

飞机租赁专题

全球航空业复苏拨云见日，“冠上明珠”迎闪耀之时

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2024年1月

核心观点

- **全球航空业复苏拉动飞机需求增长，亚太地区将成为未来20年全球航空需求增长的主力来源。**截至2023年10月，全球国内航线和国际航线旅客周转量分别恢复至2019年同期的105%和94%。2022年，亚太地区飞机市场规模在全球的占比为40%，根据空客提供的预测数据显示，未来20年，印度、中国以及东南亚等国家的国内及国际航空旅客周转量年均复合增速领先全球其他地区，将成为全球飞机需求市场增长主要的动力来源。
- **疫后航司面临现金流和负债率压力，叠加飞机制造商的交付能力瓶颈，飞机租赁行业迎来重要的市场机遇：**受疫情的影响，大部分航司在过去三年都经历了大规模亏损，不得不依靠政府的纾困贷款维持经营，优化资产负债表、降低债务水平是全球航司恢复盈利后的首要工作。以租赁方式引进飞机对资金规模要求更低，是现金流面临压力时的更优选择。同时，受供应链挑战、高利息环境、劳动力短缺还有俄乌战争等因素的影响，飞机制造商的交付面临瓶颈，现有飞机资产升值，租金上涨为飞机租赁行业提供良好的创收环境。
- **中国飞机租赁企业在全市场中的竞争力已显著提升：**飞机租赁业务因货值大、利润高、操作复杂的特点，被喻为租赁业“皇冠上的明珠”。相比国际上的租赁巨头，中国飞机租赁公司虽然起步较晚，但是背靠大型国有银行的雄厚资本，持续融资能力强，现金流充足，经历过去十多年的发展壮大后在国际航空金融市场上也开始占有一席之地。截至2022年底，按照管理飞机数量排名的全球30强飞机租赁商中，中国的飞机租赁公司占11席，这11家中国飞机租赁公司管理飞机数量达3059架，约占全球30强飞机租赁商管理飞机总数的30%；飞机订单1246架，约占全球30强飞机租赁商飞机订单总数的49%；飞机资产总值超过937亿美元，约占全球30强飞机租赁商资产总值的36%。
- **相关标的：**中银航空租赁（02588.HK）、中国飞机租赁（01848.HK）、国银金租（01606.HK）
- **风险提示：**全球宏观经济复苏不及预期导致航空需求恢复和增长不及预期、受飞机产能瓶颈限制飞机租赁企业机队扩张不及预期、利率风险等。

目 录

1 全球航空市场概况及疫后恢复现状

- 1.1 全球航空市场疫后恢复现状
- 1.2 亚太地区是未来20年最主要的飞机需求市场
- 1.3 亚太地区航司的飞机引进计划
- 1.4 疫情后航司的财务负担增加
- 1.5 制造商交付能力瓶颈
- 1.6 飞机租赁企业资金成本有望改善

2 飞机租赁行业概况及中国企业的竞争地位

- 2.1 飞机租赁业务介绍
- 2.2 全球航空租赁市场及中国企业市场竞争地位
- 2.3 中国飞机租赁行业概况
- 2.4 中国飞机租赁行业相关的政策支持

3 相关标的

- 3.1 中银航空租赁
- 3.2 中国飞机租赁
- 3.3 国银金租

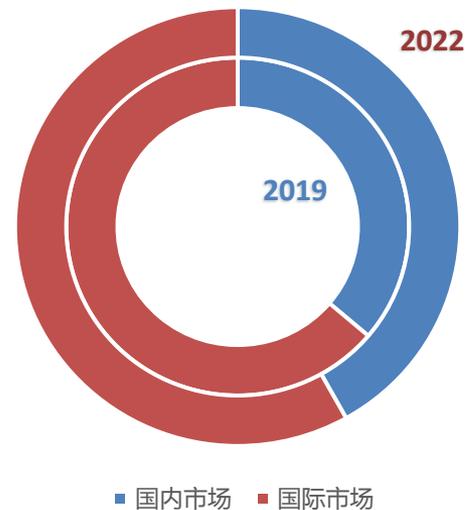
1.1 全球航空市场疫后恢复现状（1/3）

- 根据IATA提供的数据显示，2019年全球航空市场旅客周转量集中分布在亚太、欧洲和北美市场，分别占据35%、27%和22%的市场份额。截至2022年末，全球航空旅客周转量恢复至2019年同期水平的80%，由于亚太地区市场恢复相对滞后，欧美地区市场份额相对2019年有所扩大
- 分国内和国际市场看，2019年，全球航空旅客周转量的36%由国内航线贡献，剩下64%来自国际航线，由于各地区国内市场恢复均领先于国际市场开放，这一比例在2022年为42%/58%

