

# 中銀航空租賃 (2588 HK)

## 全球第五大飛機經營租賃公司

- ❖ **中銀航空租賃是世界五大飛機租賃公司之一。**2017 年末，公司飛機賬面價值為 136.67 億美元（包括持有待售飛機），在行業中排名第 5。機隊規模達 318 架（包括自有和代管，不包括已訂購飛機），賬面價值加權平均機齡為 3.0 年，為同行中最年輕機隊。機隊增長帶來收入增長。2017 年，公司租賃租金收入同比增長 22.4%，達 12.84 億美元。淨利潤同比增長 40.3%，達 5.87 億美元。
- ❖ **債務成本低，票據發行便利。**受益於較高的信用評級（惠譽及標準普爾均給予公司 A-評級），公司 2017 年平均債務成本為 2.8%（2016 年為 2.5%，主要由於利率上漲），為可比同業中最低水平（同業平均為 3.9%）。公司債務 54% 為票據、36% 為貸款、10% 為出口信貸。公司得以通過 100 億美元全球中期票據計劃快速、大規模發行多幣種票據。2017 年，公司通過該計劃發行了 20 億美元票據。
- ❖ **過去五年淨租金收益率保持穩定。**自 2013 年以來，公司淨租賃收益率穩定在 8.2% 左右。2017 年，淨租賃收益率同比增長 0.2 個百分點至 8.4%。為保護淨租賃收益率和經營利潤率不受利率風險影響，公司積極匹配債務結構與租賃結構（固定利率/浮動利率），通過發行固定利率債券和利率掉期等金融工具來對沖風險。
- ❖ **經驗豐富的管理團隊。**公司高管團隊平均擁有 28 年航空、租賃和銀行業從業經驗。其首席執行官羅伯特·馬丁已在中銀航空租賃工作 20 年。經驗豐富的管理團隊幫助公司洞悉經濟周期、進行投資和剝離決策。在低流動性時期，即 2008/09/11 年，公司分別投資 26/48/28 架飛機以擴充機隊；而在流動性充裕時期（2013 年至 2017 年），公司剝離了 188 架老舊飛機，使機隊年輕而富有競爭力。
- ❖ **公司估值。**過去五年，公司權益收益率穩定保持在 15% 左右。2017 年，權益收益率提升至 16.3%。根據彭博市場一致預期，公司 2018 年預測權益收益率為 14.39%，高於可比同業平均（為 13.01%）。公司當前股價相當於 1.05 倍 2018 年預測市賬率，與同業平均的 0.99 倍接近。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A  | FY17A  |
|----------------|--------|--------|--------|
| 總收入(百萬美元)      | 1,091  | 1,193  | 1,401  |
| 淨利潤(百萬美元)      | 343    | 418    | 587    |
| 每股收益(美元)       | 0.58   | 0.64   | 0.85   |
| 每股收益變動(%)      | 11.5%  | 10.3%  | 32.8%  |
| 市帳率(x)         | 1.53   | 1.29   | 1.15   |
| 市盈率(x)         | 10.88  | 9.86   | 7.42   |
| 股息率(%)         | -      | 2.85   | 4.69   |
| 權益收益率(%)       | 15.14  | 14.36  | 16.29  |
| 杠杆率(%)         | 352.98 | 249.67 | 279.73 |

來源：公司，招銀國際研究

### 未評級

當前股價 HK\$49.5

#### 徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：[xuohanbo@cmbi.com.hk](mailto:xuohanbo@cmbi.com.hk)

#### 丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

#### 中國租賃業

|                |          |
|----------------|----------|
| 市值(百萬港元)       | 34,354   |
| 3 月平均流通量(百萬港元) | 84.55    |
| 52 周內股價高/低(港元) | 49.95/39 |
| 總股本(百萬)        | 694.01   |

資料來源：彭博

#### 股東結構

|            |     |
|------------|-----|
| 中銀集團投資有限公司 | 70% |
| 公眾持股       | 30% |

