

中银航空租赁 (2588 HK)

全球第五大飞机经营租赁公司



- ❖ **中银航空租赁是世界五大飞机租赁公司之一。**2017 年末，公司飞机账面价值为 136.67 亿美元（包括持有待售飞机），在行业中排名第 5。机队规模达 318 架（包括自有和代管，不包括已订购飞机），账面价值加权平均机龄为 3.0 年，为同行中最年轻机队。机队增长带来收入增长。2017 年，公司租赁租金收入同比增长 22.4%，达 12.84 亿美元。净利润同比增长 40.3%，达 5.87 亿美元。
- ❖ **债务成本低，票据发行便利。**受益于较高的信用评级（惠誉及标准普尔均给予公司 A-评级），公司 2017 年平均债务成本为 2.8%（2016 年为 2.5%，主要由于利率上涨），为可比同业中最低水平（同业平均为 3.9%）。公司债务 54% 为票据、36% 为贷款、10% 为出口信贷。公司得以通过 100 亿美元全球中期票据计划快速、大规模发行多币种票据。2017 年，公司通过该计划发行了 20 亿美元票据。
- ❖ **过去五年净租金收益率保持稳定。**自 2013 年以来，公司净租赁收益率稳定在 8.2% 左右。2017 年，净租赁收益率同比增长 0.2 个百分点至 8.4%。为保护净租赁收益率和经营利润率不受利率风险影响，公司积极匹配债务结构与租赁结构（固定利率/浮动利率），通过发行固定利率债券和利率掉期等金融工具来对冲风险。
- ❖ **经验丰富的管理团队。**公司高管团队平均拥有 28 年航空、租赁和银行业从业经验。其首席执行官罗伯特·马丁已在中银航空租赁工作 20 年。经验丰富的管理团队帮助公司洞悉经济周期、进行投资和剥离决策。在低流动性时期，即 2008/09/11 年，公司分别投资 26/48/28 架飞机以扩充机队；而在流动性充裕时期（2013 年至 2017 年），公司剥离了 188 架老旧飞机，使机队年轻而富有竞争力。
- ❖ **公司估值。**过去五年，公司权益收益率稳定保持在 15% 左右。2017 年，权益收益率提升至 16.3%。根据彭博市场一致预期，公司 2018 年预测权益收益率为 14.39%，高于可比同业平均（为 13.01%）。公司当前股价相当于 1.05 倍 2018 年预测市账率，与同业平均的 0.99 倍接近。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A | FY17A |
|----------------|--------|--------|--------|
| 总收入(百万美元) | 1,091 | 1,193 | 1,401 |
| 净利润(百万美元) | 343 | 418 | 587 |
| 每股收益(美元) | 0.58 | 0.64 | 0.85 |
| 每股收益变动(%) | 11.5% | 10.3% | 32.8% |
| 市帐率(x) | 1.53 | 1.29 | 1.15 |
| 市盈率(x) | 10.88 | 9.86 | 7.42 |
| 股息率(%) | - | 2.85 | 4.69 |
| 权益收益率(%) | 15.14 | 14.36 | 16.29 |
| 杠杆率(%) | 352.98 | 249.67 | 279.73 |

来源：公司，招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$49.5

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

| | |
|---------------|----------|
| 市值(百万港元) | 34,354 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 84.55 |
| 52周内股价高/低(港元) | 49.95/39 |
| 总股本(百万) | 694.01 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------------|-----|
| 中银集团投资有限公司 | 70% |
| 公众持股 | 30% |

资料来源：HKEX

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 0.1% | 0.3% |
| 3-月 | 11.7% | 13.6% |
| 6-月 | 18.8% | 10.7% |