全球RPK分布（按地区）



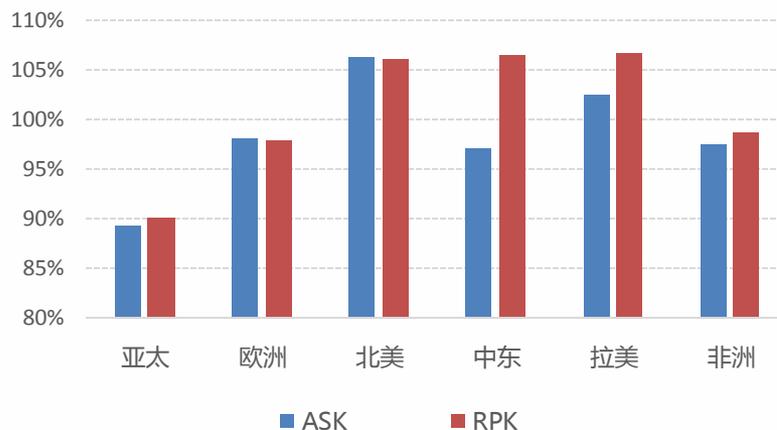
全球RPK分布（按国内/外市场）



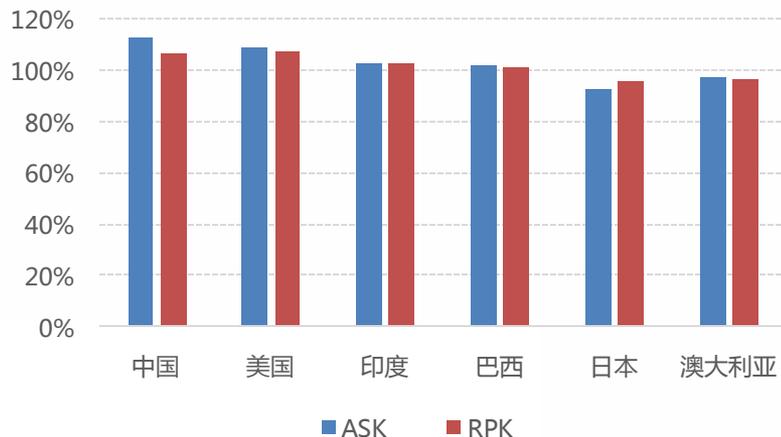
1.1 全球航空市场疫后恢复现状 (2/3)

- 根据IATA的数据显示，截至2023年10月，全球航空市场旅客周转量已基本恢复至2019年同期水平，其中，全球国内航线和国际航线旅客周转量分别恢复至2019年同期的105%和94%
- 分地区看，北美地区运力和需求均已恢复至2019年及以上的水平；欧洲地区运力和需求恢复至2019年同期的98%；亚太地区恢复相对滞后，运力和需求分别恢复至2019年同期水平的89%和90%
- 分航线看，中国/美国/印度/巴西等国的国内市场均已恢复至2019年水平。国际航线方面，除北美地区以外，其他各区域的运力均未恢复至2019年同期水平，但北美/中东/拉美/亚太/非洲均表现出需求恢复快于供给恢复的现象

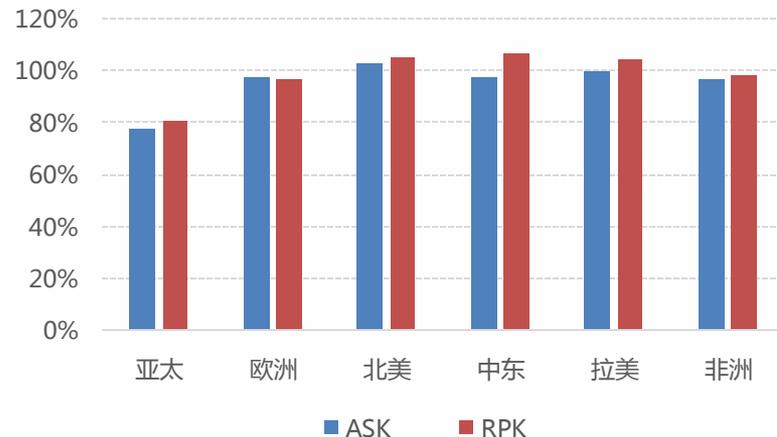
运力和需求的恢复率 (截至2023年10月)



*国内市场运力和需求的恢复率 (截至2023年10月)



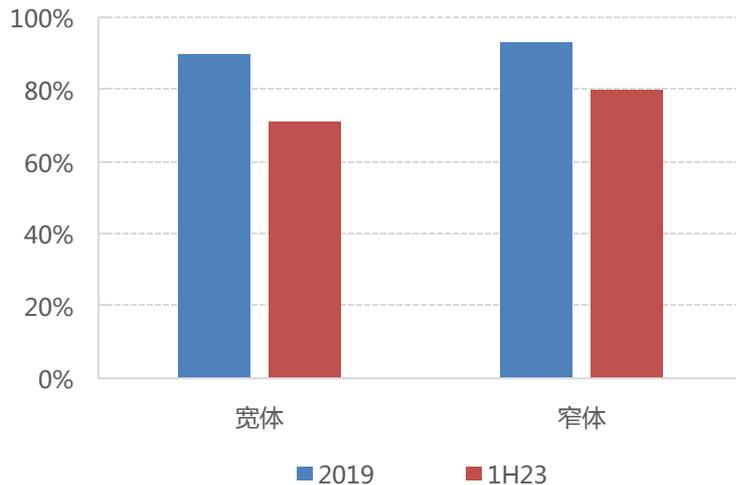
国际市场运力和需求的恢复率 (截至2023年10月)



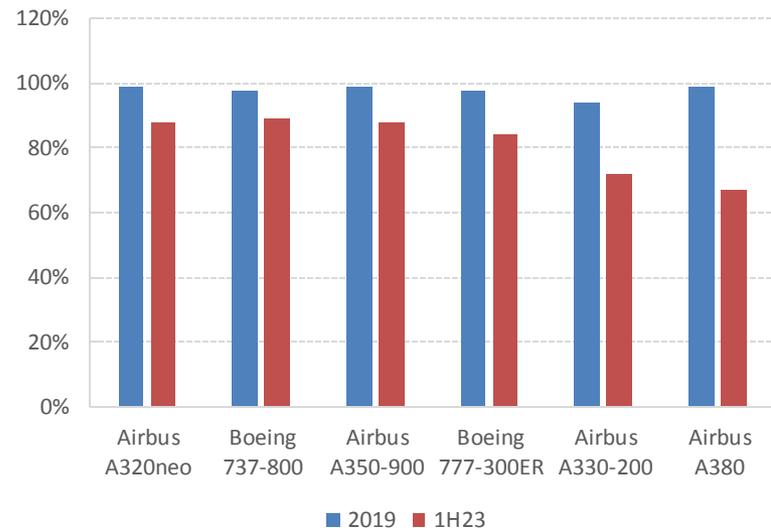
1.1 全球航空市场疫后恢复现状（3/3）

- 截至2023年上半年，全球在运营的窄体/宽体飞机在整体航空客运机队中的占比为80%/71%，这一比例在2019年同期为93%/90%。其中，被全球航司广泛使用的窄体机A320neo的机队使用率为88%，而疫情前为99%，宽体机A330-200的机队使用率仅为72%，而疫情前为94%

