

中銀航空租賃 (2588 HK)

2018年業績符合預期；謹防下行壓力

❖ **2018年業績符合預期。**收入同比增長23.2%至17.26億美元，高於我們/彭博預期3.2%/0.9%；淨利潤同比增長5.8%至6.2億美元，高於我們/彭博預期0.9%/4.4%。ROE達到15.5%，高於歷史平均（為15%）。董事會建議派發末期股息每股0.1845美元，維持35%的派息率。2018年，公司交付了55架飛機，自有機隊達到303架。淨租金收益率穩定在8.3%。

❖ **2019年：預期表現強勁。**公司計劃在2019年交付79架飛機，包括可能由航空公司客戶在交付時收購的飛機。這為2019年租賃租金收入增長以及利息收入增長奠定了基礎。2019年資本開支指引為40億美元。因此，我們將2019/20年預測總收入上調3%/7%。淨利潤上調7%/14%。

❖ **近期風險：波音737 Max 8的潛在安全問題。**2018年10月，一架Lion Air波音737 MAX 8飛機墜毀，造成189人死亡。2019年3月，一架埃塞俄比亞航空公司的波音737 MAX 8飛機墜毀，造成157人死亡。鑒於這兩架飛機均是新飛機，且均在起飛時發生空難，中國民用航空局要求國內航空公司暫停波音737 MAX 8的商業運營。此外，美國、新加坡和印度尼西亞以及一些航空公司也暫時停飛這款飛機。埃塞俄比亞將發送飛行數據和錄音機（黑匣子）進行分析，相關部門將就事故原因提供指引。公司目前擁有5架自有和90架已訂購的波音737 MAX系列飛機（1架計劃於5月交付；共計26架計劃於2019年交付）。公司已訂購的飛機總數為183架。如果波音737 Max 8的安全問題得到證實，將導致該機型的延遲交付，並對公司2019年的業績表現產生負面影響。

❖ **下調至持有評級，目標價上調至62.8港元。**公司當前股價相當於1.17/1.06倍2019/20年預測市帳率，高於同業平均的0.85/0.76倍，且接近歷史平均市帳率一個標準差之上。我們認為，目前的估值基本已反映了相關積極因素，投資者應謹防波音事件導致的近期下行壓力。我們對公司未來前景持樂觀態度。我們的目標價基於公司2019年末預測市帳率的1.2倍。目標價上調至62.8港元，潛在升幅1.5%。下調至持有評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
總收入(百萬美元)	1,401	1,726	1,893	2,095	2,320
淨利潤(百萬美元)	587	620	704	768	830
每股收益(美元)	0.85	0.89	1.01	1.11	1.20
每股收益變動(%)	32.1	5.8	13.5	9.0	8.1
市帳率(x)	1.44	1.31	1.18	1.07	0.97
市盈率(x)	9.4	8.9	7.8	7.2	6.6
股息率(%)	3.7	3.9	4.5	4.9	5.3
權益收益率(%)	16.3	15.5	15.9	15.7	15.3
杠杆率(x)	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5

資料來源：公司，招銀國際預測

持有（下調）

目標價	HK\$62.8
(此前目標價)	HK\$56.8
潛在升幅	+1.5%
當前股價	HK\$61.9

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 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬港元)	42,925
3月平均流通量(百萬港元)	70.43
52周內股價高/低(港元)	70.3/43.1
總股本(百萬)	694.0

資料來源：彭博

股東結構

中銀集團	70%
公眾持股	27.3%

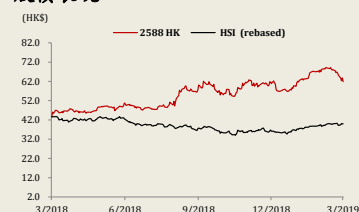
資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.0%	-7.0%
3-月	3.6%	-4.6%
6-月	10.9%	4.0%

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：預測變動

	最新預測		此前預測		變動	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
飞机交付指引	79	54	53	26		
总收入	1,893	2,095	1,839	1,951	3%	7%
净利润	704	768	659	676	7%	14%