资料来源：彭博

股价表现

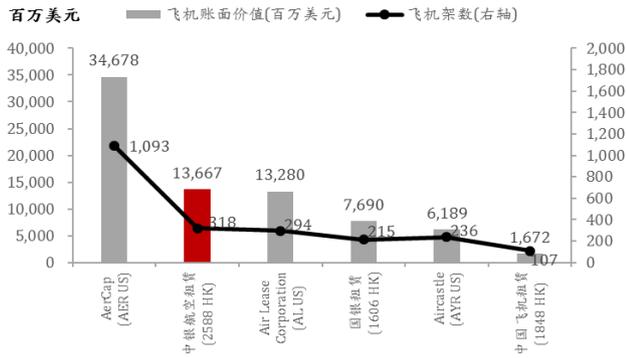


资料来源：彭博

审计师：安永

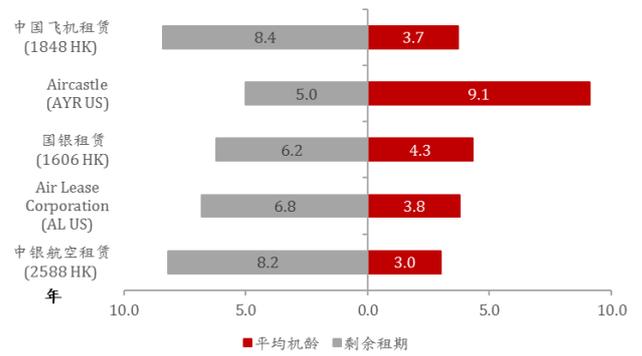
公司网站：www.bocaviation.com

图 1: 飞机账面价值及架数比较



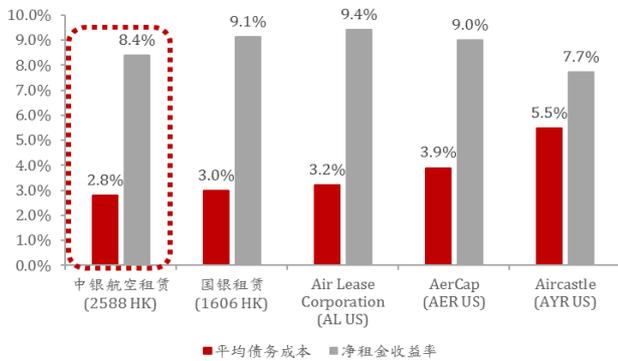
来源：公司，招银国际研究

图 2: 机队平均机龄及剩余租期比较



来源：公司，招银国际研究

图 3: 平均债务成本及净租金收益率比较



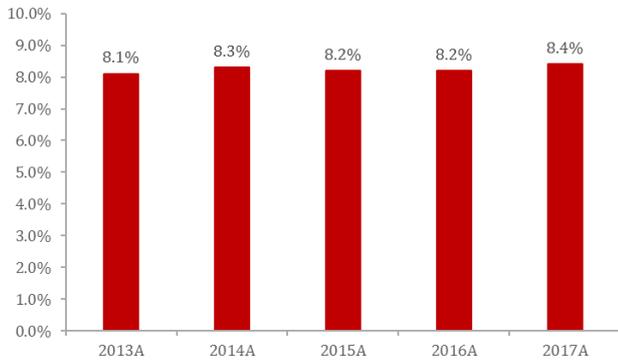
来源：公司，招银国际研究

图 4: 信用评级比较

| | 惠誉 | 标普 | 穆迪 |
|-------------------------------|------|------|------|
| 中银航空租赁 (2588 HK) | A- | A- | NR |
| 国银租赁 (1606 HK) | A+ | A | A1 |
| Air Lease Corporation (AL US) | BBB | BBB | NR |
| AerCap (AER US) | BBB- | BBB- | Baa3 |
| Aircastle (AYR US) | BBB- | BBB- | Ba1 |

