

2023年12月18日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

国内飞机租赁龙头企业，看好净租金收益率持续上行

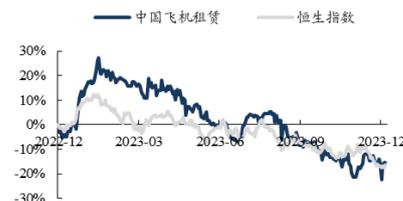
买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
收入总额 (百万港元)	4,171.00	4,793.78	5,127.94	5,420.41
同比 (%)	27.2%	14.9%	6.9%	5.7%
归母净利润 (百万港元)	73.60	528.28	700.13	871.33
同比 (%)	-86.0%	710.3%	18.6%	24.0%
每股收益 (港元/股)	0.10	0.71	0.94	1.17
P/B (倍)	0.58	0.53	0.47	0.41

投资要点

- **国内飞机租赁龙头企业，飞机订单储备丰富：**中飞租赁于2006年在中国香港成立，致力于打破外资垄断，为我国民航机队引进提供本土化解决方案。目前，公司已成长为国内飞机租赁行业的龙头企业，市占率保持在15-20%，常年位列前三。从资产规模来看，公司拥有402架飞机（含订单簿），客户覆盖我国三大航、美联航、LATAM等一线航司。
- **营收实现稳健增长，飞机减记&高息环境拖累下利润短暂承压：1) 营收端：**1H23公司实现营收23.3亿港元，同比+23.0%，其中经营租赁收入17.6亿港元，同比+28.5%，增速较快主要系用于经营租赁的飞机由1H22的89架增长至1H23的113架。**2) 利润端：**2022年公司实现年内溢利2.2亿港元，同比-65.6%，主要系：①公司于1H22全额减记两架滞留在俄罗斯境内的飞机，对利润端造成4.39亿港元的拖累；②高息环境下，公司2022年银行及其他借贷的平均实际利率为4.20%（2021年为2.96%）。若剔除飞机减记影响，则公司2022年实现年内溢利6.5亿港元，较2021年实现正增长。
- **飞机供不应求有望带动飞机价值及租金收益率上行：1) 短期来看，飞机租赁行业受益于航司偏紧的流动性：**飞机租赁可以给航司带来改善现金流、提升机队灵活性的优势，在疫后航司流动性普遍偏紧的情况下飞机租赁的优势将进一步放大；**2) 中长期来看，飞机供不应求将进一步提升飞机租赁渗透率：**供应链冲击导致空客、波音多次下调交付计划，且积压订单数约为年均目标交付数量的10倍；空客、波音预测未来20年内机队规模增速约3.2-3.5%。同时，全球航空需求恢复动力充足，未来20年需求增速约为4.3%，其中中国增速约为6-7%。飞机供应增速小于需求增速，有望带动飞机价值及租赁收益率同步上行。
- **窄体机占比高达90%，机队结构合理带来高议价能力：**公司自有及管理机队中窄体机占比达90%以上，给公司带来以下优势：1) 窄体机运营成本更低，且短途和中途航班市场需求旺盛；2) 窄体机保值能力较强，疫情期间窄体机价值最低时约为疫情前水平的90%，而宽体机约为70%。受益于公司合理的机队结构，公司近年来飞机出租率均维持100%的最高水平，且公司租金收益率显著高于行业平均。
- **股东实力雄厚，看好未来融资成本进一步下行：**公司背靠光大集团，融资成本处于较低水平。同时，公司拟在未来2-3年内将信用评级提升至投资级。综合考虑负债率及未来成长性后，公司将从波音购买64架飞机的权益更替于迪拜航空航天集团(DAE)，从该交易中回收可观的现金流并用于偿还目前的若干债务，以优化公司的资本结构，提升公司的信用评级。若公司成功将信用评级提升至投资级，则融资成本将大幅降低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.28/7.00/8.71亿港元，当前股价对应PB分别为0.53/0.47/0.41倍。我们的目标价为5.8港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球航空需求复苏不及预期，飞机交付进度不及预期，飞机价值下降带来资产减值，利率持续上行风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	3.65
一年最低/最高价(港元)	3.30/5.16
市净率(倍)	0.58
流通H股市值(百万港元)	2,717