在运营飞机占比



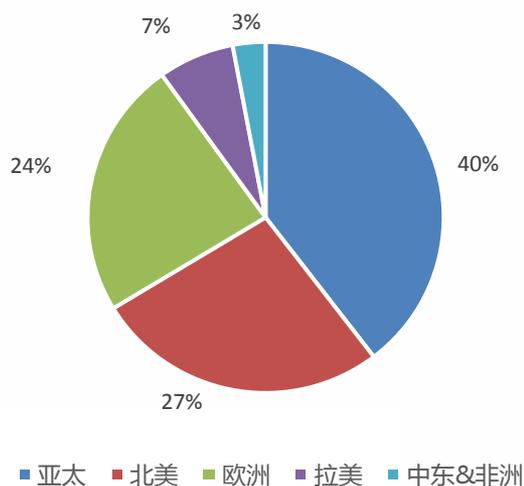
在运营飞机占比



1.2 亚太地区是未来20年最主要的飞机需求市场（1/3）

- 2022年，亚太地区飞机市场规模在全球的占比为40%，印度、中国以及日本等国家由于航空出行的渗透率与欧美国家相比仍然处于相对较低的水平，是亚太地区未来航空市场需求增长的主要动力来源
- 根据Precedence Research的预测，亚太地区飞机市场规模在2022年达到1600亿美元，未来10年预计将以3.5%的年均复合增速增长至2250亿美元

2022年飞机市场的市场份额分布



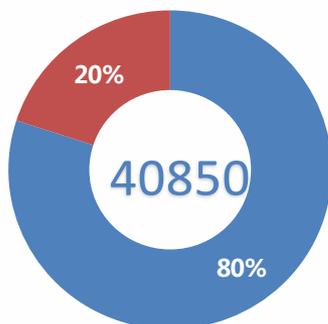
亚太地区市场规模预测



1.2 亚太地区是未来20年最主要的飞机需求市场（3/3）

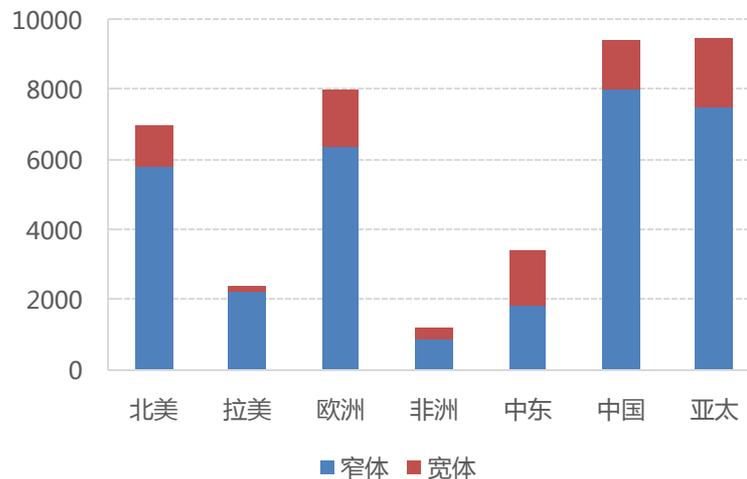
- 空客预测未来的20年内，全球的新飞机需求为40850架，其中包括23680架增量飞机和17170架新旧置换飞机（占目前在运营飞机总量的75%）。不仅受新增的航空需求拉动，对飞机节能要求的提高也推动存量迭代，新型飞机相较于老款飞机使用更先进的材料和技术，节能实力更强
- 根据空客的预测数据显示，大中华市场（包括中国大陆及港澳台）是全球仅次于亚太（不包括大中华地区）的第二大飞机需求市场，2023年至2042年间，大中华市场的新订单量预计约为9440架飞机，其中包括8024架窄体机和1416架宽体机

