

# 中銀航空租賃 (2588 HK)

## 2020 財年業績符合預期；售後回租點亮收益前景

公司 2020 財年業績符合預期，淨利潤 5.1 億美元，同比下降 27%，主要是由於飛機和租金減值以及投資損失。展望 2021 財年，我們認為公司強勁的資本支出、充裕的流動性以及積極參與售後回租市場，將使其在疫情後的復蘇中具有更好的盈利能力。我們將 2021-22 財年的盈利預測輕微上調 2-3%，並將目標價維持在 90.0 港元。維持買入評級。

- 2020 財年業績符合預期。** 公司 2020 財年淨利潤為 5.1 億美元（同比下降 27%），與盈利預警一致。租賃租金收入為 18 億美元（同比增長 5%），也與我們的預期相符；不過，由於新訂飛機預付款收入增加，使得利息和費用收入高於預期。在成本方面，減值損失和出售挪威航空股票的損失一如預期。飛機資產的減值損失主要來自寬體機（2020 年下半年減值 9,700 萬美元），而金融資產則在 2020 年下半年回撥 300 萬美元。淨租賃收益率為 7.9%，符合預期。公司在 2020 財年依然保持了 35% 的派息率。
- 業績會要點：1) 資本支出計畫依然穩健，流動性充裕。** 管理層指引 2021 財年資本支出約為 45 億美元（我們之前的估計為 46 億美元），與 2020 財年相似。同時，公司持有 51 億美元現金和未提取承諾信貸額度，而 2021 年財年內到期的債務額度則為 18 億美元。2) **售後回租的租賃收益率更高，且可以支撐長期收益。** 公司在 2020 財年簽署了 77 架售後回租交易，總承諾金額為 60 億美元，其中約 50% 的飛機將在 2021 財年交付，這些售後回租都附有長期租約並 100% 按時支付租金。管理層表示，在當前行業低迷時期，售後回租的租賃收益率比直接經營租賃高 20%-30%。我們預計 2021 財年淨租賃收益率將同比增長 0.2 個百分點至 8.1%。3) **AerCap (AER US, 未評級) 收購 GECAS**，將構成擁有 2,000 多架飛機的全球最大飛機租賃公司，中銀航空租賃公司管理層認為，公司在低融資成本和年輕的機隊年齡方面處於更好的地位。此外，以目前規模，公司可以選擇與信譽較好的航空公司合作，而合併後的 AER 和 GECAS 則需面對整個市場。
- 估值。** 在 2020 財年業績發佈後，我們將 2021-22 財年收入預測輕微上調 2-3%。我們將目標價維持在 90.0 港元，基於 1.45 倍 2021 財年預測市淨率和 12.5 倍 2021 財年預測市盈率。維持買入評級。**主要風險：** 1) 疫苗推出或邊境重開速度慢於預期；2) 主要客戶財務狀況惡化。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬美元)	1,976	2,054	2,320	2,579	2,793
淨收入(百萬美元)	702	510	732	860	957
每股盈利(美元)	1.01	0.73	1.05	1.24	1.38
每股盈利變動(%)	13	(27)	44	18	11
市場預測每股盈利(美元)	不適用	不適用	1.07	1.22	不適用
市盈率(倍)	9.4	12.9	9.0	7.7	6.9
市帳率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	3.7	2.7	3.9	4.6	5.1
權益收益率(%)	16.0	10.9	14.7	15.8	16.1
淨負債比率(%)	2.8	3.4	3.4	3.2	3.1

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$90.0
(此前目標價)	HK\$90.0)
潛在升幅	+22.3%
當前股價	HK\$73.6

### 中國租賃行業

#### 隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬港元)	51,079
3 月平均流通量(百萬港元)	63.05
52 周內股價高/低(港元)	80.8/33.55
總股本(百萬)	694

資料來源：彭博

#### 股東結構

中國銀行	70.0%
資本集團	6.0%
富達基金	5.0%

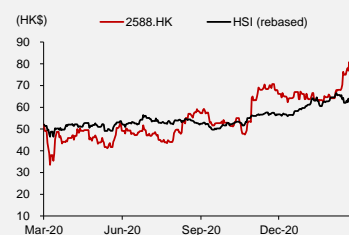
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.7%	17.8%
3-月	11.2%	0.3%
6-月	28.5%	7.1%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