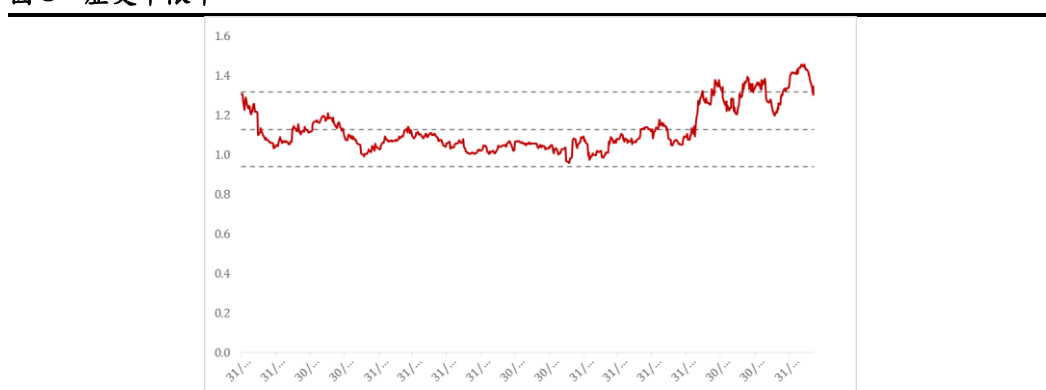
來源：公司，招銀國際預測

圖 2：同業估值比較

Stock Code	Stock Name	Price	P/B			ROE			P/E			Dividend yield		
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E
AER US EQUITY	AERCAP HOLDINGS	43.08	0.69	0.61	0.54	12.08	10.65	10.26	6.35	6.35	5.98	0.00	0.00	0.00
AL US EQUITY	AIR LEASE C	35.25	0.78	0.76	0.66	12.97	12.68	12.85	7.67	6.09	5.12	1.22	1.32	1.45
1606 HK Equity	CHINA DEVELOPM-H	1.80	0.80	0.76	0.73	6.91	8.04	8.94	11.00	9.63	8.56	4.22	4.68	5.13
AYR US EQUITY	AIRCASLE LTD	20.33	0.78	0.72	0.66	13.17	8.21	9.71	6.15	8.90	7.62	5.61	5.93	6.20
FLY US EQUITY	FLY LEASING-ADR	13.41	0.60	0.53	0.47	12.13	11.19	10.99	5.10	4.25	4.31	0.00	0.00	0.00
1848 HK Equity	CALC	8.74	1.54	1.36	1.20	23.93	25.07	26.87	6.84	5.78	4.75	8.09	9.58	11.59
2588 HK Equity	BOC AVIATION LTD	61.85	1.30	1.17	1.06	14.85	15.45	15.45	9.18	7.97	7.14	3.82	4.38	4.90
Average			0.93	0.85	0.76	13.72	13.04	13.58	7.47	7.00	6.21	3.28	3.70	4.18

資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 3：歷史市帳率



資料來源：彭博，招銀國際研究

利潤表

年結：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
租賃租金收入	1,284	1,543	1,731	1,979	2,204
利息及手續費收入	30	81	81	35	35
出售飛機收益淨額	78	91	70	70	70
其他收入	10	11	11	11	11
收入總額	1,401	1,726	1,893	2,095	2,320
機器及設備折舊	(460)	(543)	(570)	(649)	(747)
財務費用	(260)	(353)	(387)	(429)	(475)
人事費用	(72)	(92)	(100)	(111)	(123)
其他費用	(57)	(53)	(53)	(53)	(53)
成本及費用總額	(850)	(1,040)	(1,111)	(1,242)	(1,397)
所得稅費用沖回/（計提）	36	(65)	(78)	(85)	(92)
本公司所有人應占本年淨利潤	587	620	704	768	830

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
機器及設備	15,434	17,973	20,327	21,603	22,582
其他非流動資產	34	17	17	17	17
非流動資產小計	15,468	17,999	20,353	21,629	22,608
現金及銀行結余	143	90	350	221	96
其他流動資產	28	484	614	429	167
流動資產小計	572	257	517	387	263
資產總額	16,040	18,256	20,870	22,016	22,870
貸款及借貸	1,419	1,438	1,707	1,707	1,707
其他流動負債	305	270	270	270	270
流動負債小計	1,724	1,709	1,978	1,978	1,978
貸款及借貸	9,263	10,840	13,284	13,677	13,974
其他非流動負債	1,234	1,508	954	1,215	1,239
非流動負債小計	10,497	12,349	14,238	14,892	15,213
負債總額	12,221	14,057	16,216	16,870	17,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
儲備及未分配利潤	2,661	3,041	3,497	3,989	4,522
權益總額	3,819	4,199	4,654	5,147	5,679

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
稅前利潤	551	685	782	853	922
機器及設備折舊	460	543	570	649	747
財務費用	260	353	387	429	475
調整項	(29)	(84)	(46)	(132)	(139)
營運資金變動	29	237	-	-	-
經營活動產生的現金流量淨額	1,271	1,736	1,693	1,800	2,005
資本開支	(4,433)	(4,170)	(4,000)	(3,000)	(2,800)
自由現金流量	(3,162)	(2,434)	(2,307)	(1,200)	(795)
出售機器及設備所收到的現金	1,239	1,305	1,000	1,000	1,000
籌資活動產生的現金流量淨額	1,771	1,031	2,096	(292)	(455)
現金及現金等价物（減少）/增加淨額	(152)	(98)	790	(492)	(249)
現金及現金等价物年初餘額	394	242	144	933	441
現金及現金等价物年末餘額	242	144	933	441	192

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入構成					
租賃租金收入	91.6%	89.4%	91.5%	94.5%	95.0%
利息及手續費收入	2.1%	4.7%	4.3%	1.7%	1.5%
出售飛機收益淨額	5.6%	5.3%	3.7%	3.3%	3.0%
其他收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%

增長率

租賃租金收入	22.4%	20.2%	12.2%	14.3%	11.4%
收入總額	17.4%	23.2%	9.7%	10.7%	10.7%
本公司所有人應占本年淨利潤	40.3%	5.8%	13.5%	9.0%	8.1%

資產負債比率

槓桿率（倍）	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5
--------	-----	-----	-----	-----	-----

回報率

資本回報率	16.3%	15.5%	15.9%	15.7%	15.3%
資產回報率	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%

每股數據

每股利潤（美元）	0.85	0.89	1.01	1.11	1.20
每股股息（美元）	0.30	0.31	0.36	0.39	0.42
每股賬面值（美元）	5.50	6.05	6.71	7.42	8.18

資料來源：公司，招銀國際預測

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。