2023-2042全球飞机新订单量预测



■ 窄体 ■ 宽体

*2023-2042全球分区域飞机新订单量预测

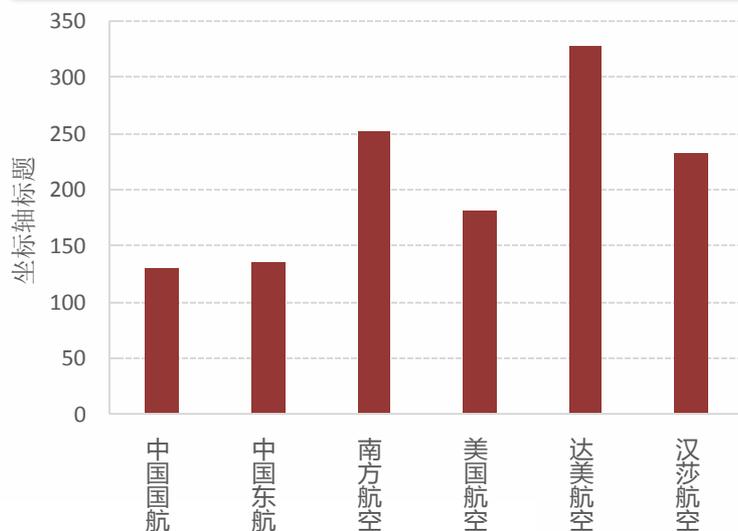


■ 窄体 ■ 宽体

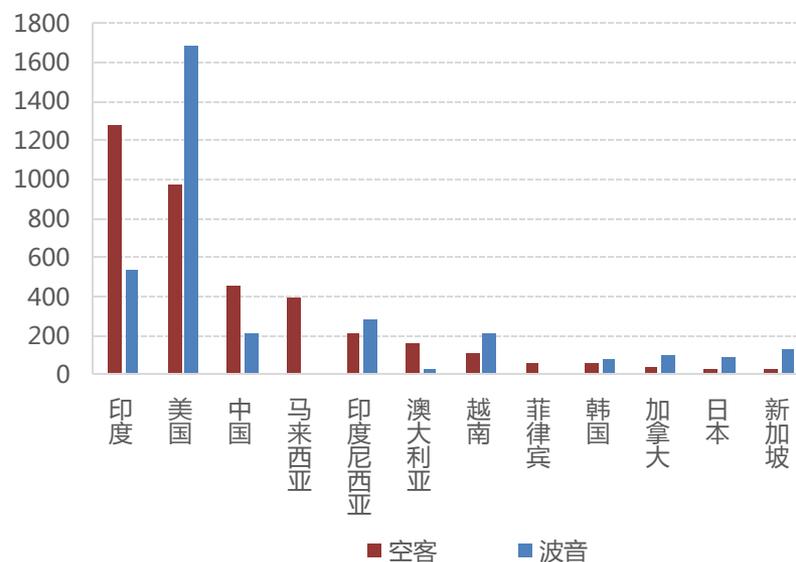
1.3 亚太地区航司的飞机引进计划

- 截至2023年11月30日，空客和波音在亚太地区的待交付订单分别为3798架飞机和3361架飞机，分别占各自总体待交付订单的比例为47%和57%
- 印度、美国和中国是空客在亚太地区排名前三的客户市场，美国、印度和印度尼西亚是波音在亚太地区排名前三的客户市场

截至1H23航司已披露的机队引进计划（架）



截至11M23空客/波音待交付的订单（架）



1.3 航司引进飞机的主要方式（1/2）

- **航司自购飞机存在门槛**：航司主要通过自有资金购买或者租赁的方式引进飞机，其中自购飞机因为引进周期长、需要资金量大，通常更适合规模较大的成熟航司
- **租赁方式引进飞机灵活性强、门槛更低**：租赁方式相比自购方式灵活性更强，且不占用航司的信贷额度，更适合中小型航司。由于疫情的影响，全球航司在遭遇连年亏损的情况下，以租赁方式引入飞机能够减小航司的现金流压力

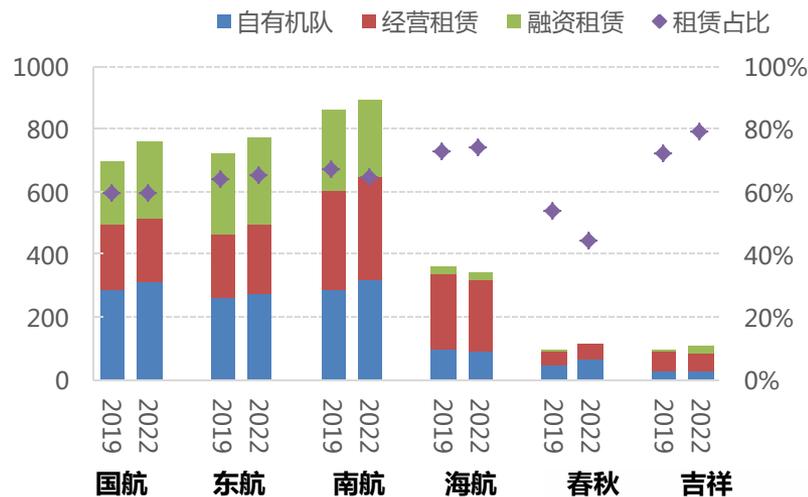
不同飞机引进方式的对比

	自购飞机	融资租赁	经营租赁
资金来源及付款方式	<p>以自有资金或者银行贷款直接向飞机供应商购买飞机以获得飞机的所有权和使用权</p> <ul style="list-style-type: none"> • 分期付款 • 通常在确认订单后先支付30-50%的预付款，预付款完成后，每半年支付10%的进度款，尾款在飞机交付时一次性付清 	<p>融资租赁是出租人按照承租人的要求购置飞机给承租人使用，承租人获得飞机大部分寿命期的使用权，租期结束可优先按约定的价格获得飞机的所有权</p> <ul style="list-style-type: none"> • 前期需支付相对较低的押金，后期支付资金对价 • 以浮动费率为主的租金 	<p>在经营租赁模式下，航司向飞机租赁公司支付租金并获得飞机使用权</p> <ul style="list-style-type: none"> • 租金一般按月或季度支付
优势	<ul style="list-style-type: none"> • 有权利自由决定新飞机的构型和性能数据 • 成熟的大型航司可以通过向飞机制造厂家订购大量飞机的方式，在厂家目录价格的基础上获得大幅折扣 • 可在折旧税收方面获利 • 可享受飞机残值收益 	<ul style="list-style-type: none"> • 融资租赁对前期资金要求较小，利于航司保持运营流动性 • 相比银行贷款，飞机租赁融资的利率通常较低 • 此外由于国家保税区建设等税收优惠政策，融资租赁比起自购飞机更经济 	<ul style="list-style-type: none"> • 租期短、灵活性强，能帮助航司快速调整机队结构应对市场变化、技术变化和政策变化 • 经营租赁模式下飞机交付快。由于通常标的飞机都是租赁公司自有的，所以交货时间很快 • 航司不承受飞机价值波动风险 • 经营租赁不占用航司的信贷额度
风险	<ul style="list-style-type: none"> • 引进周期较长，通常需要2-3年 • 增加公司的债务压力 • 降低机队灵活性 • 航司需要承担飞机价值波动的风险和对退役飞机进行处置 	<ul style="list-style-type: none"> • 租期较长，灵活性有限，通常租期内不可取消或终止 • 与自购飞机一样需要承担飞机剩余价值（通常约5%-15%），选择出售、拆解等方式处理退役、报废飞机 	<ul style="list-style-type: none"> • 相比于融资租赁方式，经营租赁的租金更高，航空公司需要定期向租赁公司支付维护费用 • 运营上有限制 • 有关于归还和罚金的条件

