

【广发非银】中银航空租赁 (02588.HK)

看好航空业恢复带动公司业绩与估值修复

核心观点:

- 公司公布 2021 半年度业绩: 2021H1 公司实现营业总收入 11.07 亿美元, 同比增长 7%; 实现税后净利润 2.54 亿元, 同比下降 21%。
- 当期经营承压: (1) 成本端承受资产减值压力, 拖累净利润率, 上半年共 28 架飞机因评估价值低于账面净值而导致减值。(2) 飞机资产价值下降及行业景气度同样影响当期飞机出售收益。此外因 AerCap 与 GECAS 两巨头合并, 预计合并后因优化机队需求出售带租约飞机, 飞机资产销售会继续面临市场竞争压力。(3) 需求未完全恢复, 机队规模较年初下降。2021 年 6 月末公司机队规模共 536 架, 较年初 549 架净减少 13 架, 此外, 疫情下飞机制造商产量下降, 交付延误, 均会导致租金收入增速放缓。(4) 公司机队机龄延长租期缩短, 平均机队机龄 3.7 年, 剩余租期 8.1 年, 但仍为业内最优。
- 自身经营稳健, 自有飞机利用率恢复到疫情前水平, 现金回收率亦自低位回升。2020 年 6 月末公司自有飞机利用率 99.6%, 现金回收率 95.9%。公司平均债务成本从年初 3.2% 下降至中期末 2.9%, 整体流动性保持良好, 杠杆率保持在 4.8x 较低位。
- 随着疫苗普及, 航空运输需求逐步恢复。波音和空客两大飞机制造商计划提高产量, 展望行业恢复乐观。公司仍是行业内最优质的龙头之一, 我们看好航空业恢复带动公司业绩与估值修复。根据实际运营情况, 我们适度调低对公司盈利预测。预计 2021-2022 年归母净利润 5.04 和 5.76 亿美元, 同比下降-1.2% 和增长 14.3%。2020 年 3 月受疫情影响前, 公司近五年 PB 估值区间在 0.9x-1.6x, 调低公司 2021 年合理估值至 1.3 倍 P/B 进行估值, 合理价值 76.68 港元/股 (按照 1 港元 = 0.1284 美元), 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 全球性疫情大规模恶化、全球陷入经济危机; 公司机队扩张不及预期、公司评级下调影响融资能力等。

盈利预测:

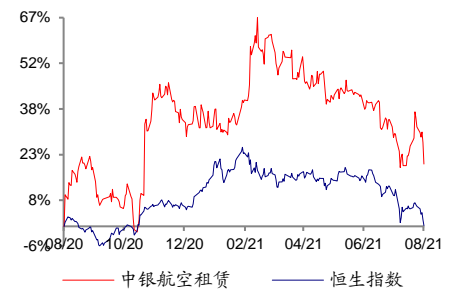
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	1976	2054	2225	2417	2638
增长率 (%)	14.5%	3.9%	8.3%	8.6%	9.2%
归母净利润 (百万美元)	702	510	504	576	678
增长率 (%)	13.2%	-27.4%	-1.2%	14.3%	17.7%
EPS (美元/股)	1.01	0.73	0.73	0.83	0.98
市盈率 (P/E)	8.70	7.23	10.14	8.87	7.53
ROE (%)	16.0%	10.9%	10.0%	10.6%	11.6%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	增持
当前价格	57.30 港元
合理价值	76.68 港元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-20

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈韵杨



SAC 执证号: S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发非银&海外】中银航空 2021-03-16
租赁 (02588.HK): 积极有为, 蓄势待发
- 【广发非银&海外】中银航空 2020-08-21
租赁 (02588.HK): 短期行业冲击不改稳健经营

请务必阅读末页的免责声明

公司公布2021半年度业绩：2021H1公司实现营业总收入11.07亿美元，同比增长7%；实现税后净利润2.54亿元，同比下降21%，每股盈利0.37美元，年化ROE约为10.4%。

