

中银航空租赁 (2588 HK)

预备重回正轨

我们认为公司最近的强劲表现主要归因于 1) 随着疫苗的稳步推出, 市场对航空运输复苏的乐观态度, 以及 2) 投资者追逐价值股票。尽管公司早前发布了 2020 财年盈警, 但我们仍然对公司的长期前景持乐观态度, 因为我们认为在疫情后复苏的初期, 航空公司将更多地依赖飞机租赁公司以提供流动性。此外, 公司强大的流动性支持、在售后回租市场的活跃表现以及租期更长的年轻机队, 使其能够在当前形势下更具备优势获取份额并确保长期增长。我们将目标价上调至 90.0 港元, 将估值基础调整至 2021 财年, 并采用更高的估值倍数 (对应 1.6 倍 2021 财年预测市净率)。维持买入评级。

- **疫情后时代, 飞机租赁公司的重要性有望提高。** 国际航空运输协会最新预测显示, 尽管环比将有所改善, 但是全球航空公司的现金消耗将 2021 年一整年中持续。我们认为, 出于流动性需求, 航空公司将更多选择进行售后回租交易, 对租赁公司的依赖将会增加。尽管租金延期和飞机减值的风险仍然存在, 制造商的低生产率以及航空公司加速淘汰老旧低效飞机的做法可能有助于平衡供需关系。
- **公司实力保持不变, 可实现长期增长。** 1) 公司 2020 年全年一直活跃于售后回租, 与 6 个航空公司客户签署了 73 架飞机的售后回租交易; 并于 2021 年 3 月刚刚宣布 8 架飞机的新交易。尽管制造商交货延迟, 但强劲的资本支出可以很好地支持公司扩大机队以实现长期增长。2) 公司拥有比同业年轻的机队, 加权平均年龄为 3.5 年, 加权平均剩余租赁期限为 8.6 年, 且所有计划在 2023 年之前交付的飞机均已附有租约, 未来增长的可见度相对较高。3) 公司从其母公司中国银行获得了更强的流动性支持, 后者将其循环信贷额度从 20 亿美元增加到 35 亿美元, 并将到期日延长至 2026 年年底。
- **2020 财年盈警由于减值和投资损失。** 公司预计 2020 财年税后利润将同比下降 25-30%。我们认为下降的主要原因是: 1) 飞机减值, 特别是租赁给出现财务困难的客户的宽体飞机; 2) 租金延期和违约造成的减值; 3) 通过持有和出售挪威航空股份而造成的投资损失 (自债转股互换以来, 股价下跌约 80%)。我们还预计净租赁收益率将低于指引值 (8-8.5%), 因为交付的 54 架飞机中有 16 架交付于 2020 年 12 月, 对 2020 财年收入贡献有限。
- **估值。** 我们在 2020 财年预测中考虑了盈利预警, 并将 2021-22 财年收益平均调整 1%。我们将估值基础调整至 2021 财年, 并基于 1.45 倍 2021 年财年市净率和 12.5 倍 2021 年财年市盈率产生新的目标价 90.0 港元, 估值倍数与公司 2020 年初疫情前的水平相当。2021 财年股息收益率为 3.5%, 我们的新目标价意味着总收益为 14.9%。维持买入评级。
- **主要风险:** 1) 疫苗推出或边境重新开放速度慢于预期; 2) 主要客户财务状况恶化。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	1,726	1,976	1,949	2,264	2,505
净收入 (百万元人民币)	620	702	503	720	835
每股盈利 (元人民币)	0.89	1.01	0.72	1.04	1.20
每股盈利变动 (%)	6	13	(28)	43	16
市场预测每股盈利 (元人民币)	N/A	N/A	0.85	1.08	1.21
市盈率 (倍)	11.7	10.3	14.4	10.1	8.7
市帐率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	3.0	3.4	2.4	3.5	4.0
权益收益率 (%)	15.5	16.0	10.8	14.6	15.4
财务杠杆 (x)	2.9	2.8	3.4	3.4	3.3

