

中國民航信息網絡 (696.HK)

中國航空信息壟斷龍頭

香港 | 科技、媒體及通訊 | 公司研報

投資概要

中國民航信息網絡為中國最大的航空業信息系統供應商，研發系統功能例如：航班控制、機票分銷、值機、配載、結算及清算和航空物流。我們採用現金折現法進行估值，並得出目標價\$27.18 港元，對應 2018/19 年市盈率分別為 27.6 倍及 24.4 倍，並給予“增持”評級，潛在回報約 17.7%。(現價截至 3 月 6 日)

運輸量和機場數目持續上升之下，航空信息系統將會有理想的增長空間

中國的民航業運輸量自 2003 年便一直穩步向上。根據中國民航局，民航運輸周轉量自 2003 年便而 14% 平均複合增長率上升，在 2017 年已達到 1,083 億公里。就旅客需求而言，中國旅客運輸量自 2003 亦穩步上升，由 2003 年的 0.88 億人次升至 2017 年的 5.52 億人次，年均複合增長率約為 14%。而據空中巴士分析，中國的人均旅遊次數將會由 2017 年的 0.41 次上升至 2037 年的 1.40 次，20 年平均複合增長率為 6.3%。其中，2037 年的中國國內航班乘客數量將會是 2017 年的 3.5 倍，亦會是未來 20 年乘客數量最多的地區，20 年平均複合增長率為 6.4%。

根據波音公司預測，中國 2018-2037 年的國內的航空貨運增長為 6.3%，是增速最快的地區。另外，根據《中國民用航空發展第十三個五年規劃》中，中國政府目標在 2020 年運輸總周轉量達到 1,420 億噸公里，旅客運輸量 7.2 億人次，貨郵運輸量 850 萬噸，年均增長率分別為 10.8%、10.4 和 6.2%。

《中國民用航空發展第十三個五年規劃》中提出在 2020 年民用運輸機場達到 260 個左右。按照目標來算，2018-2020 年每年需平均興建 10.3 個機場，並高於過往 12 年之平均。

行業被集團壟斷，惟收費受限制

集團為中國國內唯一航空信息服務供應商。國內除了春秋航空和九元航空之外，其他國內航空公司均使用集團的航班控制、機票分銷及值機等系統。雖然沒有明文政策表明集團為國內唯一航空信息服務供應商，然而，中國政策一直沒有容許國內航空公司使用國外的 GDS，因此這變相確立了集團在國內壟斷的地位。

「航班控制系統服務」及「電子旅遊分銷系統服務」的指導價上限為國內航線每一旅客航段支付的累進預訂費介乎人民幣 4.5 元至人民幣 6.5 元，國際航線則介乎人民幣 6.5 元至人民幣 7 元。

多家航空公司為集團之股東

中國國航、中國東航及中國南航分別持有集團股權 9.17%、11.22% 及 11.94%，合共 32.33%。而其他航空公司亦合持有 6.51% 股權。航空公司客戶作為集團之股東使雙方利益程度緊扣在一起，減低航空公司要打破集團壟斷的意欲，同時亦迫使集團提供更好的服務予其股東。

8 March 2019

增持 (首次)

現價 HKD 23.10

(現價截至 3 月 6 日)

目標價 HKD 27.18 (+17.7%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	2,926
市值 (港幣百萬元):	21,542
52 周 最高價/最低價 (港幣):	27.1 / 17.06

主要股東， %

中國民航信息集團	29.29
中國南方航空	11.94
中國東方航空	11.22
中國航空	9.17

股價表現， %

	1 個月	3 個月	1 年
中航信	7.44	9.48	-4.94
恒生指數	3.90	11.41	-3.84

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Revenue	6,223	6,734	7,531	8,485
Net Profit	2,486	2,319	2,478	2,806
EPS, RMB	0.827	0.768	0.826	0.935
PER, x	24.09	25.94	24.14	21.32
BVPS, RMB	4.71	5.27	5.81	6.42
P/BV, x	4.23	3.78	3.43	3.11
ROE, %	18.9	15.4	14.9	15.3

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

李學滔 (2277 6527)

terryli@phillip.com.hk

公司簡介

集團為中國最大的航空業信息系統供應商，研發系統功能例如：航班控制、機票分銷、值機、配載、結算及清算和航空物流。服務對象包括航空公司、機場、旅遊產品供應商、旅遊社、貨運商、IATA 等大型國際組織及政府。集團的業務分成七類：1. 航空信息技術服務、2. 結算及清算服務、3. 分銷信息技術服務、4. 機場信息技術服務、5. 航空貨運物流信息技術服務、6. 旅遊產品分銷服務及 7. 公共信息技術服務。

圖表：業務內容

服務	內容
航空信息技術服務	為中國商營航空公司和外國及地區商營航空公司提供電子旅遊分銷服務（「ETD」）（包括航班控制系統服務（「ICS」）和計算機分銷系統服務（「CRS」））、機場旅客處理系統服務（「APP」），以及與上述核心業務相關的延伸信息技術服務
結算及清算服務	提供結算、清算產品和服務覆蓋航空運輸旅遊業收入結算領域的全部環節，包括客、貨運航空公司、代理人收入結算及財務服務、第三方支付服務、酒店結算服務、IATA BSP 數據處理服務等多項服務
分銷信息技術服務	向旅行社及旅遊分銷代理人提供旅遊產品分銷，包括詢價、預定及行程單打印等流程，並提供銷售分析管理服務，能通過市場分析可以了解公司在整個市場的份額和排名情況
機場信息技術服務	提供離港系統，如值機、航班配載和登機系統等，及機場運營系統，包括：航班和行李信息顯示、公共廣播、安檢及控制區安全管理等等
航空貨運物流信息技術服務	透過物流系統平台為航空公司、機場及貨運商等提供物流服務，如用戶、倉庫、車隊及派送管理，同時提供貨運運營統計及分析
旅遊產品分銷服務	提供整合的航空公司和各地分公司的航線、政府、酒店、地面交通、旅遊資訊，並可透過手機和網站查詢信息及訂購服務
公共信息技術服務	提供機房託管服務及災難恢復服務等等

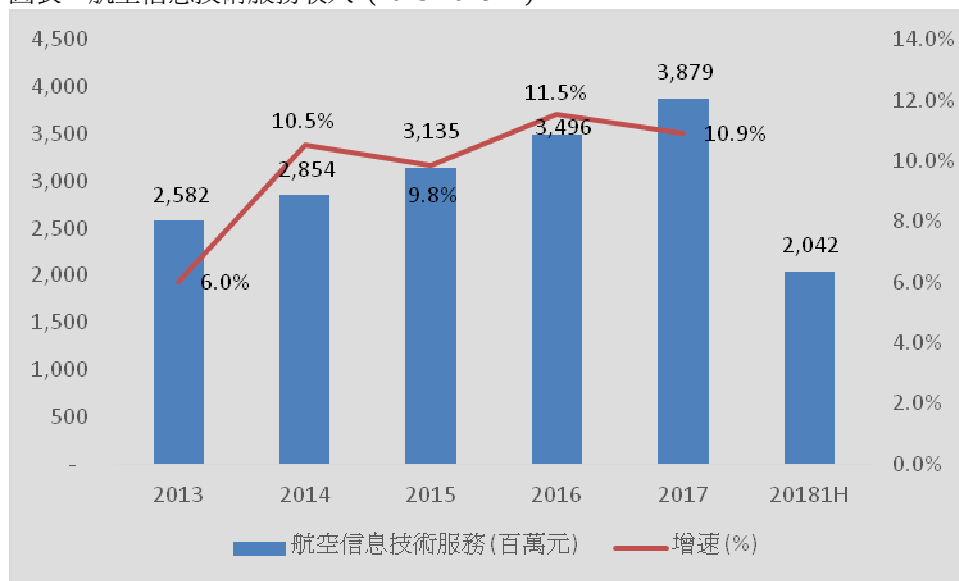
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