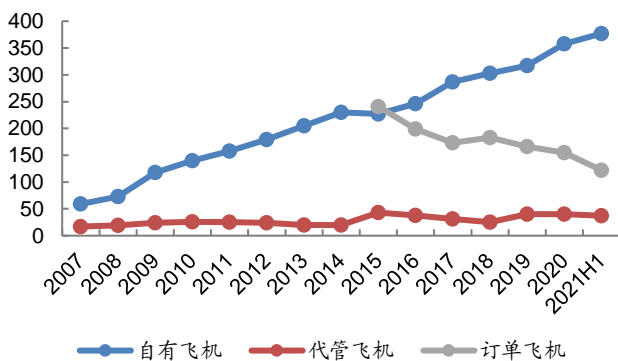
一、当期经营承压

成本端承受资产减值压力，拖累净利润率。当期飞机减值同比增长621%至0.84亿美元（2020全年为1.09亿美元），上半年共28架飞机因评估价值低于账面净值而导致减值，其中宽体飞机由于限制跨境长途出行而需求压力较大。金融资产减值损失同比增加35%至0.63亿美元（2020全年为0.43亿美元），因部分客户应付租金已超过保证金。当期税后净利润/营业总收入比例为22.9%，2019与2020年分别为34.9%与27.8%。

飞机资产价值下降及行业景气度同样影响当期飞机出售收益。当期出售飞机资产9架，实现收益0.03亿美元，平均每架出售收益33.3万美元，远低于2020上半年同期平均每架出售收益520万美元。此外因Aercap与GECAS两巨头合并，预计合并后因优化机队需求出售带租约飞机，飞机资产销售会面临市场竞争压力。

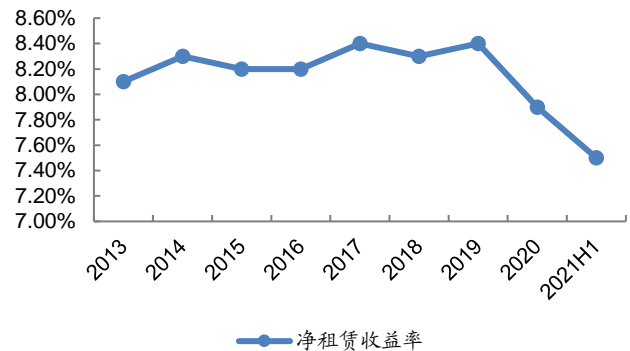
需求未完全恢复，机队规模较年初下降。2021年6月末公司机队规模共536架，较年初549架净减少13架，其中订单飞机减少33架。此外，疫情下飞机制造商产量下降，交付延误，均导致租金收入增速放缓，公司租金净收益率下降至7.5%。公司机队机龄延长租期缩短，平均机队机龄3.7年（2020年末为3.5年）；剩余租期8.1年（2020年末为8.6年），但仍为业内最优。

图1：公司机队规模（架）



数据来源：公司业绩公告、广发证券发展研究中心

图2：公司净租赁收益率



数据来源：公司业绩公告、广发证券发展研究中心

二、自身经营稳健，流动性仍保持良好

自有飞机利用率恢复到疫情前水平，现金回收率亦自低位回升。2020年6月末公司自有飞机利用率99.6%，持平2020年末及疫情前的2019年末，现金回收率95.9%，