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\$65.3)
潜在升幅	+18.1%
当前股价	HK\$76.2

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)	56,076
3 月平均流通量(百万港元)	64.58
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%

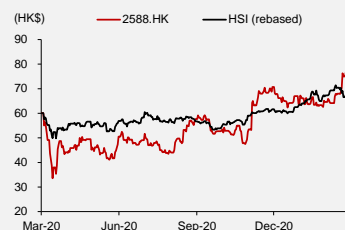
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	25.0%	25.2%
3-月	14.3%	4.9%
6-月	40.1%	18.3%

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)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入总额	1,726	1,976	1,949	2,264	2,505
租赁租金收入	1,543	1,704	1,773	2,066	2,297
利息及手续费收入	81	99	138	150	153
出售飞机收益净额	91	134	39	48	54
其他收入	11	38	(1)	0	0
营业成本总额	(1,040)	(1,201)	(1,394)	(1,469)	(1,584)
机器及设备折旧	(543)	(610)	(649)	(727)	(840)
财务费用	(353)	(428)	(419)	(487)	(546)
人事费用	(92)	(80)	(84)	(93)	(100)
其他费用	(53)	(59)	(58)	(62)	(64)
税前利润	685	775	555	794	921
所得税	(65)	(73)	(52)	(74)	(86)
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	-	-	-	-	-
营业收入总额	620	702	503	720	835

现金流量表

年结: 12月31日 (百万美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	685	775	555	794	921
折旧和摊销	543	610	649	727	840
财务费用	353	428	419	487	546
其他调整项	142	(167)	(40)	(164)	(261)
经营活动现金流量	1,723	1,645	1,582	1,844	2,046
资本开支	(4,143)	(3,197)	(4,644)	(4,680)	(3,510)
其他投资活动	1,422	1,266	488	600	675
投资活动现金流量	(2,722)	(1,932)	(4,157)	(4,080)	(2,835)
银行借款变动	1,537	1,038	3,264	2,937	1,659
其他融资活动	(557)	(723)	(670)	(669)	(819)
融资活动现金流量	980	315	2,594	2,267	841
现金及现金等价物变动	(19)	29	19	31	51
年初现金及现金等价物	242	223	252	271	303
年末现金及现金等价物	223	252	271	303	354

资产负债表

年结: 12月31日 (百万美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	223	252	271	303	354
机器及设备	17,973	19,003	21,766	24,085	26,910
其他资产	60	510	1,094	1,106	1,119
总资产	18,256	19,764	23,131	25,494	28,383
贷款与借款	12,279	13,306	16,450	18,097	19,056
保证金	269	285	285	335	379
维修准备金	732	593	692	764	823
其他负债	777	1,000	998	1,121	2,433
总负债	14,057	15,184	18,426	20,317	22,691
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备	3,041	3,423	3,548	4,019	4,534
股东权益	4,199	4,581	4,706	5,177	5,692
少数股东权益	-	-	-	-	-
总权益	4,199	4,581	4,706	5,177	5,692

主要比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营运数据 (%)					
租赁租金收入增速	20.2	10.5	4.0	16.5	11.2
营业收入总额增速	23.2	14.5	-1.4	16.2	10.6
净利润增速	5.8	13.2	-28.4	43.2	15.9
净租赁收益率	8.6	8.0	7.6	7.9	7.9
机器及设备增速	33.9	5.7	14.5	10.7	11.7
净财务杠杆 (x)	2.9	2.8	3.4	3.4	3.3
回报率 (%)					
资本回报率	15.5	16.0	10.8	14.6	15.4
资产回报率	3.6	3.7	2.3	3.0	3.1
每股数据 (美元)					
每股盈利	0.89	1.01	0.72	1.04	1.20
每股股息	0.31	0.35	0.25	0.36	0.42
每股账面价值	6.05	6.60	6.78	7.46	8.20

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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。招银国际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，未经招银国际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商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有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。