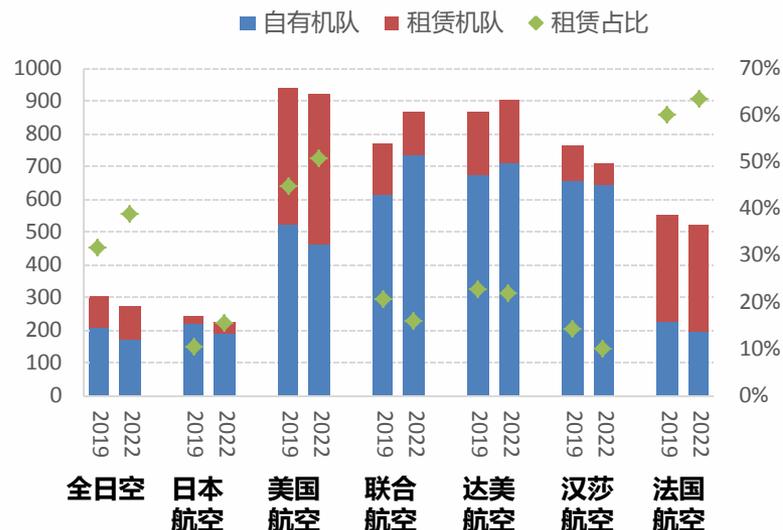
1.3 航司引进飞机的主要方式（2/2）

- 根据中银航空租赁提供的数据显示，在疫情前，仅经营租赁的飞机在全球机队中的渗透率为45%左右，截至2023年9月，这一比例已上升至53%。因为疫情导致的亏损，全球航司在过去三年的新飞机引进大部分依靠租赁公司完成，甚至不乏有航司将自有飞机做售后回租以填补现金流
- 中国三大航司以租赁方式引进的飞机占机队的比例为60-65%；美国三大航中，美国航空的租赁机队占比相对较高，达到44%-50%，联合航空和达美航空的租赁机队占比为16-23%

国内各航司机队及租赁飞机的占比



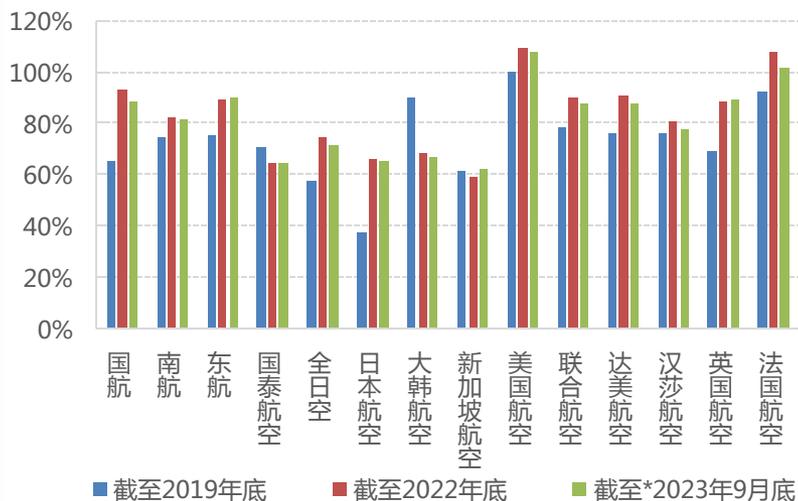
国外各航司机队及租赁飞机的占比



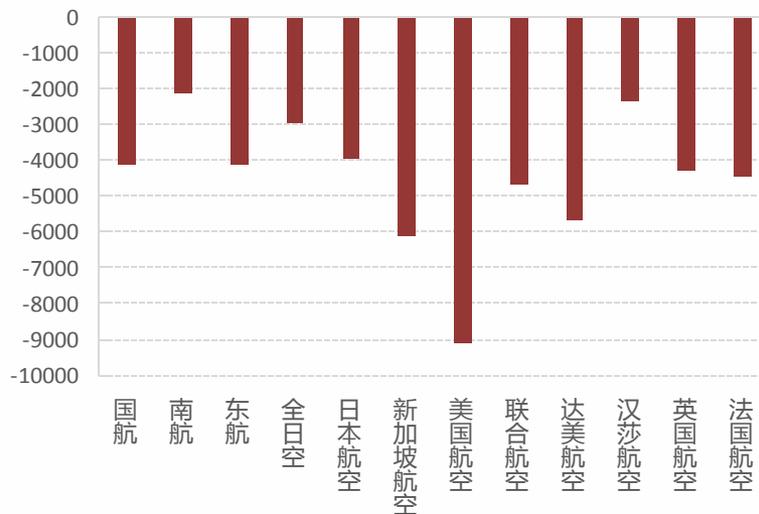
1.4 疫情后航司的财务负担增加

□ **疫情导致全球航司财务负担加重**：受疫情影响，全球航司在过去三年都陷入经营亏损，大部分航司面临巨大的现金流压力，不得不依靠政府的纾困贷款维持经营。但连续亏损导致航司借款往往入不敷出，且资产负债率不断升高。截至2022年底，中国三大航的资产负债率从2019年的66-75%增长至82-93%，美国三大航的资产负债率则从76-100%增长至90-109%，**优化资产负债表、降低债务水平是全球航司恢复盈利后的首要工作**

亚太及欧美地区主要航司资产负债率



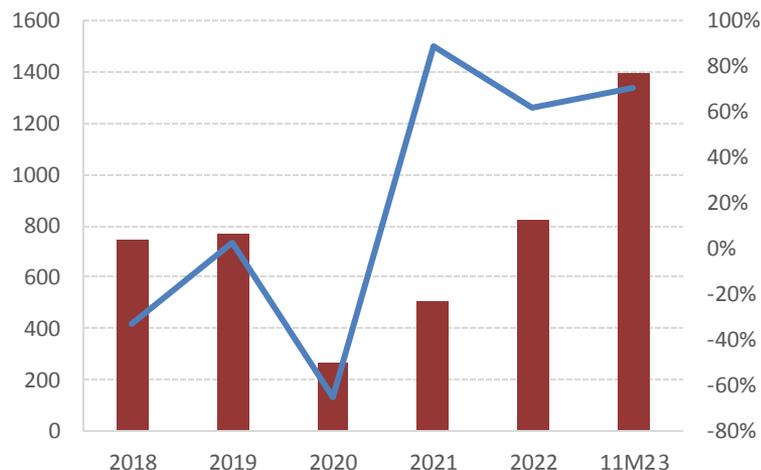
2020-2022航司三年累计自由现金流 (US\$ mn)



