case	1.5	1.6	Worst Case	0.88
TRAFFIC SCENARIOS		Yield SCENARIOS		
Passenger load factor	86%	84%	Passenger yield (HK cents)	75
Base Case	86%	84%	Base Case	65
Best Case	88%	90%	Best Case	77
Worst Case	82%	80%	Worst Case	55
Cargo load factor	64%	66%	Cargo yield (HK\$)	2.6
Base Case	64%	66%	Base Case	2.2
Best Case	66%	68%	Best Case	2.4
Worst Case	62%	60%	Worst Case	2.0

Cathay Pacific (293.HK) HK Express Economic, Cost, Traffic, and Yield Scenarios

SCENARIO SWITCH: Base Case	2023	2024	2023	2024
ECONOMIC SCENARIOS		COST SCENARIOS		
Fuel cost per RPK	0.13	0.15	Staff cost per RPK	0.1
Base Case	0.13	0.15	Base Case	0.12
Best Case	0.12	0.1	Best Case	0.09
Worst Case	0.15	0.17	Worst Case	0.14
TRAFFIC SCENARIOS		Yield SCENARIOS		
Passenger load factor	87%	89%	Passenger yield (HK cents)	70
Base Case	87%	89%	Base Case	55
Best Case	90%	92%	Best Case	65
Worst Case	85%	82%	Worst Case	50

CURRENTLY RUNNING: BASE CASE SCENARIO

Cathay Pacific (293.HK) Group Income Statement

(\$ Millions)	2022H1	2023H1	2022A	Projected	
				2023	2024
Revenue					
Cathay Pacific	16,641	39,273	46,381	87,148	113,286
HK Express	34	2,600	692	5,256	6,385
Others	1,876	1,721	3,964	3,442.00	3,400.00
Total Revenue	18,551	43,593	51,036	95,846.2	123,071.0
Fuel consumption	(2,630)	(10,635)	(10,488)	(22,883)	(36,549)
Inflight service and passenger expenses	(167)	(1,245)	(694)	(2,959)	(4,613)
Landing, parking and route expenses	(2,305)	(5,066)	(5,590)	(10,969)	(16,317)
Staff Cost	(5,056)	(6,612)	(10,571)	(13,265)	(20,412)
Aircraft Maintenance	(1,414)	(3,253)	(3,206)	(6,722)	(10,003)
Other	(2,157)	(3,799)	(4,513)	(9,971)	(14,818)
Costs before depreciation and amortisation	(13,617)	(30,610)	(35,062)	(66,770.0)	(102,712.8)
EBITDA	4,934	12,983.0	15,974	29,076.2	20,358.2
Depreciation	(6,187)	(6,348)	(12,428)	(13,090.9)	(13,397.5)
EBIT	(1,253)	6,635	3,546	15,985.3	6,960.7
Interest Expense	(1,369)	(1,446)	(2,909)	(2,804.8)	(1,664.2)
EBT	(2,622)	5,189	637	13,180.5	5,296.5
Share of losses from associates	(2,728)	(2,620)	(6,677)	317.0	1,500.0
Tax	349	(439)	(507)	1,214.8	611.7
Gain on deemed partial disposal of an associate	0	1,929	0	0.0	0.0
Reversal of impairment	0	208	0	0.0	0.0
Net Income	(4,999.0)	4,267.0	(6,547.0)	14,712.2	7,408.2
Total preferred dividend payment					
Profit/(loss) attributable to the shareholders of Cathay Pacific after preferred dividend payment	(4,999.0)	2,434.0	(6,547.0)	12,584.2	7,161.4
Diluted Earning Per Share		0.32		1.65	0.94
Margins					
EBITDA Margin	26.6%	29.8%	31.3%	30.3%	16.5%
EBIT Margin	N/A	15.2%	6.9%	16.7%	5.7%
Net Profit Margin	N/A	9.8%	N/A	15.3%	6.0%

資料來源：公司資料、馬山資本

CONTACT INFORMATION

+852 3905 4615
info@masancapital.com
www.masancapital.com

8/F, Aubin House, 171-172 Gloucester Road, Wan Chai, Hong Kong
香港灣仔告士打道 171-172 號安邦商業大廈 8 樓

法律聲明及風險提示：

本報告由馬山資本有限公司(證監會持牌人中央編號 BOL530 RA Type 4 & 9) 製作，本公司全權委託賬戶或基金沒有持有報告中提及的有關股票。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但馬山資本對這些信息的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的信息和建議不發生任何變更。本公司並沒有將變更的信息和建議向報告任何接收者進行更新的義務。

馬山資本可能持有或交易報告中提到的證券或投資，用戶應當考慮到其中可能存在可能影響本報告客觀性的利益衝突。本報告僅供本公司的客戶作參考之用，使用者請勿將研究報告或相關信息視為投資或其他決定的信賴依據。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。

本報告僅反映報告作者在發行日期的觀點和判斷，在任何情況下，本報告中的信息或所表述的意見均不構成對任何人的投資建議，投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求。對依據者使用本報告所造成的一切後果，本公司及其關聯人員均不承擔任何法律責任。

本公司的交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。本公司的資產管理公司以及其他投資業務部門可能因應市場的變化而獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權刊載、轉發本報告或者摘要的，應當注明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。未經授權或未按 要求刊載、轉發本報告的，應當承擔相應的法律責任。本公司將保留向其追究法律責任的權利。

DISCLAIMER AND RISK STATEMENTS:

This report was produced by Masan Capital Limited (Hong Kong Securities and Futures Commission Register Institutions Central Entity Number BOL530 RA Type 4 & 9) ("Company") and we do not hold the securities mentioned in the report in the discretionary accounts or funds managed by the Company. The information in this report is derived from publicly available information that we believe to be reliable but we do not guarantee the authenticity, accuracy and completeness of these information. In addition, the Company is not obligated to update the information and recommendation contained in this report.

The Company may hold or trade securities or investments mentioned in the report. Users should take into account the potential conflicts of interest that may affect the objectivity of this report and should not consider the research report or related information as a reliable basis for investment or other decisions. This report is for reference only and we will not regard the recipient of this report as a natural customer or client of the company. This report only reflects the views and judgments of the author on the date of issuance. In any case, the information or opinions expressed in this report do not constitute as investment advice to anyone. Investor should evaluate his/her investment objectives, financial conditions and specific needs independently. The Company and its affiliates shall not bear any legal responsibility for any consequences caused by the use of this report.

The Company's traders and other professionals may express orally or in writing comments that are inconsistent with the opinions and/or recommendations stated in this report and the Company has no obligations to update or notify the recipients of the report. In addition, the Company's asset management division and other business units may implement investment decisions that are inconsistent with the opinions or recommendations stated in this report due to the changes of market conditions or assumptions.

The copyright of this report belongs to the company. No organization or individual may reproduce, publish, or disseminate all or part of this report in any form without the company's prior written authorization. If any part of this report is uploaded or forwarded, the person sharing this report should mention the Company as the issuer, the date of publication and the risks of using this report. The Company reserves the right to pursue legal liabilities against anyone who publishes or forwards this report without authorization and such person shall take full responsibilities for the corresponding legal consequences.