

中銀航空租賃 (2588 HK)

2018上半年業績符合預期；全年展望正面

- ❖ **2018上半年業績符合預期。**租賃租金收入同比增長24%，達到7.53億美元，與我們預測的全年增長20%一致。總收入和淨利潤分別增長23%和24%，達到8.25億美元和2.97億美元，與我們預測的全年淨利潤增長22%一致（不包括一次性稅收調整）。
- ❖ **淨租賃收益率穩定保持在8.5%。**由于美元Libor上漲，2018上半年平均債務成本較2017年末上升0.3個百分點至3.1%。租金率亦隨債務成本上升0.3個百分點至10.8%。因此，淨租賃收益率穩定保持在8.5%，。3個月美元Libor自年初至今上漲。我們因此將2018年預測平均利率上調0.1個百分點至2.9%，租金率上調0.2個百分點至10.8%，淨租賃收益率上調0.1個百分點至8.5%。我們預測2018年淨利潤將增加5%（扣除一次性稅收調整後為24%）至6.15億美元，較我們之前的預測上調2%。
- ❖ **自有和代管飛機數量增加至324架。**上半年，公司交付了27架飛機，售出19架，使得自有和代管飛機數量達到324架。雖然上半年交付速度符合全年交付58架的指引，但管理層對於發動機短缺導致的空客飛機延遲交付情況表示擔憂。早前，空客首席執行官在一份聲明中表示，全年交付能夠達成，但公司管理層判斷下半年交付可能集中在第四季度。我們認為，這種情況將給公司的流動性帶來壓力。不過公司上半年末的現金和未提取信貸額度總計39億美元，或可為上述情況提供緩衝。
- ❖ **重申美中貿易戰的影響有限。**管理層重申美中貿易戰對公司影響有限，因為1) 公司沒有任何波音飛機計劃交付給中國客戶（特別是沒有私人飛機和波音737-800NG計劃交付中國客戶，這些飛機可能需要繳納關稅）；2) 與美國同業相比，公司位于新加坡，處于中立地位。
- ❖ **公司估值。**國際航空運輸協會報告上半年客運量增長7%，預計全年增長7%，高于5%的長期趨勢。我們對公司未來前景持樂觀態度。我們的目標價基于公司2018年末預測P/B的1.2倍。公司當前股價相當于1.1倍2018年預測市賬率。目標價略微上調至56.8港元，潛在升幅15.1%，維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
總收入(百萬美元)	1,193	1,401	1,672	1,839	1,951
淨利潤(百萬美元)	418	587	615	659	676
每股收益(美元)	0.64	0.85	0.89	0.95	0.97
每股收益變動(%)	10.0	32.1	4.8	7.2	2.6
市帳率(x)	1.35	1.20	1.08	0.99	0.91
市盈率(x)	10.3	7.8	7.4	6.9	6.8
股息率(%)	2.7	4.5	4.7	5.0	5.2
權益收益率(%)	14.4	16.3	15.3	14.9	14.0
杠杆率(x)	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6

來源：公司，招銀國際研究

買入（維持）

目標價	HK\$56.8
(此前目標價)	HK\$56.7)
潛在升幅	+15.1%
當前股價	HK\$51.5

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬港元)	35,707
3月平均流通量(百萬港元)	73.2
52周內股價高/低(港元)	52.3/ 39.8
總股本(百萬)	694

資料來源：彭博

股東結構

中銀集團	70%
公眾持股	27.3%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.6%	7.2%
3-月	1.0%	14.4%
6-月	13.7%	27.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.bocaviation.com

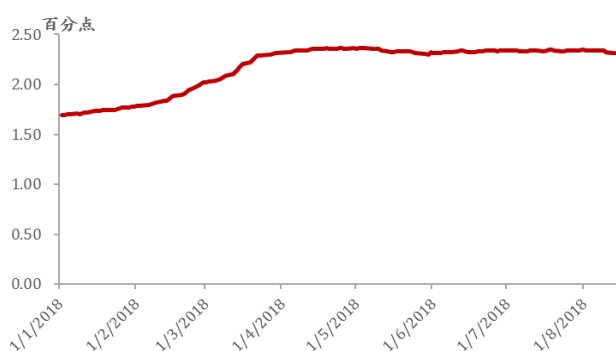
圖 1：2018 上半年業績回顧

百万美元	1H18	1H17	Yoy
租賃租金收入	753	607	24%
利息及手續費收入	29	14	108%
出售飛機收益淨額	37	48	-23%
收入總額	825	670	23%
機器及設備折舊	(267)	(218)	23%
財務費用	(162)	(120)	35%
人事費用	(41)	(32)	28%
成本及費用總額	(495)	(402)	23%
稅前利潤	329	269	23%
所得稅費用沖回/(計提)	(32)	(28)	13%
本公司所有人應占本年淨利潤	297	240	24%
基本每股利潤(美元)	0.43	0.35	23%
中期每股股息(美元)	0.13	0.10	24%

