招銀國際證券 | 睿智投資 | 公司研究

招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

中銀航空租賃（2588 HK）

預備重回正軌

我們認為公司最近的強勁表現主要歸因於 1）隨著疫苗的穩步推出，市場對航空運輸復蘇的樂觀態度，以及 2）投資者追逐價值股票。儘管公司早前發佈了 2020 財年盈警，但我們仍然對公司的長期前景持樂觀態度，因為我們認為在疫情後復蘇的初期，航空公司將更多地依賴飛機租賃公司以提供流動性。此外，公司強大的流動性支持、在售後回租市場的活躍表現以及租期更長的年輕機隊，使其能夠在當前形勢下更具備優勢獲取份額並確保長期增長。我們將目標價上調至 90.0 港元，將估值基礎調整至 2021 財年，並採用更高的估值倍數（對應 1.6 倍 2021 財年預測市淨率）。維持買入評級。

- **疫情後時代，飛機租賃公司的重要性有望提高。**國際航空運輸協會最新預測顯示，儘管環比將有所改善，但是全球航空公司的現金消耗將 2021 年一整年中持續。我們認為，出於流動性需求，航空公司將更多選擇進行售後回租交易，對租賃公司的依賴將會增加。儘管租金延期和飛機減值的風險仍然存在，製造商的低生產率以及航空公司加速淘汰老舊低效飛機的做法可能有助於平衡供需關係。
- **公司實力保持不變，可實現長期增長。1）**公司 2020 年全年一直活躍於售後回租，與 6 個航空公司客戶簽署了 73 架飛機的售後回租交易；並於 2021 年 3 月剛剛宣佈 8 架飛機的新交易。儘管製造商交貨延遲，但強勁的資本支出可以很好地支持公司擴大機隊以實現長期增長。**2）**公司擁有比同業年輕的機隊，加權平均年齡為 3.5 年，加權平均剩餘租賃期限為 8.6 年，且所有計劃在 2023 年之前交付的飛機均已附有租約，未來增長的可見度相對較高。**3）**公司從其母公司中國銀行獲得了更強的流動性支持，後者將其迴圈信貸額度從 20 億美元增加到 35 億美元，並將到期日延長至 2026 年年底。
- **2020 財年盈警由於減值和投資損失。**公司預計 2020 財年稅後利潤將同比下降 25-30%。我們認為下降的主要原因是：1）飛機減值，特別是租賃給出現財務困難的客戶的寬體飛機；2）租金延期和違約造成的減值；3）通過持有和出售挪威航空股份而造成的投資損失（自債轉股互換以來，股價下跌約 80%）。我們還預計淨租賃收益率將低於指引值（8-8.5%），因為交付的 54 架飛機中有 16 架交付於 2020 年 12 月，對 2020 財年收入貢獻有限。
- **估值。**我們在 2020 財年預測中考慮了盈利預警，並將 2021-22 財年收益平均調整 1%。我們將估值基礎調整至 2021 財年，並基於 1.45 倍 2021 年財年市淨率和 12.5 倍 2021 年財年市盈率產生新的目標價 90.0 港元，估值倍數與公司 2020 年初疫情前的水準相當。2021 財年股息收益率為 3.5%，我們的新目標價意味著總收益為 14.9%。維持買入評級。
- **主要風險：**1）疫苗推出或邊境重新開放速度慢於預期；2）主要客戶財務狀況惡化。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	1,726	1,976	1,949	2,264	2,505
淨收入 (百萬元人民幣)	620	702	503	720	835
每股盈利 (元人民幣)	0.89	1.01	0.72	1.04	1.20
每股盈利變動 (%)	6	13	(28)	43	16
市場預測每股盈利 (元人民幣)	N/A	N/A	0.85	1.08	1.21
市盈率 (倍)	11.7	10.3	14.4	10.1	8.7
市帳率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
股息率 (%)	3.0	3.4	2.4	3.5	4.0
權益收益率 (%)	15.5	16.0	10.8	14.6	15.4
財務杠杆 (x)	2.9	2.8	3.4	3.4	3.3

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$90.0
(此前目標價	HK$65.3)
潛在升幅	+18.1%
當前股價	HK$76.2

