

# 中銀航空租賃 (2588 HK)

## 逆風而上

**概要。**上半年租賃租金收入同比增長 10.5%至 8.32 億美元。淨利潤同比增長 8.1%至 3.21 億美元。儘管波音及空客延遲交付，我們認為通過售後回租及其他交易，公司有望完成全年 30 至 35 億美元的資本開支目標。我們將 2019 年預測租賃租金收入下調 0.7%至 17.18 億美元。同時，考慮到財務費用增長，我們將 2019 年預測淨利潤下調 2.3%至 6.88 億美元。公司當前股價相當於 1.3 倍 2019 年預測市賬率，高於過去 5 年歷史平均的 1.2 倍。我們的目標價相當於 1.4 倍 2019 年預測市賬率，維持持有評級。

- **上半年業績符合預期。**上半年，租賃租金收入同比增長 10.5%至 8.32 億美元，相當於我們全年預測的 48%。由於債務增加疊加債務成本由 3.1%上升至 3.6%，財務費用同比增長 31.1%至 2.13 億美元。淨租賃收益率維持在 8.4%，與全年預測一致。淨利潤同比增長 8.1%至 3.21 億美元，相當於我們全年預測的 46%，並較市場一致預期略低 3%。公司宣布中期每股派息 0.1388 美元，派息率維持在 30%。
- **波音及空客延遲交付。**上半年公司交付 25 架飛機，自有機隊數量從年處的 303 架提升至 314 架。18 架飛機延遲交付，其中 12 架空客飛機因產能限制延遲交付，6 架波音飛機因安全問題延遲交付。公司將 2019 年交付指引由 79 架下調至 74 架，並提醒投資者實際交付數量或低於 74 架，且最多達 30 架飛機可能延遲至 2019 年以後交付。
- **替換延遲交付所占資本開支。**公司致力於替換延遲交付所占資本開支，例如，自 2019 年 6 月 30 日以來，公司已宣布 3 架售後回租交易。上半年，公司實際資本開支為 15 億美元，而下半年指引為 26 億美元。管理層預期全年資本開支將介於 30 至 35 億美元。
- **下半年展望正面。**在行業逆風時期，管理層展現出專業性。我們認為通過售後回租及其他交易，公司有望完成全年 30 至 35 億美元的資本開支目標。我們將 2019/20 年預測租賃租金收入調整-0.7%/0.4%至 17.18/19.87 億美元。同時，考慮到財務費用增長，我們將 2019/20 年預測淨利潤調整-2.3%/0.7%至 6.88/7.73 億美元。公司當前股價相當於 1.3 倍 2019 年預測市賬率，高於過去 5 年歷史平均的 1.2 倍。我們的目標價相當於 1.4 倍 2019 年預測市賬率，維持持有評級。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入(百萬美元)     | 1,401 | 1,726 | 1,919 | 2,103 | 2,334 |
| 淨利潤(百萬美元)      | 587   | 620   | 688   | 773   | 825   |
| 每股盈利(美元)       | 0.85  | 0.89  | 0.99  | 1.11  | 1.19  |
| 每股盈利變動(%)      | 32.1  | 5.8   | 10.9  | 12.4  | 6.7   |
| 市賬率(倍)         | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.2   |
| 市盈率(倍)         | 10.0  | 9.4   | 8.5   | 7.6   | 7.1   |
| 股息率(%)         | 3.5   | 3.7   | 4.1   | 4.6   | 4.9   |
| 權益收益率(%)       | 16.3  | 15.5  | 15.9  | 16.8  | 16.8  |
| 杠杆率(%)         | 2.9   | 3.0   | 3.1   | 3.0   | 3.0   |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 持有 (維持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目標價     | HK\$72.0  |
| (此前目標價) | HK\$56.8) |
| 潛在升幅    | +9.4%     |
| 當前股價    | HK\$65.75 |

### 中國租賃行業

#### 徐涵博

(852) 3761 8725  
xuhanbo@cmbi.com.hk

#### 丁文捷, PhD

(852) 3900 0856  
dingwenjie@cmbi.com.hk

#### 公司數據

|                |             |
|----------------|-------------|
| 市值(百萬港元)       | 45,631      |
| 3 月平均流通量(百萬港元) | 43.0        |
| 52 周內股價高/低(港元) | 70.40/48.90 |
| 總股本(百萬)        | 694         |