已较去年低位显著回升。脱租的6架宽体飞机已全部租出，仍有2架窄体飞机脱租。此外公司2023年前交付的订单飞机已全部确定客户。

图3: 公司历年租金回收率

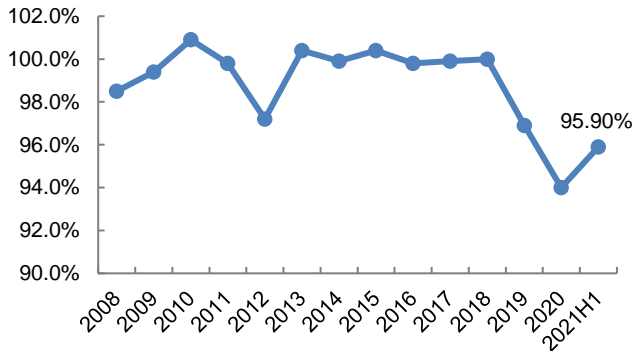
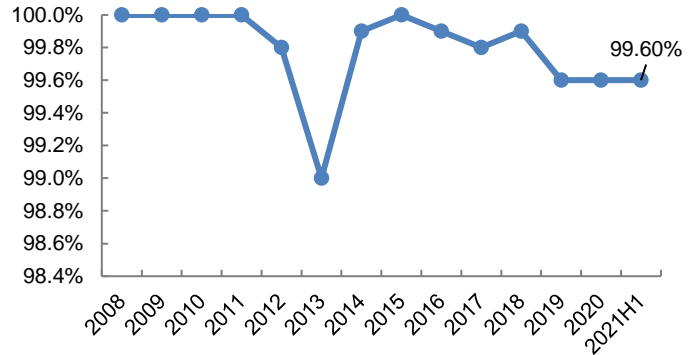


图4: 公司历年飞机利用率



数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

融资成本下降，仍保持良好流动性。公司平均债务成本从年初3.2%下降至中期末2.9%，帮助抵消了部分当年因借贷增加的财务费用。获得惠誉评级与标普全球评级均为A-，其中标普对公司前景预期从“负面”提升为“稳定”。公司整体流动性保持良好，杠杆率保持在4.8x较低位。2021上半年公司通过贷款及债券市场募集资金21亿美元，其中来自于中国银行授予的35亿美元循环信贷融资仍有33亿美元剩余，当期末仍有现金及未提取的信贷额度共计58亿美元。

图5: 公司计息负债规模及杠杆率 (十亿美元)

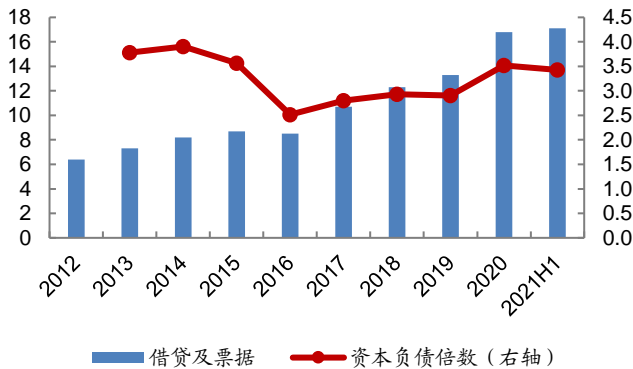
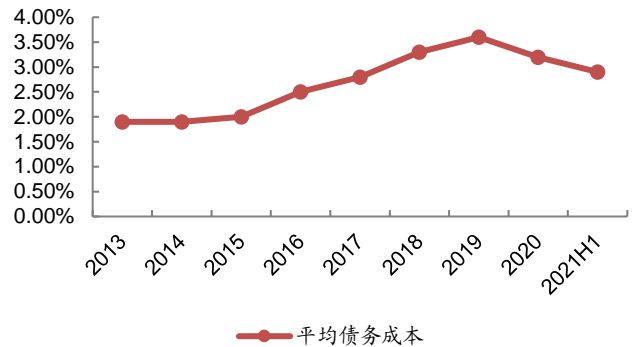


图6: 公司平均融资成本



数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

三、投资建议

随着疫苗普及，航空运输需求逐步恢复。根据IATA最新统计数据，2021年H1全球客运可用座位 (ASK) 同比上升145.60%，较疫情前的2019年6月下降51.6%，全球航空客运力已恢复至2019年约五成水平。从全球航空乘客预定情况看，境内航线

