

香港股市 | 非银金融 | 融资租赁

## 中银航空租赁 (2588 HK)

### 持股挪威航空盈利或短期受损，不改长期向好趋势

挪威航空股价缩水，公司计提减值增加

公司于 5 月和挪威航空(NAS OL)达成协议，将其于挪威航空的租赁权转换成共逾 3.89 亿股份，占公司 12.67%投票权股份，但受疫情影响，挪威航空运营巨亏并已于旗下两家核心子公司申请破产保护，股价今年已缩水 98%以上，公司于 11 月 24 日出售近 3.9 千万股份，目前持股比例仍有 4.92%。预计该项投资会令年底公司减值准备大增，下半年仍出现若干航司客户延迟付款的情况，部分应收款项已超过保证金，公司其后将计提减值损失。此外，公司承租人之一的亚洲航空(AirAsia)(5099 KL)已提出债务重组及减少股本计划，假设回收资产找不到新承租人或可导致飞机减损等风险，上述因素均会对今年盈利带来一定压力。

#### 预计年底飞机交付活跃，21 年收入确定性强

截止 2020 年第三季，公司通过购机回租实现规模扩张，机队规模达 555 架，其中自有飞机 335 架，代管飞机 40 架，订单簿 180 架；共完成 29 架飞机交付，主因飞机制造商因供应链和物流的原因交付延迟，从而影响到公司的交付速度，管理层预测今年仍能达到约 70 架的交付指引（56 架属购机回租），剩余的飞机将集中于年底前交付，租赁收入有所减少，净租赁收益率或低于往年 8%-8.5%的水平；交付飞机创造的收益将重点体现在明年，今年截止第三季共出售 10 架飞机，预计全年出售飞机数量与收益低于去年，主因去年下半年公司成功出售由 17 架附带租约飞机组成的 ABS。

#### Max 飞机交付进度已调整，飞机资产减值影响有限

上半年公司已取消 30 架 737 Max 飞机订单，若波音(BA US)12 月开始交付飞机，公司可按计划于年底前交付 8 架 737 Max 飞机，于 2021 年交付 25 架售后回租的 Max 飞机，Max 飞机的交付预计可顺利进行。另外，订单簿中所有计划于 2023 年前交付的飞机均已确定航空公司客户。因疫情影响，部分航司承租人面临财困，导致中型宽体飞机价值产生较大波动，但因公司现役机队主要为 A320 和 B737 系列，为最主流的窄体飞机机型，且机队平均机龄为 3.6 年，所受的净值波动仍较小，预计对整体飞机资产价值的影响有限。

#### 疫苗获突破性进展，然飞机租赁行业修复还待时间

近日美国辉瑞(PFE US)与莫德纳(MRNA US)研发的新冠疫苗成果显著，美国食品和药物管理局 (FDA) 将于 12 月 10 日审议辉瑞的疫苗紧急使用授权申请，我们预计后续随着航空出行需求逐步恢复，飞机租赁行业盈利亦在修复。国际航空运输协会预测行业严重亏损将持续到 2021 年，预计 2020 年净亏损 1185 亿美元，超过 6 月份预测结果，预计 2021 年净亏损为 387 亿美元，因此需警惕倒在黎明前夜的中小航空公司。

#### 看好公司逆境经营能力，长期竞争力及优势在加强

目前波音 737 Max 飞机已获美国联邦航空管理局 (FAA) 复飞许可，波音公司将恢复交付 737 Max 飞机，虽然现阶段航空公司受疫情影响不会拓展业务和添置飞机，但是航司对小型和高效机型的需求会于疫情后增加以降低成本，复飞或刺激 737 Max 这种高效率窄体机在 2021-2022 年的需求增加。公司今年逆势通过售后回租不断增加机队规模，其购机回租订单均为新型节油新飞机，且与全球优质航空公司客户建立长期合作关系，一旦行业景气度回升，供需缺口中竞争力强劲的公司胜出明显，我们看好公司长期竞争力及优势。

