

亚太区飞机经营租赁龙头，穿越周期、行稳致远

——中银航空租赁首次覆盖报告



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **疫情冲击影响空前无碍长期发展前景，亚太市场率先复苏仍是中流砥柱。** 1) 2020 新冠疫情为全球航空业带来空前影响，预计需 3-5 年发展才能重回正轨，但是仍然看好中长期发展前景。2) 飞机经营租赁是航空业重要组成部分且重要性不断提升，未来将伴随航空产业的发展而“水涨船高”。经营租赁公司持有有机队比重已超 50%并不断提升。3) 据波音预测，亚太地区已成为全球航空客运需求增长速度最快的地区，已成为经营租赁公司兵家必争之地。
- **聚焦亚太市场，打造龙头核心竞争力，平稳穿越行业周期起伏。** 1) 公司享有中国银行的信用支持与背书，且享有更高的信用评级，平均债务成本常年居于 2-3%；2) 公司保持了独立于国有体制的薪酬体系，采取了市场化的、对管理层有激励作用的薪酬制度，为公司的高效经营提供了制度保障；3) 公司机龄 3.5 年显著低于可比公司，机队价值波动率与减值风险较低；4) 公司订单剩余租期 8.5 年，有利于公司未来现金流的稳定性与确定性，业绩确定性更高；5) 公司近年来平均 ROE 超过 15%，明显高于可比公司，疫情冲击下公司 ROE 抗压性更强；6) 公司净租赁收益率 8.2%-8.6%，高且稳定；7) 作为聚焦亚太的龙头，公司将充分享受亚太市场成长红利。
- **行业即将面临大规模洗牌，公司有望充分受益。** 1) 自疫情发生之后，飞机买卖与租赁订单取消的事件层出不穷，随着全球航空业萧条的局面的持续，更多飞机租赁公司的生存将难以为继，这势必会带来新一轮大规模的行业破产与整合浪潮，集中度或加速提升。2) 公司把持稳健经营战略与卓越的机队管理能力，拥有“低机龄+长租期”的经营结构，叠加集团公司提供的坚实后盾，公司具备经受疫情考验的充足底气，并有望受益于亚太地区的率先复苏。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.02/1.17/1.37 美元，采用历史估值法，公司上市以来历史 PE 估值中枢为 8.60x，作为 2021 年目标估值，对应目标价 78.19 港元/股（1 美元=7.75 港元）。首次覆盖，给予公司增持评级。

风险提示

- 飞机交付情况不及预期，疫情对航空运输业影响超出预期；
- 净租赁收益率超预期下行或平均债务成本超预期上行。

公司主要财务信息

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万美元） | 1,726 | 1,976 | 2,081 | 2,309 | 2,558 |
| 同比增长 | 23.19% | 14.51% | 5.33% | 10.96% | 10.75% |
| 营业利润（百万美元） | 685 | 775 | 774 | 895 | 1,043 |
| 同比增长 | 24.33% | 13.10% | -0.16% | 15.64% | 16.59% |
| 归母净利润（百万美元） | 620 | 702 | 707 | 814 | 949 |
| 同比增长 | 5.76% | 13.18% | 0.73% | 15.10% | 16.59% |
| 每股收益（美元） | 0.89 | 1.01 | 1.02 | 1.17 | 1.37 |
| 营业利润率 | 39.71% | 39.22% | 37.18% | 38.75% | 40.79% |
| 净利率 | 35.96% | 35.54% | 33.99% | 35.26% | 37.12% |
| 净资产收益率 | 15.48% | 16.00% | 14.88% | 15.68% | 16.16% |
| 市盈率（倍） | 10.12 | 8.95 | 8.88 | 7.72 | 6.62 |
| 市净率（倍） | 1.50 | 1.37 | 1.27 | 1.15 | 1.00 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

| | |
|----------------------|------------------|
| 股价（港元，收盘日 2020/12/1） | 70.15 |
| 目标价格（港元） | 78.19 |
| 52 周最高价/最低价（港元） | 76.49/33.55 |
| 总股本/流通 H 股（亿股） | 6.94/6.94 |
| H 股市值（亿港元） | 480 |
| 国家/地区 | 中国香港 |
| 行业 | 金融租赁 |
| 报告发布日期 | 2020 年 12 月 02 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | 1.32 | 43.99 | 20.78 | -1.27 |
| 相对表现 | 1.74 | 34.72 | 17.16 | -1.25 |
| 恒生指数 | -0.42 | 9.27 | 3.62 | -0.02 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080006

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1. 背靠中国银行，稳居全球飞机租赁头部阵营 | 6 |
| 1.1. 积极扩大机构规模和机队数量，助力业绩持续增长..... | 6 |
| 1.2. “银行系”背景显著，融资优势明显..... | 6 |
| 1.3. 卓越的治理层和管理团队为业绩增长保驾护航..... | 7 |
| 1.3.1. 董事会背景多元化、专业化提升公司决策的科学性与前瞻性 | 7 |
| 1.3.2. 专业的国际化管理团队助力公司高效运行 | 9 |
| 1.4. 业务聚焦：飞机租赁主导，辅之以飞机出售..... | 10 |
| 1.4.1. 飞机经营租赁业务一直占据核心地位，飞机出售占比波动较大 | 10 |
| 1.4.2. 飞机折旧与财务费用构成公司主要的营业成本 | 11 |
| 2. 疫情影响空前无碍长期发展前景，亚太市场率先复苏仍是中流砥柱 | 11 |
| 2.1. 疫情冲击影响预计持续 3-5 年，长期向好趋势不变..... | 11 |
| 2.1.1. 全球航运短期受疫情冲击明显，仍看好中长期发展 | 11 |
| 2.1.2. 航空客运增速换挡，即将开启进入新一轮的发展周期 | 12 |
| 2.1.3. 新冠肺炎疫情对航空运输业冲击严重，预计 3-5 年完全恢复 | 14 |
| 2.2. 飞机经营租赁是航空产业链关键一环，重要性不断提升..... | 15 |
| 2.2.1. 飞机经营租赁是全球航空运输产业链不可或缺的一环 | 15 |
| 2.2.2. 经营租赁与融资租赁各有千秋，相辅相成 | 16 |
| 2.2.3. 经营租赁公司持有飞机占比持续增长，经营性租赁重要性不断提升 | 17 |
| 2.3. 受益于亚太地区航运的高速发展，亚太市场成为租赁公司的重要战场..... | 17 |
| 2.3.1. 亚太地区客运需求增速领先，南亚、东南亚与中国增速最高 | 17 |
| 2.3.2. 全球现役机队数量亚太地区占比最高，该比例将继续增长 | 18 |
| 2.3.3. 中长期来看，亚太地区将成为飞机租赁公司兵家必争之地 | 19 |
| 3. 亚太区飞机经营租赁龙头，穿越周期、行稳致远 | 19 |
| 3.1. 受益于高信用评级与大股东支持，公司融资成本低于同行..... | 19 |
| 3.2. 市场化薪酬制度激励团队高效经营..... | 20 |
| 3.3. 机队优势显著：机龄短、剩余租期长、规模稳健增长..... | 20 |
| 3.3.1. 低机龄降低价值波动率与减值风险，更好迎合市场需求 | 20 |
| 3.3.2. 机队规模持续稳定提升，助公司主营业务稳健增长 | 21 |
| 3.3.3. 订单剩余租期长，降低未来现金流波动风险 | 22 |
| 3.4. 地区分散降低经营风险，聚焦亚洲促进业绩增长..... | 23 |
| 3.4.1. 地区分散化经营，降低区域性风险 | 23 |
| 3.4.2. 聚焦亚洲市场，充分受益于亚洲经济的率先复苏与中长期高增速 | 24 |

| | | |
|------|-----------------------------------|----|
| 3.5. | 供应链上下游关系紧密，议价能力强 | 25 |
| 3.6. | 卓越的机队运营管理能力，为公司穿越行业周期保驾护航 | 26 |
| 4. | 疫情加速集中度提升，公司望充分受益于行业的大规模洗牌 | 27 |
| 4.1. | 疫情催生行业新一轮大洗牌，集中度或加速提升 | 27 |
| 4.2. | 经受疫情考验脱颖而出，公司望充分受益于行业大洗牌 | 28 |
| 4.3. | 公司 ROE 与净租赁收益率领先，业绩兼具成长与稳定性 | 30 |
| 5. | 盈利预测与投资建议 | 33 |
| 5.1. | 盈利预测：疫情冲击影响预计逐渐出清 | 33 |
| 5.2. | 投资建议 | 35 |
| 6. | 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 中银航空租赁的历史沿革..... | 6 |
| 图 2: 中银航空租赁股权结构 (截至 2020 年 6 月 30 日) | 7 |
| 图 3: 中银航空租赁董事构成基本情况一览 (截至 2020 年 6 月 30 日) | 8 |
| 图 4: 2016-2020H 中银航空租赁收入结构 | 10 |
| 图 5: 2013-2020H 中银航空租赁成本结构 | 11 |
| 图 6: 过去 40 年航空业收入客公里 (万亿 RPKs) 增长超过 4 倍 | 12 |
| 图 7: 2010 年至 2019 年全球 GDP 与 RPK 同比增长率 | 12 |
| 图 8: 2019 年 9 月至 2020 年 9 月全球收费客公里 (RPK) 累计同比增速情况 | 13 |
| 图 9: 2011 年-2019 年可用座位公里 (ASK) | 13 |
| 图 10: 2011 年至 2020 年全球客座率 (PLF) 波动上升, 至 2019 年末全球客座率达到 82.6% | 14 |
| 图 11: 2019 年 9 月至 2020 年 9 月可用座公里 (ASK) 与客座率 (PLF) 累计同比增减 | 14 |
| 图 12: 新冠肺炎疫情影响下全球收入客公里 (万亿 RPKs) 预计将低于预期 32%-41% | 15 |
| 图 13: 全球 RPK 预计在 2023 年恢复到 2019 年水平, 相对 GDP 恢复速度滞后 2 年 (设 2019 年 GDP 和 RPK 指数为 100) | 15 |
| 图 14: 飞机经营性租赁所处产业链位置 | 16 |
| 图 15: 经营性租赁公司持有的飞机在全球现役机队的比重不断提升 | 17 |
| 图 16: 2019 年全球分地区 GDP 和 RPK 增长率 | 17 |
| 图 17: 2019 年亚太地区 GDP 和 RPK 增长率 (细分地区与国家) | 18 |
| 图 18: 2019 年全球现役机队分布比例 | 18 |
| 图 19: 2019 年和预计 2039 年全球机队分布比例对比 | 18 |
| 图 20: 中银航空租赁与可比公司 2019 年及 2020H1 债务融资成本率 | 20 |
| 图 21: 中银航空租赁与可比公司机龄 (年) | 21 |
| 图 22: 2015-2019 年公司飞机市场价值较账面净值的溢价率情况 | 21 |
| 图 23: 现役机队和已订购飞机数量 | 22 |
| 图 24: 未来交付飞机数量分布图 | 22 |
| 图 25: 中银航空租赁 2019 和 2020H1 自有、代管和已订购飞机数量 | 22 |
| 图 26: 中银航空租赁与可比公司剩余租期 (年) 对比 | 23 |
| 图 27: 2013-2020H1 中银航空租赁新签订租约单数 | 23 |
| 图 28: 中银航空租赁 2015 年-2020H1 客户数量 | 24 |
| 图 29: 中银航空租赁业务地区分布 | 24 |
| 图 30: 新冠疫情影响下, 亚太、欧洲、北美 RPK 增速 | 24 |
| 图 31: 中银航空租赁与可比公司收入地区分布 | 25 |
| 图 32: 公司灵活调整购机回租策略应对行业周期起伏变化 | 26 |

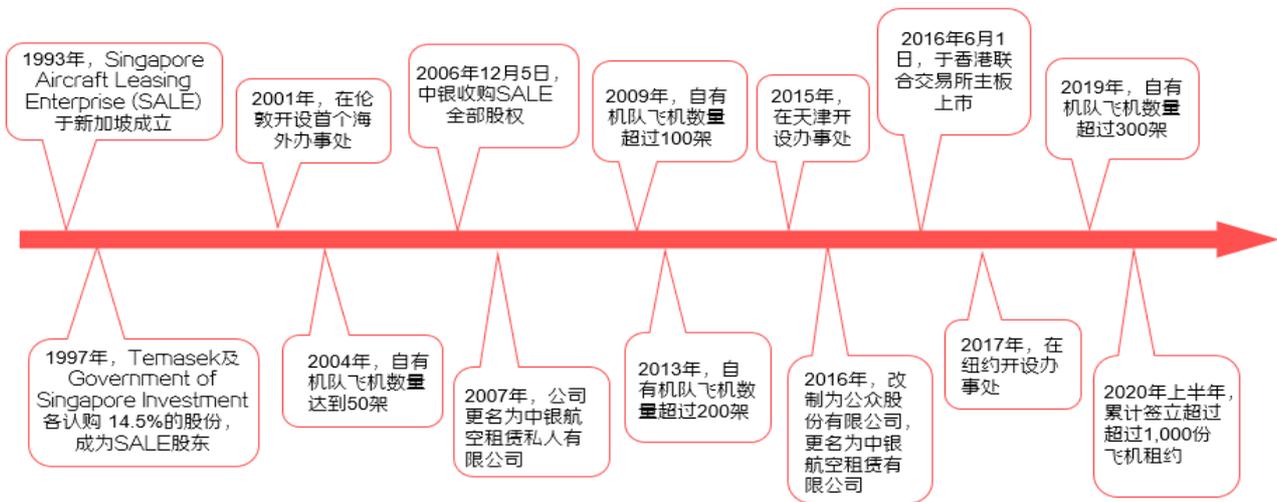
| | |
|---|----|
| 图 33: 公司在行业下行周期中有针对性减少飞机出售业务 | 27 |
| 图 34: 飞机经营租赁公司头部阵营机队数量: 2015 vs 2019..... | 29 |
| 图 35: 飞机经营租赁公司头部阵营机队价值 (亿美元): 2015 vs 2019..... | 29 |
| 图 36: 2015-2019 年可比飞机租赁公司净利润 CAGR..... | 31 |
| 图 37: 2015-2020H1 可比飞机租赁公司净利润增速 | 31 |
| 图 38: 2015-2020H1 可比飞机租赁公司平均 ROE (%) | 31 |
| 图 39: 2015-2020H1 可比飞机租赁公司 ROE (%) | 31 |
| 图 40: 2019-2020H1 可比飞机租赁公司净租赁收益率 | 32 |
| 图 41: 公司净租赁收益率表现出更高的稳定性 | 32 |
| 图 42: 2020H1 可比飞机租赁公司权益乘数..... | 32 |
| 图 43: 2016-2020H1 公司权益乘数逐年稳步提升..... | 32 |
| 图 44: 2015-2020H 可比飞机租赁公司股息支付率..... | 33 |
| 图 45: 中银航空租赁历史 PE 估值水平一览 (2016/6/1-2020/12/1) | 35 |
| | |
| 表 1: 中银航空租赁董事所具备的专业知识与技能 (截至 2020 年 6 月 30 日) | 8 |
| 表 2: 中银航空租赁董事履历 (截至 2020 年 6 月 30 日) | 8 |
| 表 3: 中银航空租赁高管所具备的专业知识与技能 (截至 2020 年 6 月 30 日) | 10 |
| 表 4: 中银航空租赁与可比公司信用评级对比 | 19 |
| 表 5: 中银航空租赁主要客户 | 25 |
| 表 6: 疫情发生后全球头部飞机租赁公司发生的部分飞机订单取消情况一览..... | 27 |
| 表 7: 疫情发生后全球航空公司发生的部分破产或清算情况一览..... | 28 |
| 表 8: 中银航空租赁估值模型预测指标..... | 33 |
| 表 9: 中银航空租赁分类收入预测 (百万美元) | 34 |