基础数据

每股净资产(港元)	6.3
资本负债率(%)	88.7
总股本(百万股)	744.4
流通H股(百万股)	744.4

相关研究

张景之对本文有较大贡献，特此致谢。

内容目录

1. 国内飞机租赁龙头企业，飞机订单储备丰富	4
1.1. 飞机全产业链解决方案商，拥有过百航司客户	4
1.2. 营收实现稳健增长，飞机减记&高息环境拖累下利润短暂承压	5
2. 飞机供不应求有望带动飞机价值及租金收益率上行	7
2.1. 短期来看，飞机租赁行业受益于航司偏紧的流动性	7
2.2. 中长期来看，飞机供不应求将进一步提升飞机租赁渗透率	9
2.3. 飞机供不应求有望带动飞机价值及租金收益率上升	11
3. 机队结构合理带来高议价能力，看好未来融资成本持续下行	12
3.1. 窄体机占比高达 90%，机队结构合理带来高议价能力	12
3.2. 股东实力雄厚，看好未来融资成本进一步下行	14
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司持续为民航机队引进提供本土化解决方案, 同时长期与主要飞机制造商保持良好合作关系	4
图 2: 公司经营租赁收入占营收的比重稳步提升	5
图 3: 2018-2022 年公司营收复合增速为 5.7%	5
图 4: 2018-2022 年公司自有及管理机队规模 CAGR 为 7.3%	6
图 5: 2018-2022 年公司租金收益率呈波动上升趋势	6
图 6: 受滞留于俄罗斯境内的飞机全额减记及高息环境拖累, 利润端短暂承压	7
图 7: 疫后航司资产负债率普遍高于疫情前水平	9
图 8: 空客&波音疫情期间月均交付飞机架数低于疫情前	9
图 9: 空客预计 2023-2042 年新交付的飞机将达到 40,850 架	10
图 10: 波音预计 2023-2042 年新交付的飞机将达到 42,595 架	10
图 11: 2019 年中国年人均乘机次数为 0.47 次, 处于相对低位	11
图 12: 疫后飞机租赁租金收益率已明显上升	12
图 13: 若仅考虑新飞机租赁机队, 公司自有机队机龄位于行业中等水平	12
图 14: 若仅考虑新飞机租赁机队, 公司机队剩余租期行业领先	12
图 15: 中飞租赁窄体机占比在行业中位居前列	13
图 16: 窄体机保值能力较强	13
图 17: 公司背靠光大集团, 股东实力雄厚	14
图 18: 投资级债券及非投资级债券息差明显	15
表 1: 经营租赁与融资租赁对比	8
表 2: 2023 年 9 月, 全球主要国家国内航线均已基本恢复至疫情前水平, 国际航线恢复程度也已超过 90%	10
表 3: 公司机队窄体机占比超过 90%	13

1. 国内飞机租赁龙头企业，飞机订单储备丰富

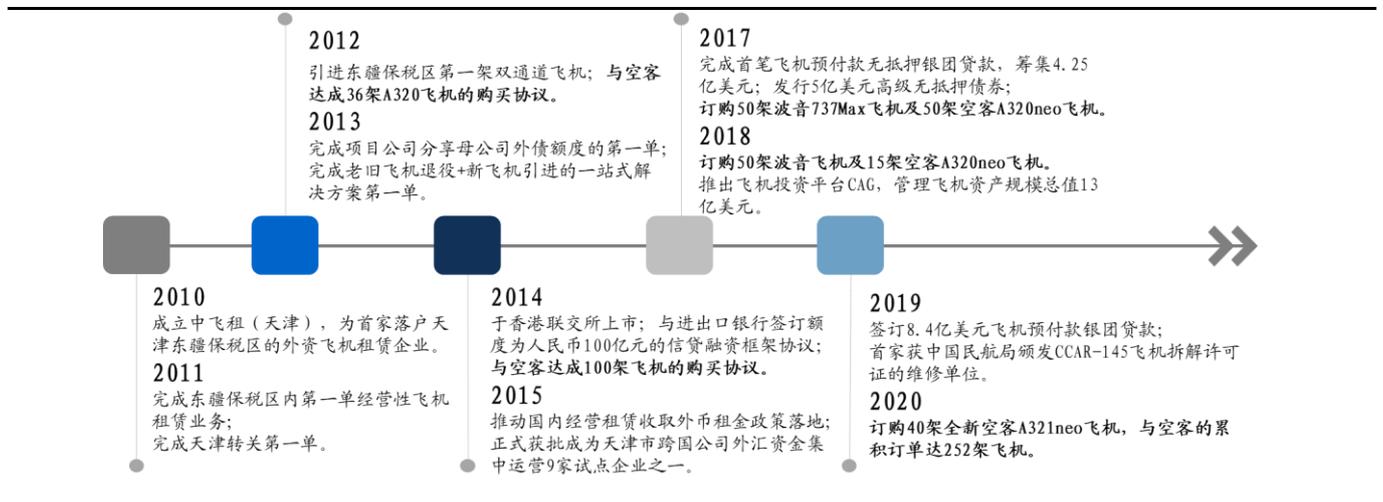
1.1. 飞机全产业链解决方案商，拥有过百航司客户

国内飞机租赁行业龙头企业，市占率稳居前三。中国飞机租赁集团控股有限公司（中飞租赁）是中国光大控股有限公司投资的飞机产业链平台，于2006年在中国香港成立，目前在全球设有12个分部，其中国内主要以中飞租（天津）开展业务。公司为国内飞机租赁行业的龙头企业，市占率保持在15-20%，常年位列前三。从资产规模来看，公司拥有402架飞机，其中自有及管理飞机189架，待交付213架（其中64架的购买承诺已代位于DAE，实际待交付订单149架），总资产超630亿港元。

打破外资垄断，中飞租为民航机队引进提供本土化解决方案。2000年初，飞机融资被外资银行垄断，国内航司在资金定价、融资条件上议价权较小，且找到其余融资渠道的难度较大，因此国内航司进行融资的风险溢价较高。同时，我国飞机租赁市场上仅有屈指可数的几家外资飞机租赁公司，受租赁税费高企等因素拖累，租赁费率也处于较高水平。在此背景下，中飞租顺势成立，在借鉴欧美飞机租赁商成熟经验的基础上，开创了多个国内航空产业新实践，助力中国民航机队发展。目前，公司客户覆盖我国三大航、美联航、LATAM等全球一线航司。

长期与空客、波音等上游制造商保持良好合作关系。1) **空客**：2012年，公司与空客达成36架A320飞机的购买协议；2014年，公司与空客达成100架飞机的购买协议，帮助空客进一步开拓中国市场，并自此和空客建立了良好的合作关系。截至2020年，公司与空客的累积订单达252架飞机。2) **波音**：公司2017-2018年共向波音订购了100架飞机。考虑到飞机是飞机租赁公司最核心的资产，且向上游飞机制造商拿取飞机订单的能力也是飞机租赁公司的核心竞争力之一，我们认为公司长期与两大飞机制造商保持良好合作关系夯实了其未来发展的基础。

