

公司動向報告

2020年1月24日

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

黃淼雲

研究員

james.wong@sinopac.com

股票資料

股份編號:	2588.HK
市價:	HKD72.0
市值:	約 HKD500.1 億
52 周低/高位:	HKD59.8/82.3
市盈率:	10.4 倍
股息率:	3.5% (2018 年)
目標價:	HKD82.0

中銀航空租賃 (2588.HK)

股價重新估值·利淡因素下可留意

2019 業績增長平穩

- 2019 年上半年的經營收入及其他收入總額呈現雙位數增長·從去年上半年的 8.25 億美元上升 13%至 9.30 億美元·大部分區域在 2019 年上半年實現了增長。
- 隨著公司繼續擴大客戶群及促進客戶群多樣化·截至 2019 年 6 月 30 日·公司擁有來自 40 個國家和地區的 92 名航空公司客戶·公司的利息和手續費收入於 2019 年上半年大幅增長·幾乎翻倍至 0.57 億美元·這是由於公司通過交付前付款交易產生了更多經營收入。
- 總體而言·儘管出現若飛機過渡及新舊交替·公司的飛機組合仍表現優異·產生 8.4%的淨租賃收益率·截至 2019 年 6 月 30 日·自有機隊的利用率達到 99.6%·收款率為 97.2%·公司在 2019 年上半年實現了穩健的業績表現·並預計下半年業務將進一步擴張。

分部收入持續增長

- 中銀航空租賃經營收入主要源自租賃租金收入·利息及手續費收入以及其他收入三部分·其中上半年租金收入 8.32 億美元·較 2018 年同期的 7.53 億美元增長 10.5%·總收入佔比達 89.47%·財報解釋稱租金收入上漲主要是源於機隊規模的擴張·由 2018 年 6 月末的 294 架增加至 314 架·另外·公司上半年成本及費用總額增長 16.9%·主要是由於物業·廠房及設備折舊增加和財務費用所致。
- 資產負債表擴張穩健**·截至 2019 年 6 月 30 日·五家獨立評估機構基於對公司自有機隊全生命週期當前市值總額的平均估值為 174 億美元·反映了較之自有機隊 159 億美元的賬面淨值 10%的溢價。

表 1：中銀航空租賃財務摘要

USD(mn)	1H2019	1H2018	2018A	2017A
收入	832	753	1,726	1,403
EBITDA	806	672	1,433	1,190
純利	321	297	620	587
總資產	19,162	17,111	18,256	16,040
總債	12,917	11,467	12,279	10,740
股東權益	4,292	3,988	4,199	3,819
ROE(%)	15.0	14.8	13.7	14.6
ROA(%)	3.4	3.5	3.2	3.6
淨債權益比(%)	294.1	277.2	286.6	273.3
利息開支/EBITDA	3.8	3.8	3.8	4.2
淨租賃收益率(%)	8.4	8.6	8.6	8.5

資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

財務穩健

- 目前，中銀航空租賃標準普爾全球和惠譽評級均為 A-，得益於良好的信用評級。目前公司平均債務成本處於較低水平，2019 年上半年為 3.6%，較 2018 年小幅上升。
- 中銀航空租賃主要的債務融資來源為無抵押債債券和銀行債務，公司流動資金充足。

母企提供支持

- 中國銀行 (3988) 為其提供 20 億美元無抵押循環信貸額度，2022 年 4 月到期。截至 2019 年 6 月，連同現金及信貸額度，中銀航空租賃可用流動資金為 38 億美元。截至 6 月末，中銀航空租賃資本負債率 3.1 倍，與 2018 年底相比未發生重大變化。

波音 737 MAX 客機停飛進展

- **波音 737 MAX 系列飛機或延遲生產。**有消息指出波音 737 MAX 最快於七月才會恢復交付，相信對集團收入增長一定程度影響，集團目前預定生產的有 87 架。
- 但考慮到若果該機型復飛，有助釋放價值，加上中美達成首階段貿易協議，航空相關股短期股價負面因素消除，看好相關股份表現。

Air Bus 客機採購

- 飛機 20 架空客 A320NEO 系列飛機計劃於 2023 年及 2024 年交付。今年 1 月以來，全球航空業的形勢可謂柳暗花明。不計月初的變化，中美終於簽訂第一階段經貿協議，中東局勢沒有惡化，油價沒有大漲，種種均對今年全球航空業有利。
- 中銀航空租賃的中港台客戶比重達 29.3%，亞太客戶及歐洲客戶的比重分別為 22.5% 及 28.1%，可望從航空業整體復甦中受惠。