1. 背靠中国银行，稳居全球飞机租赁头部阵营

1.1. 积极扩大机构规模和机队数量，助力业绩持续增长

中银航空租赁 1993 年在新加坡成立，2006 年成为中银全资子公司，2016 年于港交所主板上市。中银航空租赁的前身为新加坡飞机租赁公司(Singapore Aircraft Leasing Enterprise)，该公司 1993 年成立于新加坡。1997 年，淡马锡(Temasek)和新加坡政府投资公司(Government of Singapore Investment)成为新加坡飞机租赁公司的股东。2006 年 12 月，中国银行收购了新加坡飞机租赁公司的全部的股权，2007 年该公司更名为中银航空租赁私人有限公司。

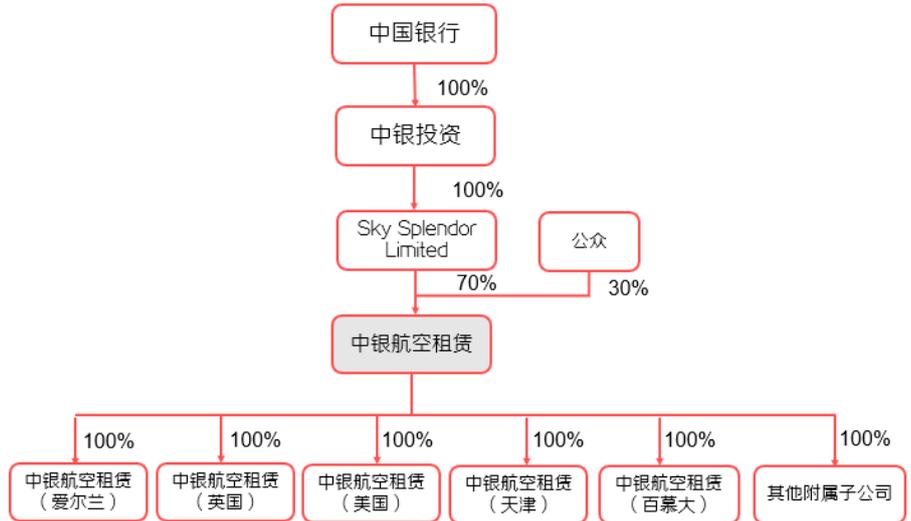
图 1：中银航空租赁的历史沿革



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. “银行系”背景显著，融资优势明显

中国银行持有其 70% 股权，大型“银行系”背景优势显著。截至 2020 年 6 月 30 日，中国银行股份有限公司持有中银航空租赁 70% 的股份，为公司第一大股东，也是公司的主要控制人。中国银行为中银航空租赁公司提供了强大的“银行系”背景。中国银行是国有四大行之一，同时也是中国国际化和多元化程度最高的银行，能够为中银航空租赁公司提供强大的、可信赖的信用背书，这使得中银航空租赁公司获得了较高的信用评级，为其融资提供了极大的便利。

图 2：中银航空租赁股权结构（截至 2020 年 6 月 30 日）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3. 卓越的治理层和管理团队为业绩增长保驾护航

1.3.1. 董事会背景多元化、专业化提升公司决策的科学性与前瞻性

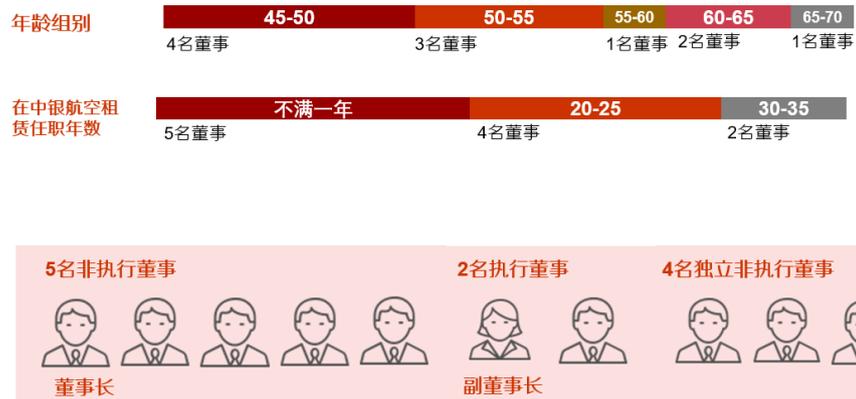
公司着力推进董事会多元化政策。为使董事会成员具备多元化的视野，公司在决定董事会成员的委任及续任时考虑多项因素，包括性别、年龄、文化及教育背景、种族、地区、专业经验、技能、知识、任期、监管要求及本公司主要股东的合法权益，以使得董事可以独立地履行对管理层经营活动的监督职能，发挥配合本公司企业战略的作用。

1) 截至 2020 年 6 月 30 日，公司董事会共有 11 名董事构成，其中仅有副董事长张晓路和总经理兼首席执行官 Robert James Martin 为执行董事，其余 9 名董事均为非执行董事（包含 5 名非执行董事与 4 名独立非执行董事）。较高的独立董事占比，能够有效地解决代理人问题，使公司决策更加公平、高效，并能够有效促进公司治理与股东利益的一致性，保障公司股东利益的最大化。

2) 11 名董事中，华人董事 9 名，非华人董事 2 名，多元化的董事种族构成也有利于公司的长远发展和战略制定的前瞻性与创新性。

3) 11 名董事中，有 7 人是处于 45-55 岁年龄段的中坚力量，另外 4 人年龄超过 55 岁，具有丰富的经验，能够为公司治理做出较大贡献。

4) 公司的 11 名董事均拥有丰富的担任行政及战略领导或于其他公司担任董事、高管的经验，另外，他们还拥有资本市场专业知识和环球业务相关的工作经验。其中 9 名华人董事拥有中国内地市场的经验，且有 27% 的董事在飞机及租赁业务方面经验丰富。这些董事所具备的专业知识与技能涵盖资本市场、环球业务、会计和财务管理和法律合规以及风险监管等方面，在为公司发展提供宝贵经验的同时，能够提升公司决策的专业性与前瞻性。

图 3：中银航空租赁董事构成基本情况一览（截至 2020 年 6 月 30 日）


数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

表 1：中银航空租赁董事所具备的专业知识与技能（截至 2020 年 6 月 30 日）

| | 行政领导及战略/董事/高级行政人员经验 | 资本市场专业知识 | 环球业务 | 中国内地市场的经验 | 会计专业/财务管理专业知识 | 法律专业/监管及合规/风险管理 | 飞机及租赁业务 |
|---------------------|---------------------|----------|------|-----------|---------------|-----------------|---------|
| 孙煜（董事长） | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| 张晓路（副董事长） | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Robert James Martin | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ | ✓ |
| 朱林 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 李芒 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| 刘承钢 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 王志恒 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| 付舒拉 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |
| Antony Nigel Tyler | ✓ | ✓ | ✓ | | | ✓ | ✓ |
| 戴德明 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| 杨贤 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| 占全体董事的百分比 | 100% | 100% | 100% | 82% | 36% | 100% | 27% |

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

表 2：中银航空租赁董事履历（截至 2020 年 6 月 30 日）

| 姓名 | 职务 | 任职时间 | 履历介绍 |
|----|-----------|-----------|---|
| 孙煜 | 董事长,非执行董事 | 2019/2/27 | 孙先生于 1998 年加入中国银行,自 2018 年 9 月至 2019 年 2 月担任中国银行海外业务总监,2019 年 2 月起担任本公司董事长。 |

| | | | |
|---------------------|-----------|------------|---|
| 张晓路 | 副董事长,执行董事 | 2020/1/1 | 张女士于 1990 年 7 月加入中国银行, 先后在多个岗位任职, 加入本公司前, 张女士担任中国银行卢森堡分行、中国银行(卢森堡)有限公司副行长, 任职期间为 2014 年 4 月至 2019 年 12 月, 张女士自 2020 年 1 月起担任副总经理、副董事长、执行董事、战略及预算委员会委员。 |
| Robert James Martin | 执行董事 | 1998/7/5 | Martin 先生于 1998 年加入本公司, 拥有超过 30 年的飞机及租赁业务经验, 曾就职美国银行、日本长期信贷银行和汇丰投资银行(亚洲)有限公司。 |
| 朱林 | 非执行董事 | 2014/1/22 | 朱女士于 1997 年 7 月加入中国银行, 自 2014 年 1 月起担任非执行董事, 现为本公司非执行董事、审计委员会委员、风险委员会委员。 |
| 李芒 | 非执行董事 | 2015/12/14 | 李先生于 1990 年 7 月加入中国银行, 现任中国银行交易银行部总经理, 自 2015 年 12 月起担任本公司非执行董事。 |
| 刘承钢 | 非执行董事 | 2016/9/7 | 刘先生于 1994 年 7 月加入中国银行, 现任中国银行股权投资及综合经营管理部总经理。刘先生亦为中银国际控股有限公司、中银集团保险有限公司及中银理财有限责任公司董事。 |
| 王志恒 | 非执行董事 | 2018/10/22 | 王先生于 1999 年加入中国银行, 现任中国银行职工监事兼人力资源部总经理。王先生亦为中银集团保险有限公司及中银国际控股有限公司董事。 |
| 付舒拉 | 独立非执行董事 | 2011/2/1 | 付先生自 2011 年 2 月起担任独立董事, 并于 2016 年 3 月续任独立非执行董事。1984 年至 2015 年, 付先生于中国航空工业集团公司(「中航工业」)担任多个要职, 现为本公司独立非执行董事、薪酬委员会主席、审计委员会委员、提名委员会委员。 |
| Antony Nigel Tyler | 独立非执行董事 | 2016/5/12 | Tyler 先生从 2011 年 7 月 1 日至 2016 年 9 月为国际航空运输协会(「IATA」)会长兼行政总裁。加入 IATA 之前, Tyler 先生于 1996 年 12 月至 2011 年 3 月为国泰航空有限公司的执行董事(于联交所上市)及于 2007 年 7 月至 2011 年 3 月为行政总裁, 自 2016 年 5 月起担任独立非执行董事。 |
| 戴德明 | 独立非执行董事 | 2016/5/12 | 戴博士自 2016 年 5 月起担任独立非执行董事。戴博士现任浙商银行股份有限公司(于联交所上市)、青岛海尔股份有限公司(于上海证券交易所上市)、中信建投证券股份有限公司(于联交所上市)、中国电力建设集团有限公司(于上海证券交易所上市)及保利发展控股集团股份有限公司(于上海证券交易所上市)的独立非执行董事。 |
| 杨贤 | 独立非执行董事 | 2016/12/13 | 杨博士自 2016 年 12 月起担任独立非执行董事, 亦为提名委员会委员、战略及预算委员会委员。 |

数据来源: WIND、公司年报、东方证券研究所

1.3.2. 专业的国际化管理团队助力公司高效运行

中银航空租赁拥有专业的管理团队, 国际化和多元化有利于公司高效运行。Robert James Martin 任公司首席执行官兼董事总经理, 负责公司的日常管理工作, 其拥有 28 年的飞机租赁业务经验, 是飞机经营性租赁行业中在同一家公司任职时间最长的行政总裁之一。Steven Townend 担任首席财务官兼副总经理, 2001 加入中银航空租赁有限公司, 有着丰厚的飞机融资及租赁经验。David Walton 任首席运营官, 拥有逾 25 年的航空融资及租赁经验, 曾领导全球营运、技术及资产组合管理团队, 并负责开发及指导大规模租赁机队的资产管理系统。张晓路任副总经理, 1998 年

7月加入中国银行，先后担任多个职务。邓磊和 Paul Kent 分别负责亚太、中东和欧洲、美洲及非洲地区的创收业务，二者均在自己熟悉的地区市场上发挥着重要作用。张燕秋是新加坡人，作为公司的法律顾问，可以为公司的业务合规性等方面提供关键支持。

表 3：中银航空租赁高管所具备的专业知识与技能（截至 2020 年 6 月 30 日）

| 姓名 | Robert James Martin | Steven Townend | David Walton | 张晓路 | 邓磊 | Paul Kent | 张燕秋 |
|----------|---|---|--|--|--|---|--|
| 职位 | 首席执行官 董事总经理 | 首席财务官, 副总经理 | 首席运营官 | 副总经理 | 区域首席商务官 | 区域首席商务官 | 公司秘书 |
| 经验 | <ul style="list-style-type: none"> 自1998年起担任董事兼总经理 拥有超过33年的飞机及租赁业务经验 曾就职美国银行、日本长期信贷银行和汇丰投资银行(亚洲)有限公司 | <ul style="list-style-type: none"> 自2014年起常驻伦敦，负责监督欧洲、美洲及非洲的所有创收业务 拥有超过30年的银行业及租赁经验 曾就职DVB银行和国民西敏寺银行投资银行部(NatWest Markets) | <ul style="list-style-type: none"> 拥有超过30年的飞机租赁及金融经验 曾担任私人公司及上市公司的总法律顾问，主要负责筹资、合资及租赁业务的组建及法律文件工作 | <ul style="list-style-type: none"> 30年中国银行经验，先后担任多个国家地区要职 2012年10月至2014年4月，于瑞士宝盛银行集团于苏黎世的总部担任执行董事兼特别顾问 | <ul style="list-style-type: none"> 负责监督亚太及中东地区的所有创收业务 23年中国银行经验，先后担任多个要职 | <ul style="list-style-type: none"> 拥有逾24年的融资及租赁经验 参与创办航空业资产管理平台 Doric 参与领导成立 Amedeo，并作为主要股东负责管理该公司所有商业活动 | <ul style="list-style-type: none"> 曾在香港及新加坡的国际律师事务所工作 |
| 中银航空租赁经验 | 33 | 20 | 7 | 1 | 1 | 0.5 | 6 |