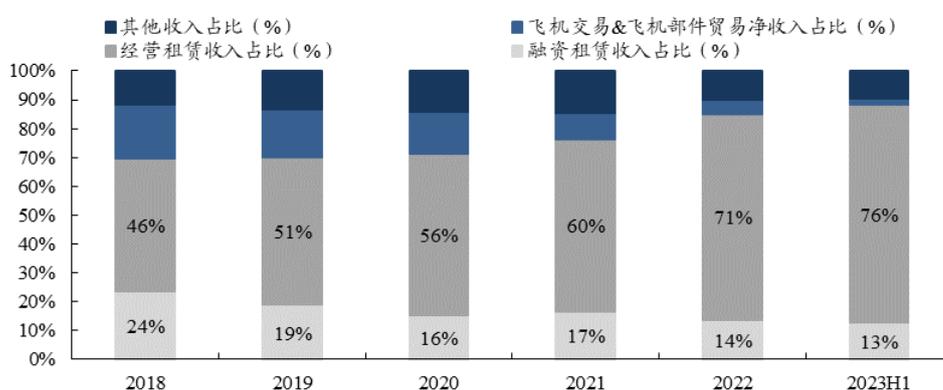
图 1：公司持续为民航机队引进提供本土化解决方案，同时长期与主要飞机制造商保持良好合作关系



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

业务拓展以经营租赁为主，融资租赁规模预计将保持稳定。公司目前以飞机租赁为主业，融资租赁业务及经营租赁业务为公司主要收入来源，对营收的贡献由 2018 年的 70% 上升至 2023H1 的 89%，主要系经营租赁收入占营收的比重从 2018 年的 46% 稳步提升至 2023H1 的 76%。同时，考虑到经营租赁更高的灵活性，公司未来业务拓展仍然会以经营租赁为主，融资租赁业务规模预计将保持稳定。

图 2：公司经营租赁收入占营收的比重稳步提升



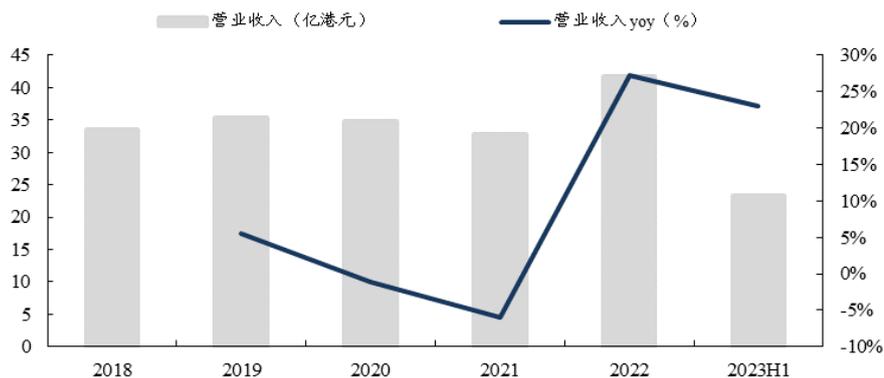
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

注：公司飞机租赁业务本质上均以经营租赁形式开展，但部分订单展业方式按会计准则要求需记为融资租赁业务

1.2. 营收实现稳健增长，飞机减记&高息环境拖累下利润短暂承压

整体营收增长稳健，机队规模增长带动经营租赁收入增长较快。2018-2022 年公司营收复合增速为 5.7%，实现稳健增长。2023H1，公司实现营业收入 23.3 亿港元，同比增长 23.0%。其中，经营租赁实现收入 17.6 亿港元，同比增长 28.5%，我们判断增速较快主要系用于经营租赁的飞机由 2022H1 的 89 架增长至 2023H1 的 113 架，经营租赁机队规模同比增长 27.0%，与该业务营收的同比增速基本保持一致。

图 3：2018-2022 年公司营收复合增速为 5.7%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

若拆分营收驱动因素来看，我们认为公司租赁主业营收主要受到机队规模及租金收益率两大因素影响：

1) **机队规模**：若不考虑订单簿飞机，2018-2022 年公司自有及管理机队规模 CAGR 为 7.3%，与营收增幅基本保持一致，机队规模为公司营收增长的重要驱动因素。展望未来，订单簿飞机数量是公司中长期发展的保障。即使考虑中飞租赁已将从波音购买 64 架飞机的权益更替于迪拜航空航天集团(DAE)，公司在手飞机订单仍有 149 架，约为公司现有机队规模的 79%，公司中长期成长空间充足。

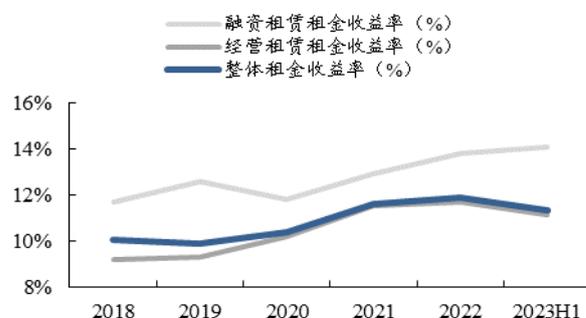
2) **租金收益率**：2018-2022 年公司租金收益率呈波动上升趋势，2020 年以来增幅尤为明显，我们判断主要原因系：1) 疫情期间，公司机队账面净值有所下降，导致租金收益率偏高；2) 租金收益率随通胀及 LIBOR 波动，疫情期间全球通胀&LIBOR 水平逐年上升导致租金收益率有所上涨。