预定需求接近疫前水平，国际航线仍受疫情与地方出入境政策限制影响。

飞机制造商计划提高产量，展望行业恢复乐观。波音计划到2022年初将737 MAX的产量提高到每月31架，目前每月产量为16架；空客宣布7月起将A320 NEO系列飞机产量从每月40架增至每月43架，并预计从2021年四季度其将产量提高至每月45架。

表1: 全球客运需求与供给情况

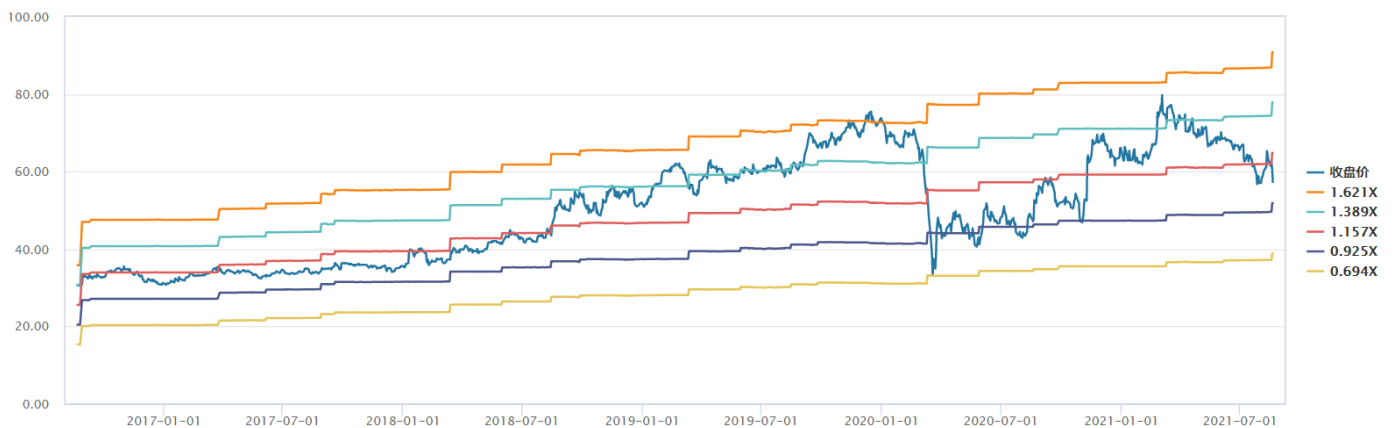
	2020 RPK 占比	2021年6月 yoy (较2019年)			2021年1-6月 yoy		
		RPK	ASK	PLF	RPK	ASK	PLF
整体市场	100%	-60.10%	-51.60%	-14.80%	192.50%	145.60%	11.10%
国际航线	45.70%	-80.90%	-71.00%	-28.50%	470.50%	327.00%	13.90%
国内航线	54.30%	-22.40%	-15.50%	-6.90%	140.20%	93.30%	15.40%

数据来源: IATA、广发证券发展研究中心

行业景气度正逐步恢复，公司仍是行业内最优质的龙头之一。公司具备较强流动性及融资能力，“年轻+热门机型”的机队在抵抗飞机价值波动及寻租过程中具优势，此外亦受益融资成本下降以降低新增债务成本，有望在逆境下维持主业平稳经营及获取良好成长机会。

根据实际运营情况，我们适度调低对公司盈利预测，预计公司2021-2022年营业总收入为22.25和24.17亿美元，同比增长8.3%和8.6%。预计2021-2022年归母净利润5.04和5.76亿美元，同比下降-1.2%和增长14.3%。目前市场价格57.3港元/股（2021年8月20日收盘价），对应2021E P/B 0.97倍，2022E P/B 0.91倍，基于强有力股东背景及出色经营能力，2020年3月受疫情影响前，公司近五年PB估值区间在0.9x-1.6x，调低公司2021年合理估值至1.3倍P/B进行估值，合理价值76.68港元/股（按照1港元=0.1284美元），维持“增持”评级。若行业景气度恢复良好，公司不再新增飞机资产及金融资产减值，将有更良好的业绩增长及估值提升。