数据来源 WIND、公司公告、东方证券研究所

1.4. 业务聚焦：飞机租赁主导，辅之以飞机出售

1.4.1. 飞机经营租赁业务一直占据核心地位，飞机出售占比波动较大

飞机租赁租金收入占比近九成，利息手续费收入占比增加。飞机租赁租金收入贡献长期维持在 85%-90%，是公司最核心的业务。公司的飞机租赁业务以经营性租赁为主导（采用收付实现制的确认原则，逐年确认），辅之以少量的购机回租业务（往往在低景气度时期会大幅增加）。相对而言，飞机出售业务则波动较大，在行业高景气度时期占比能达到 5%-8%，而 2020H 随着疫情的冲击，行业转入下行周期，公司快速减少出售业务的比重，使得占比快速下滑至 2.5%。

图 4：2016-2020H 中银航空租赁收入结构



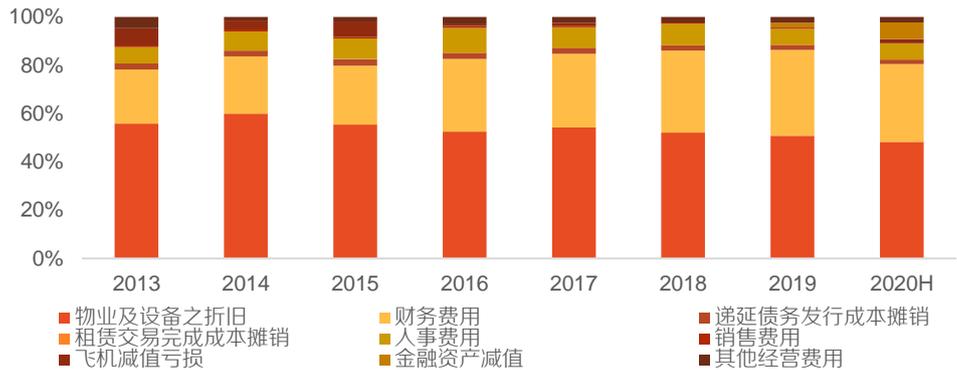
数据来源：公司年报、东方证券研究所

需要特别说明的是,虽然公司业务遍及全球,但是由于全部业务均采用美元计价、交易与核算,因此公司面临的汇率风险极低。

1.4.2. 飞机折旧与财务费用构成公司主要的营业成本

飞机折旧与财务费用占公司营业成本的八成左右。1) 飞机折旧一直以来是公司成本端最大的支出来源, 2013-2020H, 公司的飞机折旧占营业成本的 50%-60%之间。公司按照最高 25 年(25 年减使用年限)的直线折旧法对飞机进行折旧处理, 折旧残值率 15%, 整体来看平均折旧率相对稳定, 维持在 3.3%左右。2) 财务费用是公司的第二大成本支出, 自 2013 年以来, 随着公司平均负债成本的提高(2%增至 3.6%), 财务费用占比由 22.32%提升至 35.64%; 2020H 由于平均负债成本的下滑, 财务费用占比也随之降至 32.27%。

图 5: 2013-2020H 中银航空租赁成本结构



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

2. 疫情影响空前无碍长期发展前景, 亚太市场率先复苏仍是中流砥柱

2.1. 疫情冲击影响预计持续 3-5 年, 长期向好趋势不变

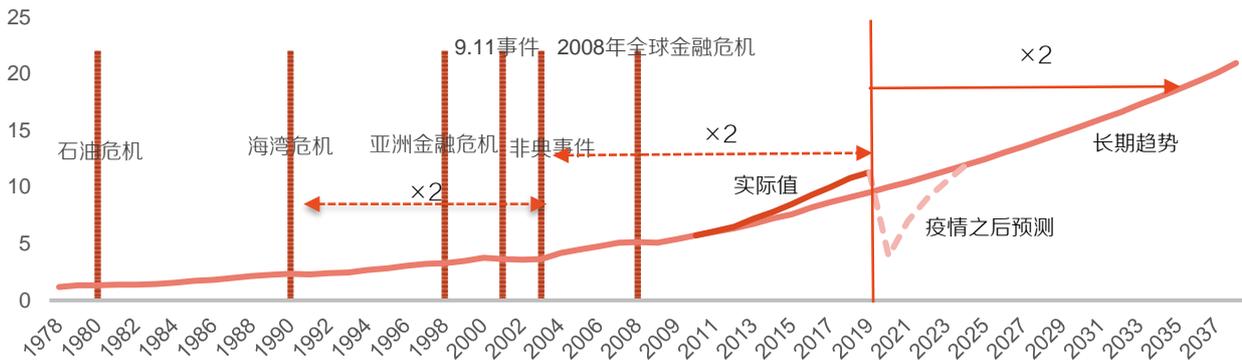
2.1.1. 全球航运短期受疫情冲击明显, 仍看好中长期发展

过去 40 年, 全球航空运量高速增长, 预期向好。收入客公里 (RPK) 是衡量旅客运输量的综合性指标, 其增速可以用来代表航空运量的增长速度。波音公司发布的 2020-2039 全球飞机市场回顾及预测报告显示, 过去 40 年, 全球经历了石油危机、2008 全球金融危机等重大事件, 但航空业收入客公里 (RPK) 仍增长超过 4 倍, 显示出较强的增长态势。

新冠疫情为全球航运业带来前所未有的冲击, 预计未来 3-5 年才能完全恢复, 但是行业长期向好趋势不变。2020 年新冠肺炎疫情爆发, 全球航空业受到重创, 一度陷入停滞状态。截至 2020

年 10 月，疫情造成许多国家的旅客出行限制规定仍未解除，对航空运输业的影响尚未缓解，全球航空运输需求量较 2019 年有大幅下降，波音公司发布的预测报告指出，全球收费客公里（RPK）预计将在 2023-2025 年才能恢复到 2019 年水平。不难看出，此次疫情给航空运输业带来大幅冲击，冲击的力度和持久力尚属罕见，影响远超石油危机、海湾危机、亚洲金融危机、9.11 事件、非典事件以及 08 年全球金融危机等事件带来的冲击。尽管如此全球航空运输业中长期增长趋势依旧向好。

图 6：过去 40 年航空业收入客公里（万亿 RPKs）增长超过 4 倍

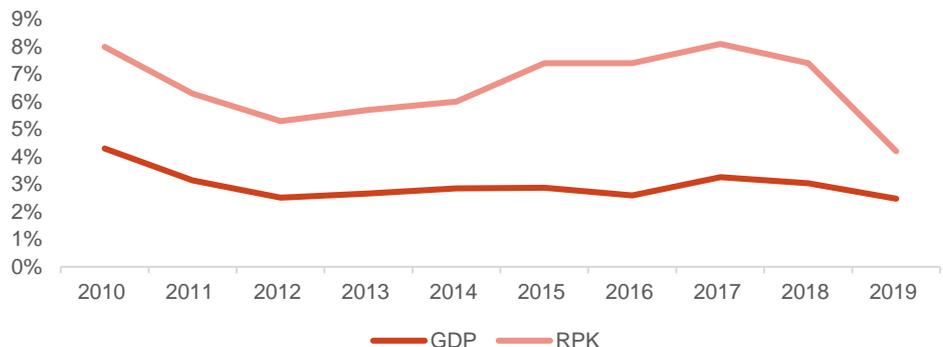


数据来源：波音公司，东方证券研究所

2.1.2. 航空客运增速换挡，即将开启进入新一轮的发展周期

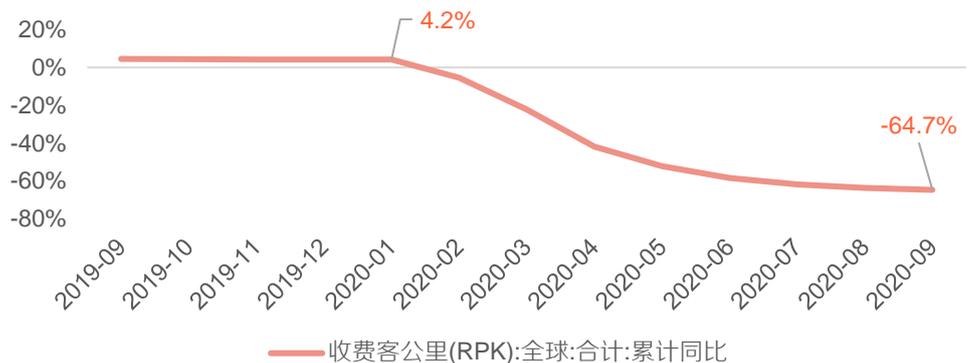
航空运量增速与全球经济增长密切相关。航空运量增速与全球经济增长密切相关，经济上行时，商务出行等航运需求也呈现上扬趋势，如下图所示，从 2012 至 2017 年，全球 GDP 和全球收入客公里 RPK 同比增长率均呈现小幅上扬态势。从 2018 年至 2019 年，航空收入客公里（RPK）与世界生产总值（GDP）变化趋势一致，同比增长率均有所下降。总的来说，航空客运量增速与全球经济增长变化趋势相关度高，RPK 的波动幅度比 GDP 更大。

图 7：2010 年至 2019 年全球 GDP 与 RPK 同比增长率



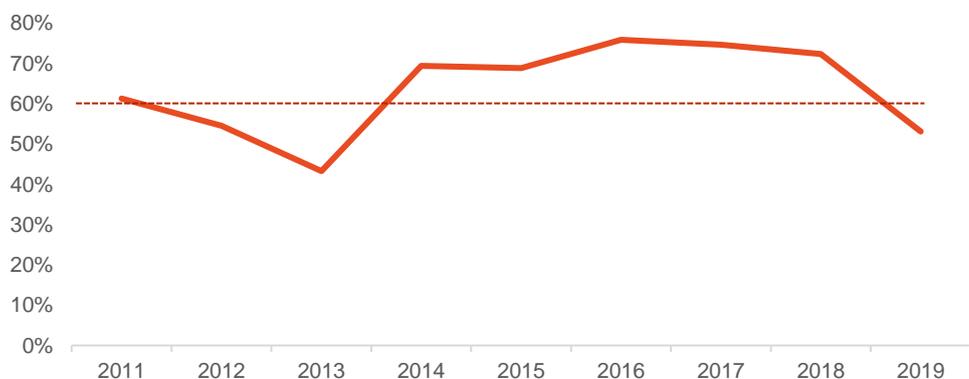
数据来源：IATA、东方证券研究所

疫情之下，航空运输业发展被动换挡，增速放缓，开启新一轮周期。全球航空运输业经历了自2013年以来的一轮高速的繁荣发展期后，新冠肺炎疫情迫使行业发展换挡，增速放缓。2020年2月以来，全球收费客公里（RPK）累计同比增速由正转负，至2020年9月累计同比增速已降至-64.7%，但是基本趋于收敛，全球航空运输业已达到周期性谷底，即将开启进入新一轮的发展周期。

图 8：2019 年 9 月至 2020 年 9 月全球收费客公里（RPK）累计同比增速情况


数据来源：WIND、东方证券研究所

航空公司航线运力资源较丰富，新冠疫情之前产能利用率与客座率较高。可用座位公里（ASK）是反映航空公司产能的指标，该值越大，说明航空公司拥有越多的航线与运力资源。从2011年到2019年，全球航空可用座位公里（ASK）在60%上下波动，说明航空公司航线与运力资源实力较强。2011年-2019年，全球航空公司客座率（PLF）呈现波动上升趋势，至2019年末，全球客座率（PLF）达到82.6%，说明航空公司的产能利用率也维持在较高水平。

图 9：2011 年-2019 年可用座位公里（ASK）


数据来源：WIND、东方证券研究所

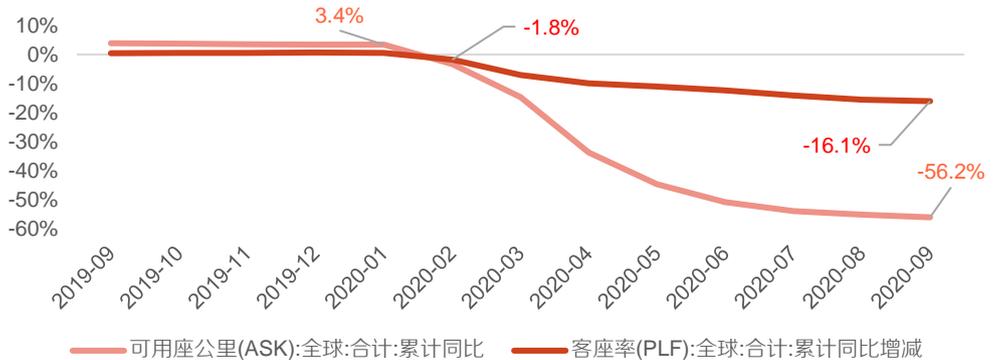
疫情冲击下，全球航空业运力资源增速转负，产能利用率大幅下滑。受 2020 年全球新冠肺炎疫情的影响，航空业的两大重要指标可用座公里（ASK）与客座率（PLF）均由正转负，并有大幅度下滑。截至 2020 年 9 月，ASK 与 PLF 的降速开始放缓，全球航空运输业已经基本达到周期性谷底，预计行业仍将持续一段时间的低迷状态。

图 10：2011 年至 2020 年全球客座率（PLF）波动上升，至 2019 年末全球客座率达到 82.6%



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 11：2019 年 9 月至 2020 年 9 月可用座公里（ASK）与客座率（PLF）累计同比增减



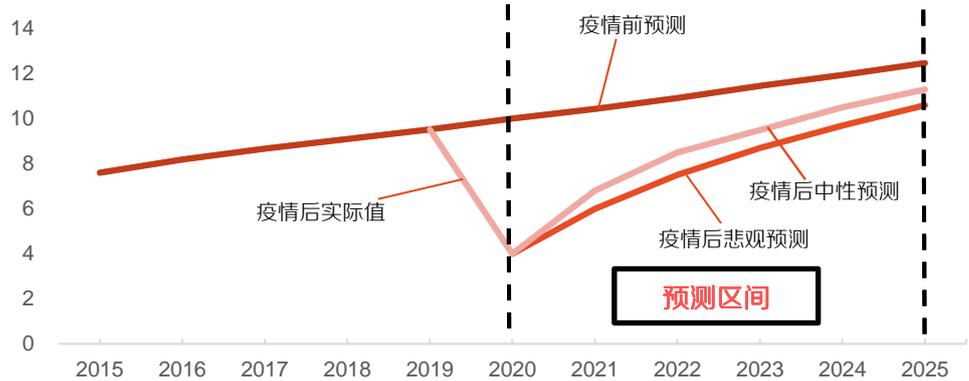
数据来源：WIND、东方证券研究所

2.1.3. 新冠肺炎疫情对航空运输业冲击严重，预计 3-5 年完全恢复

新冠肺炎疫情影响下，航空运输业受挫，预计 2021 年收入客公里（RPK）将较年初预期低 32%-41%，较 GDP 恢复速度较慢，但长期发展向好。2020 年受新冠肺炎的影响，全球航空运输需求大幅下降。根据 IATA 5 月 13 日发布的报告，预计 2021 年全球收入客公里较疫情前下滑 32%-41%，预计在 2023 年恢复到 2019 年水平，相对 GDP 恢复速度滞后 2 年。新冠肺炎疫情是一次

