

證券業務部每周證券評論

中銀航空租賃有限公司 (股份代號: 02588)

BOC Aviation Limited

09 OCT 2017

目標價 \$45.60

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	0.64美元
全年每股股息	0.18美元
市盈率 (x)	7.68
市帳率 (x)	1.01
派息比率	28.125%

資料來源:
彭博、中銀航空租賃有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

中銀航空租賃有限公司(以下稱“中銀航空租賃”或“集團”),集團於2016年6月1日由中國銀行(03988.HK)分拆於香港交易所主板上市。中銀航空租賃是一家頂級的全球飛機經營性租賃公司。集團的核心業務模式著重於按具有競爭力的價格從飛機製造商直接購買新、節能及市場確需的新機隊,以高效的方式就購買飛機進行融資,向全球範圍內多元化的客戶群提供飛機長期經營性租賃以及出售飛機以維持低齡機隊、降低飛機組合的風險及從中賺取收益,並將銷售收益重新投資於新飛機投資。集團的自有機隊按帳面淨值加權計的平均機齡少於4年,使集團的機隊成為飛機經營性租賃行業內平均機齡最低的機隊之一。集團擁有長期合約現金流,自有機隊按帳面淨值加權計的平均剩餘租期多於7年。集團的總部位於新加坡,另於都柏林、倫敦、西雅圖及天津均設有辦事處。截至2017年6月30日,集團的客戶包括52個國家超過140家航空公司簽訂了超過720份租約。

業績回顧 (截至30/06/2017止)

截止2017年6月30日止的6個月,集團上半年的經營收入及其他收入同比增長15.8%至6.7億元(美元,下同);稅前利潤同比增長12.1%至2.69億元;股東應佔溢利同比增長13.2%至2.4億元。每股基本盈利為0.35美元。中期股息為0.1038美元,較去年同期的中期股息0.061美元增長70.2%。

財務方面,截止2017年6月30日止,集團的資產總值為144.05億元,較2016年12月31日的134.45億元,增長7.1%;負債總額為108.69億元,較2016年12月31日的100.62億元,增長8.0%;集團持有現金及定期存款為3.33億元,較去年12月31日的5.58億元,下跌40.5%;集團的流動比率為0.26x,較2016年12月31日的0.69x的流動比率下跌了0.43x。每股淨資產為5.1美元,較2016年12月31日的4.87美元上升了0.23美元。集團的資本負債率(即按債務總額除以2017年6月30日及2016年12月31日各欄內的權益總額計算)為2.7x,較2016年12月31日的2.6x提升了0.1x。

圖表一

業績	截至6月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
千美元			
收入	670,493	579,150	15.8%
稅前利潤	268,538	239,501	12.1%
股東應佔利潤	240,125	212,188	13.2%
每股基本盈利(美元)	0.350	0.350	0.0%
每股中期股息(港元)	0.1038	0.061	70.2%
千美元			
總資產	14,405,137	13,444,555	7.1%
總負債	10,868,620	10,062,387	8.0%
流動比率(x)	0.26	0.69	(0.43)
每股淨資產(美元)	5.10	4.87	0.23
現金及定期存款	332,536	558,483	-40.5%
資本負債率(x)	2.70	2.60	0.1

資料來源:中銀航空租賃有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

租賃租金收入(百萬美元)	截至6月30日止六個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
亞太(中國內地、香港、澳門及台灣除外)	28.5%	173	35.1%	181	4.4%
中國內地、香港、澳門及台灣	27.7%	168	19.8%	102	64.7%
美洲	16.1%	98	16.9%	87	12.6%
歐洲	23.1%	140	21.9%	113	23.9%
中東及非洲	4.6%	28	6.4%	33	-15.2%
總計	100.0%	607	100.0%	516	17.6%

資料來源: 中銀航空租賃有限公司

1. **分地域的表現**。截止 2017 年 6 月 30 日止的六個月，集團今年上半年的經營收入及其他收入同比增長 15.8% 至 6.7 億元。其中，租賃租金收入同比增長 17.7% 至 6.07 億元，租賃租金收入增長主要由於機隊規模從 2016 年 6 月 30 日的 226 架增加到 261 架，加上由於美元倫敦銀行同業拆息上升，浮動費率租約的租金收入相應增加所致。利息及手續費收入同比下跌 45.5% 至 1392.5 萬元，下跌主要因為交付前付款下降，相關飛機在交付時收取的手續費收入相應下跌所致。出售飛機收益淨額同比增長 28.2% 至 4770.6 萬元，去年上半年集團出售飛機的收益淨額較今年上半年低，主要因為去年上半年出售的飛機平均機齡高於今年上半年出售的飛機。而集團的五大地域分部今年上半年的表現如下：