图 4：2018-2022 年公司自有及管理机队规模 CAGR 为 7.3%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 5：2018-2022 年公司租金收益率呈波动上升趋势

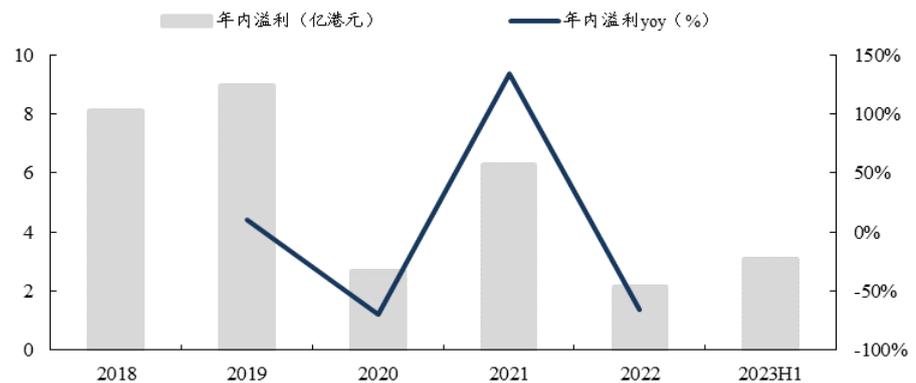


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

展望未来，我们预计公司营收端仍将保持稳健增长。仍从机队规模及租金收益率两方面分析：1) **机队规模**：考虑到公司未来将更注重平衡健康地发展而非盲目扩张，我们预计自有机队规模仅会保持小幅增长。我们认为公司将根据新飞机订单的交付速度，合理规划旧飞机的退役节奏（飞机后市场业务或注入管理平台）。参考公司具有飞机后市场业务的先发优势，及公司截至目前出售的飞机均实现盈利，我们认为飞机交易业务也有望为公司的营收做出较大贡献。2) **租金收益率**：公司认为租金收益率仍有进一步提升的空间，主要原因系：1) 参考 2008 年金融危机后航空出行需求复苏，飞机供不应求时租金收益率明显上涨的情况，同时考虑到疫后复苏背景下航空业供需错配，公司认为租金收益率仍有上行空间；2) LIBOR 长期维持高位，导致租金收益率持续增长。

全额减记滞留于俄罗斯境内的飞机&高息环境拖累下，利润端短暂承压。2022 年公司实现年内溢利 2.2 亿港元，同比下降 65.6%，我们认为主要原因系：1) 公司于 2022H1 全额减记两架受到俄乌冲突影响而滞留在俄罗斯境内的飞机，对利润端造成 4.39 亿港元的拖累；2) 受到高息环境影响，公司 2022 年银行及其他借贷的平均实际利率为 4.20%，而 2021 年为 2.96%。若剔除飞机减记的影响，则公司 2022 年实现年内溢利 6.5 亿港元，较 2021 年同比实现正增长。

图 6：受滞留于俄罗斯境内的飞机全额减记及高息环境拖累，利润端短暂承压



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

2. 飞机供不应求有望带动飞机价值及租金收益率上行

2.1. 短期来看，飞机租赁行业受益于航司偏紧的流动性

飞机租赁为通过低成本融资购买飞机后，将其租给航司获得租金收入。飞机租赁的

商业模式可概括为以低成本融资方式获得资金，用该资金向上游飞机制造商购买合适的机型，并与下游航空公司签订飞机租赁合同，从而获得租金收入。从业务模式看，飞机租赁主要可分为融资租赁与经营租赁，两种模式的本质区别为飞机的所有权是否转移至承租人。

表 1: 经营租赁与融资租赁对比

	融资租赁	经营租赁
权益体现	转移了与资产所有权有关的全部风险和报酬。对于确定要行使优先购买权的承租企业来说，融资租赁就是分期付款购置固定资产的一种变通方式	仅转移了该项资产的使用权，对该项资产所有权有关的风险和报酬没有转移，仍然属于出租方。承租企业只按合同规定支付相关费用，承租期满，租赁资产归还出租方
租赁程序	由承租企业提出要求购买或由承租企业直接从制造商或销售商那里选定	由租赁公司根据市场需求选定，然后再寻找承租企业
租赁期限不同	租赁期较长，接近于资产的有效使用期	租赁期较短，短于资产有效试用期
设备维修、保养的责任方	由承租方负责	由租赁公司负责
租赁期满后设备处置方法	承租企业可以（以残值的市场售价）留购	由租赁公司收回
租赁费用计算	通常以占有租赁设备的融资额来计算租金，一般以银行利率为基准	通常以占有租赁设备的时间来计算租金，一般以行业规则为基准