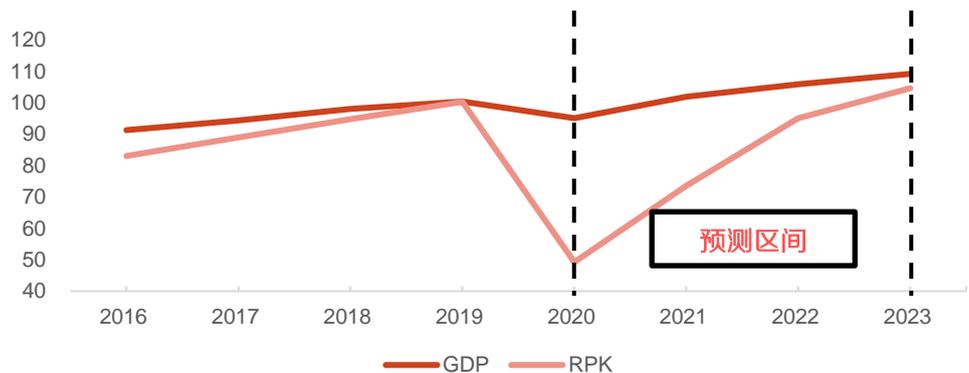
突发的、有重大影响的全球性公共卫生事件，对航空运输业影响较大，但未来三年，各国疫情控制愈发有效、新冠肺炎疫苗也研制成功并投入使用，我们认为航空运输业将逐渐复苏，未来航空需求量持续增长势头不变。

图 12：新冠肺炎疫情影响下全球收入客公里（万亿 RPKs）预计将低于预期 32%-41%



数据来源：IATA、东方证券研究所

图 13：全球 RPK 预计在 2023 年恢复到 2019 年水平，相对 GDP 恢复速度滞后 2 年（设 2019 年 GDP 和 RPK 指数为 100）



数据来源：IATA、东方证券研究所

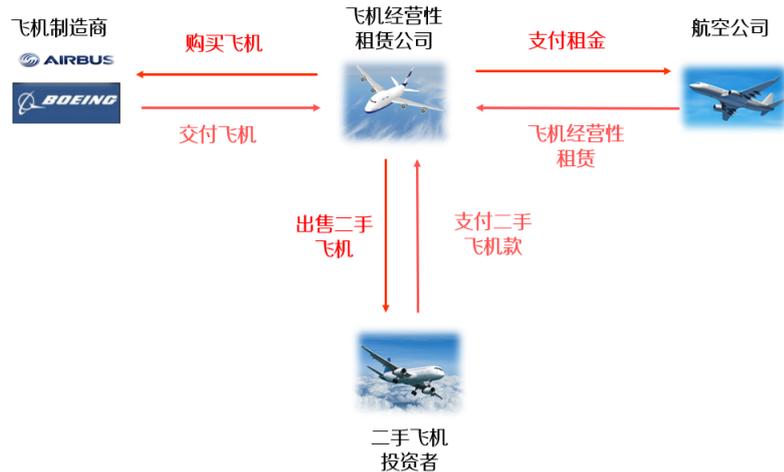
2.2. 飞机经营租赁是航空产业链关键一环，重要性不断提升

2.2.1. 飞机经营租赁是全球航空运输产业链不可或缺的一环

飞机经营性租赁公司是航空运输产业链中的重要部分。飞机经营性租赁业处于全球航空运输业的中游位置，起到重要的承上启下的作用：1）一方面，飞机经营性租赁公司从飞机制造商购入飞机，取得飞机所有权，2）另一方面，租赁公司将飞机出租给航空公司，以供其进行客货运输服务，航空公司支付租金作为补偿；3）此外，飞机经营性租赁公司可以出售自有飞机给二手

飞机投资者，取得二手飞机销售收入。飞机经营性租赁公司的风险为飞机的减值，需要公司管理层对航空产业具备超强的判断力和优秀的机队管理能力。

图 14：飞机经营性租赁所处产业链位置



数据来源：WIND、东方证券研究所

2.2.2. 经营租赁与融资租赁各有千秋，相辅相成

根据租赁业务模式、风险承担和剩余所有权归属的不同，飞机租赁可以分为飞机融资租赁和经营性租赁两种。在飞机经营性租赁中，飞机所有权的风险及回报归经营出租人所有，而经营的风险及回报则由承租人或航空公司保留。承租人 / 航空公司在协议规定的年限内向经营性租赁出租人每月支付租金，以换取经营飞机的利益。经营性租赁与融资租赁不同，在融资租赁中，由买家物色飞机，融资出租人通过结合债务及股本融资购买，并出租给航空公司。航空公司有选择权在租约到期时购买飞机或于租约到期时自动成为飞机所有者。在融资租赁的安排下，出租人无意于租约到期时继续作为飞机拥有人或承担其剩余价值风险。因此，在一般的飞机融资租赁业务中，出租人的主要作用为提供融资。

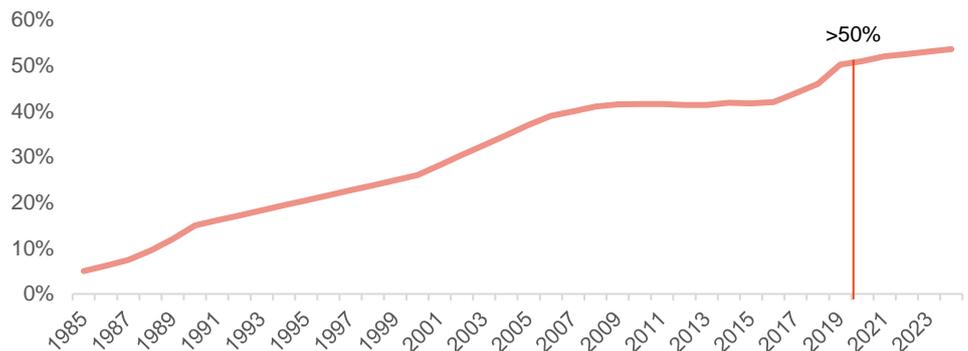
航空公司根据其本身的资金管理需要选择经营性租赁或融资租赁获取飞机。较成熟的航空公司或信用素质高的航空公司的机队中约有 40% 以经营性租赁方式获取，以达到加强运力管理、减少飞机剩余价值风险的目的。新成立的航空公司的机队中约有 50% 以经营性租赁方式获取，是因为经营性租赁有助于新航空公司动用经营现金流确保营运能力及保留资金以便投资于业务的其他各个领域。

经营性飞机租赁对航空公司具有重要意义。1) 经营性租赁能够帮助航空公司以较低的开支情况扩充机队规模；2) 经营性租赁降低航空公司借款购买飞机导致的利率波动风险；3) 经营性租赁降低航空公司因客运量波动和大额固定资产折旧导致的利润波动风险；4) 经营性租赁提高公司资产流动性，帮助公司经营更具灵活性。航空公司基于其自身的商业模式、经营环境及财务状况，在发展的不同阶段采用经营性租赁。

2.2.3. 经营租赁公司持有飞机占比持续增长，经营性租赁重要性不断提升

飞机经营租赁公司持有飞机占比快速提升，重要性亦“水涨船高”。1985-2016年，全球经营性飞机租赁公司持有的飞机在全球现役机队中的比例从5%升至42%，呈现增长趋势。根据空中客车公司发布的2019-2038全球飞机市场回顾及预测报告，截至2019年末，该比例已超过50%，显示出经营性租赁业务是全球航空产业的重要组成部分，重要性不断提升。

图 15：经营性租赁公司持有的飞机在全球现役机队的比重不断提升



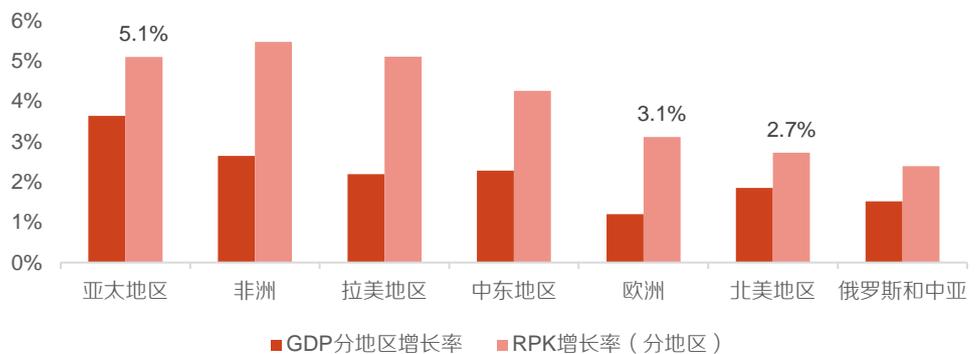
数据来源：IATA、东方证券研究所

2.3. 受益于亚太地区航运的高速发展，亚太市场成为租赁公司的重要战场

2.3.1. 亚太地区客运需求增速领先，南亚、东南亚与中国增速最高

亚太地区 RPK 增长率全球领先，其中中国、东南亚地区和南亚地区增速最快。波音公司发布的全球飞机市场 2020-2038 年预测报告中指出，亚太地区已成为全球航空客运需求量增长速度最快的地区，RPK 年化增速为 5.1%，快于欧洲的 3.1%和北美地区的 2.7%。

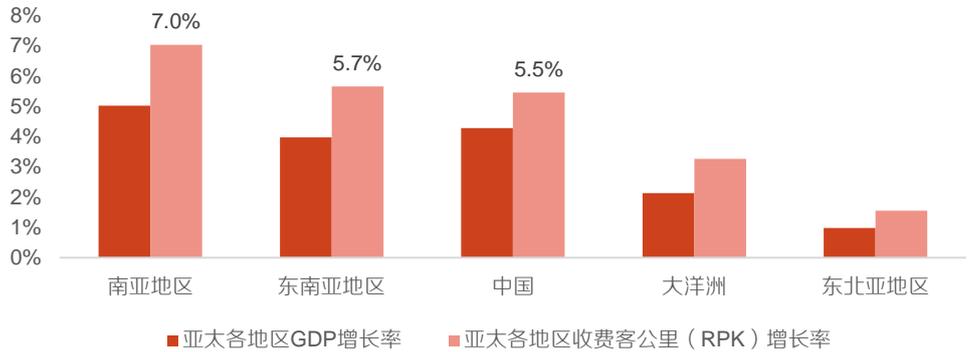
图 16：2019 年全球分地区 GDP 和 RPK 增长率



数据来源：波音、东方证券研究所

具体来看，亚太地区航空需求量增长最快的地区是中国、东南亚地区和南亚地区，其 2019 年收费客公里（RPK）增长率已达到 5.5%、5.7%和 7.0%。

图 17：2019 年亚太地区 GDP 和 RPK 增长率（细分地区与国家）

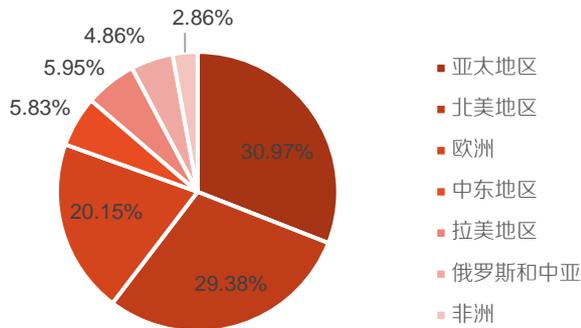


数据来源：波音、东方证券研究所

2.3.2. 全球现役机队数量亚太地区占比最高，该比例将继续增长

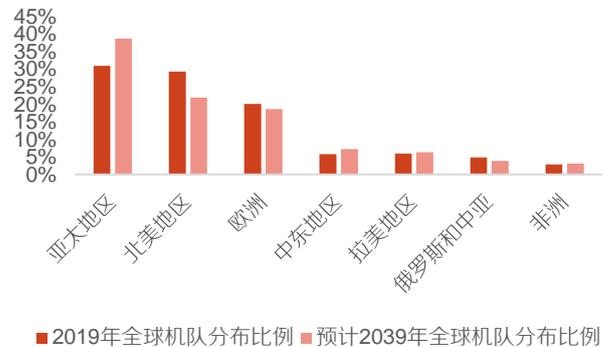
亚太地区现役机队占比最高，预计继续增长，至 2039 年亚太地区机队占比将达到 38.78%。2019 年全球现役机队数量，亚太地区以 30.97%的占比超过北美地区，成为全球现役机队数量占比最高的地区。根据波音公司的预测，该比例将继续增长，至 2039 年，全球机队中将有 38.78%在亚太地区，而北美和欧洲的持有比例将进一步下降。

图 18：2019 年全球现役机队分布比例



数据来源：波音、东方证券研究所

图 19：2019 年和预计 2039 年全球机队分布比例对比



数据来源：波音、东方证券研究所

2.3.3. 中长期来看，亚太地区将成为飞机租赁公司兵家必争之地

经营性租赁高速发展，亚太地区增速最快。放眼中长期的发展，我们认为飞机租赁行业仍将保持相对高速的发展态势，在全球航空运输业中的地位有望不断提升。由于北美和欧洲已是成熟的航空运输市场，未来增速将逐渐放缓，而亚太地区作为航运发展增速最高的地区将成为飞机经营性租赁公司兵家必争之地，“得亚太者得天下”。

3. 亚太区飞机经营租赁龙头，穿越周期、行稳致远

3.1. 受益于高信用评级与大股东支持，公司融资成本低于同行

高信用评级降低融资难度。公司是飞机经营性租赁行业信用评级最高的公司之一，标准普尔及惠誉均给予「A-」级投资级信用评级，高于 AerCap「BBB」和 Air Lease「BBB」，仅次于国银航空租赁「A」（标准普尔）/「A+」（惠誉）。因此，公司可利用多样化的融资渠道，降低了公司融资难度。2020H1 受疫情影响经济环境不佳，但公司仍偿还 12 亿美元的到期债务，说明其信用等级较好，为公司扩大融资规模和降低融资成本提供了保障。

表 4：中银航空租赁与可比公司信用评级对比

| | 标准普尔 | 穆迪 | 惠誉 |
|-----------|------|------|-----|
| 中银航空租赁 | A- | | A- |
| AerCap | BBB | Baa3 | BBB |
| Air Lease | BBB | | BBB |
| 国银金融租赁 | A | A1 | A+ |