1.5 制造商交付能力瓶颈(1/2)

- **2023年空客飞机订单量激增**：根据空客提供的数据显示，空客2020年新增订单量为268架飞机，而2022年订单量增长至820架，比2019年订单量增长7%。截至2023年11月，空客累计新增订单为1395架，比2022年全年订单量增长70%，比2019年全年订单量增长82%
- **飞机交付率接近历史低位**：从飞机交付量上看，空客2020/2021/2022年分别交付飞机为566架，611架和661架，而2019年全年交付飞机为863架。2023年前11个月，空客累计交付飞机623架

空客年新增净订单量（架）及同比变化



空客飞机交付量（架）和交付率



1.5 制造商交付能力瓶颈(2/2)

- **2023年飞机月均交付量低于历史水平**：2023年11月，空客和波音分别交付了64和56架飞机，相比疫情前，空客和波音的月均最高交付量分别为72架和67架
- **飞机制造商预计至少在2025年以前飞机交付很难恢复正常水平**：根据Flight Plan的报道，受供应链挑战、高利息环境、劳动力短缺还有俄乌战争等因素的影响，空客预计在2025年以前很难恢复2019年的交付水平，而波音则预计将于2025-2026年恢复2018年的交付水平

2023年空客飞机月交付量（架）



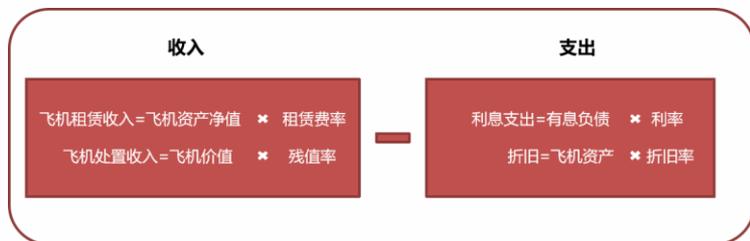
2023年波音飞机月交付量（架）



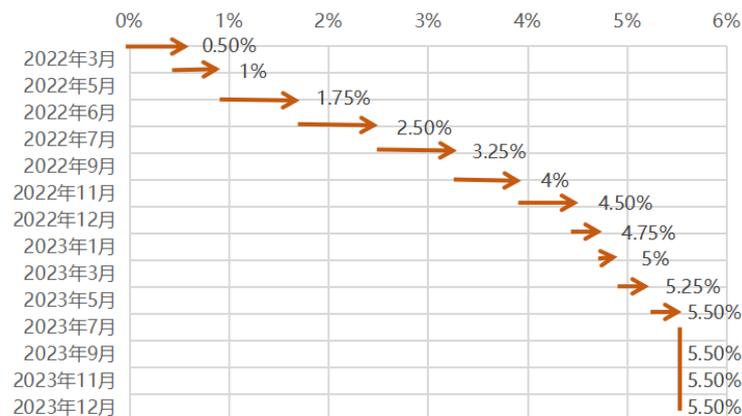
1.6 飞机租赁企业资金成本有望改善

- **美元利率环境改善有助于飞机租赁企业降低资金成本**：飞机租赁企业成本构成主要为折旧和财务费用。2023年9月，美联储宣布停止降息后，于11月及12月连续2次宣布将基准利率维持在5.25-5.5%，在维持利率不变的同时，根据联邦公开市场委员会的预期判断，2024年将迎来至少三次降息，累计降幅或达100bp。此外，根据路透社2023年12月中旬的报道，期货市场预期美联储将从2024年3月开始降息；根据摩根士丹利在2024年1月初发布的报告显示，市场当前预期美联储有75%的机会在3月宣布第一次降息，而大摩分析师则认为第一次降息将不早于2024年6月

飞机租赁企业利润公式



2023年波音飞机月交付量



2.1 飞机租赁业务介绍（1/4）

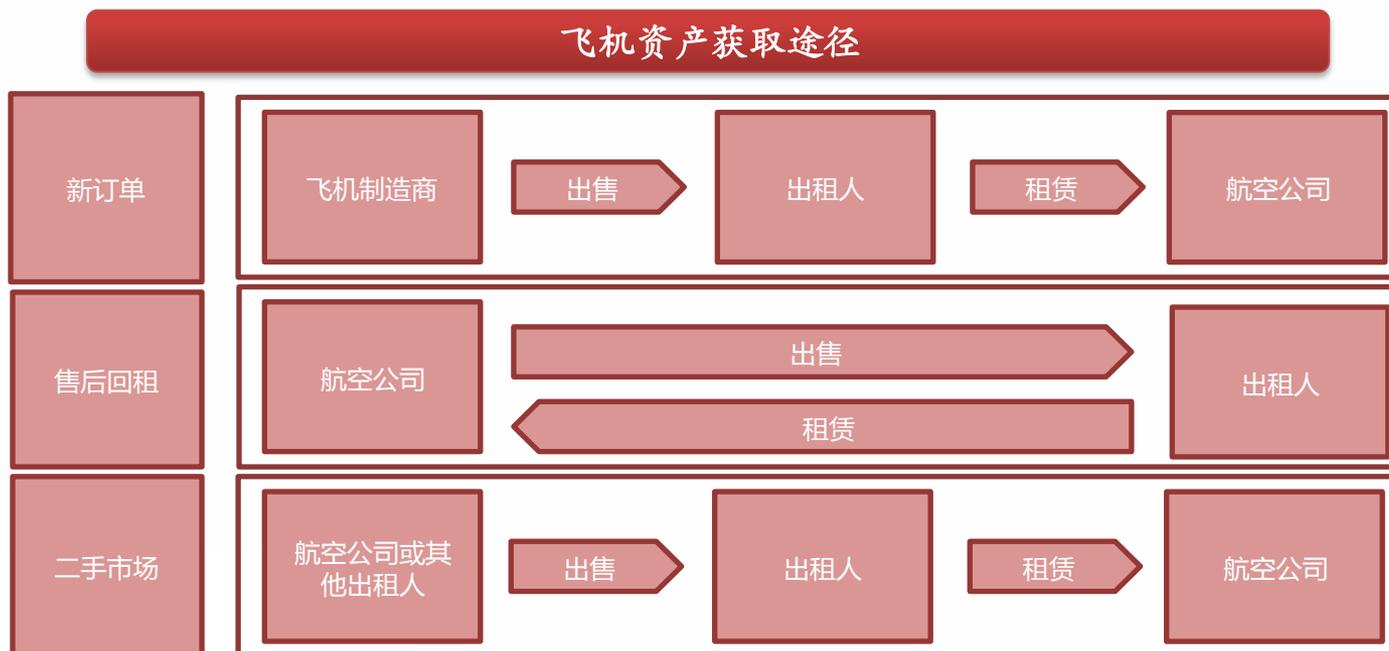
- 飞机租赁的商业模式主要分为经营租赁和融资租赁两种。从市场规模来看，飞机经营租赁的市场规模高于融资租赁。全球三种飞机引进方式中经营租赁比例最高，占比超过50%，我国三大航经营租赁引进的飞机比例在30%左右，民营航司则超过50%