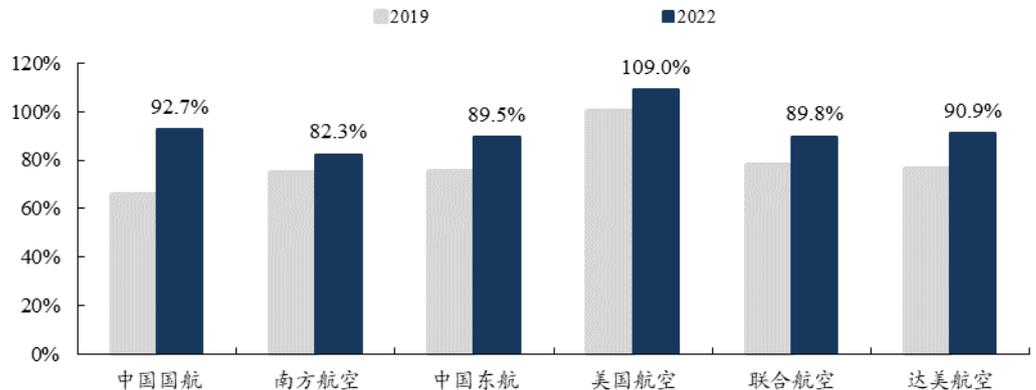
数据来源：商务部，东吴证券（香港）

疫后航司流动性偏紧有利于飞机租赁行业发展。疫情后，航空公司资产负债率普遍高于疫情前水平。在此背景下，我们认为航司自行向上游飞机制造商购买飞机的意愿有所降低，将进一步转移至通过飞机租赁来引进飞机。具体来看，飞机租赁带给航司的优势如下：

1) 改善现金流情况：一架窄体机的价格通常为 4,000-5,000 万美元。而订购飞机时，购机方需要向飞机制造商支付预付款（根据飞机畅销程度的不同通常为飞机价格的 30-50%），而后每半年付款飞机价格的 10%，尾款在飞机交付时一次性付清。若航司采用租赁飞机的形式来引进飞机，则无需支付预付款等现金支出，前期资金要求较小，有利于航司改善现金流；

2) 提升机队灵活性：经营租赁的租赁期通常为 6-10 年，明显短于飞机通常的使用寿命 20 年。因此，若航司通过经营租赁方式引进飞机，将有助于航司维持机队机龄处于较低水平，引入能耗更低的飞机；同时，在市场需求出现变化时，航司也能快速调整机队数量，提高经营效率；

图 7: 疫后航司资产负债率普遍高于疫情前水平



数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

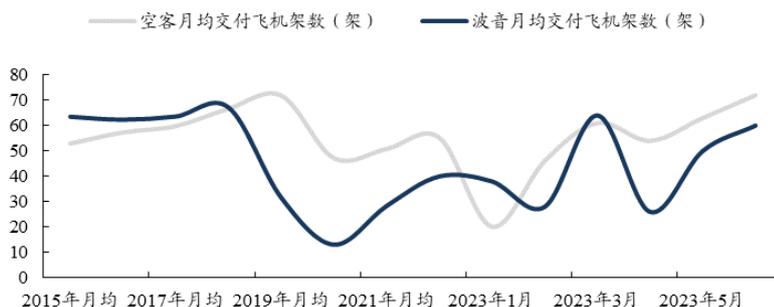
2.2. 中长期来看, 飞机供不应求将进一步提升飞机租赁渗透率

供应链冲击导致上游飞机制造商产能受限。疫情后, 劳动力短缺及发动机、微芯片等原材料不足对两大飞机制造商产能提高构成重大挑战, 空客、波音均下调交付计划。

1) 空客: ①从交付计划来看, 根据空客 2023 年半年报, 公司维持 2023 年交付 720 架商用飞机的目标, 但实际上上半年仅交付 316 架, 年化来看无法完成公司交付目标, 飞机交付计划有可能进一步延后; ②从积压订单来看, 截至 2023 年半年报, 空客积压订单达到历史新高的 7,967 架, 积压订单数约为年均目标交付数量的 10 倍。即使航司现在向空客购买飞机, 交付日期也已排至 2030 年之后, 中期来看飞机供应无法迅速增加; ③从机队规模增速来看, 空客预计 2019-2042 年全球机队规模复合增速为 3.2%, 2023-2042 年新交付的飞机预计将达到 40,850 架。

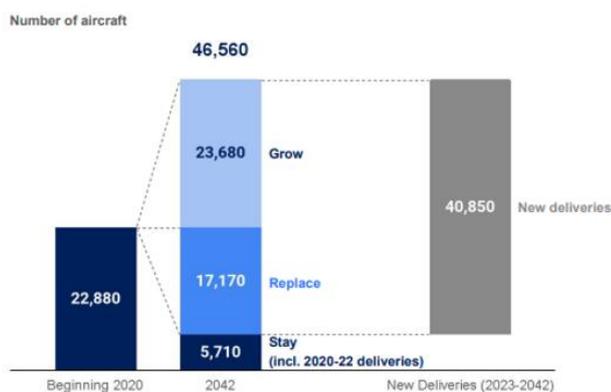
2) 波音: ①从交付计划来看, 根据波音 2023 年半年报, 波音目前月均交付 737 系列 38 架, 预计 2025-2026 年提升至月均交付 50 架; 月均交付 787 系列 4 架, 预计 2025-2026 年提升至月均交付 10 架, 产能仍有较大提升空间; ②从积压订单来看, 截至 2023 年 6 月, 波音积压订单超过 4,800 架, 积压订单数也接近年均目前交付数量的 10 倍, 交付周期较长; ③从机队规模增速来看, 波音预计 2023-2042 年全球机队规模复合增速为 3.5%, 相同时间段内全球新交付的飞机预计将达到 42,595 架。