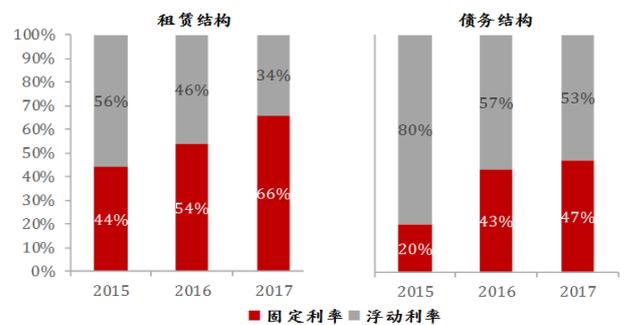
来源：公司，招银国际研究

图 5: 公司过去五年净租金收益率保持稳定



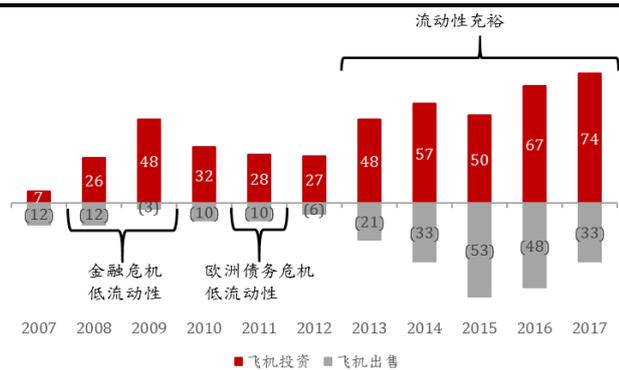
来源：公司，招银国际研究

图 6: 公司匹配债务结构与租赁结构



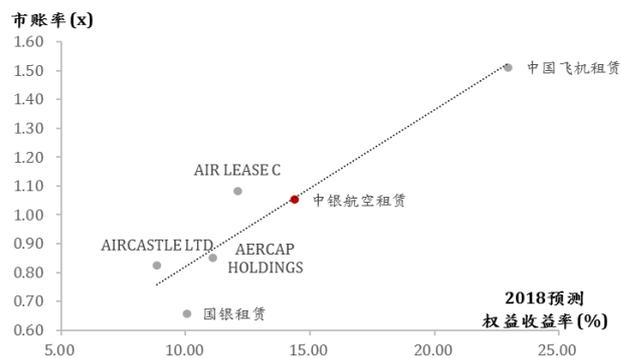
来源：公司，招银国际研究

图 7: 公司洞悉经济周期、进行投资和剥离决策



来源：公司，招银国际研究

图 8: 公司估值



来源：彭博，招银国际研究

利润表

| 年结：12月31日（百万元美元） | 2015A | 2016A | 2017A |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 租赁租金收入 | 975 | 1,048 | 1,284 |
| 利息及手续费收入 | 40 | 48 | 30 |
| 其他收入 | 75 | 97 | 88 |
| 收入总额 | 1,091 | 1,193 | 1,401 |
| 机器及设备折旧 | (382) | (378) | (460) |
| 财务费用 | (169) | (216) | (260) |
| 人事费用 | (59) | (75) | (72) |
| 其他费用 | (80) | (51) | (57) |
| 成本及费用总额 | (689) | (719) | (850) |
| 所得税费用冲回/(计提) | (58) | (56) | 36 |
| 本公司所有人应占本年净利润 | 343 | 418 | 587 |

来源：公司，招银国际研究

资产负债表

| 年结：12月31日（百万元美元） | 2015A | 2016A | 2017A |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 机器及设备 | 11,717 | 12,605 | 15,434 |
| 其他非流动资产 | 3 | 20 | 34 |
| 非流动资产小计 | 11,720 | 12,625 | 15,468 |
| 定期存款 | 237 | 353 | 162 |
| 现金及银行结余 | 269 | 206 | 143 |
| 持作待售资产 | 222 | 251 | 239 |
| 其他流动资产 | 25 | 11 | 28 |
| 流动资产小计 | 754 | 820 | 572 |
| 资产总额 | 12,474 | 13,445 | 16,040 |
| 贸易及其他应付款项 | 106 | 119 | 137 |
| 递延收入 | 62 | 90 | 67 |
| 贷款及借贷 | 963 | 902 | 1,419 |
| 其他流动负债 | 84 | 79 | 101 |
| 流动负债小计 | 1,215 | 1,190 | 1,724 |
| 贷款及借贷 | 7,649 | 7,542 | 9,263 |
| 其他非流动负债 | 1,170 | 1,331 | 1,234 |
| 非流动负债小计 | 8,819 | 8,873 | 10,497 |
| 负债总额 | 10,034 | 10,062 | 12,221 |
| 股本 | 608 | 1,158 | 1,158 |
| 储备及未分配利润 | 1,832 | 2,224 | 2,661 |
| 权益总额 | 2,440 | 3,382 | 3,819 |

来源：公司，招银国际研究

现金流量表

| 年结：12月31日（百万元美元） | 2015A | 2016A | 2017A |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 401 | 474 | 551 |
| 调整项： | | | |
| 机器及设备折旧 | 382 | 378 | 460 |
| 财务费用 | 169 | 216 | 260 |
| 营运资金变动 | 161 | 84 | 29 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1,112 | 1,106 | 1,271 |
| 购买机器及设备所支出的现金 | (3,410) | (2,895) | (4,433) |
| 投资活动所用现金流量净额 | (1,318) | (1,200) | (3,194) |
| 股份发行所收到的现金 | 0 | 563 | 0 |
| 贷款及借贷所收到的现金 | 1,999 | 1,950 | 2,626 |
| 偿还贷款及借贷支出的现金 | (1,578) | (1,851) | (1,318) |
| 循环贷款授信借款增加/（减少）净额 | 115 | (220) | 795 |
| 已付财务费用 | (171) | (218) | (258) |
| 已付股息 | 0 | (42) | (155) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 344 | 117 | 1,771 |
| 现金及现金等价物（减少）/增加净额 | 139 | 22 | (152) |
| 现金及现金等价物年初余额 | 232 | 371 | 394 |
| 现金及现金等价物年末余额 | 371 | 394 | 242 |

来源：公司，招银国际研究

主要比率

| 年结：12月31日（百万元美元） | 2015A | 2016A | 2017A |
|------------------|--------|-------|--------|
| 收入构成 | | | |
| 租赁租金收入 | 89.4% | 87.9% | 91.6% |
| 利息及手续费收入 | 3.7% | 4.0% | 2.1% |
| 其他收入 | 6.9% | 8.1% | 6.2% |
| 增长率 | | | |
| 租赁租金收入 | 4.1% | 7.5% | 22.4% |
| 利息及手续费收入 | 243.3% | 19.7% | -37.9% |
| 收入总额 | 10.3% | 9.4% | 17.4% |
| 本公司所有人应占本年净利润 | 11.3% | 21.8% | 40.3% |
| 资产负债比率 | | | |
| 杠杆率（倍） | 3.5 | 2.5 | 2.8 |
| 回报率 | | | |
| 资本回报率 | 15.1% | 14.4% | 16.3% |
| 资产回报率 | 2.9% | 3.2% | 4.0% |
| 每股数据 | | | |
| 每股利润（美元） | 0.58 | 0.64 | 0.85 |
| 每股股息（美元） | - | 0.18 | 0.30 |
| 每股账面值（美元） | 4.14 | 4.87 | 5.50 |

来源：公司，招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。