数据来源：公司年报、东方证券研究所

背靠大股东中国银行，债务融资能力强。大股东中国银行，是中国最大的国有银行，同时也是中国国际化和多元化程度最高的银行，在中国内地及五十多个国家和地区为客户办理金融服务，拥有雄厚的资本。公司作为中国银行下属子公司，一方面接受中国银行较低利率的资金支持，截至 2020H1，中国银行已向公司承诺 20 亿美元无抵押循环贷款额度，于 2022 年 4 月前到期。截至 2020 年 6 月 30 日，仍有 17 亿美元额度。另一方面，在中国银行的信用背书下，更容易取得其他方贷款授信。

平均债务融资成本处行业低位，且有下降趋势。受益于高信用评级和大股东中国银行的支持，公司融资能力逐步增强，融资成本有继续下降趋势。2020H1 公司平均债务成本为 3.2%，较 2019 年同期降低 0.4 个百分点，处行业低位，低于可比公司 Air Lease（3.31%）、AerCap（4.10%）、中国飞机租赁（3.94%），仅高于国银金融租赁（2.96%）。

图 20：中银航空租赁与可比公司 2019 年及 2020H1 债务融资成本率


数据来源：公司财报、东方证券研究所

3.2. 市场化薪酬制度激励团队高效经营

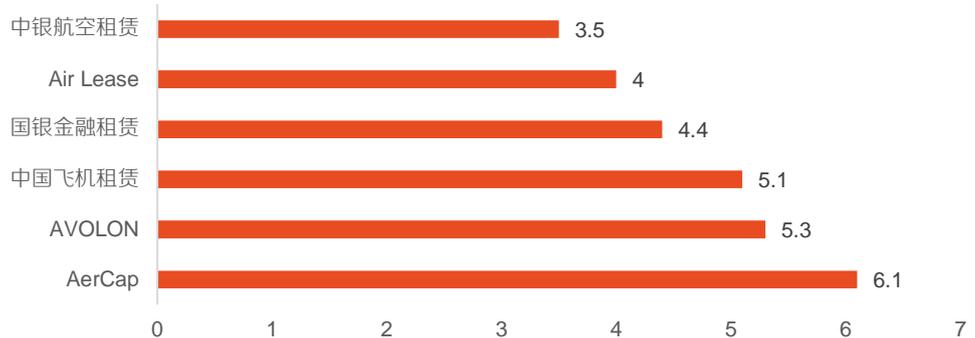
市场化薪酬体系激励管理层高效运营。作为中国银行海外子公司，公司保持了独立于国有体制的薪酬体系，采取了市场化的、对管理层有激励作用的薪酬制度。2019 年行政总裁薪酬 883.8 万美元（其中酌情奖金 776.7 万美元），副董事长薪酬 147.6 万美元（其中酌情奖金 92.6 万美元），高额的薪酬激励管理层高效运营。

市场化薪酬机制有效调动员工工作积极性。根据 2020 年中报，公司根据员工的职位和职责设定个人目标并定期进行考核，考核结果用于其工资审查、奖金奖励及升职评估。员工奖金包括两项员工激励计划，分别是短期现金激励计划和长期现金和股票组合激励计划。这种相对市场化的薪酬机制有效地激励了公司员工的工作积极性，也为公司的高效经营提供了制度保障。

3.3. 机队优势显著：机龄短、剩余租期长、规模稳健增长

3.3.1. 低机龄降低价值波动率与减值风险，更好迎合市场需求

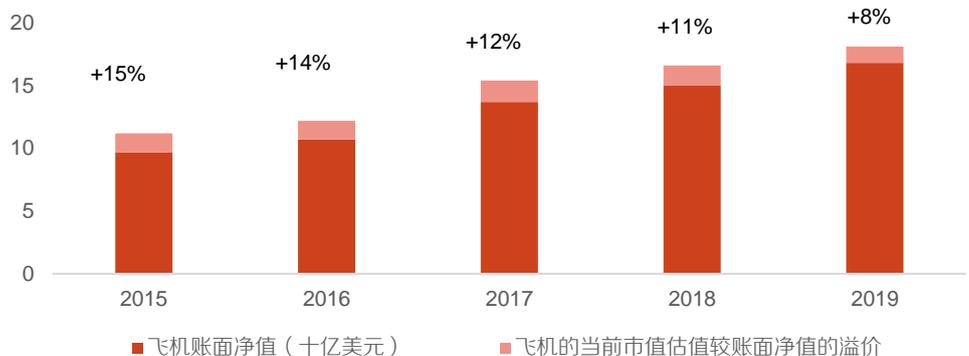
年轻机队性能强劲，提高同业竞争力。截至 2020H1，公司是全球租赁机队机龄最短的经营性飞机租赁公司之一（3.5 年），短于可比公司 AerCap（6.1 年）、中国飞机租赁（5.1 年）、国银金融租赁（4.4 年）和 Air Lease（4 年）。由于飞机制造技术的进步，使得新机型在油耗、排放、航程和承载等方面更有优势，能够增加对客户的吸引力，以提高公司同业竞争力。

图 21：中银航空租赁与可比公司机龄（年）


数据来源：公司财报、东方证券研究所

飞机机型迎合市场需求，吸引广泛客户。 公司目前自有有机队及已承诺购买的飞机，主要是航空公司客户使用最广泛、流动性能高、客户与投资者确需的机型。截至 2020 年 6 月 30 号，按账面净值加权计算，窄体飞机（例如广受欢迎的空客 A320 系列及波音 737 系列）占自有有机队的 56%，其余为受欢迎的双走道飞机及货机。

高质量机队优势明显，保持机队高流动性。 一方面，低机龄飞机在油耗、排放、航程和承载等方面优势明显，同时低机龄机队的市场价值较账面净值有明显的溢价率（2015-2019 年公司机队价值的溢价率保持在 8%-15% 之间，平均机龄越短，溢价率也越高），且价值波动幅度小、减值风险低。另一方面，飞机机型迎合市场需求，加之公司经验丰富、能力强劲的销售团队助力，使得二手飞机更易于以相对更高的价格售出。这使得公司得以回笼资金，在公司高效团队的运营下，不断卖旧买新、维持机队高流动性，保持机队低机龄优势，进而保持公司核心竞争力。

图 22：2015-2019 年公司飞机市场价值较账面净值的溢价率情况


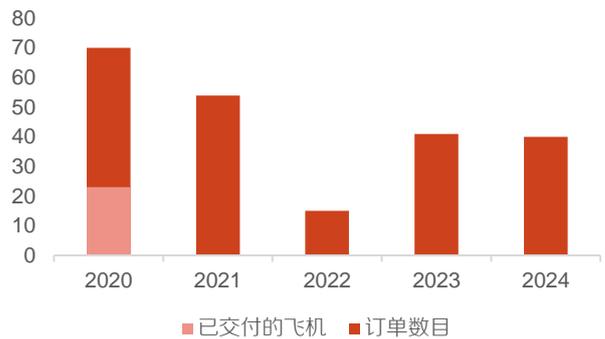
数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.3.2. 机队规模持续稳定提升，助公司主营业务稳健增长

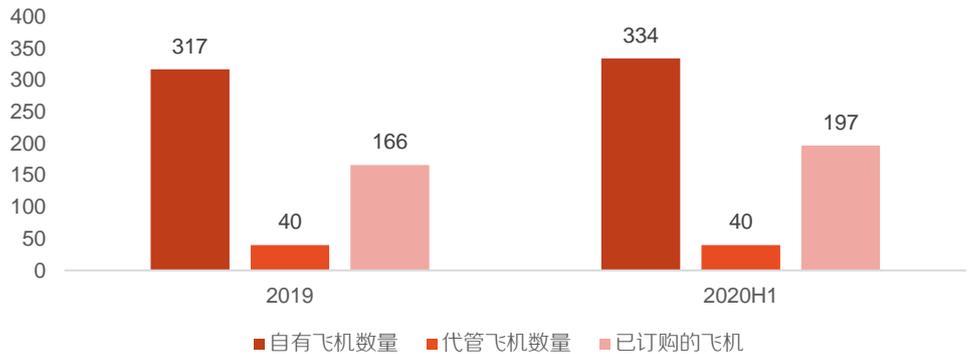
公司自有、已订购飞机数量持续增长，提高飞机租赁接单能力。截至 2020H1，公司自有飞机数量 334 架，相比年初增加 17 架；已订购飞机数量 197 架，相比年初增加 31 架，机队规模提升意味着有能力承接更多订单。随着疫情逐渐得到控制、需求端恢复和订单增长，公司作为拥有充足的飞机的租赁商，有望受益于新一轮需求爆发。

图 23：现役机队和已订购飞机数量


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 24：未来交付飞机数量分布图


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 25：中银航空租赁 2019 和 2020H1 自有、代管和已订购飞机数量


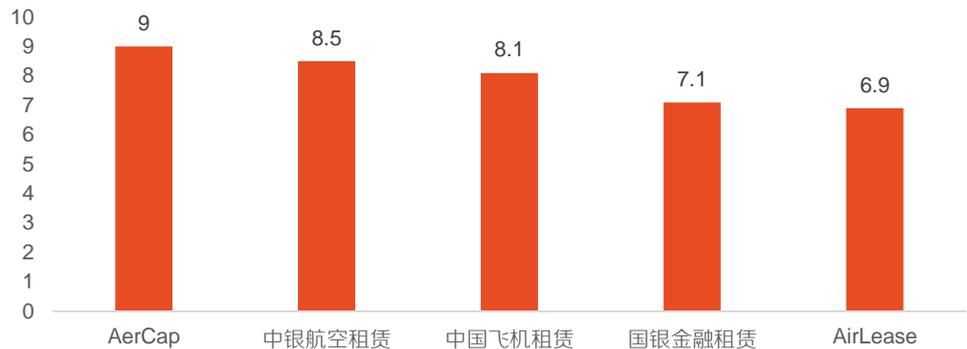
数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.3.3. 订单剩余租期长，降低未来现金流波动风险

公司机队剩余租期长，锁定未来现金流。截至 2020H1，公司机队剩余租期在可比公司中位列第二（8.5 年），仅次于可比公司 AerCap（9 年），长于中国飞机租赁（8.1 年）和 Air Lease（6.9 年）。机队剩余租赁时间长给公司带来了稳定的收入预期，提前锁定未来现金流。因公司租赁合同有明确到期时间，公司可以提前安排续租或转租等事项，以保证更高比例的飞机利用率和充足的现金流。此外，公司每年新签订的租约数量仍然保持稳中有升的态势，以确保未来现金流的持续稳定。

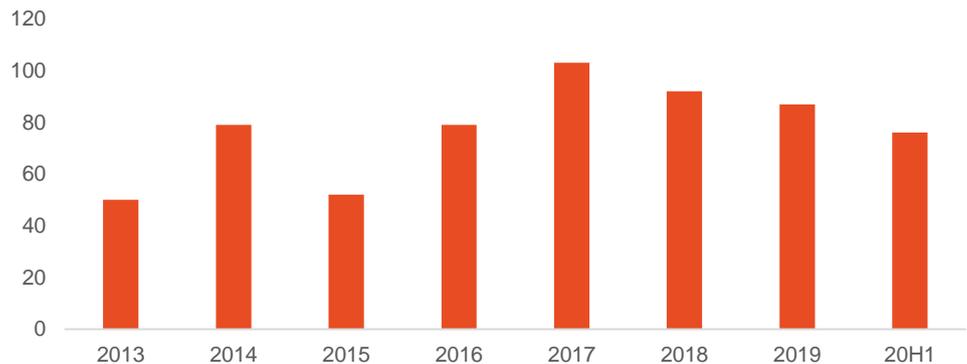
兑现，其中仅 2020H1 新签租约数量即高达 76 单，接近 2019 年全年水平，更是远超 2013 年全年 50 单的水平。

图 26：中银航空租赁与可比公司剩余租期（年）对比



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 27：2013-2020H1 中银航空租赁新签订租约单数



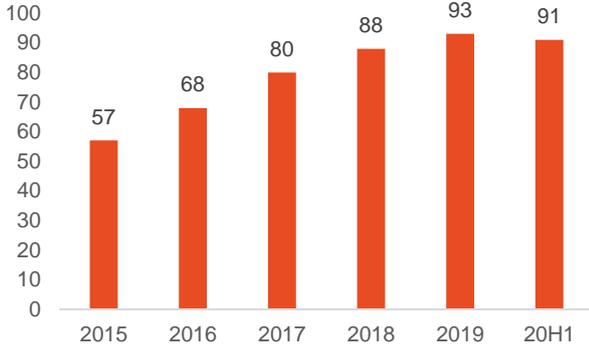
数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.4. 地区分散降低经营风险，聚焦亚洲促进业绩增长

3.4.1. 地区分散化经营，降低区域性风险

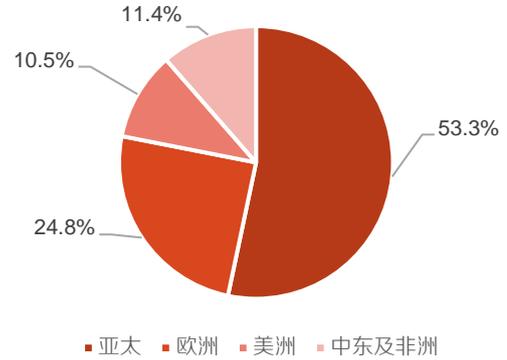
公司地区分散化经营，降低政治及经济等区域性风险。公司在全球范围内拥有多样化的客户群，涵盖不同客户及地区。客户群的多样化使公司所面临的与客户集中及地区政治及经济状况波动相关的风险降低。截至 2020 年 6 月 30 日，公司自有及代管飞机的客户包括 40 个国家和地区的 91 家航空公司。

