

中银航空租赁 (2588 HK)

2018上半年业绩符合预期；全年展望正面

- ❖ **2018上半年业绩符合预期。**租赁租金收入同比增长24%，达到7.53亿美元，与我们预测的全年增长20%一致。总收入和净利润分别增长23%和24%，达到8.25亿美元和2.97亿美元，与我们预测的全年净利润增长22%一致（不包括一次性税收调整）。
- ❖ **净租赁收益率稳定保持在8.5%。**由于美元Libor上涨，2018上半年平均债务成本较2017年末上升0.3个百分点至3.1%。租金率亦随债务成本上升0.3个百分点至10.8%。因此，净租赁收益率稳定保持在8.5%，。3个月美元Libor自年初至今上涨。我们因此将2018年预测平均利率上调0.1个百分点至2.9%，租金率上调0.2个百分点至10.8%，净租赁收益率上调0.1个百分点至8.5%。我们预测2018年净利润将增加5%（扣除一次性税收调整后为24%）至6.15亿美元，较我们之前的预测上调2%。
- ❖ **自有和代管飞机数量增加至324架。**上半年，公司交付了27架飞机，售出19架，使得自有和代管飞机数量达到324架。虽然上半年交付速度符合全年交付58架的指引，但管理层对于发动机短缺导致的空客飞机延迟交付情况表示担忧。早前，空客首席执行官在一份声明中表示，全年交付能够达成，但公司管理层判断下半年交付可能集中在第四季度。我们认为，这种情况将给公司的流动性带来压力。不过公司上半年末的现金和未提取信贷额度总计39亿美元，或可为上述情况提供缓冲。
- ❖ **重申美中贸易战的影响有限。**管理层重申美中贸易战对公司影响有限，因为1) 公司没有任何波音飞机计划交付给中国客户（特别是没有私人飞机和波音737-800NG计划交付中国客户，这些飞机可能需要缴纳关税）；2) 与美国同业相比，公司位于新加坡，处于中立地位。
- ❖ **公司估值。**国际航空运输协会报告上半年客运量增长7%，预计全年增长7%，高于5%的长期趋势。我们对公司未来前景持乐观态度。我们的目标价基于公司2018年末预测P/B的1.2倍。公司当前股价相当于1.1倍2018年预测市盈率。目标价略微上调至56.8港元，潜在升幅15.1%，维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总收入(百万美元)	1,193	1,401	1,672	1,839	1,951
净利润(百万美元)	418	587	615	659	676
每股收益(美元)	0.64	0.85	0.89	0.95	0.97
每股收益变动(%)	10.0	32.1	4.8	7.2	2.6
市帐率(x)	1.35	1.20	1.08	0.99	0.91
市盈率(x)	10.3	7.8	7.4	6.9	6.8
股息率(%)	2.7	4.5	4.7	5.0	5.2
权益收益率(%)	14.4	16.3	15.3	14.9	14.0
杠杆率(x)	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6

来源：公司，招银国际研究

买入（维持）

目标价	HK\$56.8
(此前目标价)	HK\$56.7)
潜在升幅	+15.1%
当前股价	HK\$51.5

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 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	35,707
3月平均流通量(百万港元)	73.2
52周内股价高/低(港元)	52.3/ 39.8
总股本(百万)	694

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	2.6%	7.2%
3-月	1.0%	14.4%
6-月	13.7%	27.0%

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

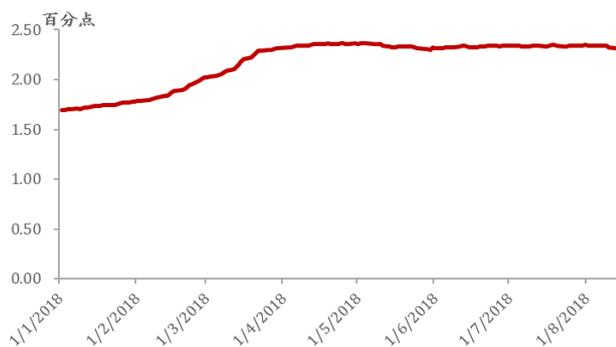
图 1: 2018 上半年业绩回顾

百万美元	1H18	1H17	Yoy
租赁租金收入	753	607	24%
利息及手续费收入	29	14	108%
出售飞机收益净额	37	48	-23%
收入总额	825	670	23%
机器及设备折旧	(267)	(218)	23%
财务费用	(162)	(120)	35%
人事费用	(41)	(32)	28%
成本及费用总额	(495)	(402)	23%
税前利润	329	269	23%
所得税费用冲回/(计提)	(32)	(28)	13%
本公司所有人应占本年净利润	297	240	24%
基本每股利润(美元)	0.43	0.35	23%
中期每股股息(美元)	0.13	0.10	24%

百万美元	1H18	YE17	Change
机队账面净值	14,302	13,667	5%
年化净租赁收益率	8.5%	8.4%	+0.1ppt
年化租金率	10.8%	10.5%	+0.3ppt
债务总额	11,698	10,939	7%
年化租平均债务成本	3.1%	2.8%	+0.3ppt