不同商业模式的对比

	融资租赁	经营租赁
本质	类信贷模式	类投资模式
盈利模式	以飞机作为抵押资产，向航空公司投放租赁贷款，租金采用资金对价，主要通过息差赚取收益。因此简单实质上与银行属于同业竞争，但相比于银行贷款不同的是，融资租赁方式可以帮助航空公司拓宽融资渠道，也可以通过设立SPV等方式产生税费减免	经营租赁的收入和成本更为复杂，主要收入来源于租金收入和飞机处置收入，其中租金采用资产对价，而主要成本是飞机折旧和财务成本
核心竞争力	租赁公司能以不高于行业平均水平的融资成本，取得不低于行业平均水平的杠杆率，实现ROE最大化	对机队资产全周期的管理和处置能力
风险	租赁贷款坏账风险	飞机价值的波动风险

2.1 飞机租赁业务介绍 (2/4)

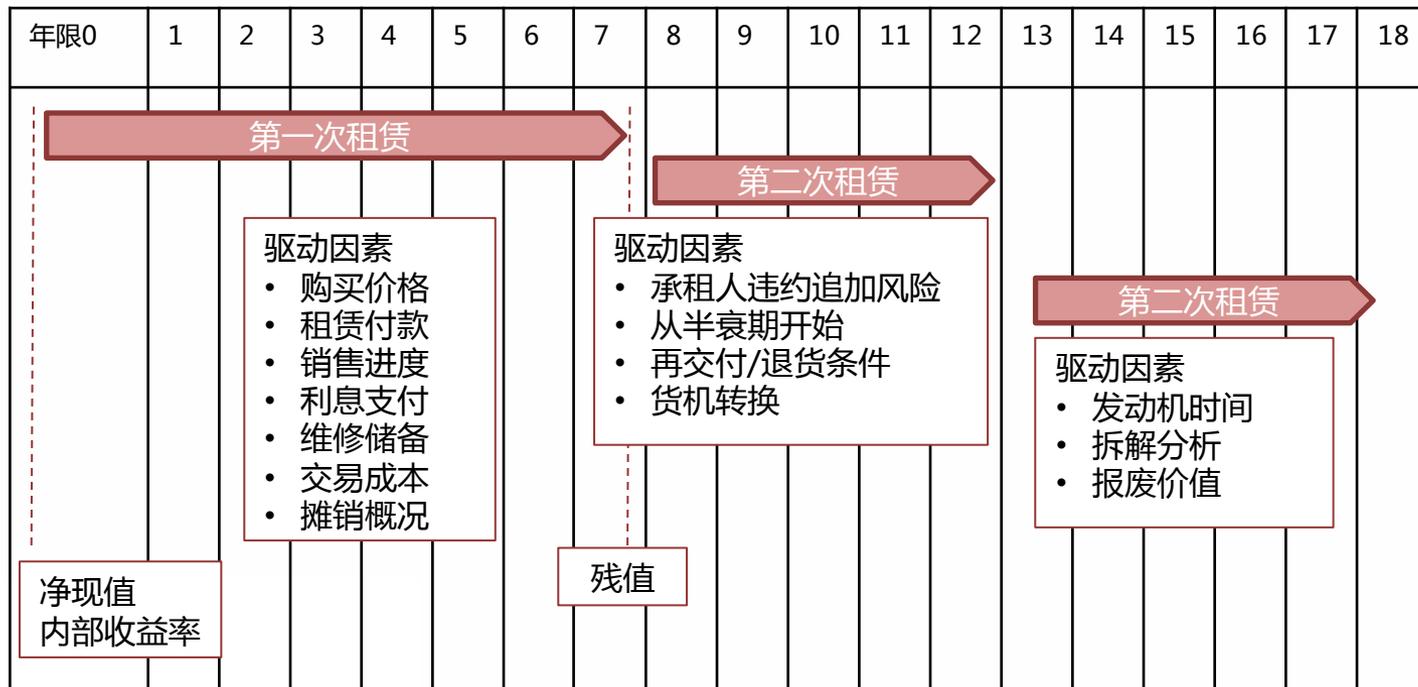
- ❑ 飞机租赁公司主要通过三个途径获取飞机资产：直接向制造商下新飞机采购订单、与开展售后回租的航司交易购买飞机和向航空公司或其他出租人购买二手飞机
- ❑ 出租人主要基于三个标准来判断是否要对某一机型投入资产：用户基础、生产运营的规模和融资的便利性
- ❑ 业务获取：租赁公司通过竞标航司的公开招标申请获得业务，或建立自己的业务渠道，包括与航司建立密切的沟通或通过一些行业数据库跟踪航司的的机队情况