图 28：中银航空租赁 2015 年-2020H1 客户数量



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 29：中银航空租赁业务地区分布

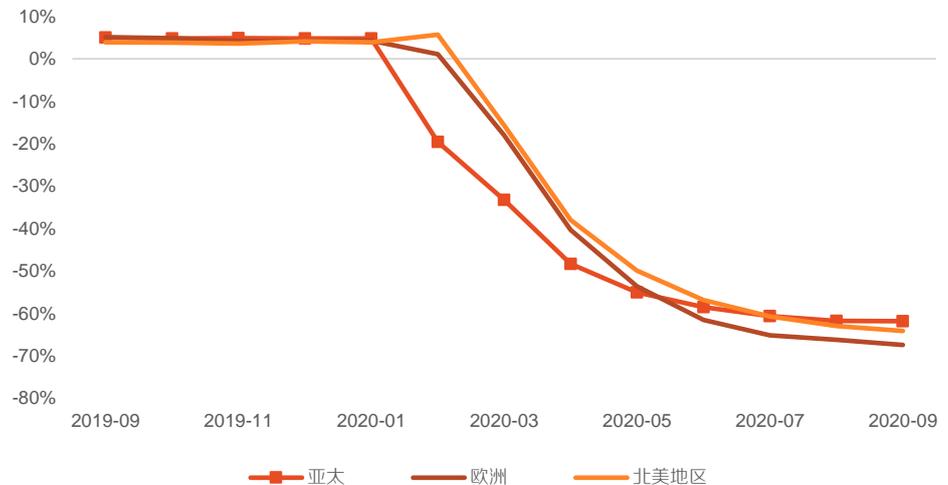


数据来源：公司年报、东方证券研究所

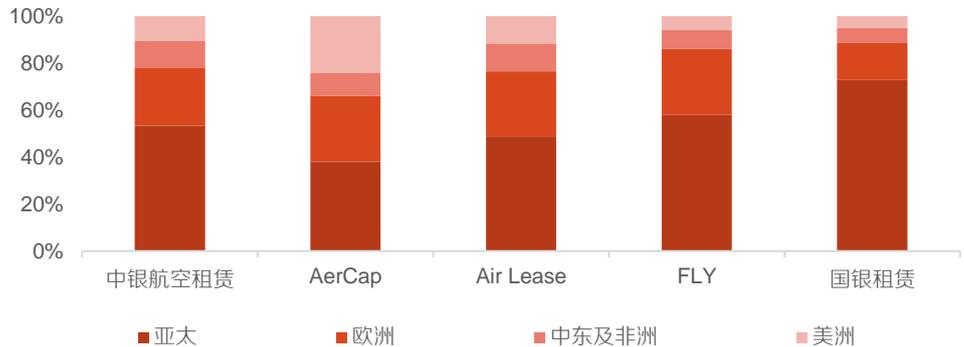
3.4.2. 聚焦亚洲市场，充分受益于亚洲经济的率先复苏与中长期高速增长

公司作为亚洲最大的经营性飞机租赁公司，有望受益于亚太市场需求高速增长。公司机队集中于亚太地区，是总部设立于亚洲的最大飞机经营性租赁公司。长期以来公司业务聚焦亚洲市场，2020H1 公司 54.2%的租金收入来自于高成长的亚太地区（其中将近 30%的租金收入来自中国），该比例高于可比同行 Air Lease（48.8%）、AerCap（38%）。此外，亚洲是爆发新冠疫情后恢复最快的地区（尤其是中国），同时也是航空运输业恢复最快的地区。公司作为亚洲的最大飞机经营性租赁公司，有望凭借在行业恢复更快、需求增长更高地区的资产布局为公司带来快于同行的收入增长。

图 30：新冠疫情影响下，亚太、欧洲、北美 RPK 增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 31：中银航空租赁与可比公司收入地区分布


数据来源：公司年报、东方证券研究所

3.5. 供应链上下游关系紧密，议价能力强

与飞机制造商合作稳固，具备价格优势。公司与波音公司和空客公司合作 20 余年，建立了稳定的合作关系，系两家公司的最大客户之一。受惠于庞大的财务规模，截至 2020 年 6 月 30 日，资产达 226 亿美元，同时具备采购以及承诺将来批量采购飞机的能力。公司与飞机制造商的长期关系、订单规模加之采购团队的技术及经验，使得公司具有飞机购买定价与其他条款的话语权。

租赁客户分布广泛，议价能力强。在过去的 27 年的经营历史中，公司与航空公司客户建立了稳固关系。公司客户众多且地域分布广泛，客户租赁需求强劲且集中度有限，公司有较强的议价能力。

表 5：中银航空租赁主要客户

| 中银航空主要客户 | | | |
|------------------|-----------------|------------------------|--------------------|
| 亚太 | 欧洲 / 独联体 | 中东 | 美洲 |
| 阿斯塔纳航空公司 (哈萨克斯坦) | 俄罗斯国家航空公司 (俄罗斯) | 阿联酋航空公司 (阿拉伯联合酋长国) | 加拿大航空公司 (加拿大) |
| 中国国际航空 (中国) | 欧罗巴航空 (西班牙) | Etihad 航空公司 (阿拉伯联合酋长国) | 阿拉斯加航空公司 (美国) |
| 澳门航空 (澳门) | 法国航空公司 (法国) | Flyadeal (沙特阿拉伯) | Frontier 航空公司 (美国) |
| 新西兰航空公司 (新西兰) | 空桥货运航空公司 (俄罗斯) | 约旦航空公司 (约旦) | 西南航空公司 (美国) |
| AirAsia X (马来西亚) | 考兰登航空 (土耳其) | 中东航空 (黎巴嫩) | Spirit 航空公司 (美国) |
| 韩亚航空公司 (韩国) | 捷克航空公司 (捷克) | 卡塔尔航空公司 (卡塔尔) | WestJet 航空公司 (加拿大) |
| 曼谷航空公司 (泰国) | 伊比利亚航空 (西班牙) | SalamAir (阿曼) | 墨西哥国际航空公司 (墨西哥) |
| 北京首都航空 (中国) | 冰岛航空 (冰岛) | | 巴西 GOL 航空公司 (巴西) |
| 国泰港龙航空 (香港特别行政区) | 挪威航空快线 (挪威) | | 智利航空公司 (智利) |
| 国泰航空公司 (香港特别行政区) | 飞马航空公司 (土耳其) | | Volaris 航空公司 (墨西哥) |
| 中华航空 (台湾) | 波别达航空公司 (俄罗斯) | | 巴西阿苏尔航空公司 (巴西) |
| 东方航空公司 (中国) | S7 航空公司 (俄罗斯) | | |

| | | | |
|-----------------------|---------------------|--|--|
| 南方航空公司 (中国) | 行动航空公司 (土耳其) | | |
| 重庆航空 (中国) | 葡萄牙载旗航空公司 (葡萄牙) | | |
| 印尼鹰航航空公司(Garuda)(印尼) | 土耳其航空公司 (土耳其) | | |
| 海南航空公司 (中国) | 泛航航空 (荷兰) | | |
| IndiGo (印度)吉祥航空 (中国) | Travel Service (捷克) | | |
| 印尼狮子航空公司 (印尼) | TUIfly 航空公司 (德国) | | |
| 祥鹏航空 (中国) | 乌克兰国际航空公司 (乌克兰) | | |
| Malindo Air (马来西亚) | Wizz Air 威兹航空 (匈牙利) | | |
| 泰国飞鸟航空 (Nok Air) (泰国) | | | |

数据来源: WIND、公司公告、东方证券研究所

3.6. 卓越的机队运营管理能力，为公司穿越行业周期保驾护航

在以马锐博 (Robert Martin) 为首的管理层领导下，公司灵活应对行业周期性波动，维持公司业绩稳定增长。和其他行业一样，航空业也存在周期。上行周期，由于相对更容易取得授信，例如，随着 2013 年开始流动性逐步充裕，公司加速卖旧买新，维持机队低机龄优势。下行周期，航空公司运量增长停滞，飞机价值下滑，银行下调用于购买飞机的信贷支持，如 2009 年经济危机时期，授信难度增大，公司倾向于风险较低的购机回租业务。购机回租业务由于出租对象确定、现金流量稳定等优势，使得收益稳定、风险更低，从而也更易获得银行授信。从数据表现来看，公司运用行业上行时期加快卖旧买新、下行时期增加购机回租的策略，灵活应对了行业周期性波动，助力公司业绩的稳定。我们不难看出，2008-2009 年以及 2013-2014 年，当行业处于下行周期之时，公司明显提高了购机回租业务在整体飞机交付中的比例 (2008、2009、2013、2014 年这一比例分别为 46%、65%、35%、28%，明显高于其他年份)，以更好地抵御风险。

图 32: 公司灵活调整购机回租策略应对行业周期起伏变化

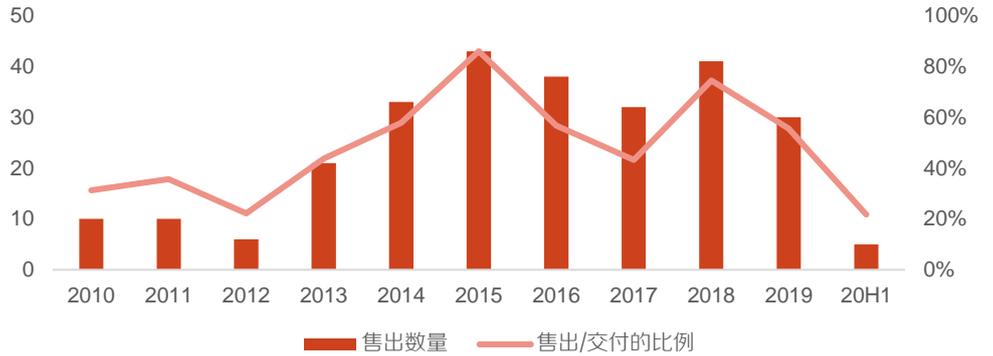


数据来源: 公司年报、东方证券研究所

此外，2010-2013 年，后金融危机时代，公司也明显降低出售飞机的操作，出售/交付的比例在这一时期仅为 22%-44%，同样地，2020H1 这一比例同样仅有 22%，体现出在行业下行周期时

公司的应对措施（作为对比，2014-2019年，这一比例一直高居50%-90%的区间），而这一点从2020H1公司出售飞机收入仅占营业总收入的2.5%也能清晰看出（2016-2019年，这一比例位于5.3%-7.6%之间）。

图 33：公司在行业下行周期中有针对性减少飞机出售业务



数据来源：公司年报、东方证券研究所

4. 疫情加速集中度提升，公司望充分受益于行业的大规模洗牌

4.1. 疫情催生行业新一轮大洗牌，集中度或加速提升

新冠疫情对全球航空业的影响史上罕有，行业或面临一轮新的整合浪潮。正如前文所述，此次新冠疫情对全球航空业的打击，无论从深度、广度都是空前的，且持续影响时长达3-5年。自疫情发生之后，飞机买卖与租赁订单取消的事件层出不穷，而众多航空公司与飞机租赁公司面临着严重的经营困难，甚至面临破产或濒临破产的窘境。而考虑到疫情冲击对飞机租赁公司的影响传导存在一定的滞后性，随着全球航空业萧条的局面的持续，更多的航空公司或飞机租赁公司的生存将难以维系，这势必会带来新一轮大规模的行业破产与整合浪潮。

表 6：疫情发生后全球头部飞机租赁公司发生的部分飞机订单取消情况一览

| | 飞机租赁公司 | 疫情发生后飞机订单取消情况 |
|---|--------|---|
| 1 | 中银航空租赁 | 在上半年，公司与波音商定取消30架737MAX飞机订单，并将余下57架飞机重新安排至2021-2024年交付。 |
| 2 | AerCap | 已将波音停飞的737MAX飞机的订单减少了15架。5月推迟了数十架MAX飞机的交付，并表示尚不确定其租赁的五架MAX飞机何时以及在何种条件下恢复服务，其余飞机将交付使用。 |
| 3 | GECAS | GECAS取消了69架波音737MAX飞机的订单 |

| | | |
|---|------------------------|--|
| 4 | Avolon | 飞机租赁公司 Avolon 周二宣布，将再取消 27 架波音 737MAX 飞机订单。今年 4 月，该公司为了应对 COVID-19 疫情的影响，已经取消了 75 架波音 737MAX 订单。 |
| 5 | SMBC Aviation | 公司已将波音公司停飞的 68 架 737 MAX 喷气式飞机的交付时间推迟到 2025 年至 2027 年。 |
| 6 | Air Lease | 将 9 架 737 Max 的订单转换为三架 787 的订单 |
| 7 | Aviation Capital Group | 波音 5 月份的订单取消来自多家飞机租赁公司，其中包括来自 Aviation Capital Group 的三架 |

数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 7：疫情发生后全球航空公司发生的部分破产或清算情况一览

| | 航空公司 | 申请破产 |
|---|-----------------------------|---|
| 1 | Air Italy | 2 月 11 日，意大利第二大航空公司 Air Italy 决定暂停运营并进行清算。 |
| 2 | Flybe | 3 月 5 日，欧洲最大支线航空公司英国 Flybe 航空公司宣布进入破产接管程序。 |
| 3 | Avianca | 5 月 10 日，拉美第二大航空公司哥伦比亚航空（Avianca）申请破产。 |
| 4 | LATAM Airlines Group S.A. | 5 月 26 日，拉丁美洲最大航空公司 LATAM Airlines Group S.A. 在纽约申请破产保护 |
| 5 | Braathens Regional Airlines | 4 月 6 日，瑞典支线航空公司 Braathens Regional Airlines 表示，因新冠病毒的传播导致需求急剧下降，公司经营困难不得不申请破产重组。 |
| 6 | RavnAir Group | 4 月 5 日，阿拉斯加州最大支线航空公司 RavnAir Group 申请破产保护，等待美国财政部的援助决定。 |
| 7 | AirAsia Japan Co Ltd | 日本亚航(AirAsia Japan Co Ltd)正式向东京地区法院申请破产，撤出日本市场。目前已获取法院颁出破产保护令。这也是疫情暴发以来第一家要退出日本市场的航空公司。 |

数据来源：公司公告、东方证券研究所

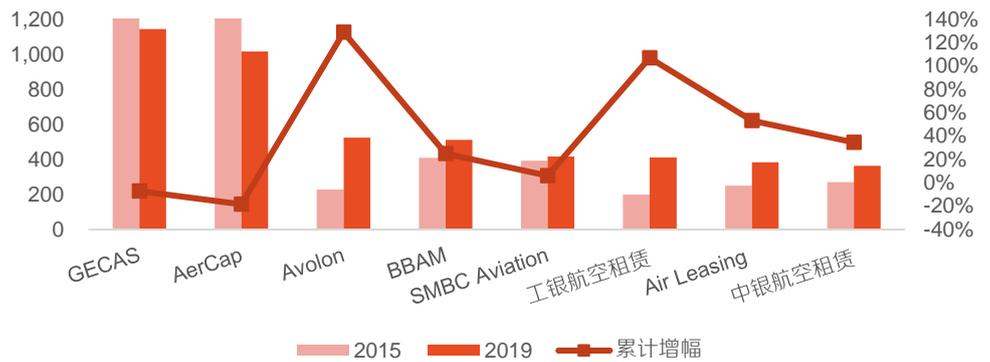
疫情带来的大洗牌效应下，行业集中度大概率将加速提升。根据中银航空租赁 2016 年上市时的招股说明书所披露，截至 2015 年，飞机经营性租赁行业机队总数 CR5 达 44.69%，CR10 达 61.34%；机队价值 CR5 达 41.37%，CR10 达 58.81%，显示出该行业竞争格局趋于固化，且集中度处于高水平。疫情冲击下，一方面，全球飞机租赁行业公司数量将大减，综合实力更强的头部公司抗压性更强，集中度有望加速提升；另一方面，由于不同租赁公司的经营管理能力存在一定差距，而这一差距在疫情面前会被最大限度放大，头部阵营内部也大概率将产生剧变。