集團收入自要分成四部份：1. 航空信息技術服務、2. 結算及清算、3. 系統集成服務及 4. 數據網絡及其他。

1. 航空信息技術服務

該部份收入在 2017 年佔總收入 58%，達至 38.8 億人民幣，同比增長 10.9%。2018 上半年該部份收入亦達到 20.4 億人民幣，同比上升 7.5%。該部份業務主要對應上述業務內容中的航空信息技術服務，當機票經集團的航班控制系統(ICS)、計算機分銷系統(CRS)及機場旅客處理系統(APP)產生、分銷及使用時，集團便會根據處理量對航空公司收取系統處理費。對國內航空公司，收費會根據用量提供一定折扣，因此這項收入增速會略低於處理量增速。

圖表：航空信息技術服務收入 (2013-2018H)

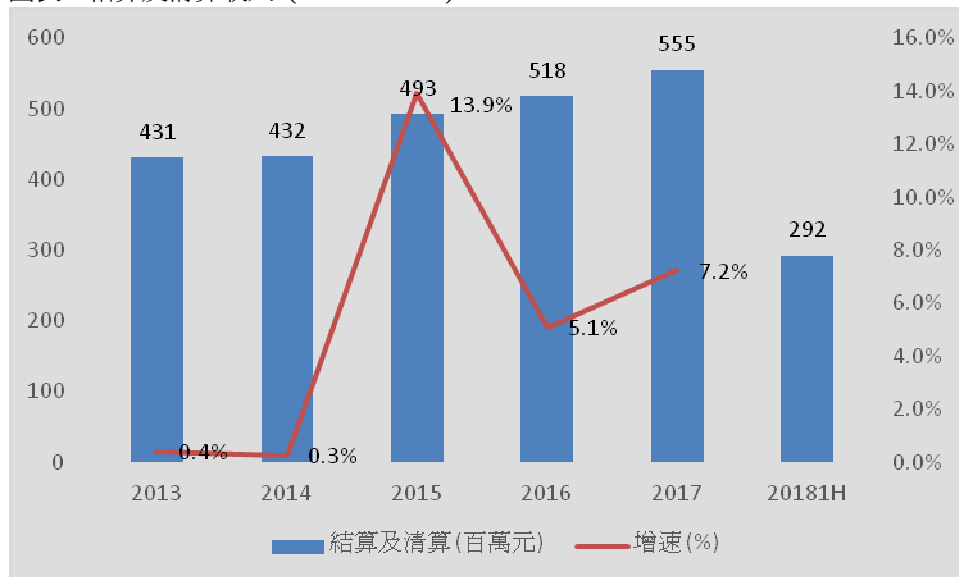


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

2. 結算及清算

該部份收入在 2017 年為 5.6 億人民幣，佔總收入 8%，同比增速約 7.2%。而在 2018 上半年，該收入為 2.9 億人民幣，同比上升約 7.4%。該部份業務主要對應上述業務內容中的結算及清算服務。這項收入和機票票量和票面金額有關，而且不單只是客票，還包括航空貨物及郵件，然後集團按金額抽成一定百分比。除非是票面價格有大幅波動，否則將會與系統處理量增速差不多。同時，這板塊有部份收入來自系統更新，因此還會有一定波動性。

圖表：結算及清算收入 (2013-2018H)

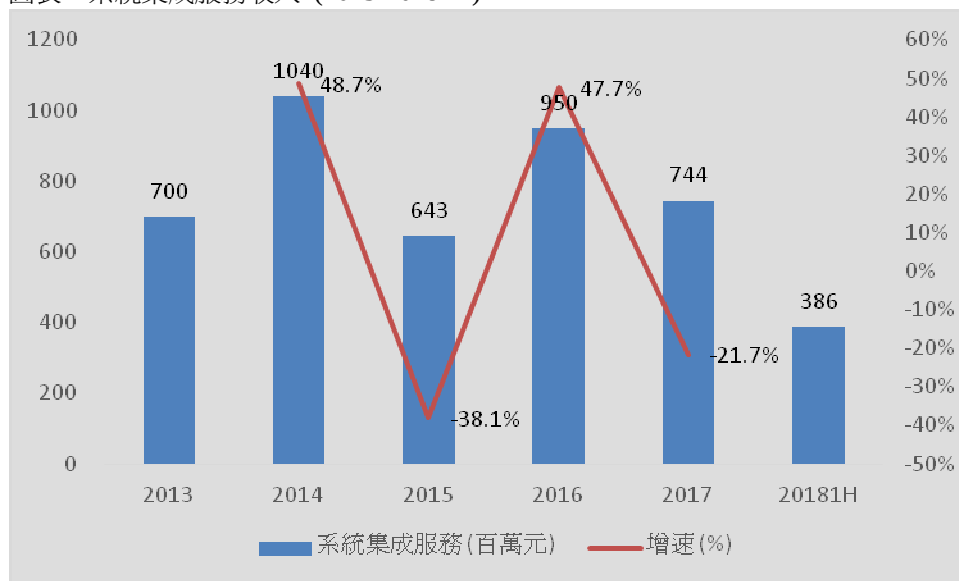


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

3. 系統集成服務

這項收入在 2017 年為 7.4 億人民幣，佔總收入 11%，同比下跌約 21.7%。在 2018 上半年收入為 3.9 億人民幣，同比上升約 67.4%。該項收入來自集團向機場、商營航空公司以及其他機構客戶提供的硬件集成，軟件集成及數據信息集成服務。由於這項收入是根據集團所中標的項目多少決定，因此波動性特別大。另外，收入確認是則按照工期進度。

圖表：系統集成服務收入 (2013-20181H)

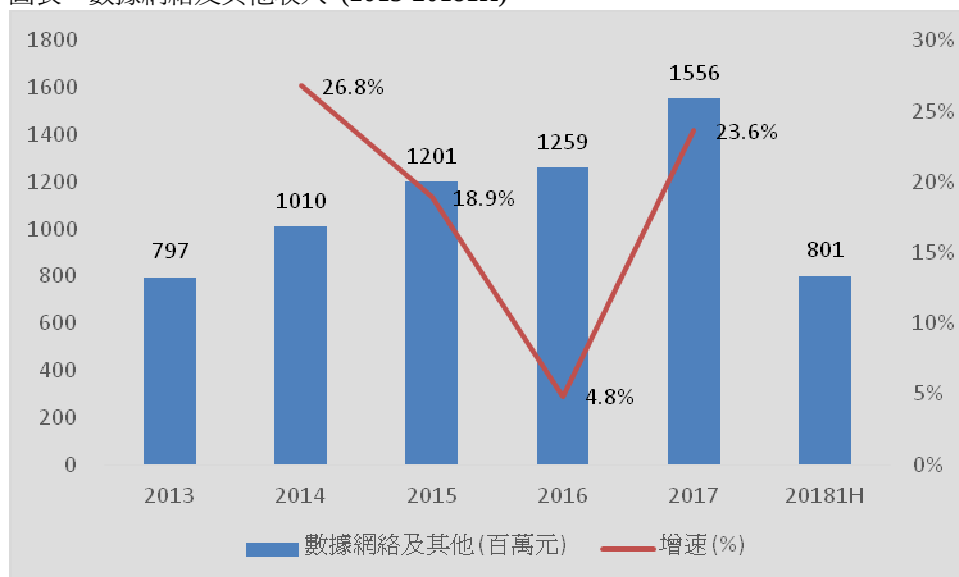


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

4. 數據網絡及其他

這項收入在 2017 年為 15.6 億人民幣，佔總收入 23%，同比上升約 23.6%。在 2018 上半年，該項收入約 8.0 億人民幣，同比增長為 11.1%。這收入主要來自向代理人提供的分銷信息技術服務，向酒店等旅遊產品供應商提供的旅遊分銷服務，向商營航空公司、機場、貨運商提供的航空貨運物流信息技術服務，以及機場信息技術服務、公共信息技術服務等其他業務。假如旅行代理人需要購買機票等由集團負責分銷的旅遊產品，他們必需使用集團的分銷系統終端，因此這項收入主要跟隨代理人市場增速。系統收費分兩種，第一種是根據帳戶收費；第二種是根據流量收費。

圖表：數據網絡及其他收入 (2013-20181H)



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

行業分析

商業模式

集團主要業務為營運及推銷全球分銷系統(Global Distribution System)。全球分銷系統是一套把不同旅行產品供應商(Travel Suppliers)及旅行社和旅行代理人(Travel Agencies)連接的系統。透過這系統，旅行社和旅行代理人可以對旅行產品進行詢價、預訂及出票，最後向旅客提供一套完整的旅遊產品及服務。