中國租賃行業

隋曉萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	56,076
3 月平均流通量 (百萬港元)	64.58
52 周內股價高/低 (港元)	80.8/33.55
總股本 (百萬)	694

資料來源：彭博

股東結構

中國銀行	70.0%
資本集團	6.0%
富達基金	5.0%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	25.0%	25.2%
3-月	14.3%	4.9%
6-月	40.1%	18.3%

資料來源：彭博

股份表現

資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入總額	**1,726**	**1,976**	**1,949**	**2,264**	**2,505**
租賃租金收入	1,543	1,704	1,773	2,066	2,297
利息及手續費收入	81	99	138	150	153
出售飛機收益淨額	91	134	39	48	54
其他收入	11	38	(1)	0	0
營業成本總額	**(1,040)**	**(1,201)**	**(1,394)**	**(1,469)**	**(1,584)**
機器及設備折舊	(543)	(610)	(649)	(727)	(840)
財務費用	(353)	(428)	(419)	(487)	(546)
人事費用	(92)	(80)	(84)	(93)	(100)
其他費用	-	(25)	(184)	(101)	(34)
	(53)	(59)	(58)	(62)	(64)
稅前利潤					
所得稅	**685**	**775**	**555**	**794**	**921**
少數股東權益	(65)	(73)	(52)	(74)	(86)
淨利潤	-	-	-	-	-
營業收入總額	**620**	**702**	**503**	**720**	**835**

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	685	775	555	794	921
折舊和攤銷	543	610	649	727	840
財務費用	353	428	419	487	546
其他調整項	142	(167)	(40)	(164)	(261)
經營活動現金流量	**1,723**	**1,645**	**1,582**	**1,844**	**2,046**
資本開支	(4,143)	(3,197)	(4,644)	(4,680)	(3,510)
其他投資活動	1,422	1,266	488	600	675
投資活動現金流量	**(2,722)**	**(1,932)**	**(4,157)**	**(4,080)**	**(2,835)**
銀行借款變動	1,537	1,038	3,264	2,937	1,659
其他融資活動	(557)	(723)	(670)	(669)	(819)
融資活動現金流量	**980**	**315**	**2,594**	**2,267**	**841**
現金及現金等價物變動	**(19)**	**29**	**19**	**31**	**51**
年初現金及現金等價物	242	223	252	271	303
年末現金及現金等價物	**223**	**252**	**271**	**303**	**354**

資產負債表

年結: 12 月 31 日 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
現金及現金等價物	223	252	271	303	354
機器及設備	17,973	19,003	21,766	24,085	26,910
其他資產	60	510	1,094	1,106	1,119
總資產	**18,256**	**19,764**	**23,131**	**25,494**	**28,383**
貸款與借款	12,279	13,306	16,450	18,097	19,056
保證金	269	285	285	335	379
維修準備金	732	593	692	764	823
其他負債	777	1,000	998	1,121	2,433
總負債	**14,057**	**15,184**	**18,426**	**20,317**	**22,691**
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
儲備	3,041	3,423	3,548	4,019	4,534
股東權益	**4,199**	**4,581**	**4,706**	**5,177**	**5,692**
少數股東權益	-	-	-	-	-
總權益	4,199	4,581	4,706	5,177	5,692

主要比率

年結: 12 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營運資料 (%)					
租賃租金收入增速	20.2	10.5	4.0	16.5	11.2
營業收入總額增速	23.2	14.5	-1.4	16.2	10.6
淨利潤增速	5.8	13.2	-28.4	43.2	15.9
淨租賃收益率	8.6	8.0	7.6	7.9	7.9
機器及設備增速	33.9	5.7	14.5	10.7	11.7
淨財務杠杆 (x)	2.9	2.8	3.4	3.4	3.3
回報率 (%)					
資本回報率	15.5	16.0	10.8	14.6	15.4
資產回報率	3.6	3.7	2.3	3.0	3.1
每股資料 (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
每股帳面價值	6.05	6.60	6.78	7.46	8.20

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

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("招銀國際證券")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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。
本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。
本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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資訊，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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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
招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 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。接收本報告之行為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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人
本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。