4.2. 经受疫情考验脱颖而出，公司望充分受益于行业大洗牌

稳健经营战略+卓越的机队运营管理，公司具备经受疫情考验的充足底气。中银航空租赁在前几轮行业周期起伏中平稳度过，充分证明了其卓越的运营管理能力。尽管此次疫情的影响前所未有的，但基于以下几点要素，我们认为公司有能力经受疫情的考验，且将充分受益于疫情所带来的的行业大洗牌。

1) **公司推行稳健经营战略，且多年以来一以贯之，平稳穿越行业周期。**相比于众多的同业租赁公司，公司采取的相对稳健的经营策略，机队扩张速度适中，即使在行业高景气度时期，也十分注重机队扩张的节奏，不仅能够避免因冒进带来的经营风险，而且能够有效应对行业景气度急转直下所带来的行业层面的风险。自公司上市至疫情爆发之前，行业一直处于高景气度的状态。这一阶段，公司机队数量与机队价值一直保持平稳增长态势：1) 据 Flight Global Fleets Analyzer, 2015-2019 年，中银航空租赁现役机队数量由 270 架增至 363 架，累计增幅 34.44%，在头部阵营中排名中游；2) 2015-2019 年，公司现役机队价值由 99.43 亿美元增至 162.14 亿美元，累计增幅为 63.07%，同样在头部阵营中排名中游。

图 34：飞机经营租赁公司头部阵营机队数量：2015 vs 2019



数据来源：Statista、东方证券研究所

图 35：飞机经营租赁公司头部阵营机队价值（亿美元）：2015 vs 2019



数据来源：Statista、东方证券研究所

2) 卓越的机队管理能力，助公司灵活应对行业高低起伏。正如前文所述，在行业高景气度时期，公司会有针对性地吐故纳新，提升机队的流转率，在增加飞机购买与交付的同时，增加存量机队的出售，以保持公司机队的“鲜活”状态，这也部分解释了公司机队即使在高景气度时期的增速也相对适中。相对而言，在当前行业受疫情冲击处于低谷的时期，公司则会采取反向策略，一方面降低机队的流转率，减少飞机购买与出售业务，以应对市场需求的下降；另一方面，增加购机回租业务，降低经营风险的同时有效对冲传统经营租赁业务量的下滑。2020年疫情发生之后，公司先后与威兹航空签订6架空客A321NEO飞机购机回租协议，与国泰航空签订6架波音777-300ER飞机购机回租协议，与美国西南航空签订10架波音737MAX8飞机购机回租协议；与此同时，公司取消订购30架波音737MAX飞机及延迟交付若干其他波音737MAX飞机，并减少18架空客A320NEO飞机订单。通过灵活、准确且及时的一系列操作，公司保持了机队运营管理的高效与平稳，并有效地对冲了疫情冲击给公司带来的负面影响，平滑了业绩的波动性并弱化了公司的周期属性。可以看出，卓越的机队运营管理能力是公司应对此次疫情冲击的重要内在驱动因素。

3) 低机龄+长租期，降低公司机队减值风险与经营流动性风险。公司平均3.5年的机龄，显著低于大多数可比同业，有效地降低了机队价值的波动性与减值风险；公司长达8.5年的剩余租期，领先于多数可比同业，确保了公司中长期业绩兑现的确定性，一定程度上降低了未来经营的流动性风险，助公司顺利渡过时艰。

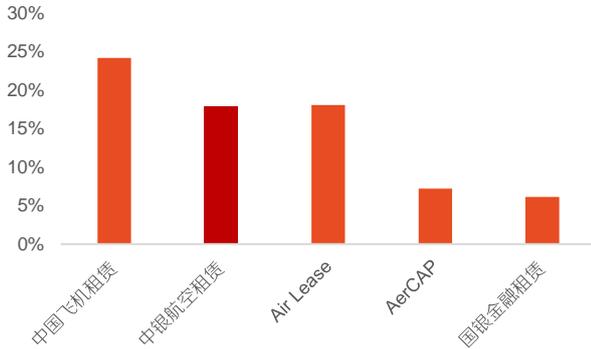
4) 中国银行的集团优势为公司平稳渡过疫情提供最为坚实的后盾。由于享有国有四大银行之一的中国银行的背书，公司相较全球其他多数竞争对手都享有更高的信用评级与更低的融资成本，而这一优势在疫情冲击的极端时期显得尤为重要，无异于“雪中送炭”。更为重要的是，借助集团化优势，公司享有母公司中国银行给予的充足的授信额度，这在多数银行收紧银根、降低对飞机租赁公司授信的行业低谷时期显得难能可贵。相对充足的低息资金的支持，为公司平稳度过行业低谷期保驾护航。

5) 亚太地区航空运输业的率先复苏，为公司率先一扫阴霾、渡过危机提供了先决条件。得益于中国领先于全球的防疫举措与防疫成效，中国乃至亚太地区的经济率先表现出复苏之势，在此基础上，亚太地区的航空运输业也有望率先走出低谷，回归常态，这对于中银航空租赁来说至关重要。相较于其他大多数头部飞机经营租赁公司，中银航空租赁在亚太地区的业务布局更重，来自亚太地区的收入比重更高，因此也将更加受益。综合来看，中银航空租赁有望率先扫除疫情阴霾，重回快速增长轨道。

4.3. 公司 ROE 与净租赁收益率领先，业绩兼具成长与稳定性

相较可比公司，中银航空租赁业绩 CAGR 整体相仿，但是业绩稳定度明显更高。我们统计了中银航空租赁与可比公司（AerCap、Air Lease、国银金融租赁、中国飞机租赁）2015-2020H1 的业绩表现相关数据，不难看出：1) 从 CAGR 来看，中银航空租赁仅低于规模偏小、正处于上升期的中国飞机租赁，与 Air Lease 持平，并明显高于 AerCap 与国银金融租赁；2) 从业绩表现的稳定程度来看，中银航空租赁与中国飞机租赁是唯一保持业绩增速为正的同行业公司，且中银航空租赁表现明显更加稳定，业绩兼具成长性与稳定性，具有较高的投资性价比。

图 36：2015-2019 年可比飞机租赁公司净利润 CAGR



数据来源：公司年报、东方证券研究所

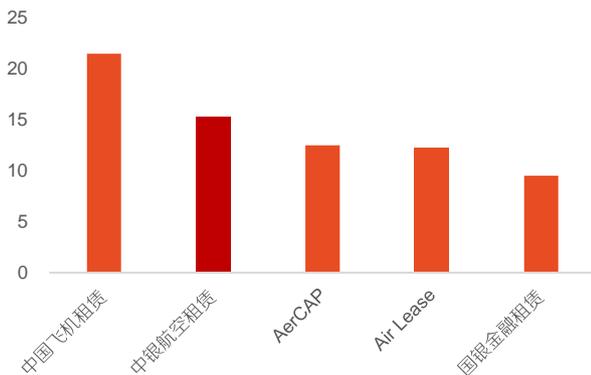
图 37：2015-2020H1 可比飞机租赁公司净利润增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

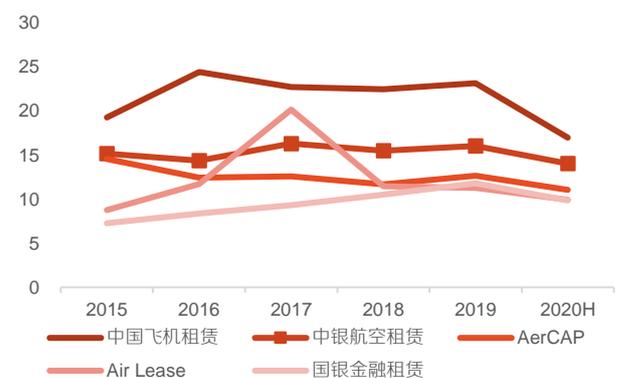
中银航空租赁 ROE 水平领先同业，净租赁收益率较高且保持高稳定性。中银航空租赁的净资产收益率水平明显可比同行业公司（规模较小、高速发展的中国飞机租赁除外），2015-2020H 公司的平均 ROE 为 15.22%，明显高于 AerCap 的 12.48%、Air Lease 的 12.20%、国银金融租赁的 9.51%；且公司 ROE 较同业更加稳定。

图 38：2015-2020H1 可比飞机租赁公司平均 ROE (%)



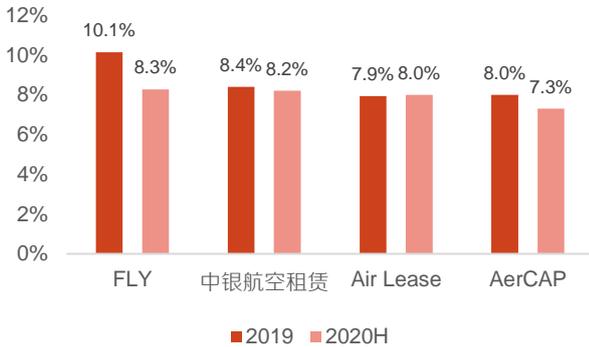
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 39：2015-2020H1 可比飞机租赁公司 ROE (%)

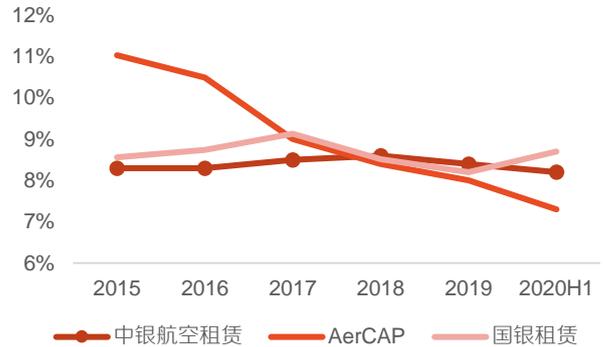


数据来源：公司年报、东方证券研究所

净租赁收益率方面，中银航空租赁同样保持较高且稳定的状态。2019-2020H，公司的净租赁收益率分别为 8.4%与 8.2%，仅低于 FLY(巴布科克和布朗航空)的 10.1%与 8.3%，高于 Air Lease 的 7.9%与 8.0%和 AerCap 的 8.0%与 7.3%。2015-2020H，公司的净租赁收益率稳定地保持在 8.2%-8.6%之间（同一时期 AerCap 的净租赁收益率处于 7.3%-11.0%之间，国银金融租赁则处于 8.2%-9.1%），显示出公司较同行业公司更加稳定的运营管理水平。

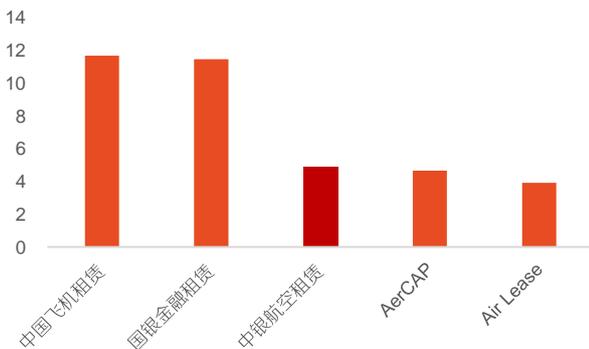
图 40：2019-2020H1 可比飞机租赁公司净租赁收益率


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 41：公司净租赁收益率表现出更高的稳定性


数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司权益乘数稳步提升，保持在 4-5 倍的合理区间，兼顾了杠杆资金最大化运用与控制融资成本的平衡。由于公司性质与运营模式的不同，融资租赁公司的权益乘数往往远高于经营租赁公司，因此在权益乘数的对比中，我们剔除了兼有融资租赁与经营租赁业务的可比公司国银金融租赁与中国飞机租赁（其权益乘数往往维持在 10 倍左右）。自 2016 年以来，公司的权益乘数稳步增长，截至 2020H，公司权益乘数已增至 4.87 倍，高于同期 AerCap 的 4.66 倍与 Air Lease 的 3.92 倍，但总体来看，公司的权益乘数整体保持在 4-5 倍之间，既最大程度地利用了杠杆资金以提升盈利能力，又合理地控制债务规模以保持融资成本相对低廉和有效防范经营风险。

图 42：2020H1 可比飞机租赁公司权益乘数


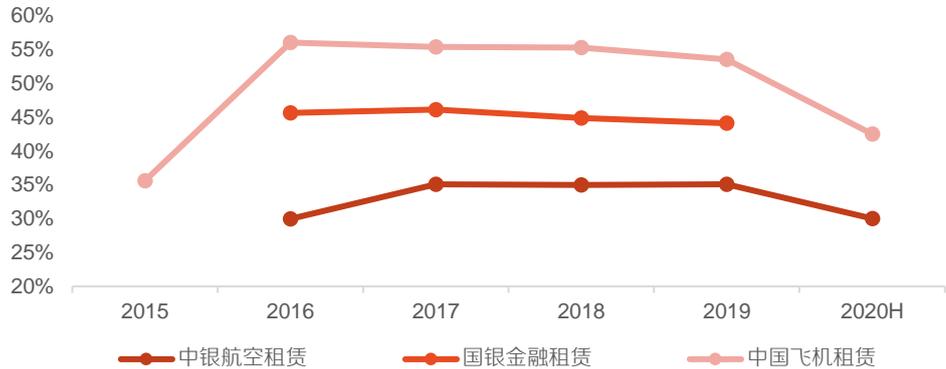
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 43：2016-2020H1 公司权益乘数逐年稳步提升


数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司长久以来坚持不超过 35% 的股息支付政策，体现出公司追求中长期发展的内在需求。自公司上市以来，一直采取不超过 35% 的股息支付政策，2016-2020H 公司的股息支付率分别为 30%、35%、35%、35%、30%，明显低于同时期的国银金融租赁的 44%-46% 与中国飞机租赁的 43%-55%，这也体现出公司追求中长期持续快速发展的内在需求。

图 44：2015-2020H 可比飞机租赁公司股息支付率



数据来源：公司年报、东方证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测：疫情冲击影响预计逐渐出清

基于公司过往发展与行业发展趋势，并结合疫情对公司业绩的短期冲击影响，我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计公司自有机队数量增速于 2021 年显著下滑，2022 年边际改善；
- 2) 由于飞机交付前付款受交付周期的延长而占比提升，因此飞机净值在固定资产占比下滑；
- 3) 预计自有机队机均净值受疫情影响于 2020 年小幅下滑，并于 2021/2022 年小幅改善；
- 4) 受益于公司卓越的机队管理能力，预计公司净租赁收益率保持相对稳定。
- 5) 公司按照最高 25 年（25 年减使用年限）的直线折旧法对飞机进行折旧处理，折旧残值率 15%，整体来看我们预计平均折旧率相对稳定，维持在 3.3% 左右。
- 6) 受全球流动性改善与资金成本下滑的影响，公司平均债务成本预计边际小幅下滑；