亞太(中國內地、香港、澳門及台灣除外)：佔集團整體租賃租金收入 28.5% 的亞太地區，其今年上半年的租賃租金收入同比下跌 4.4% 至 1.73 億元；

中國內地、香港、澳門及台灣：佔集團整體租賃租金收入 27.7% 的中國內地、香港、澳門及台灣地區，其今年上半年的租賃租金收入同比增長 64.7% 至 1.68 億元；

美洲：佔集團整體租賃租金收入 16.1% 的美洲地區，其今年上半年的租賃租金收入同比增長 12.6% 至 0.98 億元；

歐洲：佔集團整體租賃租金收入 23.1% 的歐洲地區，其今年上半年的租賃租金收入同比增長 23.9% 至 1.40 億元；

中東及非洲：佔集團整體租賃租金收入 4.6% 的中東及非洲地區，其今年上半年的租賃租金收入同比下跌 15.2% 至 0.28 億元。

圖表三

飛機組合，包括訂單簿
(截至 2017 年 6 月 30 日，飛機數目)

機型	自有飛機	代管飛機	已訂購飛機	飛機總數
空客A320CEO系列	126	13	17	156
空客A320NEO系列	1	0	65	66
空客A330CEO系列	12	7	1	20
空客A330NEO系列	0	0	2	2
空客A350系列	0	0	6	6
波音737NG系列	91	8	27	126
波音737MAX系列	0	0	74	74
波音777-300ER	21	1	0	22
波音777-300	0	1	0	1
波音787系列	1	0	4	5
巴西航空工業E190系列	5	2	0	7
貨機	4	4	0	8
合計	261	36	196	493

資料來源: 中銀航空租賃有限公司

2. 營運數據。

擁龐大及年輕的機隊：截至 2017 年 6 月 30 日，集團擁有及代管的飛機共 297 架，當中有 261 架為自有飛機，有 36 架為代管飛機。297 架飛機已租賃予 34 個國家和地區的 75 名客戶。而自有機隊的經賬面淨值加權後的平均機齡為 3.1 年，平均剩餘租期為 7.8 年，當中的無機齡大於 10 年的飛機。集團自有機隊的平均機齡較全球飛機租賃公司的平均機隊 9-10 年為短，平均剩餘的租期亦較長。於 8 月初時，集團同意以飛機的目錄價格 12.5 億美元購買 10 架全新的波音 737 MAX10 飛機，預期飛機將於 2021 年交付。相信隨著集團的機隊繼續擴大及年輕化下，能在競爭十足的飛機租賃行業中

取得更多的市場份額及收入。

訂單簿內飛機架數量多：截至 2017 年 6 月底，集團的訂單簿共有 196 架飛機，196 架飛機已計劃於 2017 年 7 月 1 月至 2021 年期間交付。目前集團在 2017 年已投資和已承諾的資本支出達 39 億美元，年初時為 28 億美元。而訂單簿未來 4 年半的支出達到 90.85 億元，訂單簿內飛機架數眾，有助提升集團未來的機隊增長，增加集團收入。2017 年集團計劃交付 78 架飛機，其中 41 架飛機預計在下半年交付，較今年上半年已交付的 37 架增加了 4 架，亦是集團計劃交付數量最大的一年。集團今年計劃交付的飛機已有全數租予客戶，對於租約將在 2017 年到期的所有飛機，集團已簽署租賃或展期承諾。管理層預期明年交付約 80 架飛機，較今年多出兩架，明年計劃交付的飛機已有超過 60% 租出。

投資要點及利好因素

3. **加息週期下集團具借貸成本低優勢。**在加息週期下，集團今年上半年的平均債務成本為 2.8%，較去年上半年的 2.3% 上升了 0.5 個百分點，但仍遠低於同行的水平。集團未來會繼續努力將借貸息差降低，在標普及惠譽給予 A- 的信用評級下，今年 5 月集團以最小的價差發行了 5 億美元五年期的債券。

而集團是由中國銀行(03988.HK)分拆於香港交易所主板上市。中國銀行持有集團 70% 的已發行股份。所以集團享有母公司中國銀行在資金融資上的支持。中國銀行已向集團提供 20 億美元的已承諾無抵押授信額度。該筆授信於 2022 年到期，截至 2017 年 6 月 30 日全數未提取。連同現金和其他未提取的授信額度，截至 2017 年 6 月 30 日集團可用流動資金超過 43 億美元，約佔集團未來 4 年半飛機資本支出的一半，有助集團擴大機隊的規模。集團的財務結構亦十分穩定，其資本負債率雖然較 2016 年 12 月 31 日的 2.6 倍上升了 0.1 倍至 2.7 倍，但仍較 2015 年 12 月 31 日的 3.7 倍為低。