图 8: 空客&波音疫情期间月均交付飞机架数低于疫情前



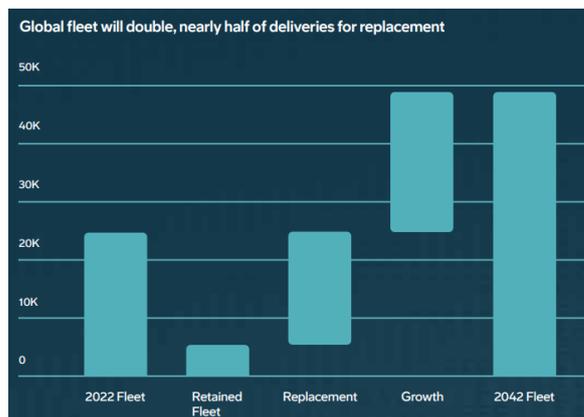
数据来源：空客官网，波音官网，东吴证券（香港）

图 9：空客预计 2023-2042 年新交付的飞机将达到 40,850 架



数据来源：空客官网，东吴证券（香港）

图 10：波音预计 2023-2042 年新交付的飞机将达到 42,595 架



数据来源：波音官网，东吴证券（香港）

全球航空需求恢复动力充足。根据 IATA 数据，2023 年 9 月乘客流量恢复至疫情前水平的 97.3%。而从收入客公里口径来看，除日本外的全球主要国家国内航线均已基本超过疫情前水平；全球国际航线平均恢复程度也已达到 93.1%，航空需求恢复动力充足。根据国际民航组织（ICAO）最新预测，未来 20 年内全球航空需求将以 4.3% 的复合增速增加，略高于机队规模增速。

表 2：2023 年 9 月，全球主要国家国内航线均已基本恢复至疫情前水平，国际航线恢复程度也已超过 90%

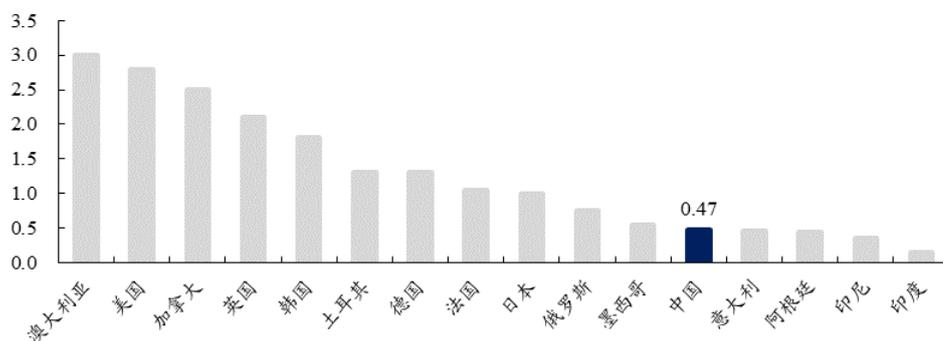
	ASK 较 2019 年恢复程度 (%)	RPK 较 2019 年恢复程度 (%)	客座率较 2019 年变化情况 (pct)	客座率水平 (%)
国际航线	90.8%	93.1%	+2.1pct	83.8%
非洲	93.4%	94.1%	+0.5pct	72.6%

亚洲&大洋洲	75.8%	79.7%	+4.0pct	82.5%
欧洲	95.5%	94.0%	-1.4pct	85.5%
拉丁美洲&加勒比地区	98.2%	102.0%	+3.2pct	85.8%
中东	96.8%	105.3%	+6.6pct	81.8%
北美洲	102.4%	105.3%	+2.4pct	85.6%
国内航线	107.1%	105.0%	-1.6pct	80.7%
澳大利亚	100.3%	103.1%	+2.3pct	84.7%
巴西	101.3%	100.8%	-0.4pct	81.4%
中国	117.6%	108.1%	-6.8pct	76.7%
印度	107.0%	105.7%	-1.0pct	84.7%
日本	93.8%	90.4%	-2.8pct	74.9%
美国	107.7%	106.1%	-1.3pct	81.3%

数据来源：IATA，东吴证券（香港）

中国航空出行需求增速预计将快于全球增速。新冠疫情前，中国年人均乘机次数为0.47次。而根据民航局发布的《“十四五”民用航空发展规划》，2025年中国年人均乘机次数有望达到0.67次；根据全国民航工作会议文件，2030年中国年人均乘机次数有望达到1.0次，分别对应年均复合增长率6.1%和7.1%。我们认为该复合增速可以较好地代表航空出行需求增速，中国航空出行需求增速将高于全球，也将高于机队规模增速。

图 11：2019 年中国年人均乘机次数为 0.47 次，处于相对低位



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

2.3. 飞机供不应求有望带动飞机价值及租金收益率上升

根据上文分析，未来 20 年内机队规模增速约 3.2-3.5%，而全球航空需求增速约为 4.3%，其中中国航空需求增速约为 6-7%。无论是全球范围内还是中国范围内，飞机供给增速均小于需求增速，有望带动飞机价值及租赁收益率同步上行。在此背景下，我们充分看好飞机订单簿充足的飞机租赁公司。

图 12: 疫后飞机租赁租金收益率已明显上升



数据来源: Cirium, 东吴证券(香港)