#### 调整盈利预测，下调至“中性”评级，2021 年目标价 69.75 港元

疫苗研发提振市场信心，公司近两周股价已有逾 45%的反弹，但航空公司的经营仍面临不少挑战，公司面临的租金延付、违约以及承租人破产风险或增加，我们将 2020 年和 2021 年盈利

更新报告

评级：中性

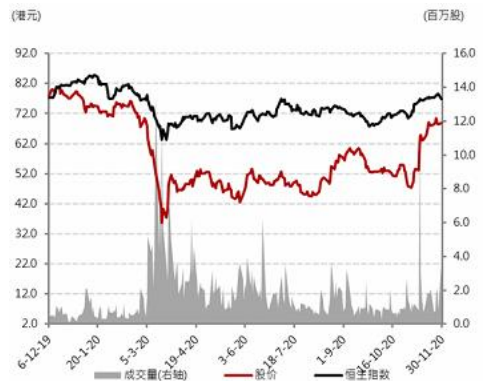
目标价：69.75 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 30 日)

现价	68.90 港元
总市值	478.17 百万 港元
流通股比例	30.00 %
已发行总股本	694.01 百万
52 周价格区间	33-82.25 港元
3 个月日均成交额	78.21 百万 港元
主要股东	Sky Splendor Ltd (占 70%)

来源：彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

20200824 – 更新报告：减值损失增加，业绩略逊预期

#### 分析师

赵红梅

+852 2359 1855

May.zhao@ztsc.com.hk

预测分别下调至 5.8 亿美元和 6.8 亿美元。调整公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测至 0.83/0.98/1.11 美元, 预计 2020-22 年 BVPS 分别为 7.0/7.6/8.3 美元, 现价对应 PB 估值分别为 1.27/1.17/1.07x。我们给予 2021 年目标价 69.75 港元, 下调至“中性”评级, 对应 1.18 倍 2021 年市净率。因疫苗消息而上升逾 45%, 已接近我们目标价, 现价为 2021 年预测市净率 1.17 倍, 高于 3 年历史平均水平。

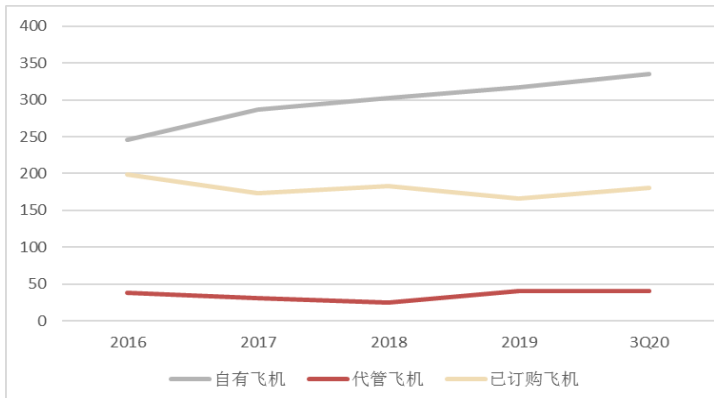
**风险提示:** 全球疫情扩散及持续时间超预期、部分航空破产事件、飞机租金回收及资产减值不确定性

#### 主要财务数据 (百万美元) (估值更新至 2020 年 11 月 30 日)

年结 12 月 31 日	17 财年	18 财年	19 财年	20 财年预期	21 财年预期	22 财年预期
总收入	1401	1726	1976	2022	2299	2596
增长率	17.4%	23.2%	14.5%	2.4%	13.7%	12.9%
税前利润	551	685	775	655	776	873
增长率	16.3%	24.3%	13.1%	-15.5%	18.5%	12.5%
股东净利润	587	620	702	576	683	768
增长率	40.3%	5.8%	13.2%	-17.9%	18.5%	12.5%
税前利润率	39.3%	39.7%	39.2%	32.4%	33.8%	33.6%
净利润率	41.9%	36.0%	35.5%	28.5%	29.7%	29.6%
ROE	16.3%	15.5%	15.7%	11.9%	12.9%	13.3%
每股盈利 (美元)	0.85	0.89	1.01	0.83	0.98	1.11
每股资产净值 (美元)	5.2	5.8	6.7	7.0	7.6	8.3

