

中银航空租赁 (2588 HK)

2018 年业绩符合预期；谨防下行压力

❖ **2018 年业绩符合预期。**收入同比增长 23.2% 至 17.26 亿美元，高于我们/彭博预期 3.2%/0.9%；净利润同比增长 5.8% 至 6.2 亿美元，高于我们/彭博预期 0.9%/4.4%。ROE 达到 15.5%，高于历史平均（为 15%）。董事会建议派发末期股息每股 0.1845 美元，维持 35% 的派息率。2018 年，公司交付了 55 架飞机，自有机队达到 303 架。净租金收益率稳定在 8.3%。

❖ **2019 年：预期表现强劲。**公司计划在 2019 年交付 79 架飞机，包括可能由航空公司客户在交付时收购的飞机。这为 2019 年租赁租金收入增长以及利息收入增长奠定了基础。2019 年资本开支指引为 40 亿美元。因此，我们将 2019/20 年预测总收入上调 3%/7%。净利润上调 7%/14%。

❖ **近期风险：波音 737 Max 8 的潜在安全问题。**2018 年 10 月，一架 Lion Air 波音 737 MAX 8 飞机坠毁，造成 189 人死亡。2019 年 3 月，一架埃塞俄比亚航空公司的波音 737 MAX 8 飞机坠毁，造成 157 人死亡。鉴于这两架飞机均是新飞机，且均在起飞时发生空难，中国民用航空局要求国内航空公司暂停波音 737 MAX 8 的商业运营。此外，美国，新加坡和印度尼西亚以及一些航空公司也暂时停飞这款飞机。埃塞俄比亚将发送飞行数据和录音机（黑匣子）进行分析，相关部门将就事故原因提供指引。公司目前拥有 5 架自有和 90 架已订购的波音 737 MAX 系列飞机（1 架计划于 5 月交付；共计 26 架计划于 2019 年交付）。公司已订购的飞机总数为 183 架。如果波音 737 Max 8 的安全问题得到证实，将导致该机型的延迟交付，并对公司 2019 年的业绩表现产生负面影响。

❖ **下调至持有评级，目标价上调至 62.8 港元。**公司当前股价相当于 1.17/1.06 倍 2019/20 年预测市帐率，高于同业平均的 0.85/0.76 倍，且接近历史平均市帐率一个标准差之上。我们认为，目前的估值基本已反映了相关积极因素，投资者应谨防波音事件导致的近期下行压力。我们对公司未来前景持乐观态度。我们的目标价基于公司 2019 年末预测市帐率的 1.2 倍。目标价上调至 62.8 港元，潜在升幅 1.5%。下调至持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
总收入(百万美元)	1,401	1,726	1,893	2,095	2,320
净利润(百万美元)	587	620	704	768	830
每股收益(美元)	0.85	0.89	1.01	1.11	1.20
每股收益变动(%)	32.1	5.8	13.5	9.0	8.1
市帐率(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
权益收益率(%)	16.3	15.5	15.9	15.7	15.3
杠杆率(x)	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5

资料来源：公司，招银国际预测

持有（下调）

目标价	HK\$62.8
(此前目标价)	HK\$56.8
潜在升幅	+1.5%
当前股价	HK\$61.9

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	42,925
3 月平均流通量(百万港元)	70.43
52 周内股价高/低(港元)	70.3/43.1
总股本(百万)	694.0

资料来源：彭博

股东结构

中银集团	70%
公众持股	27.3%

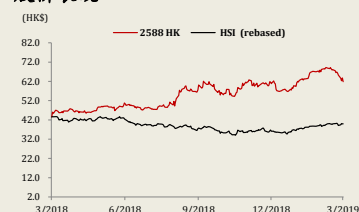
资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.0%	-7.0%
3-月	3.6%	-4.6%
6-月	10.9%	4.0%