新型冠狀病毒爆發

- 伴隨病毒傳播蔓延整個中國大陸，預期市民外出消費旅行意欲降低，或導致航空股在 FY20 第一季盈利受壓，同時亦令相關的飛機租賃股回吐。
- 對公司的影響需考慮病毒爆發持續多久，但租賃公司與航空公司早已簽訂租約，相信疫情能短期平息的話對公司運營無重大影響。

投資邏輯

早前美伊局勢升溫下，油價飆升，導致航空股下挫連帶中銀航空租賃回吐。但公司透過 2017 – 2019 平穩增長的 EPS 及 DPS 為市場重新估值提供理據。而且我們相信短期利淡因素對公司長期並無重大影響，此次股價回調令公司的價值凸顯。

估值

- 我們的目標價為 82.0 元，以現價 72 元看有上升空間 13.9%，分別對應彭博上市市場預期 FY 19/20/21 的 10.8x/9.7x/8.8x 市盈率及 3.3%/3.6%/4.0% 股息收益率。相信該公司自 2016 年上市後獲得重新估值，穩健增長的現金奶牛特質會獲市場青睞，同時該公司亦是 A 股市場所缺乏的融資租賃股，在內地投資者眼中也有一定吸引力。
- 雖然公司有內地爆發傳染病及波音 737 MAX 客機延遲復飛的隱憂，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 65 – 70 元為收集區間**。

風險

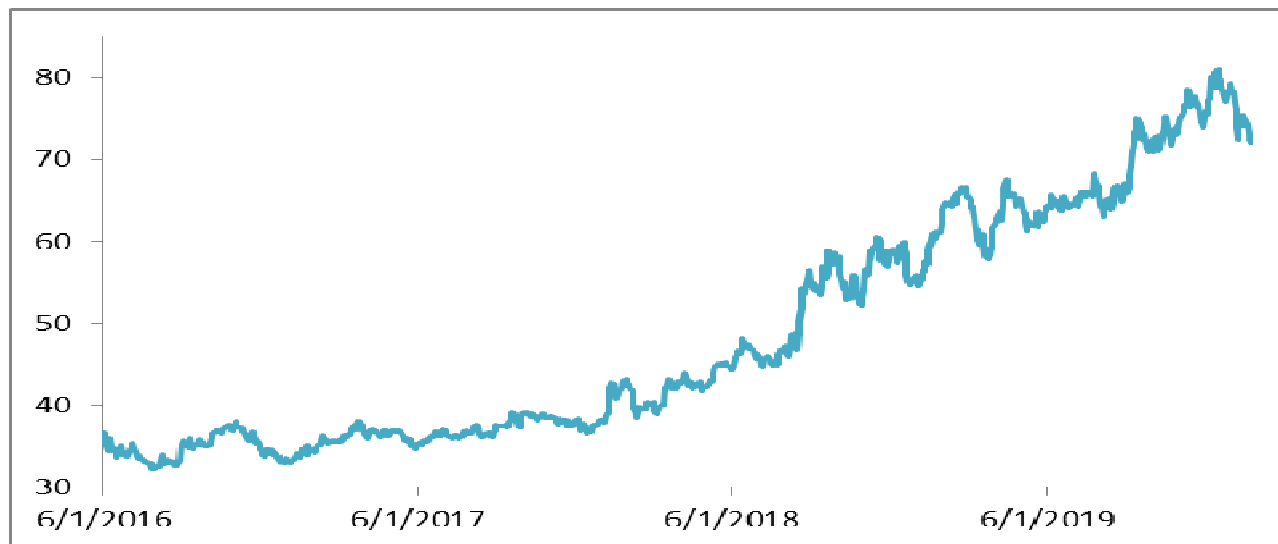
- 1) 信貸風險
- 2) 航空公司營運表現轉差
- 3) 融資利率上升
- 4) 飛機安全性風險
- 5) 飛機或在市場低迷下減值

表 2：中銀航空租賃彭博預期及每股指標

USD(mn)	2018A	2019A	2020A	2021A
收入	1,726	1,942	2,174	2,398
增長 (%)	-	12.5	12.0	10.3
EPS	0.89	0.98	1.09	1.20
增長 (%)	-	10.1	10.9	10.6
P/E (x)	10.4	9.5	8.5	7.7
DPS	0.31	0.35	0.38	0.43
增長 (%)	-	10.9	8.9	12.7
預計收益率 (%)	3.4	3.7	4.1	4.6

資料來源：彭博、永豐金證券（亞洲）

圖 1：中銀航空租賃股價圖



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 2020 年 1 月 24 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。