百万美元	1H18	YE17	Change
機隊賬面淨值	14,302	13,667	5%
年化淨租賃收益率	8.5%	8.4%	+0.1ppt
年化租金率	10.8%	10.5%	+0.3ppt
債務總額	11,698	10,939	7%
年化租平均債務成本	3.1%	2.8%	+0.3ppt

來源：公司，招銀國際研究

圖 2：3 個月美元 Libor 自年初至今上升 0.62 個百分點



來源：彭博，招銀國際研究

圖 3：預估市賬率



來源：彭博，招銀國際研究

圖 4：同業估值比較

股份代号	股份名称	收盘价	P/B		ROE		P/E	
			17A	18E	17A	18E	17A	18E
AER US EQUITY	AERCAP HOLDINGS	56.19	0.13	0.88	12.51	11.45	1.08	8.48
AL US EQUITY	AIR LEASE C	44.69	0.14	1.08	18.27	12.11	0.78	9.74
1606 HK Equity	國銀租賃	1.51	0.68	0.67	8.72	10.05	7.69	7.27
AYR US EQUITY	AIRCASTLE LTD	20.54	0.11	0.81	7.68	9.43	1.40	8.58
FLY US EQUITY	FLY LEASING-ADR	13.53	0.09	0.61	0.48	12.08	19.29	6.04
1848 HK Equity	中國飛機租賃	7.68	1.52	1.38	21.44	23.48	7.06	6.22
2588 HK Equity	中銀航空租賃	51.45	1.20	1.09	15.32	14.88	7.77	7.61
Average			0.55	0.93	12.06	13.35	6.44	7.71

來源：彭博，招銀國際研究

利潤表

年結：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
租赁租金收入	1,048	1,284	1,556	1,723	1,834
利息及手续费收入	48	30	48	48	48
出售飞机收益净额	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入总额	1,193	1,401	1,672	1,839	1,951
机器及设备折旧	(378)	(460)	(511)	(581)	(641)
财务费用	(216)	(260)	(326)	(365)	(392)
人事费用	(75)	(72)	(86)	(95)	(101)
其他费用	(51)	(57)	(57)	(57)	(57)
成本及费用总额	(719)	(850)	(981)	(1,099)	(1,191)
所得税费用冲回/（计提）	(56)	36	(76)	(81)	(84)
本公司所有人应占本年净利润	418	587	615	659	676

來源：公司，招銀國際研究

資產負債表

年結：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
机器及设备	12,605	15,434	17,862	19,478	19,979
其他非流动资产	20	34	34	34	34
非流动资产小计	12,625	15,468	17,896	19,512	20,012
现金及银行结余	206	143	379	437	790
其他流动资产	11	28	484	614	429
流动资产小计	820	572	808	866	1,219
资产总额	13,445	16,040	18,704	20,377	21,231
贷款及借贷	902	1,419	1,405	1,768	1,768
其他流动负债	288	305	305	305	305
流动负债小计	1,190	1,724	1,710	2,073	2,073
贷款及借贷	7,542	9,263	11,535	12,441	12,885
其他非流动负债	1,331	1,234	1,234	1,234	1,234
非流动负债小计	8,873	10,497	12,769	13,675	14,119
负债总额	10,062	12,221	14,479	15,747	16,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备及未分配利润	2,224	2,661	3,067	3,472	3,882
权益总额	3,382	3,819	4,225	4,630	5,040

來源：公司，招銀國際研究

現金流量表

年結：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	474	551	691	740	760
机器及设备折旧	378	460	511	581	641
财务费用	216	260	326	365	392
调整项	(46)	(29)	(103)	(109)	(111)
营运资金变动	84	29	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	1,106	1,271	1,426	1,578	1,682
资本开支	(2,895)	(4,433)	(4,000)	(3,256)	(2,200)
自由现金流量	(1,789)	(3,162)	(2,574)	(1,677)	(518)
出售机器及设备所收到的现金	1,695	1,239	1,086	1,086	1,086
筹资活动产生的现金流量净额	117	1,771	1,689	649	(214)
现金及现金等价物（减少）/增加净额	22	(152)	201	58	354
现金及现金等价物年初余额	371	394	242	442	500
现金及现金等价物年末余额	394	242	442	500	854

来源：公司，招銀國際研究

主要比率

年結：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入构成					
租赁租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.7%	94.0%
利息及手续费收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.4%
出售飞机收益净额	7.6%	5.6%	3.5%	3.2%	3.0%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%

增长率

租赁租金收入	7.5%	22.4%	21.2%	10.7%	6.5%
收入总额	9.4%	17.4%	19.4%	10.0%	6.1%
本公司所有人应占本年净利润	21.8%	40.3%	4.8%	7.2%	2.6%

资产负债比率

杠杆率（倍）	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6
--------	-----	-----	-----	-----	-----

回报率

资本回报率	14.4%	16.3%	15.3%	14.9%	14.0%
资产回报率	3.2%	4.0%	3.5%	3.4%	3.2%

每股数据

每股利润（美元）	0.64	0.85	0.89	0.95	0.97
每股股息（美元）	0.18	0.30	0.31	0.33	0.34
每股账面值（美元）	4.87	5.50	6.09	6.67	7.26

来源：公司，招銀國際研究

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，并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，并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责任。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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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士。