



**BEA securities**  
東亞證券

East Asia Securities Company Limited

東亞證券有限公司

香港德輔道中10號東亞銀行大廈9樓

證券買賣: 2308 8200 研究部: 3608 8097 傳真: 3608 6113

分析員: Paul Sham

2016年5月19日

## 【新股研究】

### 中銀航空租賃有限公司 (02588)

聯席保薦人 : 中銀國際, 高盛  
 聯席全球協調人及聯席賬簿管理人 : 中銀國際, 高盛, 摩根士丹利  
 聯席賬簿管理人 : 法巴, 花旗

<p>全球發售股份數目: *208,203,000 股 (佔擴大後股本 30%)</p> <p>香港發售股數: 15,615,400 股 (7.5%)</p> <p>國際發售股數: 192,587,600 股 (92.5%)</p> <p>超額配股權: 31,230,400 股</p> <p>*包括 104,101,500 股新股及 104,101,500 股舊股</p>	<p><b>業務概覽:</b></p> <p>中銀航空租賃(“中航租賃”或“公司”)是全球領先的飛機經營性租賃公司。截至 2015 年 12 月 31 日,公司亦是總部設於亞洲的最大的飛機經營性租賃公司及全球第五大飛機經營性租賃公司(均按自有飛機價值計但不包括已下達訂單但未交付飛機)。</p> <p>中航租賃擁有一支由低機齡、節能及市場確需的機型構成的機隊。截至 2015 年 12 月 31 日,公司的機隊由 270 架飛機所組成,其中 227 架為自有飛機,43 架代第三方客戶管理的飛機,且該等飛機已租至 30 個國家的 62 間航空公司。截至 2015 年 12 月 31 日,中航租賃自有機隊按賬面淨值加權計的平均機齡為 3.3 年,是飛機經營性租賃公司業內平均機齡最低的機隊之一。</p> <p>中航租賃受惠於較低的平均資金成本(其 2013 年、2014 年及 2015 年年利率分別為 1.9%、1.9% 及 2.0%),穩健的信用評級(截至 2016 年 5 月 9 日,標準普爾及惠譽均給予「A-」評級)以及多樣化的融資渠道。公司的主要債務融資來源是無抵押債券及第三方商業銀行貸款。</p>
<p>每股發售價: 42 港元</p> <p>市值: 29,148 億港元</p> <p>2015 年備考歷史市盈率: 10.9x</p> <p>備考經調整每股有形資產淨值: 4.3 美元</p> <p>僱員數目: 137 (於 2015 年 12 月 31 日)</p>	
<p>香港公開發售日期: 2016 年 5 月 19 日 - 2016 年 5 月 24 日 中午</p> <p>收款銀行: 中銀香港</p> <p>香港證券登記處: 中央證券登記有限公司</p> <p>上市日期: 2016 年 6 月 1 日</p>	

#### □ 是次全球發售完成後股東架構:

中國銀行 (上市編號: 03988.HK)	70.0%
公眾股東	30.0%
	100.0%

本報告僅作參考資料之用,本公司(東亞證券有限公司)並不會就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容,均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據本公司認為可靠的資料而編製,惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。於本報告編製之時,本公司並未持有本報告內提及公司之任何權益,惟東亞銀行集團之其他成員則可能不時持有本報告內提及公司之權益。

□ 所得款項用途：

是次全球發售所得淨額估計為 42.46 億港元 (假設發售價為每股 42.00 港元)

	億港元
用作交付前付款及日後購買飛機以擴大公司的自有機隊。	42.46

□ 按業務劃分的收入明細分析

	截至 12 月 31 日止年度					
百萬美元	2013		2014		2015	
租賃租金收入	804	87.5%	937	94.8%	975	89.4%
利息及手續費收入	28	3.0%	12	1.2%	40	3.7%
出售飛機收益淨額	76	8.3%	30	3.1%	70	6.4%
其他	10	1.1%	10	1.0%	5	0.5%
總計	919	100.0%	988	100.0%	1,091	100.0%

□ 財務資產概覽：

	截至 12 月 31 日止年度		
千美元	2013	2014	2015
收入	918,661	988,433	1,090,722
稅前利潤	310,931	352,766	401,433
純利	277,061	308,574	343,307
稅前利潤率	33.8%	35.7%	36.8%
純利率	30.2%	31.2%	31.5%