圖表：全球分銷系統



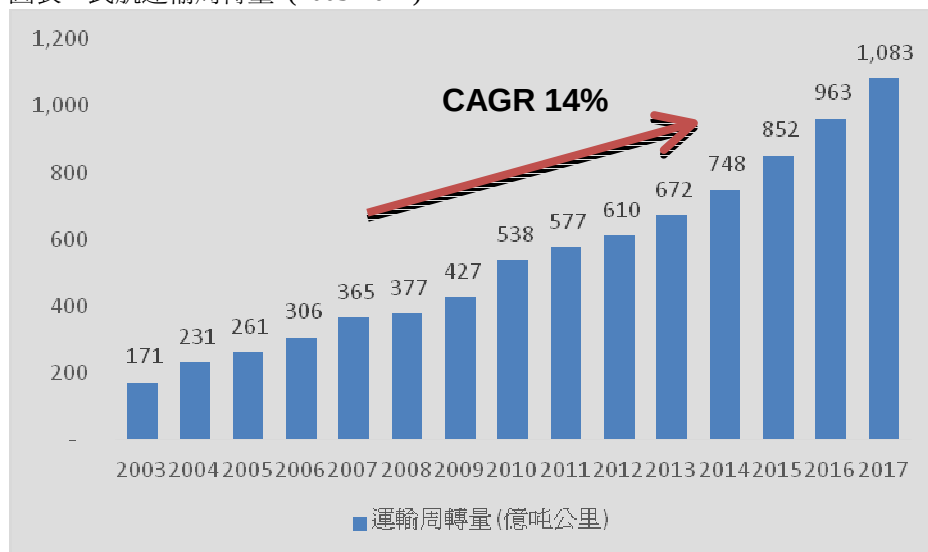
Source: TravelOTAs, Phillip Securities (HK) Research

行業前景

由於航空信息系統需求主要受民航業發展所影響，因此我們透過分析民航業來了解航空信息系統行業的需求。

中國的民航業運輸量自 2003 年便一直穩步向上。民航運輸量一般會以運輸周轉量來衡量，該指標由運輸量和平均運距相乘而得，並同時考慮貨物周轉量和旅客周轉量。根據中國民航局，民航運輸周轉量自 2003 年便而 14% 平均複合增長率上升，在 2017 年已達到 1,083 億公里。另外，即使在 2008 年金融海嘯下，運輸周轉量亦依然錄得正增長，可見民航業總體平穩向上。

圖表：民航運輸周轉量 (2003-2017)

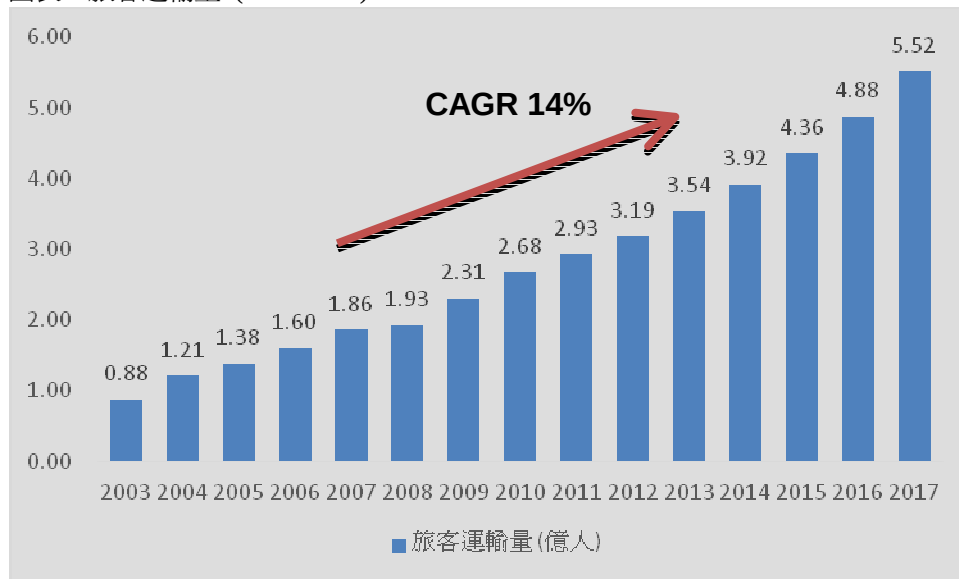


Source: Civil Aviation Administration of China, Phillip Securities (HK) Research

民航需求主要來自旅遊和貨運，因此我們將個別分析這兩方面。就旅客需求而言，中國旅客運輸量自 2003 亦穩步上升，由 2003 年的 0.88 億人次升至 2017 年的 5.52 億人次，年均複合增長率約為 14%。

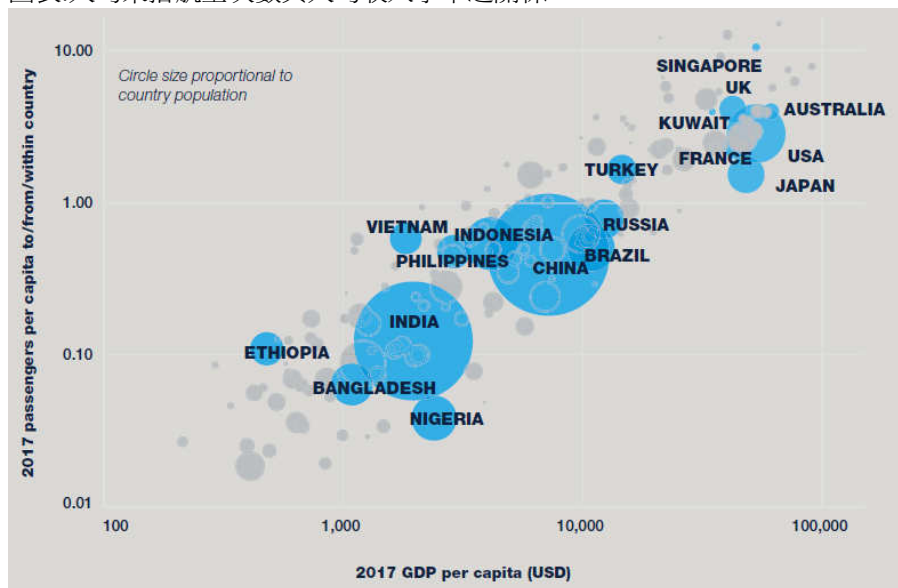
對於未來需求，根據波音研究分析，人均乘搭航空次數與人均收入水平成正向關係。換言之，當一個國家的人民愈富裕，人均乘搭航空次數亦會愈多。根據國際貨幣基金組織預測，中國人均 GDP 在 2019-2023 的 5 年平均複合增長率為 7.4%。在 2023 年人均 GDP 將達到 13,780 美元。而據空中巴士分析，中國的人均旅遊次數將會由 2017 年的 0.41 次上升至 2037 年的 1.40 次，20 年平均複合增長率為 6.3%。其中，2037 年的中國國內航班乘客數量將會是 2017 年的 3.5 倍，亦會是未來 20 年乘客數量最多的地區，20 年平均複合增長率為 6.4%。

圖表：旅客運輸量 (2003-2017)



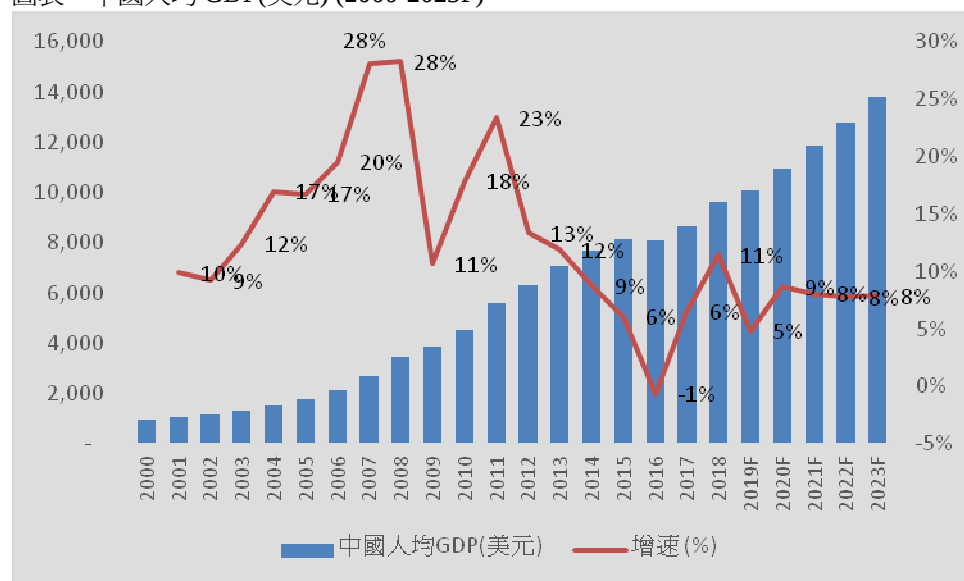
Source: Civil Aviation Administration of China, Phillip Securities (HK) Research