資料來源：彭博

#### 股東結構

|      |       |
|------|-------|
| 中銀集團 | 70.0% |
| 公眾持股 | 27.3% |

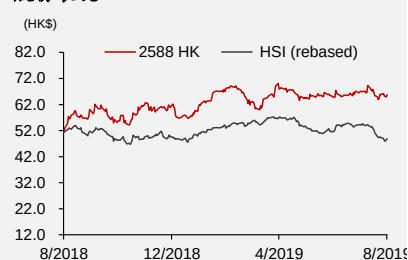
資料來源：港交所

#### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -2.5% | 9.2%  |
| 3-月 | 0.2%  | 11.1% |
| 6-月 | -4.9% | 4.1%  |

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

#### 審計師：安永

#### 近期報告

- “2018 年業績符合預期；謹防下行壓力”- 2019 年 3 月 15 日
- “2018 上半年業績符合預期；全年展望正面”- 2018 年 8 月 17 日
- “值得投資的領先租賃公司”- 2018 年 7 月 30 日

## 財務分析

### 利潤表

| 年結 12 月 31 日 (百萬美元) | 2017A        | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|---------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>營業收入總額</b>       | <b>1,401</b> | <b>1,726</b>   | <b>1,919</b>   | <b>2,103</b>   | <b>2,334</b>   |
| 租賃租金收入              | 1,284        | 1,543          | 1,718          | 1,987          | 2,218          |
| 利息及手續費收入            | 30           | 81             | 114            | 35             | 35             |
| 出售飛機收益淨額            | 78           | 91             | 49             | 70             | 70             |
| 其他收入                | 10           | 11             | 38             | 11             | 11             |
| <b>營業成本總額</b>       | <b>(850)</b> | <b>(1,040)</b> | <b>(1,155)</b> | <b>(1,244)</b> | <b>(1,418)</b> |
| 機器及設備折舊             | (460)        | (543)          | (570)          | (649)          | (763)          |
| 財務費用                | (260)        | (353)          | (422)          | (430)          | (478)          |
| 人事費用                | (72)         | (92)           | (102)          | (112)          | (124)          |
| 其他費用                | (57)         | (53)           | (61)           | (53)           | (53)           |
| <b>稅前利潤</b>         | <b>551</b>   | <b>685</b>     | <b>764</b>     | <b>859</b>     | <b>917</b>     |
| 所得稅                 | 36           | (65)           | (76)           | (86)           | (92)           |
| <b>淨利潤</b>          | <b>587</b>   | <b>620</b>     | <b>688</b>     | <b>773</b>     | <b>825</b>     |

### 現金流量表

| 年結 12 月 31 日 (百萬美元) | 2017A          | 2018A          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>稅前利潤</b>         | <b>551</b>     | <b>685</b>     | <b>764</b>     | <b>859</b>     | <b>917</b>     |
| 折舊和攤銷               | 460            | 543            | 570            | 649            | 763            |
| 財務費用                | 260            | 353            | 422            | 430            | 478            |
| 其他調整項               | 0              | 142            | (25)           | (132)          | (138)          |
| <b>經營活動現金流量</b>     | <b>1,271</b>   | <b>1,723</b>   | <b>1,731</b>   | <b>1,806</b>   | <b>2,019</b>   |
| 資本開支                | (4,446)        | (4,170)        | (3,250)        | (3,900)        | (2,800)        |
| 其他投資活動              | 1,251          | 1,449          | 700            | 1,000          | 1,000          |
| <b>投資活動現金流量</b>     | <b>(3,194)</b> | <b>(2,722)</b> | <b>(2,550)</b> | <b>(2,900)</b> | <b>(1,800)</b> |
| 銀行借款變動              | 1,824          | 1,159          | 2,571          | 36             | 505            |
| 支付股息                | (155)          | (222)          | (227)          | (253)          | (278)          |
| 其他融資活動              | 101            | 43             | -              | -              | -              |
| <b>融資活動現金流量</b>     | <b>1,771</b>   | <b>980</b>     | <b>2,345</b>   | <b>(217)</b>   | <b>227</b>     |
| <b>現金及現金等價物變動</b>   | <b>(152)</b>   | <b>(19)</b>    | <b>1,526</b>   | <b>(1,311)</b> | <b>447</b>     |
| 年初現金及現金等價物          | 394            | 242            | 144            | 1,669          | 359            |
| <b>年末現金及現金等價物</b>   | <b>242</b>     | <b>223</b>     | <b>1,669</b>   | <b>359</b>     | <b>805</b>     |

### 資產負債表

| 年結 12 月 31 日 (百萬美元) | 2017A         | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>        | <b>15,468</b> | <b>17,999</b> | <b>19,923</b> | <b>22,100</b> | <b>23,062</b> |
| 機器及設備               | 15,434        | 17,973        | 19,897        | 22,074        | 23,036        |
| 其他非流動資產             | 34            | 26            | 26            | 26            | 26            |
| <b>流動資產</b>         | <b>572</b>    | <b>257</b>    | <b>1,836</b>  | <b>525</b>    | <b>972</b>    |
| 現金及現金等價物            | 143           | 90            | 1,669         | 359           | 805           |
| 其他流動資產              | 429           | 167           | 167           | 167           | 167           |
| <b>總資產</b>          | <b>16,040</b> | <b>18,256</b> | <b>21,759</b> | <b>22,625</b> | <b>24,034</b> |
| <b>流動負債</b>         | <b>1,724</b>  | <b>1,709</b>  | <b>1,991</b>  | <b>2,055</b>  | <b>1,895</b>  |
| 借款                  | 1,419         | 1,438         | 1,707         | 1,707         | 1,707         |
| 其他流動負債              | 305           | 270           | 284           | 348           | 188           |
| <b>非流動負債</b>        | <b>10,497</b> | <b>12,349</b> | <b>15,322</b> | <b>15,817</b> | <b>17,054</b> |
| 借款                  | 9,263         | 10,840        | 13,565        | 14,032        | 15,014        |
| 其他非流動負債             | 1,234         | 1,508         | 1,757         | 1,786         | 2,039         |
| <b>總負債</b>          | <b>12,221</b> | <b>14,057</b> | <b>17,313</b> | <b>17,873</b> | <b>18,949</b> |
| 股本                  | 1,158         | 1,158         | 1,158         | 1,158         | 1,158         |
| 儲備                  | 2,661         | 3,041         | 3,288         | 3,594         | 3,927         |
| <b>股東權益</b>         | <b>3,819</b>  | <b>4,199</b>  | <b>4,446</b>  | <b>4,752</b>  | <b>5,085</b>  |

### 主要比率

| 年結 12 月 31 日      | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>營運數據 (%)</b>   |       |       |       |       |       |
| 租賃租金收入增速          | 22.4  | 20.2  | 11.4  | 15.6  | 11.6  |
| 營業收入總額增速          | 17.4  | 23.2  | 11.2  | 9.6   | 11.0  |
| 淨利潤增速             | 40.3  | 5.8   | 10.9  | 12.4  | 6.7   |
| 淨租賃收益率            | 8.4   | 8.3   | 8.1   | 8.4   | 8.5   |
| 平均債務成本            | 2.8   | 3.3   | 3.2   | 3.1   | 3.2   |
| <b>資產負債比率 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| 負債/權益比率           | 281.2 | 292.4 | 305.1 | 295.3 | 295.3 |
| 淨負債/權益比率          | 277.5 | 290.3 | 267.6 | 287.7 | 279.4 |
| <b>回報率 (%)</b>    |       |       |       |       |       |
| 資本回報率             | 16.3  | 15.5  | 15.9  | 16.8  | 16.8  |
| 資產回報率             | 4.0   | 3.6   | 3.4   | 3.5   | 3.5   |
| <b>每股數據 (美元)</b>  |       |       |       |       |       |
| 每股盈利              | 0.85  | 0.89  | 0.99  | 1.11  | 1.19  |
| 每股股息              | 0.30  | 0.31  | 0.35  | 0.39  | 0.42  |
| 每股賬面價值            | 5.50  | 6.05  | 6.41  | 6.85  | 7.33  |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 買入  | ：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%        |
| 持有  | ：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | ：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%        |
| 未評級 | ：招銀國際并未給予投資評級               |

### 招銀國際證券行業投資評級

|      |                         |
|------|-------------------------|
| 優於大市 | ：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標  |
| 同步大市 | ：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若 |
| 落後大市 | ：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標  |

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。