

公司研究報告

2019 年 8 月 12 日

張健民, CFA

研究部主管

[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

黃景成

研究員

[gary.wong@sinopac.com](mailto:gary.wong@sinopac.com)

黃淼雲

研究員

[james.wong@sinopac.com](mailto:james.wong@sinopac.com)

股票資料

股份編號:	2588.HK
市價:	HKD65.8
市值:	約 HKD456.6 億
52 周低/高位:	HKD48.9/70.4
市盈率:	9.5 倍
股息率:	3.7% (2018 年)

## 中銀航空租賃 ( 2588.HK )

中銀航空租賃是亞洲最大的飛機租賃集團，主要經營經營性租賃、購機回租及第三方資產管理服務。前身為 Singapore Aircraft Leasing Enterprise Pte. Ltd.，獲淡馬錫及 GIC 投資。於 2006 年 12 月獲中國銀行 ( 3988 ) 收購，隨後 2016 年 6 月上市，目前中國銀行通過附屬集團持有 70% 股權，公眾投資者合共持有 30% 股權。

### 當地政策支持

新加坡航空租賃集團享有飛機租賃激勵計劃 ( ALS )，稅率可低至 5 – 10%，同時亦與愛爾蘭簽訂避免雙重徵稅協議 ( DTAA )，令飛機出租人帶來預扣稅的優惠，有助集團的國際化戰略。

### 2019 年首 6 個月營業數據

- 自有及代管的飛機由去年同期的 324 架增長至 337 架，增幅約 4%；飛機利用率略跌，由去年同期的 100% 下降至 99.6%；簽訂租賃承諾增幅 100%，由去年同期 16 項增至 32 項；2019 年交付的飛機總數的指引為 79 架。

#### 1. 集團持續優化飛機組合

- 集團一直保持優化飛機組合，早前出售 17 架較舊型號及較老使用年限的飛機，8 架 A320 系列飛機、7 架 737 系列飛機、1 架 777 系列飛機及 1 架 787 系列飛機。
- 集團通過不斷出售老飛機及購入新飛機，達到優化飛機組合的目的。目前集團飛機組合機齡為 3.1 年，平均尚餘租約 8.2 年。

#### 2. 訂購飛機交付時間推遲

- 集團目前預期交付延遲，可能導致最多達 30 架飛機延後至 2019 年以後交付，佔截止 2019 年 6 月 30 日的 162 架尚未交付飛機的 18.5%，包括航空公司客戶於交付時有權購買的 3 架飛機。當中有 23 架波音 737 MAX 飛機及 7 架空客 A320 NEO 飛機。集團正與製造商商討修訂後的交付時限或將延後至本年度以後交付。

#### 3. 三架飛機的購買事項

- 集團早前與賣方 Qatar Airways Group Q.C.S.C.，訂立協議，購買 3 架空客 A350-900 飛機並租賃予賣方。
- 這是航空租賃集團慣常的購機回租業務，透過承接航空公司本來的訂單，以較低廉的融資成本獲取較高的租賃利息，從中賺取息差，同時航空公司亦可以舒緩資金壓力。

表 1：中銀航空租賃盈利摘要

截至 12 月 31 日財				
政年度	2018A	2019E	2020E	2021E
收入 (US\$mn)	1,542	1,937	2,197	2,429
收入增長 (%)	20.17	25.57	13.44	10.56
EPS (US\$)	0.89	0.98	1.11	1.21
EPS 增長 (%)	4.7	10.54	12.51	9.11
DPS (US\$)	0.31	0.35	0.39	0.43
DPS 增長 (%)	40.9	10.58	13.01	10.40
ROE (%)	15.48	15.49	15.62	15.36
ROA (%)	3.62	3.50	3.50	3.42

資料來源：彭博·永豐金證券 (亞洲)