圖表:人均乘搭航空次數與人均收入水平之關係



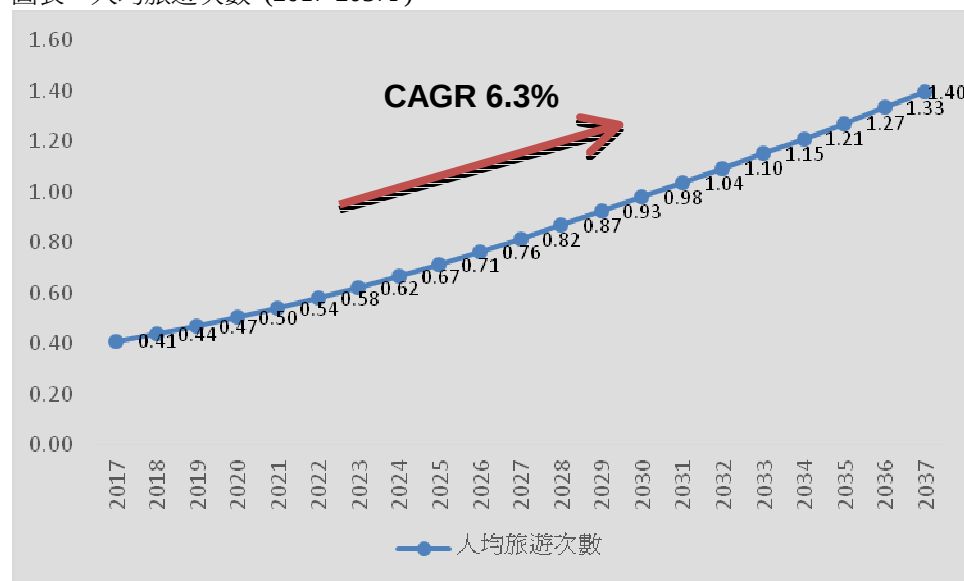
Source: IHS Markit, FlightGlobal, Boeing Analysis, Phillip Securities (HK) Ltd.

圖表：中國人均 GDP(美元) (2000-2023F)



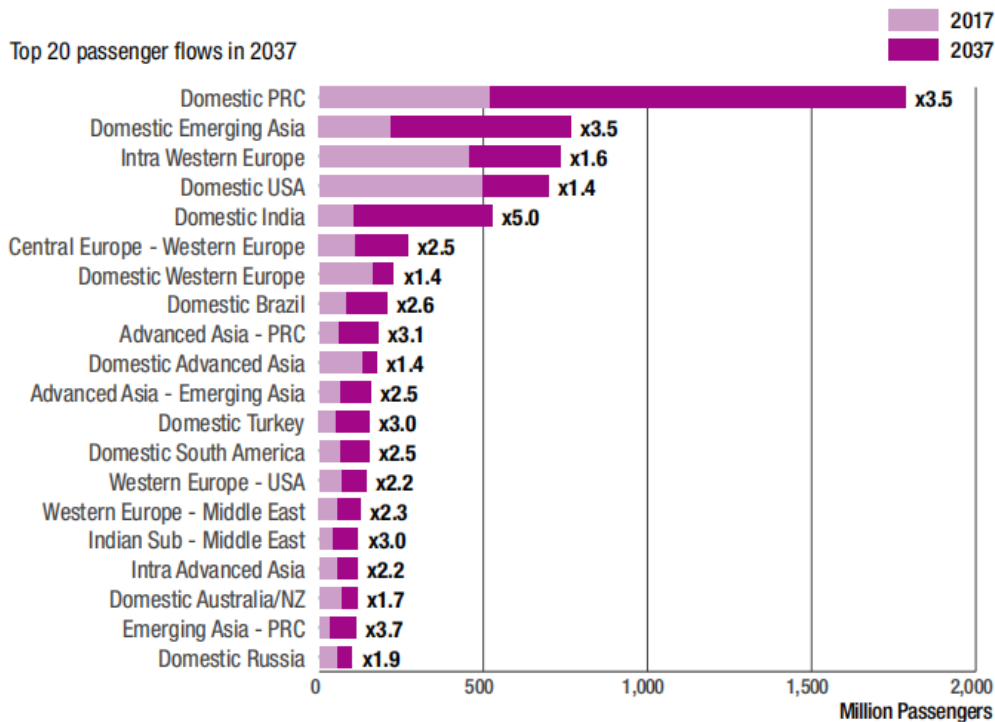
Source: International Monetary Fund, Phillip Securities (HK) Research

圖表：人均旅遊次數 (2017-2037F)



Source: Sabre, IHS, Airbus GMF 2018, Phillip Securities (HK) Research

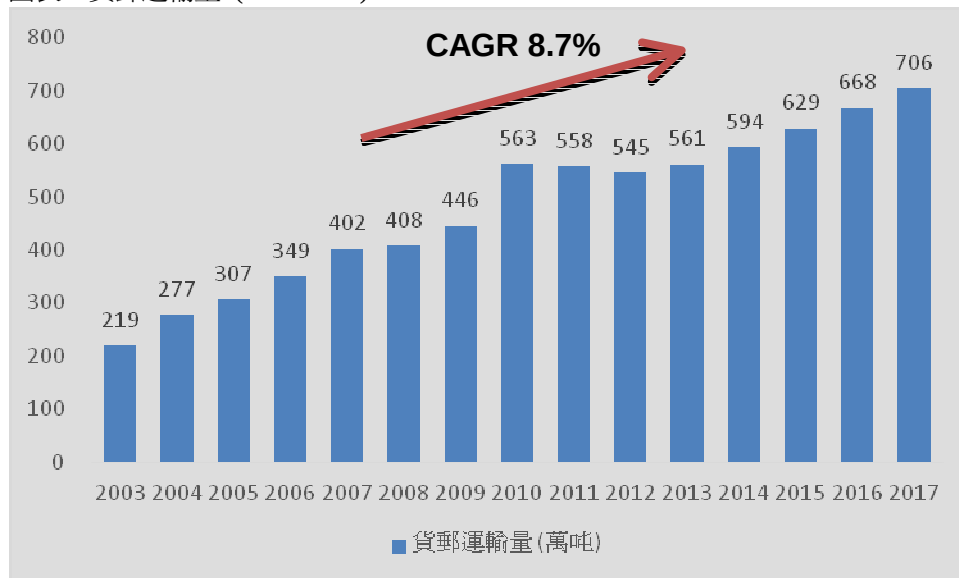
圖表：2037 年頭二十乘客數量



Source: Airbus GMF 2018, Phillip Securities (HK) Research

就貨運需求而言，貨郵運輸量亦同樣呈上升趨勢，在 2017 年達到 706 萬噸，年均複合增長率約為 8.7%，低於旅客運輸量增速。惟相比旅遊需求，貨運需求較為波動，在 2011 及 2012 曾錄得負增長。

圖表：貨郵運輸量 (2003-2017)



Source: Civil Aviation Administration of China, Phillip Securities (HK) Research

根據波音公司預測，中國 2018-2037 年的國內的航空貨運增長為 6.3%，是增速最快的地區。快速的增長主要因為中國經濟迅速及中產階級崛起。然而，近日來中美貿易摩擦對短期來的航空貨運帶來一定不明朗因素。

圖表：航空貨運增長

AIR CARGO GROWTH RATES

REGION	HISTORY 2007-2017 by percentage	FORECAST 2018-2037 by percentage
World	2.6	4.2
East Asia-North America	1.2	4.7
Europe-East Asia	4.2	4.7
Intra-East Asia	3.8	5.8
Europe-North America	0.0	2.5
Intra-North America	2.3	2.3
Domestic China	5.0	6.3
Latin America-Europe	3.0	4.0
Latin America-North America	-0.3	4.1
Africa-Europe	-1.0	3.7
South Asia-Europe	2.4	4.2
Middle East-Europe	3.3	3.2
Intra-Europe	3.1	2.3

Source: Boeing Analysis, Phillip Securities (HK) Research

另外，根據《中國民用航空發展第十三個五年規劃》中，中國政府目標在 2020 年運輸總周轉量達到 1,420 億噸公里，旅客運輸量 7.2 億人次，貨郵運輸量 850 萬噸，年均增長率分別為 10.8%、10.4 和 6.2%。

圖表：《中國民用航空發展第十三個五年規劃》節錄

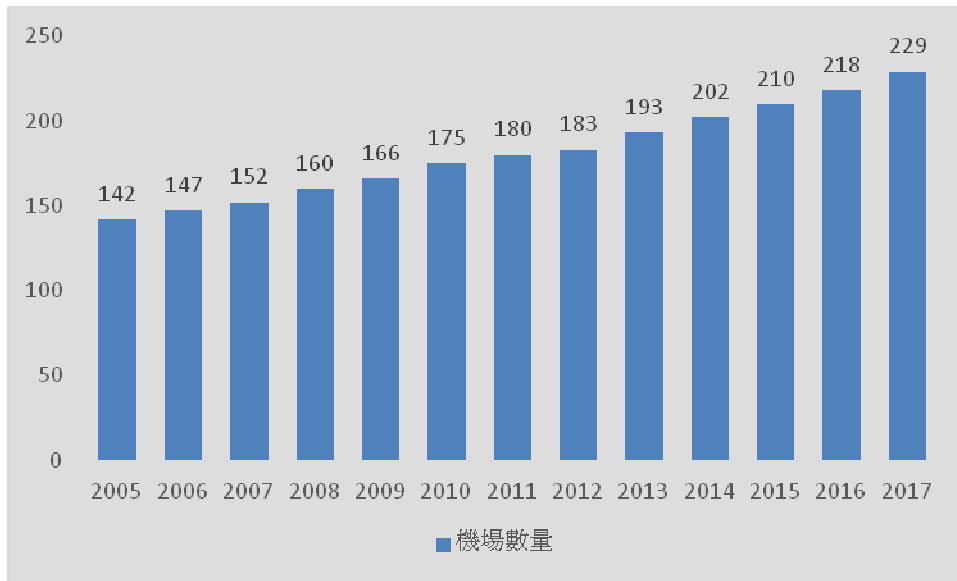
指标	2015 年	2020 年	年均增长
航空运输总周转量（亿吨公里）	852	1420	10.8%
旅客运输量（亿人）	4.4	7.2	10.4%
货邮运输量（万吨）	629	850	6.2%

Source: The State Council of PRC, Phillip Securities (HK) Research

綜合而言，隨著中國經濟提升，我們相信來自旅遊和貨運的民航需求將會持續增長，這將持續為航空信息系統帶來穩定需求。

除了民航運輸量，機場的新增數量亦為航空信息系統帶來需求，因為一個新建的機場需要安裝多個系統，例如：離港系統、航班和行李信息系統、公共廣播系統及安檢控制區系統等等。截至 2017 年，中國共有 229 個頒證運輸機場，在 12 年間增加了 87 個，平均每年新建 7.25 個。《中國民用航空發展第十三個五年規劃》中提出在 2020 年民用運輸機場達到 260 個左右。按照目標來算，2018-2020 年每年需平均興建 10.3 個機場，並高於過往 12 年之平均。

圖表：機場數量



Source: Civil Aviation Administration of China, Phillip Securities (HK) Research

總括來說，我們相信在運輸量和機場數目持續上升之下，航空信息系統將會有理想的增長空間。

行業特性

1. 開發周期長，而且支出高

由於航空信息系統較為複雜，其系統需要支援多項功能，如航班控制、機票分銷、值機、配載、結算及清算，因此開發周期長，而且支出高。一套系統由建成到運行便需要經過四個流程。首先需要進行系統定義，例如：考慮系統需要提供甚麼功能及研究可行性等等。然後，便要進行系統開發，考慮如何把所需要的功能實現。當中需要對系統進行設計，並透過編程實現出來。之後便要進行系統實施，包括設置購置、系統安裝和調試、系統轉換及人員培訓等等。最後，便是系統運行和維護，當系統開始投入運作後，需要經常進行維護和評估，觀察系統是否需要進行修改。

除了周期長之外，開發支出亦較高。信息系統建設是一項高智力勞動密集的工作，簡單勞動佔比非常小，因此相應支出亦比較高。

由於開發周期長，而且支出高，所以行業進入門檻亦較高。

2. 客戶轉移成本高

民航公司營運對航空信息系統依賴度高，所以轉移系統的風險比其他行業高。加上，員工們已經熟悉了原有系統操作，重新培訓成本高昂。如航空信息系統中的全球分銷系統(GDS)，其需要利用專用語法輸入指令。假如更換系統，員工需要重新學習新的語法，這有可能減低營運效率，所以一般民航公司的在航空信息系統的轉移成本也較高。

3. 邊際成本低，規模優勢更明顯

像 GDS 這類分銷系統，邊際成本均偏低，原因每增加一個用戶的所帶來的新增服務成本低，用戶只需要在終端安裝 GDS，然後便可使用服務。低邊際成本使規模效應更突出，因此這行業特性對現時的領先者帶來更明顯優勢，令行業較易傾向壟斷格局。

4. 具有網絡效應

網絡效應是指產品價值隨購買這種產品及其兼容產品的消費者的數量增加而增加，航空信息系統中的 GDS 正正擁有這特質。國外一家創業投資基金把網絡效應分為十三類，GDS 則屬於當中的市場型雙邊網絡效應。這類網絡效應的特徵是裏面存在兩類不同的用戶：供應側和需求側用戶，並互相為對方提供價值。雙邊網絡中每一個新增的供應側用戶可直接增加需求側用戶的價值，反之亦然，並形成一個良性循環。而 GDS 為例，當航空公司、酒店或租車公司的數目(供應側用戶)增加時，旅遊代理人(需求側用戶)可選擇的旅遊產品數量便會上升，並從而得到更大價值。這有助吸引更多旅遊代理人使用該 GDS，並反之為航空公司、酒店或租車公司帶來更大價值，最後形成一個良性循環。

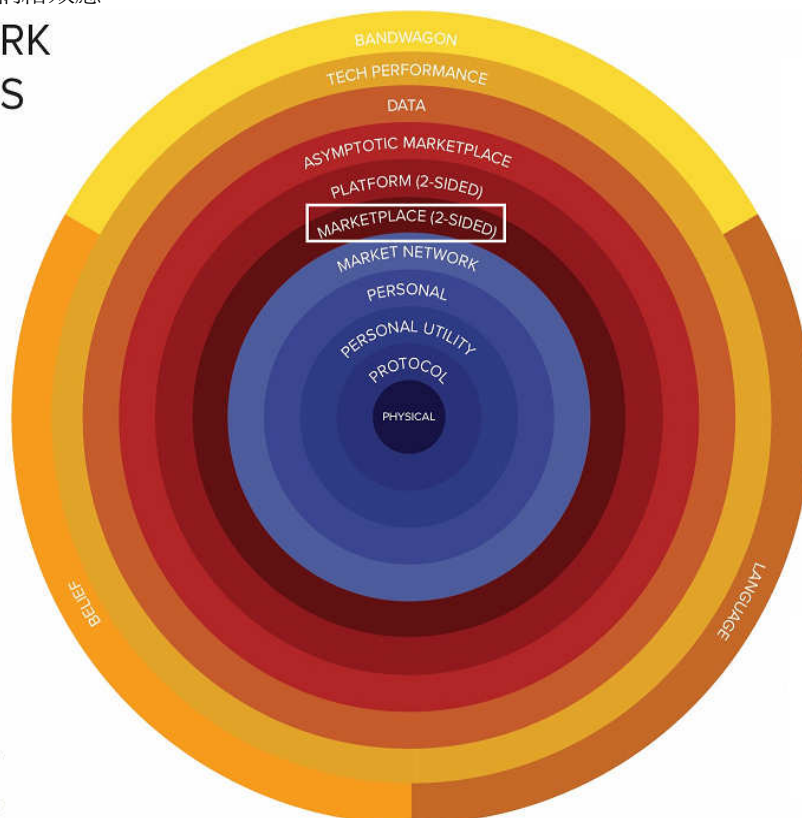
然而，這類網絡效應同樣會造成負面的同邊網絡效應。同邊網絡效應指隨着同側用戶的增加，同邊用戶的價值發生的變化。而 GDS 為例，每當 GDS 增加多一個航空公司，現存的航空公司在同一平台的競爭對手亦同樣會增加，因此航空公司的價值將會受影響。