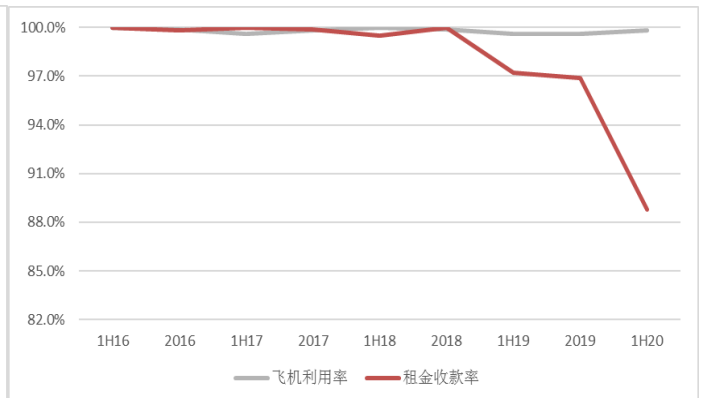
来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 中银航空租赁(2588 HK) 机队规模 (架)



来源: 公司资料、中泰国际研究部

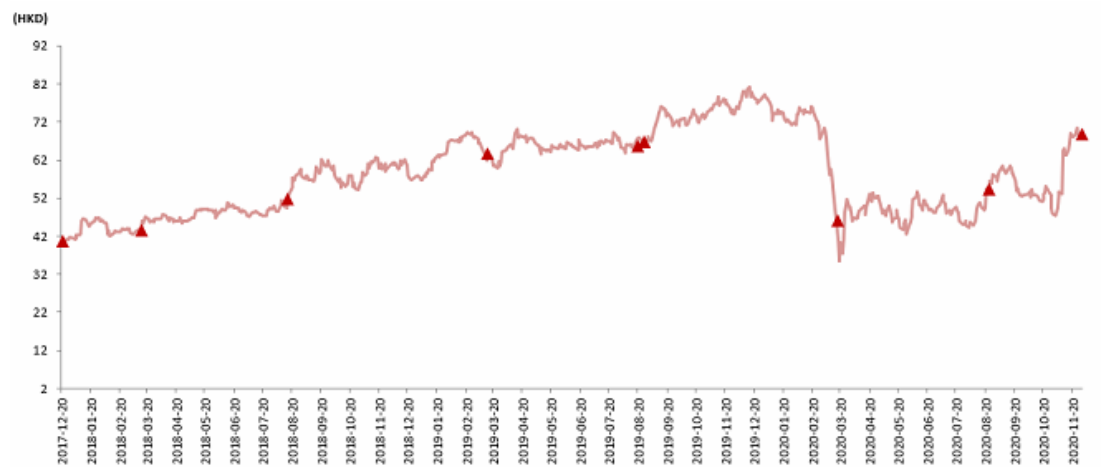
图表 2: 中银航空租赁(2588 HK) 飞机利用率及租金收款率



来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 历史建议和目标价

中银航空租赁 (2588 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料、中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2017/12/21	HK\$40.7	“买入” (首次覆盖)	HK\$48.04
2	2018/3/15	HK\$43.55	“增持” (降调)	HK\$50.17
3	2018/8/15	HK\$51.65	“增持” (维持)	HK\$57.81
4	2019/3/14	HK\$63.8	“增持” (维持)	HK\$63.39
5	2019/8/19	HK\$65.75	“中性” (降调)	HK\$70.55
6	2019/8/26	HK\$66.9	“中性” (维持)	HK\$72.90
7	2020/3/17	HK\$46.25	“买入” (上调)	HK\$71.00
8	2020/8/24	HK\$54.4	“增持” (下调)	HK\$65.10
9	2020/12/01	HK\$68.90	“中性” (下调)	HK\$69.75

来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格, 与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979-2886

传真：(852) 3979-2805