

中银航空租赁 (2588 HK)

逆风而上

概要。上半年租赁租金收入同比增长 10.5%至 8.32 亿美元。净利润同比增长 8.1%至 3.21 亿美元。尽管波音及空客延迟交付，我们认为通过售后回租及其他交易，公司有望完成全年 30 至 35 亿美元的资本开支目标。我们将 2019 年预测租赁租金收入下调 0.7%至 17.18 亿美元。同时，考虑到财务费用增长，我们将 2019 年预测净利润下调 2.3%至 6.88 亿美元。公司当前股价相当于 1.3 倍 2019 年预测市账率，高于过去 5 年历史平均的 1.2 倍。我们的目标价相当于 1.4 倍 2019 年预测市账率，维持持有评级。

- **上半年业绩符合预期。**上半年，租赁租金收入同比增长 10.5%至 8.32 亿美元，相当于我们全年预测的 48%。由于债务增加叠加债务成本由 3.1%上升至 3.6%，财务费用同比增长 31.1%至 2.13 亿美元。净租赁收益率维持在 8.4%，与全年预测一致。净利润同比增长 8.1%至 3.21 亿美元，相当于我们全年预测的 46%，并较市场一致预期略低 3%。公司宣布中期每股派息 0.1388 美元，派息率维持在 30%。
- **波音及空客延迟交付。**上半年公司交付 25 架飞机，自有机队数量从年处的 303 架提升至 314 架。18 架飞机延迟交付，其中 12 架空客飞机因产能限制延迟交付，6 架波音飞机因安全问题延迟交付。公司将 2019 年交付指引由 79 架下调至 74 架，并提醒投资者实际交付数量或低于 74 架，且最多达 30 架飞机可能延迟至 2019 年以后交付。
- **替换延迟交付所占资本开支。**公司致力于替换延迟交付所占资本开支，例如，自 2019 年 6 月 30 日以来，公司已宣布 3 架售后回租交易。上半年，公司实际资本开支为 15 亿美元，而下半年指引为 26 亿美元。管理层预期全年资本开支将介于 30 至 35 亿美元。
- **下半年展望正面。**在行业逆风时期，管理层展现出专业性。我们认为通过售后回租及其他交易，公司有望完成全年 30 至 35 亿美元的资本开支目标。我们将 2019/20 年预测租赁租金收入调整-0.7%/0.4%至 17.18/19.87 亿美元。同时，考虑到财务费用增长，我们将 2019/20 年预测净利润调整-2.3%/0.7%至 6.88/7.73 亿美元。公司当前股价相当于 1.3 倍 2019 年预测市账率，高于过去 5 年历史平均的 1.2 倍。我们的目标价相当于 1.4 倍 2019 年预测市账率，维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万美元)	1,401	1,726	1,919	2,103	2,334
净利润(百万美元)	587	620	688	773	825
每股盈利(美元)	0.85	0.89	0.99	1.11	1.19
每股盈利变动(%)	32.1	5.8	10.9	12.4	6.7
市账率(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
权益收益率(%)	16.3	15.5	15.9	16.8	16.8
杠杆率(%)	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (维持)

目标价	HK\$72.0
(此前目标价)	HK\$56.8)
潜在升幅	+9.4%
当前股价	HK\$65.75

中国租赁行业

徐涵博

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

丁文捷, PhD

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

公司数据

市值(百万港元)	45,631
3 月平均流通量(百万港元)	43.0
52 周内股价高/低(港元)	70.40/48.90
总股本(百万)	694

资料来源：彭博

股东结构

中银集团	70.0%
公众持股	27.3%

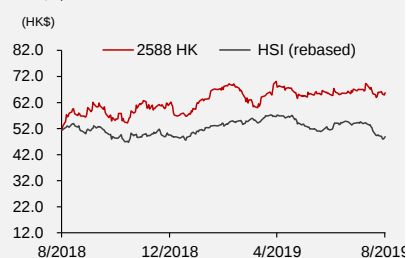
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.5%	9.2%
3-月	0.2%	11.1%
6-月	-4.9%	4.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