### 同業對比

- **在財務狀況來看**，以中銀航空租賃 (2588) 最為穩健，對比其他兩家租賃公司超過 800% 的比率下，集團以 292% 跑出。同時集團的 EBITDA/利息開支比例也處於健康水平，亦是三者中最為出眾。
- **在盈利能力來看**，中銀航空租賃 (2588) 雖然在 ROE 上以 13.6% 排第三，但其 ROA 是三者中最高的。這是由於 ROE 包含財務槓桿，而 ROA 則不包含。同時集團的純利率也是三者中最高。
- **在收入及 EPS 增長上看**，中銀航空租賃 (2588) 都在在同業中居中。這是基於集團的追求年輕化的飛機組合以及採用行業內較低的財務槓桿，有利集團降低業務及財務風險上的風險。

表 2：航空租賃同業對比

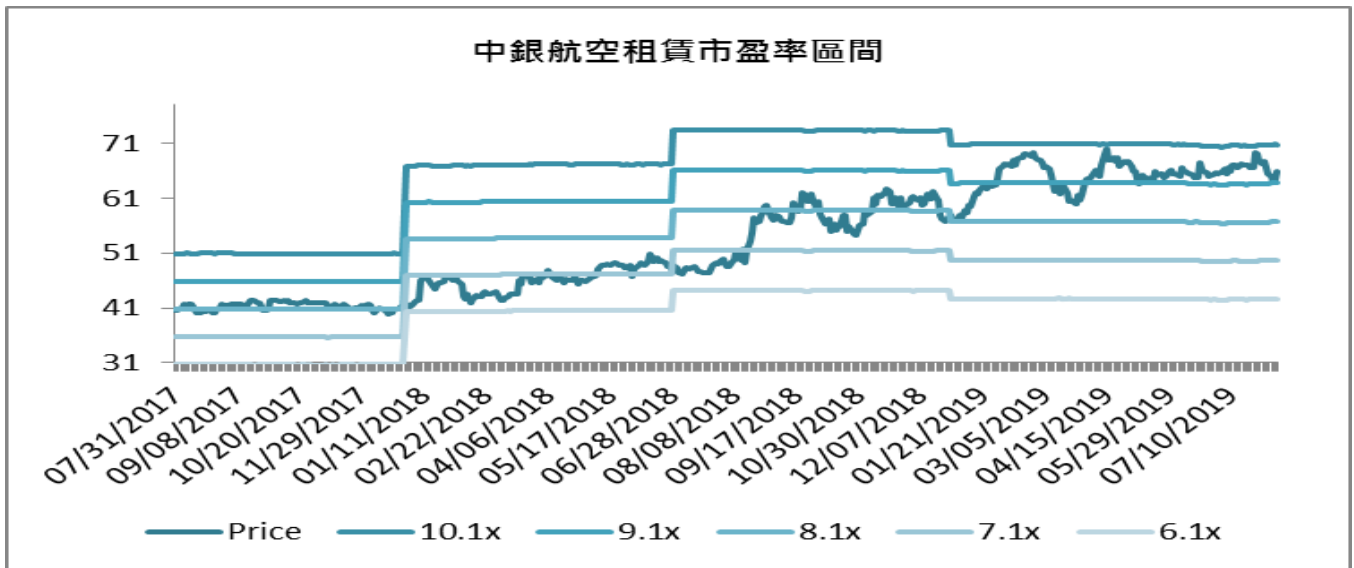
股份代碼	股份名稱	負債權益比率 (%)	EBITDA / 利息開支	三年平均收入增長 (%)	三年平均 EPS 增長 (%)	純利率 (%)	ROA (%)	ROE (%)
1606	國銀租賃	809	2.12	8.73	-4.32	28.0	1.8	16.0
2588	中銀航空租賃	292	3.81	16.57	14.44	35.5	3.2	13.6
1848	中國飛機租賃	898	1.96	23.59	25.41	34.7	2.0	22.4

資料來源：彭博·永豐金證券 (亞洲)