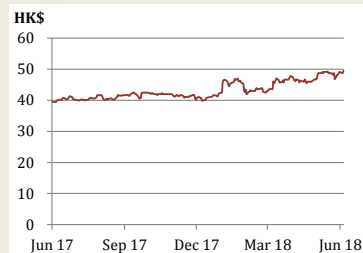
資料來源：HKEX

#### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 0.1%  | 0.3%  |
| 3-月 | 11.7% | 13.6% |
| 6-月 | 18.8% | 10.7% |

資料來源：彭博

#### 股價表現

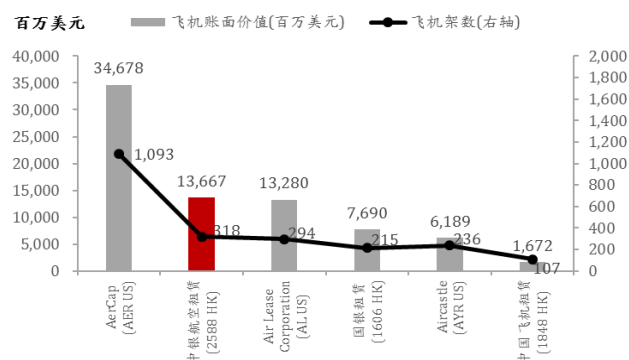


資料來源：彭博

#### 審計師：安永

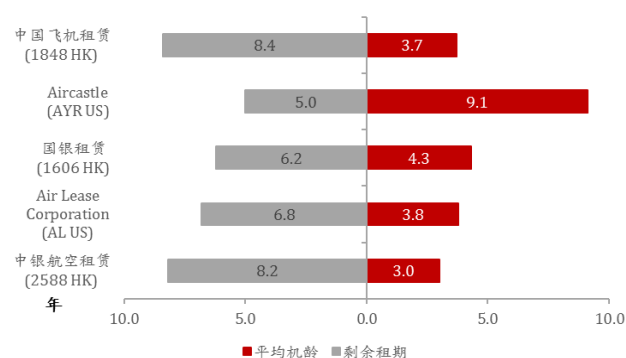
公司網站：[www.bocaviation.com](http://www.bocaviation.com)

圖 1: 飛機賬面價值及架數比較



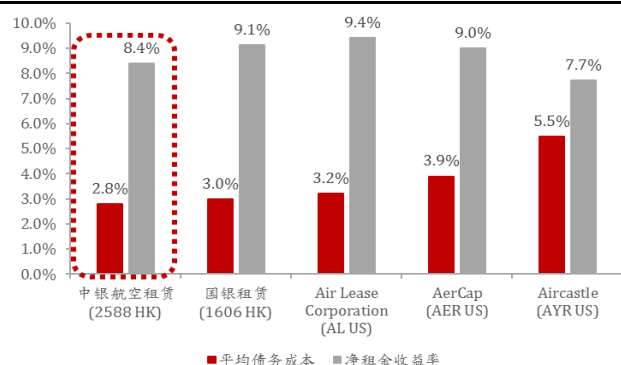
來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 機隊平均機齡及剩餘租期比較



來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 平均債務成本及淨租金收益率比較



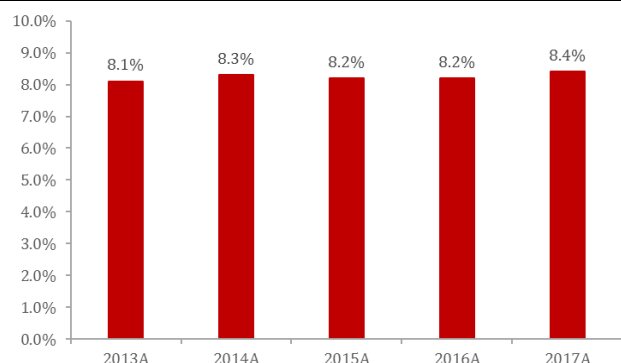
來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 信用評級比較

|                               | 惠譽   | 標普   | 穆迪   |
|-------------------------------|------|------|------|
| 中銀航空租賃 (2588 HK)              | A-   | A-   | NR   |
| 國銀租賃 (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  |