- “2018 年业绩符合预期；谨防下行压力”- 2019 年 3 月 15 日
- “2018 上半年业绩符合预期；全年展望正面”- 2018 年 8 月 17 日
- “值得投资的领先租赁公司”- 2018 年 7 月 30 日

财务分析

利润表

年结 12 月 31 日 (百万美元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入总额	1,401	1,726	1,919	2,103	2,334
租赁租金收入	1,284	1,543	1,718	1,987	2,218
利息及手续费收入	30	81	114	35	35
出售飞机收益净额	78	91	49	70	70
其他收入	10	11	38	11	11
营业成本总额	(850)	(1,040)	(1,155)	(1,244)	(1,418)
机器及设备折旧	(460)	(543)	(570)	(649)	(763)
财务费用	(260)	(353)	(422)	(430)	(478)
人事费用	(72)	(92)	(102)	(112)	(124)
其他费用	(57)	(53)	(61)	(53)	(53)
税前利润	551	685	764	859	917
所得税	36	(65)	(76)	(86)	(92)
净利润	587	620	688	773	825

现金流量表

年结 12 月 31 日 (百万美元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流量	1,271	1,723	1,731	1,806	2,019
税前利润	551	685	764	859	917
折旧和摊销	460	543	570	649	763
财务费用	260	353	422	430	478
其他调整项	0	142	(25)	(132)	(138)
资本开支	(4,446)	(4,170)	(3,250)	(3,900)	(2,800)
其他投资活动	1,251	1,449	700	1,000	1,000
投资活动现金流量	(3,194)	(2,722)	(2,550)	(2,900)	(1,800)
银行借款变动	1,824	1,159	2,571	36	505
支付股息	(155)	(222)	(227)	(253)	(278)
其他融资活动	101	43	-	-	-
融资活动现金流量	1,771	980	2,345	(217)	227
现金及现金等价物变动	(152)	(19)	1,526	(1,311)	447
年初现金及现金等价物	394	242	144	1,669	359
年末现金及现金等价物	242	223	1,669	359	805

资产负债表

年结 12 月 31 日 (百万美元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	15,468	17,999	19,923	22,100	23,062
机器及设备	15,434	17,973	19,897	22,074	23,036
其他非流动资产	34	26	26	26	26
流动资产	572	257	1,836	525	972
现金及现金等价物	143	90	1,669	359	805
其他流动资产	429	167	167	167	167
总资产	16,040	18,256	21,759	22,625	24,034
流动负债	1,724	1,709	1,991	2,055	1,895
借款	1,419	1,438	1,707	1,707	1,707
其他流动负债	305	270	284	348	188
非流动负债	10,497	12,349	15,322	15,817	17,054
借款	9,263	10,840	13,565	14,032	15,014
其他非流动负债	1,234	1,508	1,757	1,786	2,039
总负债	12,221	14,057	17,313	17,873	18,949
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备	2,661	3,041	3,288	3,594	3,927
股东权益	3,819	4,199	4,446	4,752	5,085

主要比率

年结 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营运数据 (%)					
租赁租金收入增速	22.4	20.2	11.4	15.6	11.6
营业收入总额增速	17.4	23.2	11.2	9.6	11.0
净利润增速	40.3	5.8	10.9	12.4	6.7
净租赁收益率	8.4	8.3	8.1	8.4	8.5
平均债务成本	2.8	3.3	3.2	3.1	3.2
资产负债比率 (%)					
负债/权益比率	281.2	292.4	305.1	295.3	295.3
净负债/权益比率	277.5	290.3	267.6	287.7	279.4
回报率 (%)					
资本回报率	16.3	15.5	15.9	16.8	16.8
资产回报率	4.0	3.6	3.4	3.5	3.5
每股数据 (美元)					
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
每股账面价值	5.50	6.05	6.41	6.85	7.33

资料来源：公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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为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风险。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。

本公司或其附属关联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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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。