圖表：十三類網絡效應

NETWORK EFFECTS MAP

- DIRECT
- 2-SIDED
- DATA
- TECH
- SOCIAL

NfX



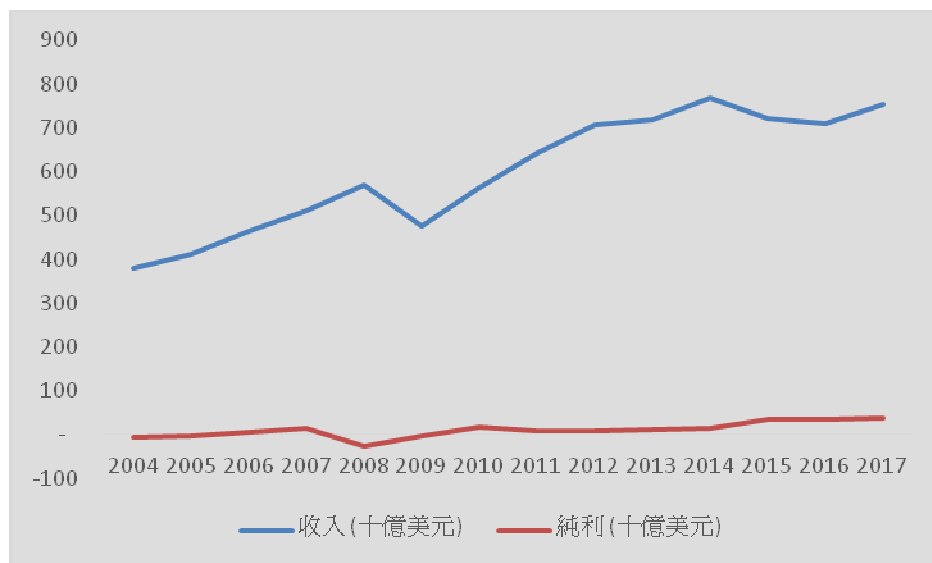
Source: NFX, Phillip Securities (HK) Research

5. 長遠受惠於航空業發展，但不會受傳統航空業因素所影響

據我們上述行業前景分析，航空業一直穩步向上。然而，航空公司的營利表現卻十分波動。根據 IATA 統計，全球航空公司純利的 2004、2005、2008 及 2009 年皆錄得虧損，即使收入有所上升。航空公司的純利受油價走勢影響，同時由於航空產品標準化高，行業之間很容易出現價格戰。另外，飛機營運及維護成本高昂。這些因素都使航空公司的純利並未能和行業規模增長同步。

可是，航空信息系統則不會受這類傳統因素影響，但同時能夠受惠於航空業發展。

圖表：全球航空公司收入及純利 (2004-2017)



Source: IATA, Phillip Securities (HK) Research

競爭格局

目前，集團為中國國內唯一航空信息服務供應商。國內除了春秋航空和九元航空之外，其他國內航空公司均使用集團的航班控制、機票分銷及值機等系統。雖然沒有明文政策表明集團為國內唯一航空信息服務供應商，然而，中國政策一直沒有容許國內航空公司使用國外的 GDS，因此這變相確立了集團在國內壟斷的地位。我們認為中國政府一直沒有開放市場的原因主要是因為中國政府高度重視航空數據的安全性，因此只容許隸屬於國務院國資委管理的集團來進行該業務，以確保數據的安全性。

但是在中國加入世貿組織後，國內 GDS 壟斷的情況一直受到咎病，國外 GDS 公司均要求中國政府開放國內市場。因此，中國民航局在 2014 年頒布《外國航空運輸企業在中國境內指定的銷售代理直接進入和使用外國電腦訂座系統許可管理暫行規定》，容許國外 GDS 有限度進入中國市場，例如：Abacus 及 Amadeus。然而，範圍僅限於國外航空公司的國際航班或者與國內航空公司的代碼共享航班，而國內航空公司及國內航線仍未開放。

雖然民航局的政策為中國國內的航空信息供應商提供保護，但同時亦為收費設定了上限。「航班控制系統服務」及「電子旅遊分銷系統服務」的指導價上限為國內航線每一旅客航段支付的累進預訂費介乎人民幣 4.5 元至人民幣 6.5 元，國際航線則介乎人民幣 6.5 元至人民幣 7 元。「機場旅客處理系統服務」指導價上限為國內航線每一旅客航段人民幣 4 元及國際及地區航線每一旅客航段人民幣 7 元以及及(b)每班航機收取人民幣 500 元的配載平衡費。

總結

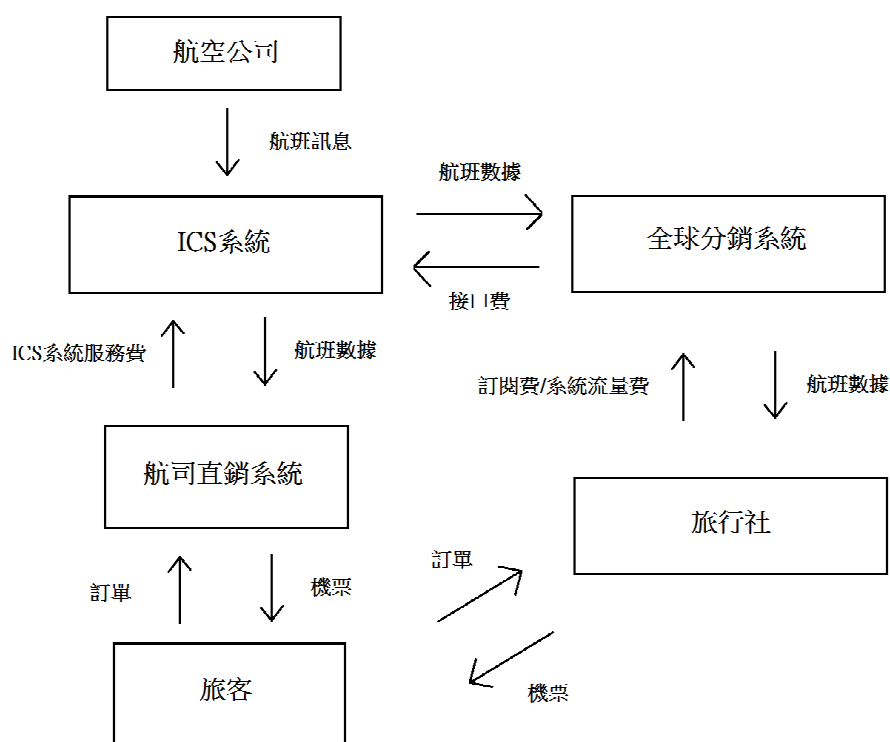
我們認為中國航空信息行業是一個值得長期投資的市場。首先，隨著中國的旅客增加及貨運量上升，中國航空信息行業將會穩步增長。雖然行業和航空業有關，但不會受傳統航空業因素所影響，所以盈利能力較傳統航空公司強。此外，行業自身特性令進入門檻高及領先者的優勢更明顯，例如低邊際成本及網絡效應等等。加上，行業受政策保護，並被集團壟斷，行業競爭激烈程度低。儘管中央政府開放部份市場給國外 GDS，但國內市場仍然緊緊被集團壟斷。雖然集團成功壟斷了市場，但由於民航局對收費加設了上限，所以為集團壟斷優勢帶來一定削弱。