表 8：中银航空租赁估值模型预测指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 飞机租赁业务指标 | | | | | |
| 自有机队数量增速 | 5.57% | 4.62% | 6.00% | 3.00% | 5.00% |
| 飞机净值占固定资产比重 | 83.22% | 88.20% | 82.70% | 82.60% | 83.30% |
| 折旧比率 | -3.25% | -3.30% | -3.28% | -3.28% | -3.28% |
| 自有机队机均净值增速 | 3.67% | 7.10% | -1.50% | 3.00% | 4.00% |
| 净租赁收益率 | 8.56% | 8.40% | 8.20% | 8.30% | 8.40% |
| 其他业务指标 | | | | | |
| 存款利率 | 1.34% | 1.88% | 1.01% | 1.01% | 1.01% |

| | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 融资租赁利率 | 0.00% | 0.00% | 5.27% | 5.27% | 5.27% |
| 权益工具投资收益率 | 0.00% | 0.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 营业成本指标 | | | | | |
| 平均债务成本 | 3.07% | 3.35% | 3.05% | 3.00% | 3.00% |
| 有效所得税率 | -9.45% | -9.38% | -8.57% | -9.00% | -9.00% |
| 人事费用率 | -5.30% | -4.04% | -4.21% | -4.21% | -4.21% |
| 销售费用率 | -0.35% | -0.33% | -0.15% | -0.20% | -0.30% |
| 营业成本结构 | | | | | |
| 物业及设备之折旧 | 52.18% | 50.76% | 50.34% | 50.55% | 50.66% |
| 财务费用 | 33.93% | 35.64% | 33.74% | 33.81% | 33.02% |
| 人事费用 | 8.80% | 6.65% | 6.70% | 6.87% | 7.11% |
| 销售费用 | 0.52% | 0.47% | 0.24% | 0.33% | 0.51% |
| 飞机减值亏损 | 0.00% | 0.00% | 0.89% | 0.41% | 0.19% |
| 其他指标 | | | | | |
| 留存率 | 65.01% | 64.96% | 65.00% | 65.00% | 65.00% |
| 派息分红率 | 34.99% | 35.04% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |

数据来源：WIND、公司年报、东方证券研究所

表 9：中银航空租赁分类收入预测（百万美元）

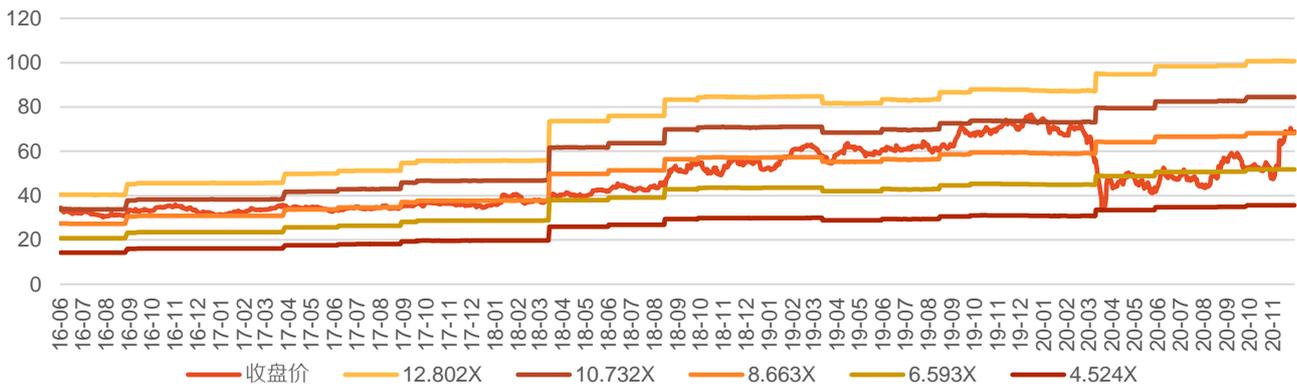
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 租赁租金收入 | 1,542.59 | 1,704.32 | 1,788.43 | 1,917.55 | 2,076.28 |
| 增速 | 20% | 10% | 5% | 7% | 8% |
| 占比 | 89% | 86% | 86% | 83% | 81% |
| 利息及手续费收入 | 80.81 | 99.26 | 156.25 | 191.58 | 222.62 |
| 增速 | 172% | 23% | 57% | 23% | 16% |
| 占比 | 5% | 5% | 8% | 8% | 9% |
| 处置飞机损益 | 90.77 | 134.31 | 51.61 | 72.25 | 101.16 |
| 增速 | 17% | 48% | -62% | 40% | 40% |
| 占比 | 5% | 7% | 2% | 3% | 4% |
| 权益投资收益 | 0.00 | 0.00 | 7.47 | 11.76 | 12.35 |
| 增速 | | | | 58% | 5% |
| 占比 | 0% | 0% | 0% | 1% | 0% |
| 其他收入 | 11.49 | 38.14 | 77.42 | 116.12 | 145.15 |
| 增速 | 18% | 232% | 103% | 50% | 25% |
| 占比 | 1% | 2% | 4% | 5% | 6% |
| 营业收入 | 1,725.54 | 1,975.90 | 2,081.18 | 2,309.27 | 2,557.57 |

数据来源：WIND、公司年报、东方证券研究所

5.2. 投资建议

考虑到中银航空租赁处于飞机经营租赁行业，与航空运输业有着高度的相关性，并且表现出明显的周期性，因此我们采用历史平均估值法对公司进行估值，参考指标为市盈率。公司自 2016 年 6 月上市以来，历经 4 年半的时间，估值水平表现出一定的波动性，但是整体保持较为稳定的状态，处于 6x-11x 之间，历史估值中枢在 8.60x。今年以来受疫情影响公司股价一直在 6.5xPE 的地位徘徊，股价处于低估值状态，但是受新冠肺炎疫苗研究取得突破进展以及疫情即将得到控制的预期的提振，公司估值水平有望于 2021 年回归至历史估值中枢附近，因此我们给予中银航空租赁 2021PE 为 8.60x，我们预测公司 2020-2022EPS（以最新股本摊薄计算）分别为 1.02/1.17/1.37 美元/股，对应目标价 78.19 港元/股（按照 1 美元=7.75 港元换算），对应公司 2020-2022PE 为 9.90x/8.60x/7.38x。首次覆盖，给予公司增持评级。

图 45：中银航空租赁历史 PE 估值水平一览（2016/6/1-2020/12/1）



数据来源：WIND、东方证券研究所

6. 风险提示

- 1) 疫情对航空运输业的影响超出预期，使得飞机租赁行业复苏缓慢；飞机交付情况不及预期，导致机队数量不及预期，2020-2022 年的机队数量的增速无法达到 6%/3%/5%，同时导致公司机队账面净值低于预期，2020-2022 年无法达到 175/186/203 亿美元；
- 2) 受出租率超预期下滑影响，公司净租赁收益率无法维持当前水平，导致 2020-2022 年的净租赁收益率明显低于 8.2%-8.4%的水平；
- 3) 全球流动性超预期恶化，导致平均债务成本超预期上行，2020-2022 年远超当前 3%的预测值。
- 4) 受疫情影响，破产或经营困难的航空公司数量超预期快速增长，使得部分租赁订单被迫取消。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 主要比率 | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万美元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 固定资产-机器及设备 | 17,974 | 19,003 | 21,160 | 22,476 | 24,337 | 成长能力 | | | | | |
| 应收融资租赁 | 0 | 0 | 709 | 745 | 782 | 营业收入 | 23.19% | 14.51% | 5.33% | 10.96% | 10.75% |
| 其他应收款-非流动资产 | 0 | 0 | 35 | 37 | 39 | 租赁租金收入 | 20.17% | 10.48% | 4.94% | 7.22% | 8.28% |
| 其他非流动资产 | 9 | 19 | 26 | 36 | 51 | 利息及手续费收入 | 172.29% | 22.82% | 57.42% | 22.61% | 16.20% |
| 非流动资产合计 | 17,999 | 19,025 | 21,932 | 23,296 | 25,212 | 处置飞机损益 | 16.70% | 47.97% | -61.57% | 40.00% | 40.00% |
| 应收账款 | 7 | 18 | 111 | 117 | 122 | 营业成本及费用 | 22.46% | 15.44% | 8.87% | 8.19% | 7.06% |
| 其他应收款 | 2 | 106 | 116 | 122 | 128 | 物业及设备之折旧 | 17.87% | 12.31% | 7.95% | 8.65% | 7.28% |
| 权益工具投资 | 0 | 0 | 115 | 120 | 127 | 财务费用 | 35.93% | 21.24% | 3.08% | 8.42% | 4.56% |
| 定期存款 | 153 | 203 | 373 | 373 | 354 | 人事费用 | 26.64% | -12.75% | 9.67% | 10.96% | 10.75% |
| 货币资金 | 90 | 84 | 81 | 85 | 83 | 营业利润 | 24.33% | 13.10% | -0.16% | 15.64% | 16.59% |
| 流动资产合计 | 257 | 739 | 833 | 873 | 864 | 利润总额 | 24.33% | 13.10% | -0.16% | 15.64% | 16.59% |
| 资产总计 | 18,256 | 19,764 | 22,765 | 24,169 | 26,076 | 净利润 | 5.76% | 13.18% | 0.73% | 15.10% | 16.59% |
| 应付账款及其它应付款项 | 157 | 206 | 227 | 250 | 275 | 资产分布 | | | | | |
| 短期借款 | 1,438 | 1,715 | 1,676 | 1,759 | 1,847 | 固定资产/总资产 | 98.45% | 96.15% | 92.95% | 92.99% | 93.33% |
| 流动负债合计 | 1,709 | 2,141 | 2,152 | 2,286 | 2,428 | 应收融资租赁/总资产 | 0.00% | 0.00% | 3.11% | 3.08% | 3.00% |
| 衍生金融负债-非流动负债 | 122 | 167 | 268 | 321 | 386 | 其他应收款/总资产 | 0.01% | 0.54% | 0.51% | 0.50% | 0.49% |
| 长期借款 | 10,840 | 11,591 | 13,947 | 14,505 | 15,230 | 权益工具/总资产 | 0.00% | 0.00% | 0.50% | 0.50% | 0.49% |
| 保证金应付款-非流动负债 | 222 | 251 | 263 | 276 | 290 | 定期存款/总资产 | 0.84% | 1.03% | 1.64% | 1.54% | 1.36% |
| 维修储备-非流动负债 | 732 | 593 | 711 | 782 | 860 | 收入及成本分布 | | | | | |
| 递延所得税负债-非流动 | 305 | 334 | 368 | 405 | 445 | 租赁租金收入 | 89.40% | 86.26% | 85.93% | 83.04% | 81.18% |
| 非流动负债合计 | 12,349 | 13,043 | 15,685 | 16,424 | 17,353 | 利息及手续费收入 | 4.68% | 5.02% | 7.51% | 8.30% | 8.70% |
| 负债合计 | 14,057 | 15,184 | 17,837 | 18,711 | 19,782 | 处置飞机损益 | 5.26% | 6.80% | 2.48% | 3.13% | 3.96% |
| 股本 | 1,158 | 1,158 | 1,158 | 1,158 | 1,158 | 物业及设备之折旧 | -31.46% | -30.86% | -31.62% | -30.97% | -29.99% |
| 未分配利润 | 3,038 | 3,516 | 3,975 | 4,505 | 5,122 | 财务费用 | -20.46% | -21.66% | -21.20% | -20.71% | -19.55% |
| 股份激励储备-权益 | 2 | 8 | 13 | 13 | 14 | 人事费用 | -5.30% | -4.04% | -4.21% | -4.21% | -4.21% |
| 对冲储备 | 1 | -101 | -219 | -219 | 0 | 净利润驱动指标 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,199 | 4,581 | 4,928 | 5,458 | 6,294 | 自有机队数量增速 | 5.57% | 4.62% | 6.00% | 3.00% | 5.00% |
| 负债及股东权益总计 | 18,256 | 19,764 | 22,765 | 24,169 | 26,076 | 飞机净值占固定资产比重 | 83.22% | 88.20% | 82.70% | 82.60% | 83.30% |
| | | | | | | 自有机队机均净值增速 | 3.67% | 7.10% | -1.50% | 3.00% | 4.00% |
| | | | | | | 净租赁收益率 | 8.56% | 8.40% | 8.20% | 8.30% | 8.40% |
| | | | | | | 存款利率 | 1.34% | 1.88% | 1.01% | 1.01% | 1.01% |
| | | | | | | 融资租赁利率 | | | 5.27% | 5.27% | 5.27% |
| | | | | | | 权益工具投资收益率 | | | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | | | | | | 折旧比率 | -3.25% | -3.30% | -3.28% | -3.28% | -3.28% |
| | | | | | | 平均债务成本 | 3.07% | 3.35% | 3.05% | 3.00% | 3.00% |
| | | | | | | 有效所得税率 | -9.45% | -9.38% | -8.57% | -9.00% | -9.00% |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 营业利润率 | 39.71% | 39.22% | 37.18% | 38.75% | 40.79% |
| | | | | | | 净利率 | 35.96% | 35.54% | 33.99% | 35.26% | 37.12% |
| | | | | | | ROA | 3.62% | 3.69% | 3.33% | 3.47% | 3.78% |
| | | | | | | ROE | 15.48% | 16.00% | 14.88% | 15.68% | 16.16% |
| | | | | | | 每股指标 (美元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.89 | 1.01 | 1.02 | 1.17 | 1.37 |
| | | | | | | 每股净资产 | 6.05 | 6.60 | 7.10 | 7.86 | 9.07 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 10.12 | 8.95 | 8.88 | 7.72 | 6.62 |
| | | | | | | 市净率 | 1.50 | 1.37 | 1.27 | 1.15 | 1.00 |

| 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万美元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 1,726 | 1,976 | 2,081 | 2,309 | 2,558 |
| 租赁租金收入 | 1,543 | 1,704 | 1,788 | 1,918 | 2,076 |
| 利息及手续费收入 | 81 | 99 | 156 | 192 | 223 |
| 处置飞机损益 | 91 | 134 | 52 | 72 | 101 |
| 其他收入 | 11 | 38 | 77 | 116 | 145 |
| 营业成本及费用 | -1,040 | -1,201 | -1,307 | -1,415 | -1,514 |
| 物业及设备之折旧 | -543 | -610 | -658 | -715 | -767 |
| 财务费用 | -353 | -428 | -441 | -478 | -500 |
| 人事费用 | -92 | -80 | -88 | -97 | -108 |
| 金融资产减值 | 0 | -25 | -49 | -54 | -65 |
| 其他经营费用 | -24 | -28 | -31 | -33 | -36 |
| 营业利润 | 685 | 775 | 774 | 895 | 1,043 |
| 利润总额 | 685 | 775 | 774 | 895 | 1,043 |
| 所得税 | -65 | -73 | -66 | -81 | -94 |
| 净利润 | 620 | 702 | 707 | 814 | 949 |
| 归母净利润 | 620 | 702 | 707 | 814 | 949 |

资料来源: WIND、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn