

中银航空租赁 (2588 HK)

2020 财年业绩符合预期；售后回租点亮收益前景

公司 2020 财年业绩符合预期，净利润 5.1 亿美元，同比下降 27%，主要是由于飞机和租金减值以及投资损失。展望 2021 财年，我们认为公司强劲的资金支出、充裕的流动性以及积极参与售后回租市场，将使其在疫情后的复苏中具有更好的盈利能力。我们将 2021-22 财年的盈利预测轻微上调 2-3%，并将目标价维持在 90.0 港元。维持买入评级。

- **2020 财年业绩符合预期。**公司 2020 财年净利润为 5.1 亿美元（同比下降 27%），与盈利预警一致。租赁租金收入为 18 亿美元（同比增长 5%），也与我们的预期相符；不过，由于新订飞机预付款收入增加，使得利息和费用收入高于预期。在成本方面，减值损失和出售挪威航空股票的损失一如预期。飞机资产的减值损失主要来自宽体机（2020 年下半年减值 9,700 万美元），而金融资产则在 2020 年下半年回拨 300 万美元。净租赁收益率为 7.9%，符合预期。公司在 2020 财年依然保持了 35% 的派息率。
- **业绩关键点：1) 资本支出计划依然稳健，流动性充裕。**管理层指引 2021 财年资本支出约为 45 亿美元（我们之前的估计为 46 亿美元），与 2020 财年相似。同时，公司持有 51 亿美元现金和未提取承诺信贷额度，而 2021 年财年内到期的债务额度则为 18 亿美元。2) **售后回租的租赁收益率更高，且可以支持长期收益。**公司在 2020 财年签署了 77 架售后回租交易，总承诺金额为 60 亿美元，其中约 50% 的飞机将在 2021 财年交付，这些售后回租都附有长期租约并 100% 按时支付租金。管理层表示，在当前行业低迷时期，售后回租的租赁收益率比直接经营租赁高 20%-30%。我们预计 2021 财年净租赁收益率将同比增长 0.2 个百分点至 8.1%。3) **AerCap (AER US, 未评级) 收购 GECAS**，将构成拥有 2,000 多架飞机的全球最大飞机租赁公司，中银航空租赁公司管理层认为，公司在低融资成本和年轻的机队年龄方面处于更好的地位。此外，以目前规模，公司可以选择与信誉较好的航空公司合作，而合并后的 AER 和 GECAS 则需面对整个市场。
- **估值。**在 2020 财年业绩发布后，我们将 2021-22 财年收入预测轻微上调 2-3%。我们将目标价维持在 90.0 港元，基于 1.45 倍 2021 财年预测市净率和 12.5 倍 2021 财年预测市盈率。维持买入评级。**主要风险：**1) 疫苗推出或边境重开速度慢于预期；2) 主要客户财务状况恶化。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万美元)	1,976	2,054	2,320	2,579	2,793
净收入(百万美元)	702	510	732	860	957
每股盈利(美元)	1.01	0.73	1.05	1.24	1.38
每股盈利变动(%)	13	(27)	44	18	11
市场预测每股盈利(美元)	不适用	不适用	1.07	1.22	不适用
市盈率(倍)	9.4	12.9	9.0	7.7	6.9
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	3.7	2.7	3.9	4.6	5.1
权益收益率(%)	16.0	10.9	14.7	15.8	16.1
净负债比率(%)	2.8	3.4	3.4	3.2	3.1

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$90.0
(此前目标价)	HK\$90.0)
潜在升幅	+22.3%
当前股价	HK\$73.6

中国租赁行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	51,079
3 月平均流通量(百万港元)	63.05
52 周内股价高/低(港元)	80.8/33.55
总股本(百万)	694

资料来源：彭博

股东结构

中国银行	70.0%
资本集团	6.0%
富达基金	5.0%

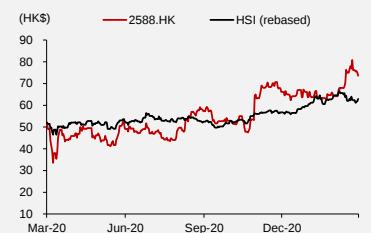
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.7%	17.8%
3-月	11.2%	0.3%
6-月	28.5%	7.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入总额	1,976	2,054	2,320	2,579	2,793
租赁租金收入	1,704	1,784	2,091	2,351	2,561
利息及手续费收入	99	177	174	166	155
出售飞机收益净额	134	44	55	61	78
其他收入	38	48	0	0	0
营业成本总额	(1,201)	(1,491)	(1,512)	(1,629)	(1,736)
机器及设备折旧	(610)	(676)	(731)	(852)	(944)
财务费用	(428)	(455)	(510)	(562)	(601)
人事费用	(80)	(68)	(93)	(103)	(112)
其他费用	(25)	(152)	(102)	(38)	(15)
	(59)	(140)	(76)	(74)	(64)
税前利润	775	563	808	950	1,057
所得税	(73)	(53)	(76)	(90)	(100)
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	-	-	-	-	-
营业收入总额	702	510	732	860	957

现金流量表

年结: 12月31日 (百万美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	775	563	808	950	1,057
折旧和摊销	610	676	731	852	944
财务费用	428	455	510	562	601
其他调整项	(167)	132	(196)	(292)	(313)
经营活动现金流量	1,645	1,826	1,853	2,073	2,289
资本开支	(3,197)	(3,937)	(4,524)	(3,240)	(3,312)
其他投资活动	1,266	(317)	682	468	771
投资活动现金流量	(1,932)	(4,255)	(3,842)	(2,772)	(2,541)
银行借款变动	1,038	3,297	2,751	1,592	1,260
其他融资活动	(723)	(713)	(657)	(801)	(879)
融资活动现金流量	315	2,584	2,095	792	380
现金及现金等价物变动	29	156	107	92	128
年初现金及现金等价物	223	252	408	514	606
年末现金及现金等价物	252	408	514	606	735

资产负债表

年结: 12月31日 (百万美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	252	408	514	606	735
机器及设备	19,003	22,161	24,233	25,730	27,324
其他资产	510	1,000	849	790	737
总资产	19,764	23,568	25,596	27,126	28,795
贷款与借款	13,306	16,698	18,200	18,992	20,132
保证金	285	277	341	395	440
维修准备金	593	698	780	844	908
其他负债	1,000	1,118	1,068	1,222	1,119
总负债	15,184	18,792	20,389	21,453	22,600
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备	3,423	3,619	4,049	4,515	5,038
股东权益	4,581	4,777	5,206	5,673	6,195
少数股东权益	-	-	-	-	-
总权益	4,581	4,777	5,206	5,673	6,195

主要比率

年结: 12月31日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营运数据 (%)					
租赁租金收入增速	10.5	4.7	17.2	12.4	8.9
营业收入总额增速	14.5	3.9	13.0	11.2	8.3
净利润增速	13.2	-27.4	43.5	17.6	11.3
净租赁收益率	8.0	7.5	7.8	7.9	8.1
飞机账面净值增速	12.0	12.5	15.0	8.2	7.5
净财务杠杆 (X)	2.8	3.4	3.4	3.2	3.1
回报率 (%)					
资本回报率	16.0	10.9	14.7	15.8	16.1
资产回报率	3.7	2.4	3.0	3.3	3.4
每股数据 (美元)					
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
每股账面价值	6.60	6.88	7.50	8.17	8.93

资料来源: 公司及招銀國際证券预测

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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法律责任。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。招銀國際證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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。