競爭優勢

佔據多家國內航空 ICS 系統

除了春秋航空和九元航空之外，其他國內航空公司的 ICS 均由集團提供及控制。ICS 之所以重要，原因是不論是透過航空公司網站直銷還是透過代理商分銷，均需要經過 ICS。一般的 ICS 會分別收取系統服務費或接口費，但集團收費是按旅客訂座、分銷及離港的數量向航空公司打包收費。此外，集團的分銷系統和 ICS 的接合程度亦比和其他分銷商的系統要高，使 ICS 的優勢可向分銷系統下沉。此外，由於 ICS 的開發周期長及支出高，大多數國內航空公司都傾向使用集團的 ICS，同時外國 ICS 受政府限制進入中國，所以集團的 ICS 不但壟斷了市場，而且替代系統也不多。

圖表：航班控制系統(ICS)流程



Source: Phillip Securities (HK) Research

多家航空公司為集團之股東，並為隸屬國務院國資委之企業

集團與多家國內航空公司關係密切。中國國航、中國東航及中國南航分別持有集團股權 9.17%、11.22%及 11.94%，合共 32.33%。而其他航空公司亦合持有 6.51%股權。航空公司客戶作為集團之股東使雙方利益程度緊扣在一起，減低航空公司要打破集團壟斷的意欲，同時亦迫使集團提供更好的服務予其股東。

另外，集團為隸屬國務院國資委之企業。航空信息數據得到中國政府的高度重視，因此這塊業務在 2014 年前一直沒有向國外開放。在中國加入世貿後，要求開放的要求日逐加大後，中國民航局決定向國外 GDS 開放外航的分銷系統。然而，這並沒有影響集團的壟斷，原因連接各國內航空公司的 ICS 仍未開放。換言之，即使開放了部份市場，國外 GDS 亦需要連接到集團 ICS 進行機位預定。從這次市場開放看出，中國政府仍未放心把航空信息行業全面開放。而作為中央企業，集團是最受中國政府信任的航空信息供應商，只要中國政府保持其對航空信息的保護，集團壟斷的情況很可能繼續維持。

圖表：集團股權架構

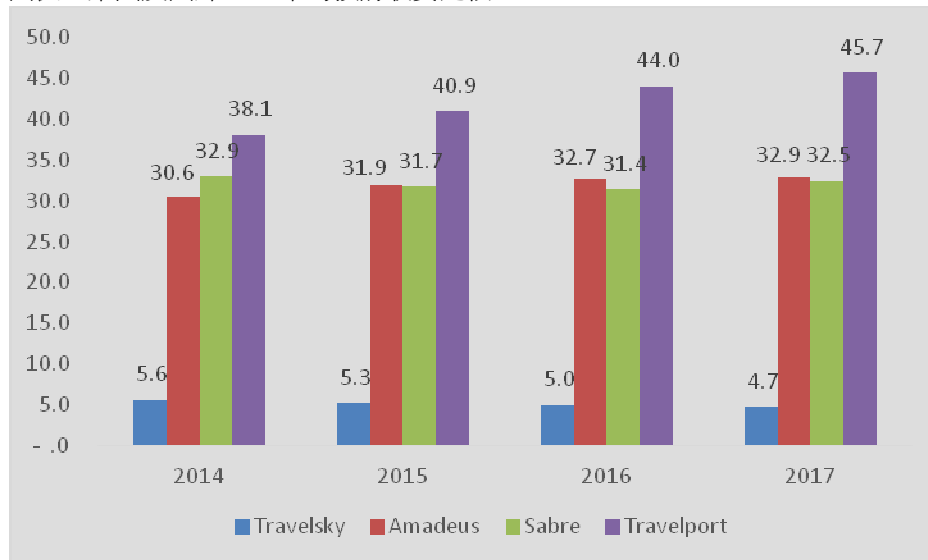


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

價格較國外 GDS 低

集團的平均預訂收費較其他國外 GDS 低。在 2017 年，集團的收費約\$4.7 元人民幣，而國外 GDS 巨頭 Amadeus、Sabre 及 Travelport 收費分別為\$32.9、\$32.5 及\$45.7 元人民幣。假如市場進一步開放，即使集團的服務水平和國外仍然存在差距，但低收費能使集團和國外 GDS 競爭。

圖表：集團及國外 GDS 平均預訂收費比較

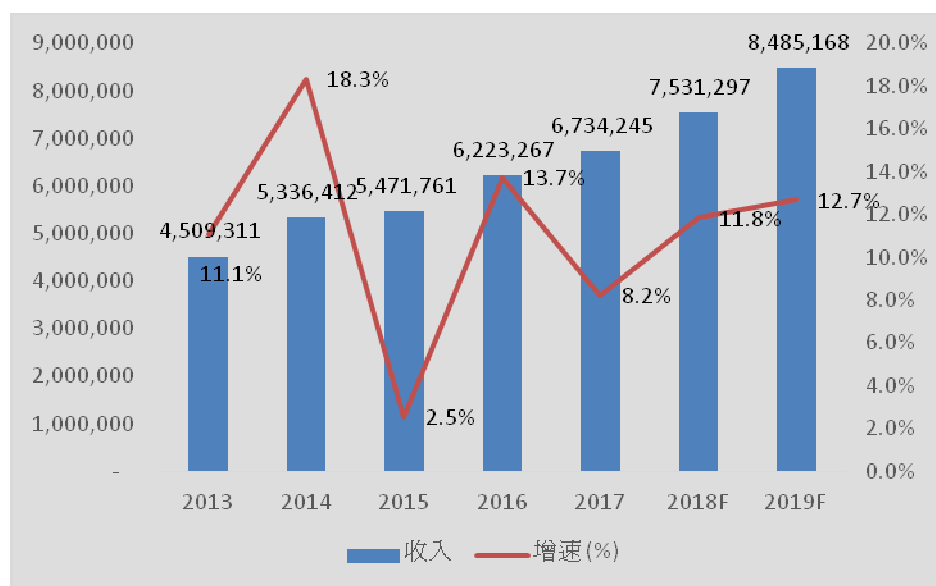


Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

盈利預測

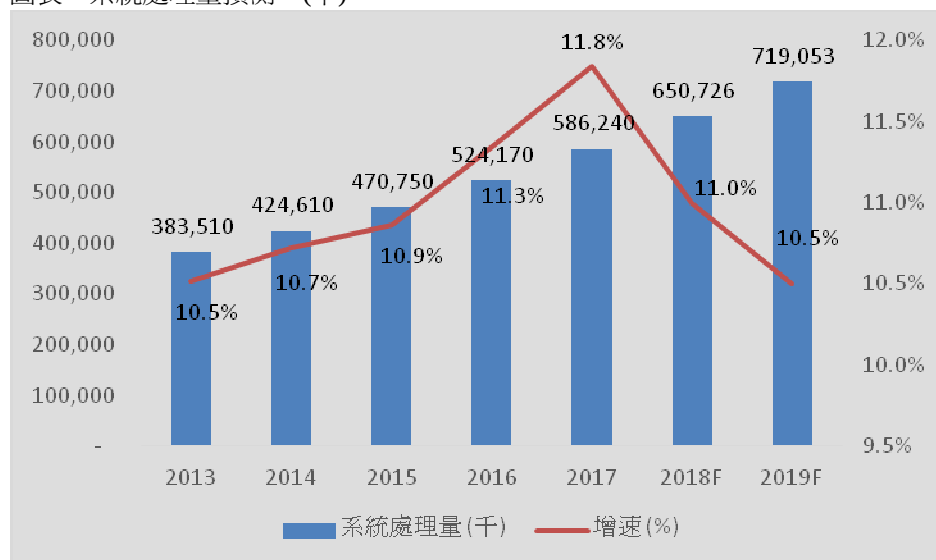
我們預計集團收入在 2018/19年將錄得11.8%/12.7%增長，並預計系統處理量將會在 2018/19年將會以11%/10.5%增長，主要受惠為往中國旅遊人數穩步上升。另外，我們預測在 2018/19年的平均預定收費為\$4.52/\$4.34 人民幣，下降速度分別為 4.5%/4.0%。集團的平均預定收費是數據愈多，平均收費愈低，因此呈下降趨勢，但我們認為未來下降速度將會減慢，因為系統處理量的增速放緩。此外，我們預測集團純利在 2018/19將錄得6.9%/13.2%增長。

圖表：收入預測 (千)