## 財務分析

### 利潤表

年結：12月31日 (百萬美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>營業收入總額</b>	<b>1,976</b>	<b>2,054</b>	<b>2,320</b>	<b>2,579</b>	<b>2,793</b>
租賃租金收入	1,704	1,784	2,091	2,351	2,561
利息及手續費收入	99	177	174	166	155
出售飛機收益淨額	134	44	55	61	78
其他收入	38	48	0	0	0
<b>營業成本總額</b>	<b>(1,201)</b>	<b>(1,491)</b>	<b>(1,512)</b>	<b>(1,629)</b>	<b>(1,736)</b>
機器及設備折舊	(610)	(676)	(731)	(852)	(944)
財務費用	(428)	(455)	(510)	(562)	(601)
人事費用	(80)	(68)	(93)	(103)	(112)
其他費用	(25)	(152)	(102)	(38)	(15)
	(59)	(140)	(76)	(74)	(64)
<b>稅前利潤</b>	<b>775</b>	<b>563</b>	<b>808</b>	<b>950</b>	<b>1,057</b>
所得稅					
少數股東權益	(73)	(53)	(76)	(90)	(100)
<b>淨利潤</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>營業收入總額</b>	<b>702</b>	<b>510</b>	<b>732</b>	<b>860</b>	<b>957</b>

### 現金流量表

年結：12月31日 (百萬美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>稅前利潤</b>	<b>775</b>	<b>563</b>	<b>808</b>	<b>950</b>	<b>1,057</b>
折舊和攤銷	610	676	731	852	944
財務費用	428	455	510	562	601
其他調整項	(167)	132	(196)	(292)	(313)
<b>經營活動現金流量</b>	<b>1,645</b>	<b>1,826</b>	<b>1,853</b>	<b>2,073</b>	<b>2,289</b>
資本開支	(3,197)	(3,937)	(4,524)	(3,240)	(3,312)
其他投資活動	1,266	(317)	682	468	771
<b>投資活動現金流量</b>	<b>(1,932)</b>	<b>(4,255)</b>	<b>(3,842)</b>	<b>(2,772)</b>	<b>(2,541)</b>
銀行借款變動	1,038	3,297	2,751	1,592	1,260
其他融資活動	(723)	(713)	(657)	(801)	(879)
<b>融資活動現金流量</b>	<b>315</b>	<b>2,584</b>	<b>2,095</b>	<b>792</b>	<b>380</b>
<b>現金及現金等價物變動</b>	<b>29</b>	<b>156</b>	<b>107</b>	<b>92</b>	<b>128</b>
年初現金及現金等價物	223	252	408	514	606
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>252</b>	<b>408</b>	<b>514</b>	<b>606</b>	<b>735</b>

### 資產負債表

年結：12月31日 (百萬美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>現金及現金等價物</b>	<b>252</b>	<b>408</b>	<b>514</b>	<b>606</b>	<b>735</b>
機器及設備	19,003	22,161	24,233	25,730	27,324
其他資產	510	1,000	849	790	737
<b>總資產</b>	<b>19,764</b>	<b>23,568</b>	<b>25,596</b>	<b>27,126</b>	<b>28,795</b>
貸款與借款	13,306	16,698	18,200	18,992	20,132
保證金	285	277	341	395	440
維修準備金	593	698	780	844	908
其他負債	1,000	1,118	1,068	1,222	1,119
<b>總負債</b>	<b>15,184</b>	<b>18,792</b>	<b>20,389</b>	<b>21,453</b>	<b>22,600</b>
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
儲備	3,423	3,619	4,049	4,515	5,038
<b>股東權益</b>	<b>4,581</b>	<b>4,777</b>	<b>5,206</b>	<b>5,673</b>	<b>6,195</b>
少數股東權益	-	-	-	-	-
<b>總權益</b>	<b>4,581</b>	<b>4,777</b>	<b>5,206</b>	<b>5,673</b>	<b>6,195</b>

### 主要比率

年結：12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>營運資料 (%)</b>					
租賃租金收入增速	10.5	4.7	17.2	12.4	8.9
營業收入總額增速	14.5	3.9	13.0	11.2	8.3
淨利潤增速	13.2	-27.4	43.5	17.6	11.3
淨租賃收益率	8.0	7.5	7.8	7.9	8.1
飛機帳面淨值增速	12.0	12.5	15.0	8.2	7.5
淨財務杠杆 (x)	2.8	3.4	3.4	3.2	3.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	16.0	10.9	14.7	15.8	16.1
資產回報率	3.7	2.4	3.0	3.3	3.4
<b>每股資料 (美元)</b>					
每股盈利	1.01	0.73	1.05	1.24	1.38
每股股息	0.35	0.26	0.37	0.43	0.48
每股帳面價值	6.60	6.88	7.50	8.17	8.93

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 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("招銀國際證券")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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。