## 我們的看法

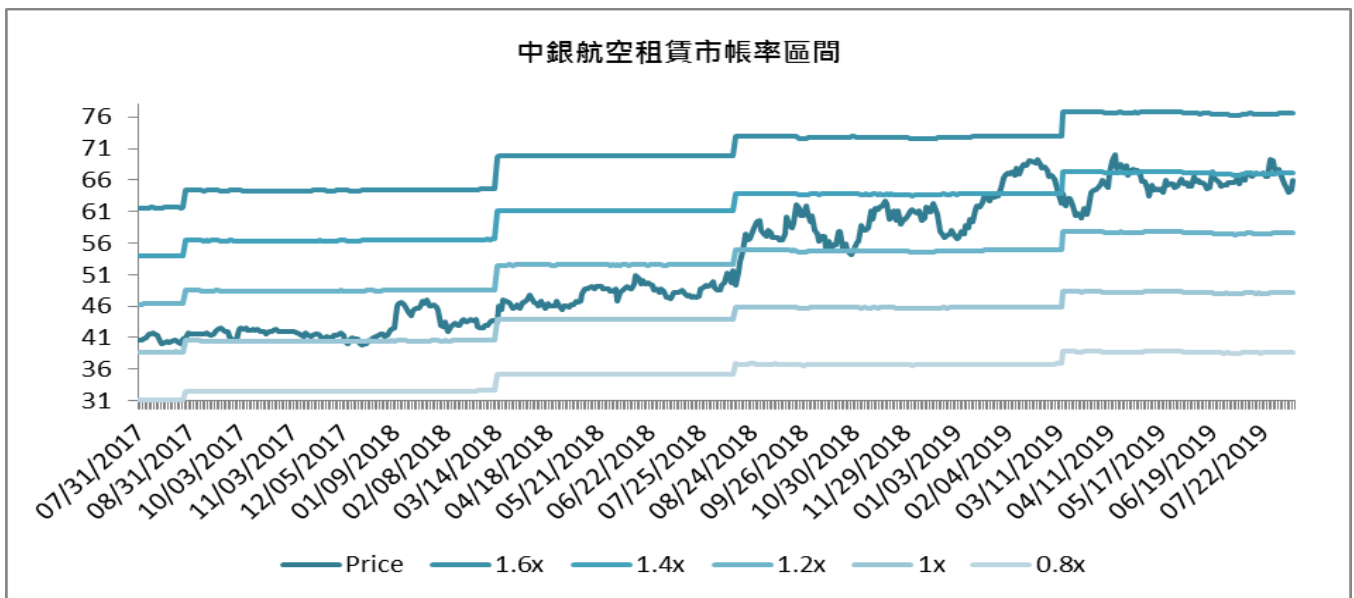
- 我們綜合市場預期估計 **2019 年度業績預期穩健增長**，根據彭博上資料顯示，市場預期 2019 年收入能有 19.3%增長至，每股盈利能獲 10.5%增長，至於股息可以獲得 10.5%增長。在估值方面上，預計集團的 EPS 在 FY19/20/21E 對應 8.5x/7.6x/6.9x 市盈率。
- 股價自 7 月高位\$70.4 後回調，目前在\$62.5 – \$67.5 元區間整固，可以考慮在 \$65 水平吸納，如果失守\$62.5 橫行區下限，可考慮兩年平均市盈率及市帳率的 \$55 吸納，作中長線持有策略。
- 雖然集團擁有 30 架推遲交付的隱憂，但集團在亞洲仍然是領導的飛機租賃集團，集團較低的融資成本、處於新加坡的地理優勢及背靠中國銀行的優勢有利集團業務保持穩健發展，**預料跑贏大市**。

圖 1：中銀航空租賃市盈率區間



資料來源：彭博·永豐金證券（亞洲）

圖 2：中銀航空租賃市帳率區間



資料來源：彭博·永豐金證券（亞洲）

圖 3：中銀航空租賃股價圖（截止 2019 年 8 月 9 日收市價）



資料來源：彭博·永豐金證券（亞洲）

## 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

## 一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

## 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2019 年 8 月 12 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

## 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。