图7: 中银航空租赁PB-Band (左轴单位为美元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、风险提示

公司机队扩张不及预期；全球新兴市场金融危机；全球客运恢复低于预期；航空公司发生大规模流动性风险；公司评级下调或中国银行停止融资支持导致融资成本的上升；恐怖主义活动、政治事件、以及其他飞机相关的黑天鹅事件。

资产负债表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产-机器及设备	19,003	22,161	24,055	25,831	27,463
衍生金融资产	2	11	12	13	14
贸易应收账款	18	155	152	163	173
其他应收款	106	36	25	27	29
定期存款	203	181	177	190	202
现金及银行结余	84	226	144	210	271
资产总计	19,764	23,568	25,321	27,190	28,908
衍生金融工具	222	218	284	305	325
贸易及其他应付款项	206	187	264	218	231
递延收入	118	202	203	218	231
贷款及借款	13,306	16,698	17,978	19,305	20,236
保证金	285	277	380	381	376
维修储备	593	698	759	815	867
递延所得税负债	334	465	430	462	491
其他非流动负债	44	37	-333	-233	5
总负债	15,184	18,791	20,065	21,577	22,875
股东权益合计					
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
未分配利润	3,516	3,779	4,091	4,447	4,867
股东权益	4,581	4,777	5,256	5,613	6,033
股东权益和负债总额	19,764	23,568	25,321	27,190	28,908

财务比率

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
ROA	3.7%	2	2	2	2
ROE	16.0%	10.9%	10.0%	10.6%	11.6%
财务杠杆(A/E)	4.3	4.9	4.8	4.8	4.8
价值评估					
P/E	8.70	7.34	10.14	8.87	7.53
P/B	1.45	1.20	0.97	0.91	0.85

利润表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
租赁租金收入	1,704	1,784	1,907	2,078	2,267
利息及手续费收入	99	177	212	244	276
处置飞机亏损(收益)	134	44	6	15	15
其他收入-其他	38	48	100	80	80
收益及其他收入	1,976	2,054	2,225	2,417	2,638
机器及设备折旧	-610	-676	-812	-887	-963
财务费用	-428	-455	-538	-588	-633
递延债务发行成本	-25	-28	-35	-38	-41
人事费用	-80	-68	-73	-97	-106
销售费用	-6	-1	-6	-7	-8
其他经营费用	-28	-32	-24	-27	-29
飞机减值	0	-109	-119	-87	-72
成本及费用	-1,201	-1,491	-1,678	-1,791	-1,901
税前利润	775	563	547	626	737
所得税	-73	-53	-44	-50	-59
净利润(含少数股东权益)	702	510	504	576	678

现金流量表

单位: 百万美元

至 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动调整:					
净利润	775	563	504	576	678
加: 折旧与摊销	635	824	847	926	1,005
营运资本变动	-95	355	446	469	469
其他非现金调整	403	84	2,295	2,580	2,698
经营活动产生的现金流	1,645	1,826	3,588	3,975	4,172
投资活动:					
出售固定资产收到的	1,266	387	153	133	133
减: 资本性支出	3,197	4,641	3,961	4,159	4,367
投资活动产生的现金流	-1,932	-4,255	-3,808	-4,026	-4,234
债务净变动	1,038	3,295	370	1,000	1,000
减: 支付的股利合计	224	246	0	0	0
其他筹资活动产生的	-498	-957	192	219	258
筹资活动产生的现金流	315	2,584	-67	-180	-180
现金净流量:					
净增加额	29	156	112	118	124
期初余额	223	252	-108	66	61
期末余额	252	408	252	144	210

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。