□ 同業比較：

	中航租賃 (02588.HK)	中國飛機租賃 (01848.HK)	AerCap Holdings (AER US)	Air Lease Corp (AL US)
市值 (港幣億元)	291.48	47.78	582.40	236.85
按機隊規模排名	第五名	不適用	第一名	第三名
2015 年股本回報率	15.1%	19.2%	13.1%	11.1%
2015 年市盈率	10.9x	12.2x	6.7x	10.4x
市賬率	1.25x	2.15x	0.88x	0.98x

□ **優勢與發展機遇：**

- ✓ 截至 2015 年 12 月 31 日，按自有飛機價值計，中航租賃是總部設於亞洲的最大的飛機經營性租賃公司及全球第五大飛機經營性租賃公司。
- ✓ 中航租賃業務遍及全球，並擁有多元化的業務組合。於 2015 年，公司的客戶群包括 62 間航空公司，覆蓋 30 個國家。亞太（中國內地、香港、澳門及台灣除外）乃公司業務度最集中的地區，佔 2015 年的租賃租金收入總額的 33.2%，中國內地、香港、澳門及台灣合共佔 16.7%，而美洲、歐洲與中東及非洲分別佔 19.5%、23.9%及 6.7%。
- ✓ 受惠於其母公司中國銀行及其強勁的信用評級，中銀航空租賃享有較低的債務成本（於 2012- 2015 年間每年約 2%）。這使中航租賃自 2008 年以來達到平均 15%的淨資產收益率，在上市的飛機租賃公司為最高之一。
- ✓ 中航租賃首次公開招股吸引了 11 名基礎投資者，其中包括中投、絲路基金、中國開發銀行、中國人壽富蘭克林資產管理、復星國際、波音公司等，合共投資 45.25 億港元，佔全球發售股份總數約 51.7%及經擴大股本約 15.5%。由此可證明中航租賃的投資價值。
- ✓ 中國飛機租賃(01848.HK,市賬率為 2.15 倍)，是唯一一家香港上市的飛機租賃公司，並可與中航租賃比較的股票。考慮到中航租賃較大的營運規模，其 1.25 倍的市賬率並不昂貴。

□ **劣勢與風險：**

- × 航空業具有週期性。客運及航空貨運服務需求與經濟活動存在很強的正相關性，故客運及貨運飛機（以及該等飛機的租賃）需求亦是如此。由於中航租賃的業務幾乎完全取決於航空公司客戶訂立新的飛機經營性租賃合約能力，故公司尤其易受航空業低迷、混亂或疲弱的影響。
- × 中航租賃經營的市場存在激烈競爭。2015 年 12 月底，有 158 家經營出租人正在管理有 100 個或以上座位的商用噴氣式客機以及同型號貨機。
- × 利率上升環境可能降低中航租賃的收益。截至 2015 年 12 月 31 日，公司 80.5%的未償還債務為浮動利率債務，只有 19.5%的未償還債務為固定利率債務。

**投資建議：認購**

## **重要披露 / 分析員聲明 / 免責聲明**

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編製。

主要負責本報告內容（不論全部或部分）之每一位分析員申明 (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司或證券所持的個人觀點；及 (ii) 其所得報酬與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係。

本報告僅作參考資料之用，本公司無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編製，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。而本報告所載之資料及意見，乃反映本報告在發表之日有關分析員的見解，本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。本報告所提及的意見，並未考慮讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要，投資者須獨立思考，不應依賴本報告而作出其投資決定。投資涉及風險，投資者應小心作出投資決定。如有需要，並應向其他專業顧問尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券有限公司及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用本報告或其內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

於本報告編製之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之任何權益，而東亞銀行與集團內之其他聯屬/聯營公司及/或有聯繫人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞銀行及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其他銀行服務。

東亞銀行及/或其聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之股份實益持有 1%或以上之任何普通股權益；並可能於過去 12 個月及/或未來 3 個月內，因向本報告所提及的公司提供投資銀行服務而向該公司 / 該等公司收取相關的報酬。

本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。