3. 机队结构合理带来高议价能力，看好未来融资成本持续下行

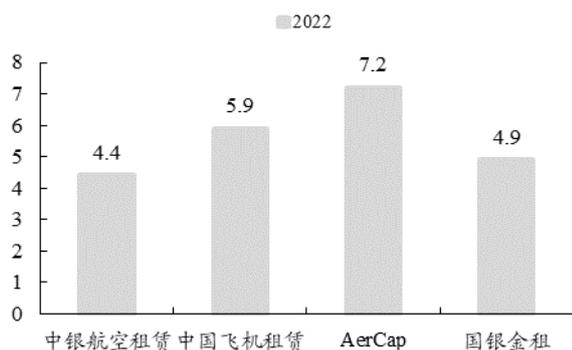
3.1. 窄体机占比高达 90%，机队结构合理带来高议价能力

飞机全生命周期一站式解决方案提供者，机队策略灵活。截至 2022 年年末，公司自有机队的平均机龄为 8.5 岁，平均剩余租期为 6.5 年。

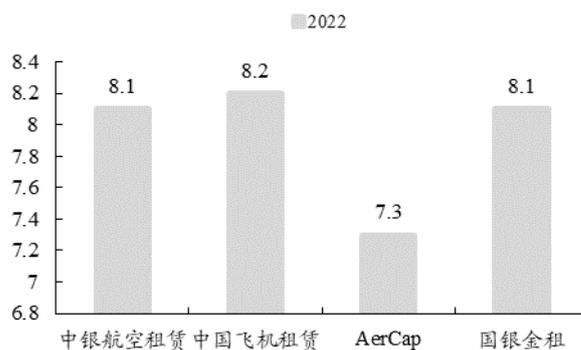
公司将自有机队划分为新飞机租赁机队（机龄在 12 岁以下的飞机）及储备旧机机队（机龄在 12 岁以上的飞机）。其中，新飞机租赁机队平均机龄为 5.9 岁，平均剩余租期为 8.2 年，运营情况处于行业领先水平；而储备旧机机队平均机龄为 15.9 岁，平均剩余租期为 3.3 年。我们认为这些中老年飞机在租约结束后退租可能性较大，公司需要对其进行飞机后市场的处理。而公司作为飞机全生命周期一站式解决方案的提供者，飞机后市场业务恰好是公司的强项，公司具备处理零部件复杂交易并提供解决问题的能力，且公司具有丰富的帮助客户退出老旧飞机的经验。据公司数据，飞机交易业务中，一架飞机能给公司带来 2,000-3,000 万港元左右的收益。因此，我们判断拥有部分老龄飞机对公司资产质量的影响并不明显；进行横向对比时，我们仅需关注公司新飞机租赁机队。

图 13: 若仅考虑新飞机租赁机队，公司自有机队机龄位于行业中等水平

图 14: 若仅考虑新飞机租赁机队，公司机队剩余租期行业领先



数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）



数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

公司机队窄体机占比超过 90%。公司自有及管理 159 架空客飞机、28 架波音飞机及 2 架中国商飞飞机，其中窄体机占比达 90% 以上。公司窄体机占比行业领先，主要给公司带来以下优势：1) 相较宽体机，窄体机运营成本更低，燃油效率更高，适应性和灵活性更强，短途和中途航班市场需求旺盛；2) 窄体机保值能力较强，疫情期间窄体机价值最低时约为疫情前水平的 90%（宽体机价值仅为疫情前水平的 70%）；疫情后随着全球航空出行需求迅速复苏，窄体机出现供不应求情况，飞机价值迅速回升至疫情前的 110% 以上（宽体机价值仅恢复至疫情前的 100% 左右）。

表 3: 公司机队窄体机占比超过 90%

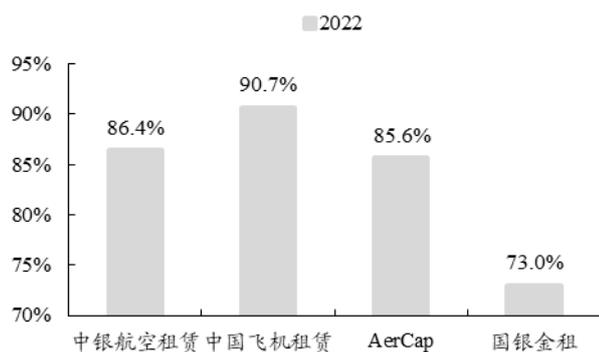
飞机制造商	系列	机型	自有	管理	订单簿
空客	A320 CEO 系列	窄体	85	17	-
	A320 NEO 系列	窄体	37	6	120
	A330 CEO 系列	宽体	13	1	-
波音	B737 NG 系列	窄体	23	2	-
	B737 Max 系列	窄体	1	-	65
	B787 系列	宽体	1	1	-
中国商飞	ARJ21	支线飞机	2	-	28
总计			162	27	213

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

注：中飞租赁已将从波音购买 64 架飞机的权益更替于迪拜航空航天集团(DAE)

图 15: 中飞租赁窄体机占比在行业中位居前列

图 16: 窄体机保值能力较强



数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）



数据来源：Cirium，东吴证券（香港）

机队结构合理背景下，公司飞机出租率较高且议价能力较强。受益于公司合理的机队结构，公司近年来的飞机出租率均维持在 100% 的最高水平，且公司对下游的议价能力也较强。2022 年公司整体租赁收益率达 11.9%，其中融资租赁收益率 13.8%，经营租赁收益率 11.7%，均显著高于行业平均。公司融资租赁收益率显著高于其余飞机租赁公司主要系公司融资租赁业务本质上也是以经营租赁方式开展，只是按会计准则要求需记为融资租赁业务；而一般情况下经营租赁的租金收益率高于融资租赁。

3.2. 股东实力雄厚，看好未来融资成本进一步下行

背靠光大集团，融资成本处于较低水平。公司实控人为中国光大控股有限公司（光大控股），通过中国光大财务投资有限公司及光大控股航空投资控股有限公司合计间接持有公司 38.1% 的股权。而光大控股背靠光大集团，与光大银行等知名企业均为光大集团下属子公司，股东实力雄厚，为公司融资提供便利。2022 年年内公司银行及其他借贷的平均实际利率为 4.2%，处于较低水平。