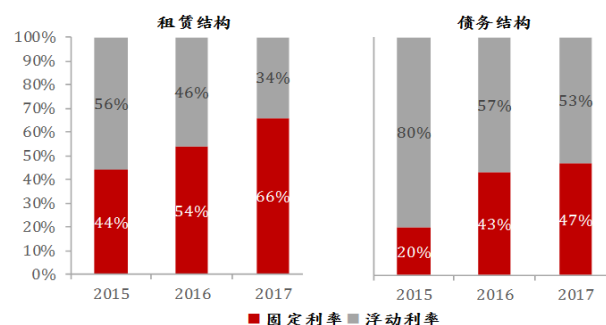
來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 公司過去五年淨租金收益率保持穩定



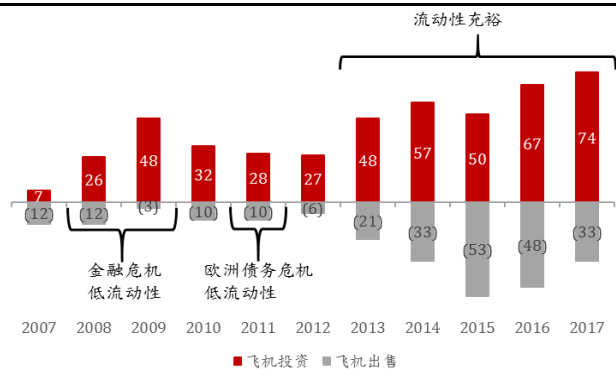
來源：公司，招銀國際研究

圖 6: 公司匹配債務結構與租賃結構



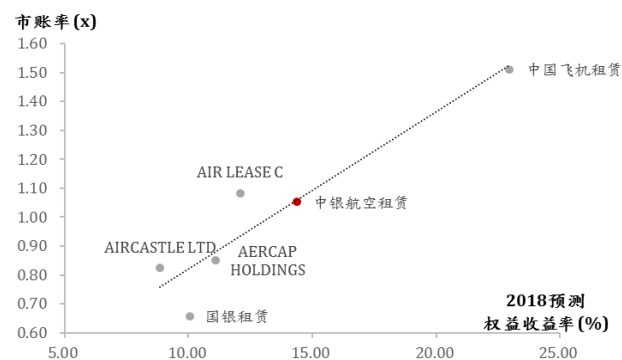
來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 公司洞悉經濟周期、進行投資和剝離決策



來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 公司估值



來源：彭博，招銀國際研究

**利潤表**

| 年結：12月31日（百萬元美元）     | 2015A        | 2016A        | 2017A        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|
| 租賃租金收入               | 975          | 1,048        | 1,284        |
| 利息及手續費收入             | 40           | 48           | 30           |
| 其他收入                 | 75           | 97           | 88           |
| <b>收入總額</b>          | <b>1,091</b> | <b>1,193</b> | <b>1,401</b> |
| 機器及設備折舊              | (382)        | (378)        | (460)        |
| 財務費用                 | (169)        | (216)        | (260)        |
| 人事費用                 | (59)         | (75)         | (72)         |
| 其他費用                 | (80)         | (51)         | (57)         |
| <b>成本及費用總額</b>       | <b>(689)</b> | <b>(719)</b> | <b>(850)</b> |
| 所得稅費用沖回/（計提）         | (58)         | (56)         | 36           |
| <b>本公司所有人應占本年淨利潤</b> | <b>343</b>   | <b>418</b>   | <b>587</b>   |

來源：公司，招銀國際研究

**資產負債表**

| 年結：12月31日（百萬元美元） | 2015A         | 2016A         | 2017A         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 機器及設備            | 11,717        | 12,605        | 15,434        |
| 其他非流動資產          | 3             | 20            | 34            |
| <b>非流動資產小計</b>   | <b>11,720</b> | <b>12,625</b> | <b>15,468</b> |
| 定期存款             | 237           | 353           | 162           |
| 現金及銀行結餘          | 269           | 206           | 143           |
| 持作待售資產           | 222           | 251           | 239           |
| 其他流動資產           | 25            | 11            | 28            |
| <b>流動資產小計</b>    | <b>754</b>    | <b>820</b>    | <b>572</b>    |
| <b>資產總額</b>      | <b>12,474</b> | <b>13,445</b> | <b>16,040</b> |
| 貿易及其他應付款項        | 106           | 119           | 137           |
| 遞延收入             | 62            | 90            | 67            |
| 貸款及借貸            | 963           | 902           | 1,419         |
| 其他流動負債           | 84            | 79            | 101           |
| <b>流動負債小計</b>    | <b>1,215</b>  | <b>1,190</b>  | <b>1,724</b>  |
| 貸款及借貸            | 7,649         | 7,542         | 9,263         |
| 其他非流動負債          | 1,170         | 1,331         | 1,234         |
| <b>非流動負債小計</b>   | <b>8,819</b>  | <b>8,873</b>  | <b>10,497</b> |
| <b>負債總額</b>      | <b>10,034</b> | <b>10,062</b> | <b>12,221</b> |
| 股本               | 608           | 1,158         | 1,158         |
| 儲備及未分配利潤         | 1,832         | 2,224         | 2,661         |
| <b>權益總額</b>      | <b>2,440</b>  | <b>3,382</b>  | <b>3,819</b>  |