除集團大股東支持外，集團亦擁有良好的資產組合。截至 2017 年 6 月 30 日，概無航空公司客戶逾期貿易應收賬款，2017 年上半年的組合利用率為 99.6%，現金收回率為 100%。

另外，在租賃租金收入結構上集團亦已為進入加息週期做好準備。截至 2016 年 12 月 31 日，集團有 54% 的租金收入是浮動租金，餘下的 46% 的租賃租金收入為固定利率租約，雖然集團的融資結構上未能完全匹配，但集團將未能匹配的部通過利率對沖，如長債、掉期等方式進行管理，以限制利率變動對集團所造成的負面影響。

股價走勢

集團於 10 月 6 日的收市價為 \$42.50，股價按年升 2.29%。集團的股價於今年 6 月初 39 元附近的低位位置反覆升上上周五收市 42.50 元的水平，升幅超過 8%。現時 14 天相對強弱指數亦已由高位回落至 61.2341 的水平，股價升至 10 天、20 天及 50 天移動平均線以上，而 MACD 線及訊號線利好的區間內，相信短期集團的股價有力向上。集團為亞洲區內最大，全球第五大的飛機租賃公司，擁有 297 存飛機的機隊，租賃業務已涉及 34 個國家和地區的 75 家航空公司，而飛機組合的利用率已達到 99.6%。相信隨著全球航直需求增加，特別是亞太地區市場對飛機需求成為旺盛下，投資可考慮於 40 元附近的水平增持或吸納，以憧憬集團未來的收入穩定增長。 資料來源: 彭博

估值預測

以 10 月 6 日的收市價\$42.5 計算，其市盈率及市帳率分別為 8.51 及 1.12 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中較高的水平。根據航空及飛機租賃行業內的獨立顧問航升預測，由 2013 年至 2032 年，全球服役商用飛機總數將繼續以複合年增長率 3.7% 增長，而到 2032 年年底，全球將會有超過 41,000 架服役的商用飛機。為滿足航空增長的需求，於 2013 年至 2032 年的 20 年期間，將會交付超過 34,900 架新的商用飛機，估計價值超過 40,000 億美元。中國將為未來 20 年航空交通及飛機的主要增長市場。中國航空公司營運的商用客機數目由 2013 年至 2021 年的複合年增長率為 6.9%，而 2013 年至 2031 年的複合年增長率為 5.7%，將於 2021 年及 2031 年分別增至 3,381 架及 5,387 架。中國新交付的飛機是為了應付增加的航空交通及替換將於未來 20 年內退役的現役飛機。航升預測，現役飛機其中約 50% 將於 2031 年被替換，可見未來國內以至全球的出租飛機的需要量大，正好有助集團擴大收入。若從地區看，預期亞太區、北美洲及歐洲將分別佔交付的新商用飛機總數的 40.5%、20.8% 及 16.3%。從以上的數據看，亞太區將會是未來航空業務增長最快的地區，特別是一些新興市場的國家，而中國及印度等的中產人口愈來愈多，因中國現時已成為全國第二大的航空市場，特別是中國政府在基礎設施如機場方面的建設將會加快，而印度的市場雖然較中國仍然較細，但增長速度非常之快，所以中印將會成為航空市場發展的重點。而內地的《民航發展“十三五”規劃》和《全國民用運輸機場布局規劃》國內國際航線數量也將大幅增長。加快融資租賃業及國內加快發展民用航空的發展的政策及措施，提升對飛機租賃的需求，大大對集團的飛機租賃業務擴展十分之有利。而集團貴為全球第五大的飛機租賃公司，今年上半年的業務亦有不錯的表現，而其機隊規模龐大及機齡較同行輕，加上有大股東中國銀行於背後的支持，有利未來進一步擴大業務發展。所以會將中銀航空租賃的目標價定在\$45.60 即相當於 8.34 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 7.29% 的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 利率風險。已進入加息週期，高槓桿的資金將會增加集團的財務成本，對集團的盈利造成壓力
- 全球經濟下行壓力加大，或會為集團帶來業務的不確定性
- 飛機租賃行業得到國策得支持，行業中將有更多競爭者加入，會對集團的盈利有負面影響

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。