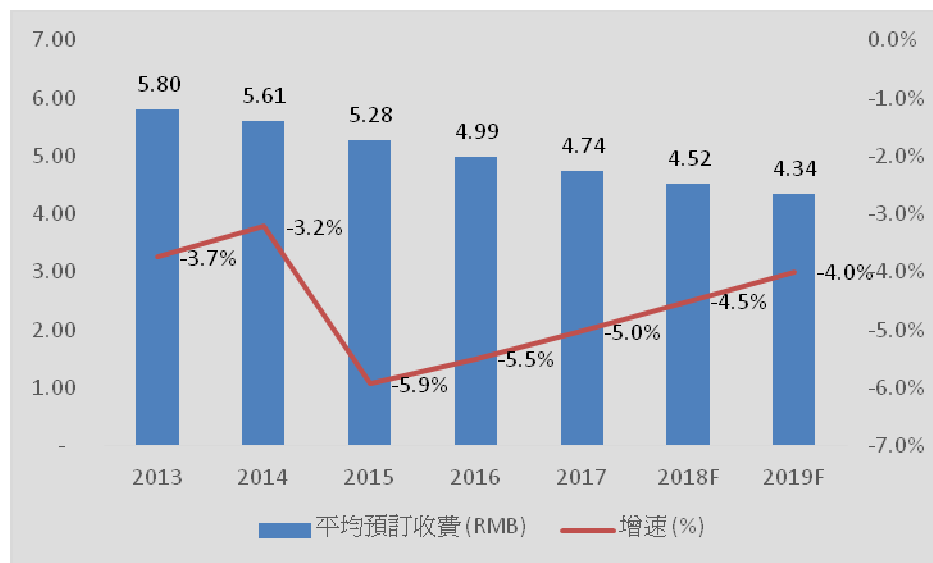
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：系統處理量預測 (千)



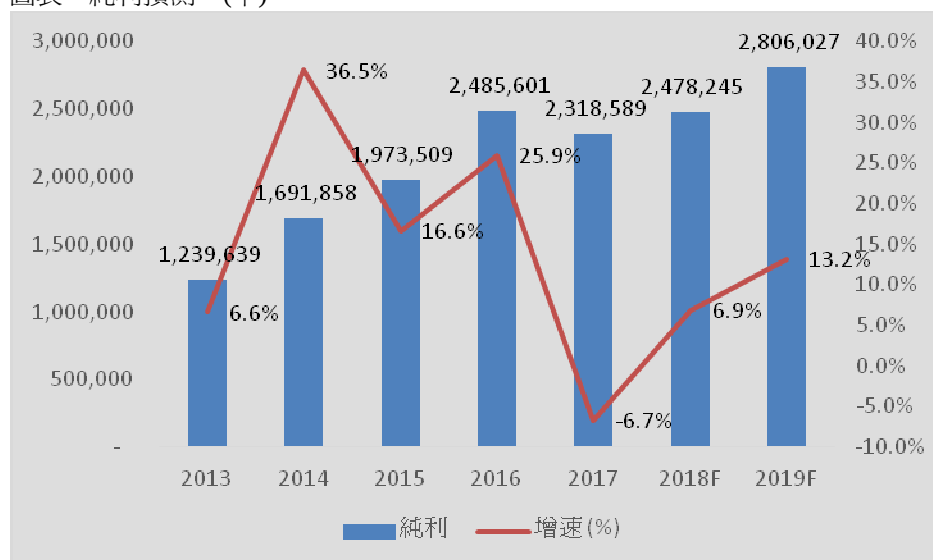
Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：平均預定收費預測



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：純利預測 (千)



Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

估值

我們採用現金折現法進行估值。其中，我們假設折現率為 9.76%，長期增長率為 2.5%(與通脹率相符)，並預測自由現金流至 2027 年。我們得出目標價\$27.18 港元，對應 2018/19 年市盈率分別為 27.6 倍及 24.4 倍，並給予“增持”評級，潛在回報約 17.7%。(HKD/CNY=0.8611)

圖表：現金折現法

(RMB million)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBITDA	3,372	3,842	4,416	5,112	5,932	6,796	7,673	8,511	9,166	9,489
Adjust for	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CAPEX, net	(3,095)	(1,120)	(1,100)	(1,220)	(1,330)	(1,945)	(1,247)	(2,019)	(1,950)	(1,763)
Change in working capital	(326)	(21)	(25)	(29)	(34)	(36)	(38)	(38)	(34)	(26)
Tax	(276)	(383)	(446)	(525)	(619)	(735)	(838)	(958)	(1,036)	(1,076)
Free Cash Flow	(325)	2,318	2,845	3,338	3,948	4,080	5,550	5,496	6,145	6,625

Assumptions

Terminal growth	2.5%
Risk-free rate	3.28%
Equity Risk Premium	5.89%
Beta	1.10
WACC	9.76%

Enterprise Value	60,641
+ Net cash (debt)	3,558
- Minority (Market value)	(1,873)
+/- Other items	6,181
Equity value	68,507

Number of shares	2,926
HKD/CNY	0.8611
Equity value per share (HK\$)	27.18

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

圖表：敏感性分析

		Terminal growth rate						
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	8.26%	29.82	31.13	32.65	34.43	36.56	39.13	42.3
	8.76%	27.81	28.9	30.16	31.62	33.33	35.37	37.84
	9.26%	26.05	26.97	28.03	29.23	30.63	32.28	34.23
WACC	9.76%	24.5	25.29	26.17	27.18	28.34	29.69	31.26
	10.26%	23.13	23.8	24.56	25.41	26.38	27.49	28.78
	10.76%	21.91	22.49	23.13	23.86	24.67	25.6	26.67
	11.26%	20.81	21.31	21.87	22.49	23.18	23.97	24.86

Source: Company report, Phillip Securities (HK) Research

風險提示

1. 經濟下行
2. 航空信息市場開放
3. 航空公司自行開發系統

財務報告

FYE DEC	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18F	FY19F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj	35.30	30.47	24.09	25.94	24.14	21.32
P/B (X)	5.65	4.92	4.23	3.78	3.43	3.11
Dividend Yield (%)	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.565	0.654	0.827	0.768	0.826	0.935
EPS, (Diluted)	0.565	0.654	0.827	0.768	0.826	0.935
DPS (HKD)	0.167	0.205	0.259	0.305	0.344	0.390
BVPS	3.53	4.05	4.71	5.27	5.81	6.42
Growth & Margins (%)						
Growth						
Revenue	18.3%	2.5%	13.7%	8.2%	11.8%	12.7%
EBIT	1.7%	39.2%	24.6%	13.6%	7.3%	13.1%
Net Profit	36.5%	16.6%	25.9%	-6.7%	6.9%	13.2%
Margins						
EBIT margin	23.5%	31.9%	35.0%	36.7%	35.3%	35.4%
Net Profit Margin	31.7%	36.1%	39.9%	34.4%	32.9%	33.1%
Key Ratios						
ROA	14.2%	14.3%	15.1%	12.0%	11.5%	11.8%
ROE	17.0%	17.3%	18.9%	15.4%	14.9%	15.3%
Income statement (RMB mn)						
Revenue	5,336	5,472	6,223	6,734	7,531	8,485
EBIT	1,255	1,748	2,177	2,473	2,655	3,004
Operating profit	1,774	2,180	2,706	2,509	2,690	3,043
EBT	1,905	2,870	2,632	2,816	3,189	3,721
Net Profit	1,692	1,974	2,486	2,319	2,478	2,806
Minority Interest	39	59	64	70	62	70
Net profit for owners	1,653	1,914	2,421	2,249	2,416	2,736

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates

匯率為 HKD/CNY1 年遠期合約 3 月 6 日成交價 (0.8611)

(財務資料截至 2019 年 3 月 6 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2019 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE**Phillip Securities Pte Ltd**

Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG**Phillip Securities (HK) Ltd**

Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA**PT Phillip Securities Indonesia**

ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**

15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM**King & Shaxson Capital Limited**

6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA**PhillipCapital Australia**

Level 10, 330 Collins Street,
Melbourne, VIC 3000, Australia
Tel (613) 86339803
Fax (613) 86339899
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA**Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN**PhillipCapital Japan K.K.**

Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**

No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE**King & Shaxson Capital Limited**

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES**Phillip Futures Inc**

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005