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：预测变动

	最新预测		此前预测		变动	
	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%

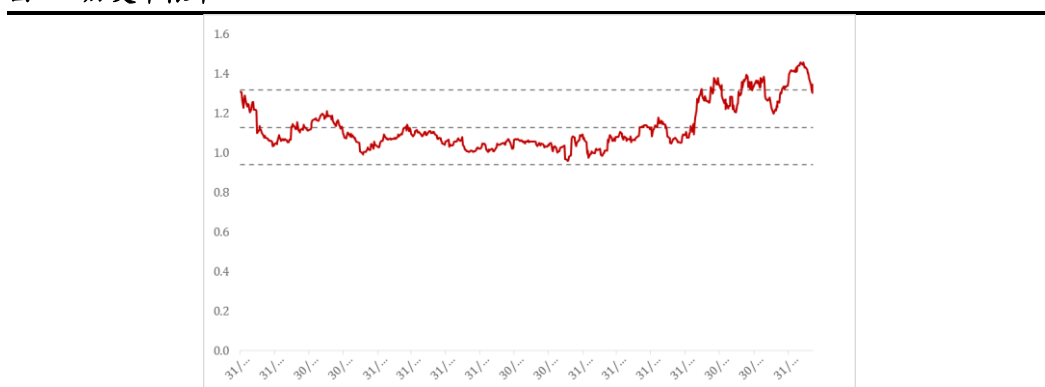
来源：公司，招银国际预测

图 2：同业估值比较

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

资料来源：彭博，招银国际研究

图 3：历史市帐率



资料来源：彭博，招银国际研究

利润表

年结：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
租赁租金收入	1,284	1,543	1,731	1,979	2,204
利息及手续费收入	30	81	81	35	35
出售飞机收益净额	78	91	70	70	70
其他收入	10	11	11	11	11
收入总额	1,401	1,726	1,893	2,095	2,320
机器及设备折旧	(460)	(543)	(570)	(649)	(747)
财务费用	(260)	(353)	(387)	(429)	(475)
人事费用	(72)	(92)	(100)	(111)	(123)
其他费用	(57)	(53)	(53)	(53)	(53)
成本及费用总额	(850)	(1,040)	(1,111)	(1,242)	(1,397)
所得税费用冲回/（计提）	36	(65)	(78)	(85)	(92)
本公司所有人应占本年净利润	587	620	704	768	830

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
机器及设备	15,434	17,973	20,327	21,603	22,582
其他非流动资产	34	17	17	17	17
非流动资产小计	15,468	17,999	20,353	21,629	22,608
现金及银行结余	143	90	350	221	96
其他流动资产	28	484	614	429	167
流动资产小计	572	257	517	387	263
资产总额	16,040	18,256	20,870	22,016	22,870
贷款及借贷	1,419	1,438	1,707	1,707	1,707
其他流动负债	305	270	270	270	270
流动负债小计	1,724	1,709	1,978	1,978	1,978
贷款及借贷	9,263	10,840	13,284	13,677	13,974
其他非流动负债	1,234	1,508	954	1,215	1,239
非流动负债小计	10,497	12,349	14,238	14,892	15,213
负债总额	12,221	14,057	16,216	16,870	17,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备及未分配利润	2,661	3,041	3,497	3,989	4,522
权益总额	3,819	4,199	4,654	5,147	5,679

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	551	685	782	853	922
机器及设备折旧	460	543	570	649	747
财务费用	260	353	387	429	475
调整项	(29)	(84)	(46)	(132)	(139)
营运资金变动	29	237	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	1,271	1,736	1,693	1,800	2,005
资本开支	(4,433)	(4,170)	(4,000)	(3,000)	(2,800)
自由现金流量	(3,162)	(2,434)	(2,307)	(1,200)	(795)
出售机器及设备所收到的现金	1,239	1,305	1,000	1,000	1,000
筹资活动产生的现金流量净额	1,771	1,031	2,096	(292)	(455)
现金及现金等价物（减少）/增加净额	(152)	(98)	790	(492)	(249)
现金及现金等价物年初余额	394	242	144	933	441
现金及现金等价物年末余额	242	144	933	441	192

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日（百万美元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入构成					
租赁租金收入	91.6%	89.4%	91.5%	94.5%	95.0%
利息及手续费收入	2.1%	4.7%	4.3%	1.7%	1.5%
出售飞机收益净额	5.6%	5.3%	3.7%	3.3%	3.0%
其他收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
增长率					
租赁租金收入	22.4%	20.2%	12.2%	14.3%	11.4%
收入总额	17.4%	23.2%	9.7%	10.7%	10.7%
本公司所有人应占本年净利润	40.3%	5.8%	13.5%	9.0%	8.1%
资产负债比率					
杠杆率（倍）	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5
回报率					
资本回报率	16.3%	15.5%	15.9%	15.7%	15.3%
资产回报率	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%
每股数据					
每股利润（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
每股账面值（美元）	5.50	6.05	6.71	7.42	8.18

资料来源：公司，招银国际预测

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之分析员，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。