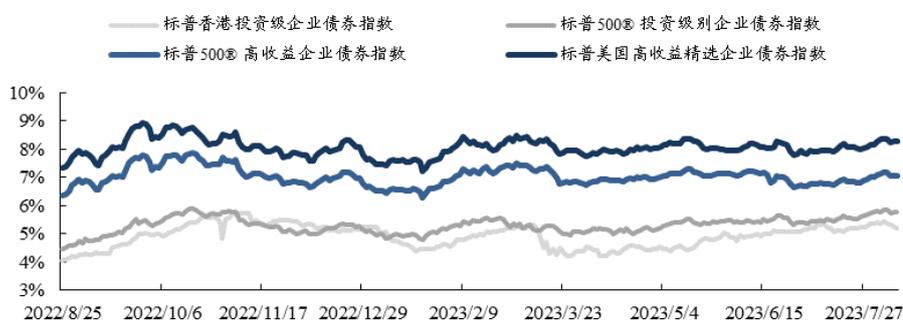
图 17：公司背靠光大集团，股东实力雄厚



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

拟将信用评级提升至投资级，融资成本有望进一步下行。公司目前惠誉信用评级为BB+，穆迪信用评级为Ba1，距投资级仅一步之遥，且公司拟在未来2-3年内将信用评级提升至投资级。考虑到评级机构对公司资本结构的关注度较高，公司在综合考虑负债率及未来成长性的情况下，将从波音购买64架飞机的权益更替于迪拜航空航天集团(DAE)，公司将从该笔交易中回收可观的现金流并用于偿还目前的PDP借款及其他银行借款，以降低公司的有息负债，优化公司的资本结构，从而提升公司的信用评级。若公司成功将信用评级提升至投资级，则融资成本有望大幅降低。

图 18：投资级债券及非投资级债券息差明显



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

4. 盈利预测及投资建议

考虑到疫后全球航空出行需求复苏强劲叠加上游飞机制造商产能受限，我们认为飞机租赁需求将有所上升，带动租金收益率有所上升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.28/7.00/8.71 亿港元，当前股价对应 PB 分别为 0.53/0.47/0.41 倍。我们的目标价为 5.8 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 全球航空需求复苏不及预期;
- 2) 飞机交付进度不及预期;
- 3) 飞机价值下降带来资产减值;
- 4) 利率持续上行风险。

中国飞机租赁三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	55,332	57,416	59,053	61,101	收入总额	4,171	4,794	5,128	5,420
物业、厂房及设备以及使用权资产	27,354	29,222	30,233	31,591	租赁收入	3,542	3,948	4,111	4,327
于联营公司及合营公司的投资及向其作出的贷款	1,354	1,354	1,355	1,355	其他经营收入	629	846	1,017	1,093
融资租赁应收款项-净额	8,172	8,172	8,172	8,172	开支	-3,396	-3,079	-2,899	-2,778
按公允价值计入损益的金融资产	769	769	769	769	利息开支	-1,611	-1,712	-1,584	-1,357
衍生金融资产	221	221	221	221	折旧及其他	-1,357	-1,368	-1,315	-1,421
预付款项及其他资产	11,362	11,462	11,562	11,662	预期信贷亏损	-83	0	0	0
资产分类至持有待售	1,425	1,425	1,425	1,425	其他经营开支	-345	0	0	0
飞机部件贸易资产	5	12	9	9					
受限制现金	1,115	1,115	1,115	1,115	经营溢利	775	868	1,212	1,549
现金及现金等价物	3,553	3,663	4,191	4,781	其他收益	0	0	0	0
					其他支出	0	0	0	0
总负债	49,076	50,522	51,301	52,251	除所得税前溢利	523	868	1212	1549
递延所得税负债	1,057	1,057	1,057	1,057	所得税开支	-308	-191	-303	-387
借贷	38,001	39,588	40,367	41,270	年内溢利	216	677	909	1,162
中期票据	1,697	1,697	1,697	1,697	减: 少数股东权益	142	149	209	290
债券及融资券	5,406	5,406	5,406	5,406	归母净利润	74	528	700	871
衍生金融负债	53	53	53	53					
应付所得税	46	46	46	46	每股收益-摊薄(港元)	0.10	0.71	0.94	1.17
应付利息	298	298	298	298	EBIT (百万港元)	775	868	1,212	1,549
其他负债及应计费用	2,519	2,378	2,379	2,425					
所有者权益合计	6,256	6,894	7,752	8,849	收入增长率(%)	27%	15%	7%	6%
负债和股东权益总计	55,332	57,416	59,053	61,101	归母净利润增长率(%)	-86%	710%	19%	24%

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,349	3,018	3,050	3,209	每股净资产(港元)	6.27	6.93	7.80	8.89
投资活动现金流	-6,529	-2,743	-1,665	-2,101	最新发行在外股份(百万股)	744	744	744	744
筹资活动现金流	2,008	-164	-857	-518	ROE-摊薄(%)	1.6	10.8	12.8	14.0
现金净增加额	-1,172	110	528	589	资产负债率(%)	88.7	81.3	80.4	79.2
折旧和摊销	-1,357	-1,368	-1,315	-1,421	P/E (现价&最新股份摊薄)	36.89	5.14	3.88	3.12
资本开支	9,271	7,191	7,692	8,131	P/B (现价)	0.58	0.53	0.47	0.41

数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