來源：公司，招銀國際研究

**現金流量表**

| 年結：12月31日（百萬元美元）     | 2015A          | 2016A          | 2017A          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|
| 稅前利潤                 | 401            | 474            | 551            |
| 調整項：                 |                |                |                |
| 機器及设备折旧              | 382            | 378            | 460            |
| 財務費用                 | 169            | 216            | 260            |
| 營運資金變動               | 161            | 84             | 29             |
| <b>經營活動產生的現金流量淨額</b> | <b>1,112</b>   | <b>1,106</b>   | <b>1,271</b>   |
| 購買機器及设备所支出的現金        | (3,410)        | (2,895)        | (4,433)        |
| <b>投資活動所用現金流量淨額</b>  | <b>(1,318)</b> | <b>(1,200)</b> | <b>(3,194)</b> |
| 股份發行所收到的現金           | 0              | 563            | 0              |
| 貸款及借貸所收到的現金          | 1,999          | 1,950          | 2,626          |
| 償還貸款及借貸支出的現金         | (1,578)        | (1,851)        | (1,318)        |
| 循環貸款授信借款增加/（減少）淨額    | 115            | (220)          | 795            |
| 已付財務費用               | (171)          | (218)          | (258)          |
| 已付股息                 | 0              | (42)           | (155)          |
| <b>籌資活動產生的現金流量淨額</b> | <b>344</b>     | <b>117</b>     | <b>1,771</b>   |
| 現金及現金等价物（減少）/增加淨額    | 139            | 22             | (152)          |
| 現金及現金等价物年初餘額         | 232            | 371            | 394            |
| <b>現金及現金等价物年末餘額</b>  | <b>371</b>     | <b>394</b>     | <b>242</b>     |

來源：公司，招銀國際研究

**主要比率**

| 年結：12月31日（百萬元美元） | 2015A | 2016A | 2017A |
|------------------|-------|-------|-------|
| <b>收入構成</b>      |       |       |       |
| 租賃租金收入           | 89.4% | 87.9% | 91.6% |
| 利息及手續費收入         | 3.7%  | 4.0%  | 2.1%  |
| 其他收入             | 6.9%  | 8.1%  | 6.2%  |

**增長率**

|               |        |       |        |
|---------------|--------|-------|--------|
| 租賃租金收入        | 4.1%   | 7.5%  | 22.4%  |
| 利息及手續費收入      | 243.3% | 19.7% | -37.9% |
| 收入總額          | 10.3%  | 9.4%  | 17.4%  |
| 本公司所有人應占本年淨利潤 | 11.3%  | 21.8% | 40.3%  |

**資產負債比率**

|        |     |     |     |
|--------|-----|-----|-----|
| 槓桿率（倍） | 3.5 | 2.5 | 2.8 |
|--------|-----|-----|-----|

**回報率**

|       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|
| 資本回報率 | 15.1% | 14.4% | 16.3% |
| 資產回報率 | 2.9%  | 3.2%  | 4.0%  |

**每股數據**

|           |      |      |      |
|-----------|------|------|------|
| 每股利潤（美元）  | 0.58 | 0.64 | 0.85 |
| 每股股息（美元）  | -    | 0.18 | 0.30 |
| 每股賬面值（美元） | 4.14 | 4.87 | 5.50 |

來源：公司，招銀國際研究

## 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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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  | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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。