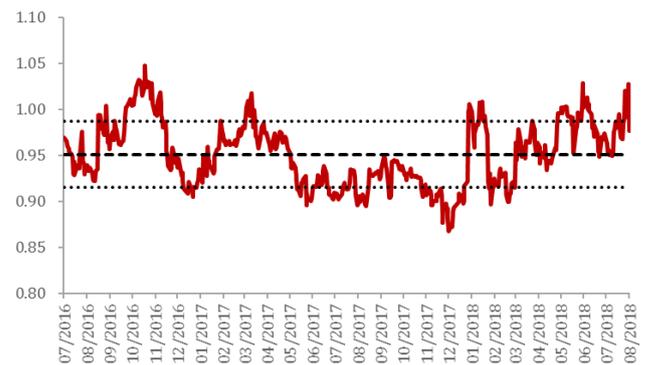
来源: 公司, 招银国际研究

图 2: 3 个月美元 Libor 自年初至今上升 0.62 个百分点



来源: 彭博, 招银国际研究

图 3: 预估市账率



来源: 彭博, 招银国际研究

图 4: 同业估值比较

股份代号	股份名称	收盘价	P/B		ROE		P/E	
			17A	18E	17A	18E	17A	18E
AER US EQUITY	AERCAP HOLDINGS	56.19	0.13	0.88	12.51	11.45	1.08	8.48
AL US EQUITY	AIR LEASE C	44.69	0.14	1.08	18.27	12.11	0.78	9.74
1606 HK Equity	国银租赁	1.51	0.68	0.67	8.72	10.05	7.69	7.27
AYR US EQUITY	AIRCASTLE LTD	20.54	0.11	0.81	7.68	9.43	1.40	8.58
FLY US EQUITY	FLY LEASING-ADR	13.53	0.09	0.61	0.48	12.08	19.29	6.04
1848 HK Equity	中国飞机租赁	7.68	1.52	1.38	21.44	23.48	7.06	6.22
2588 HK Equity	中银航空租赁	51.45	1.20	1.09	15.32	14.88	7.77	7.61
Average			0.55	0.93	12.06	13.35	6.44	7.71

来源: 彭博, 招银国际研究

利润表

年结：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
租赁租金收入	1,048	1,284	1,556	1,723	1,834
利息及手续费收入	48	30	48	48	48
出售飞机收益净额	91	78	59	59	59
其他收入	6	10	10	10	10
收入总额	1,193	1,401	1,672	1,839	1,951
机器及设备折旧	(378)	(460)	(511)	(581)	(641)
财务费用	(216)	(260)	(326)	(365)	(392)
人事费用	(75)	(72)	(86)	(95)	(101)
其他费用	(51)	(57)	(57)	(57)	(57)
成本及费用总额	(719)	(850)	(981)	(1,099)	(1,191)
所得税费用冲回/（计提）	(56)	36	(76)	(81)	(84)
本公司所有人应占本年净利润	418	587	615	659	676

来源：公司，招银国际研究

资产负债表

年结：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
机器及设备	12,605	15,434	17,862	19,478	19,979
其他非流动资产	20	34	34	34	34
非流动资产小计	12,625	15,468	17,896	19,512	20,012
现金及银行结余	206	143	379	437	790
其他流动资产	11	28	484	614	429
流动资产小计	820	572	808	866	1,219
资产总额	13,445	16,040	18,704	20,377	21,231
贷款及借贷	902	1,419	1,405	1,768	1,768
其他流动负债	288	305	305	305	305
流动负债小计	1,190	1,724	1,710	2,073	2,073
贷款及借贷	7,542	9,263	11,535	12,441	12,885
其他非流动负债	1,331	1,234	1,234	1,234	1,234
非流动负债小计	8,873	10,497	12,769	13,675	14,119
负债总额	10,062	12,221	14,479	15,747	16,191
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备及未分配利润	2,224	2,661	3,067	3,472	3,882
权益总额	3,382	3,819	4,225	4,630	5,040

来源：公司，招银国际研究

现金流量表

年结：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	474	551	691	740	760
机器及设备折旧	378	460	511	581	641
财务费用	216	260	326	365	392
调整项	(46)	(29)	(103)	(109)	(111)
营运资金变动	84	29	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	1,106	1,271	1,426	1,578	1,682
资本开支	(2,895)	(4,433)	(4,000)	(3,256)	(2,200)
自由现金流量	(1,789)	(3,162)	(2,574)	(1,677)	(518)
出售机器及设备所收到的现金	1,695	1,239	1,086	1,086	1,086
筹资活动产生的现金流量净额	117	1,771	1,689	649	(214)
现金及现金等价物（减少）/增加净额	22	(152)	201	58	354
现金及现金等价物年初余额	371	394	242	442	500
现金及现金等价物年末余额	394	242	442	500	854

来源：公司，招银国际研究

主要比率

年结：12月31日（百万美元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入构成					
租赁租金收入	87.9%	91.6%	93.0%	93.7%	94.0%
利息及手续费收入	4.0%	2.1%	2.9%	2.6%	2.4%
出售飞机收益净额	7.6%	5.6%	3.5%	3.2%	3.0%
其他收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
增长率					
租赁租金收入	7.5%	22.4%	21.2%	10.7%	6.5%
收入总额	9.4%	17.4%	19.4%	10.0%	6.1%
本公司所有人应占本年净利润	21.8%	40.3%	4.8%	7.2%	2.6%
资产负债比率					
杠杆率（倍）	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6
回报率					
资本回报率	14.4%	16.3%	15.3%	14.9%	14.0%
资产回报率	3.2%	4.0%	3.5%	3.4%	3.2%
每股数据					
每股利润（美元）	0.64	0.85	0.89	0.95	0.97
每股股息（美元）	0.18	0.30	0.31	0.33	0.34
每股账面值（美元）	4.87	5.50	6.09	6.67	7.26

来源：公司，招银国际研究

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

本报告期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商投资者

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。