2.1 飞机租赁业务介绍 (3/4)

- 第一租期：通常为0-12年，与机身大修检查相一致，第一租期结束时，出租人必须决定是再租赁飞机还是出售飞机。租赁转移到不同的承租人会发生重新配置和转让的费用
- 第二租期：通常持续4-6年。第二次租期结束出租人通常考虑将飞机改装成货机
- 第三次/最后一次租赁：通常持续3-5年，在这一阶段关键的驱动力是零件价值或发动机剩余时间

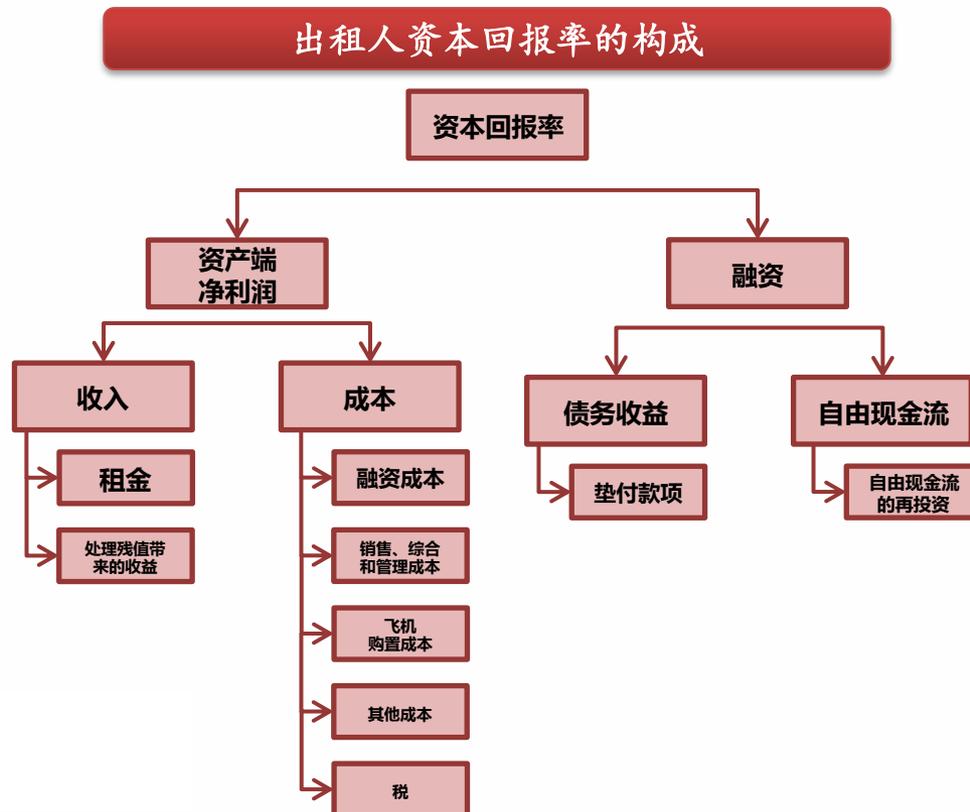
租赁飞机的使用寿命



2.1 飞机租赁业务介绍 (4/4)

航空公司利润的提高、全球金融市场有效的流动性、历史上较低的油价为飞机租赁行业创造有利环境

- **资产端**：在资产端，风险与租约、承租人和飞机资产类型有关，风险来源于法律、政治、货币、个体信用水平、环境和行业风险
- **负债端**：风险与获得资产而进行的融资有关，风险来源于公司的资本结构、使用的债务工具类型、杠杆程度和利率风险



2.2 全球航空租赁市场及中国企业市场竞争地位

2022年按管理飞机数量排名的全球飞机租赁30强

排名	租赁公司	管理飞机数量	资产总值 (百万美元)
1	AerCap ★	1906	47213
2	三井住友航空资本	728	23281
3	Avolon	599	17193
4	美国航空租赁公司	530	19895
5	工银租赁	492	14281
6	BBAM	465	14262
7	中银航空租赁 ★	438	15256
8	凯雷航空	427	7370
9	迪拜航空资本	420	10161
10	航空资本集团	364	9373
12	国银金融租赁★	282	8794
13	交银金融租赁	275	8223
18	中航国际租赁	195	5716
21	中国飞机租赁公司★	182	4197
22	东航国际融资租赁	169	6778
25	招银金融租赁	158	5069
27	南航国际融资租赁	137	4312
30	建信金融租赁	132	3914

- 根据Cirium的数据，截至2022年底，按照管理飞机数量排名的全球30强飞机租赁商中，中国的飞机租赁公司占11席，分别是：Avolon（海航集团旗下）、工银租赁（ICBC Leasing）、中银航空租赁（BOC Aviation）、国银航空（CDB Aviation）、交银金融租赁（BoComm Leasing）、中航国际租赁（AVIC International Leasing）、中国飞机租赁（China Aircraft Leasing）、东航国际融资租赁（CES International Financial Leasing）、招银金融租赁（CMB Financial Leasing）、南航国际融资租赁（China Southern Air Leasing）、建信金融租赁（CCB Financial Leasing）。这11家中国飞机租赁公司管理飞机数量达3059架，约占全球30强飞机租赁商管理飞机总数的30%；飞机订单1246架，约占全球30强飞机租赁商飞机订单总数的49%；飞机资产总值超过937亿美元，约占全球30强飞机租赁商资产总值的36%。

2.3 中国飞机租赁行业概况(1/2)

- **飞机租赁业务具有极高的进入壁垒**：经营飞机租赁业务需要庞大的资本投入以及具有丰富机队运营管理经验的团队，同时还需要具备与飞机制造商和航空公司建立长期合作关系的资源和条件
- **中国飞机租赁企业的崛起**：2009年以前，国外的飞机租赁公司长期在中国飞机租赁市场占据着主导地位。相比国际上的租赁巨头，中国飞机租赁公司背靠大型国有银行、大型保险集团等雄厚资本，持续融资能力强，现金流充足，经历过去十多年的发展壮大，中资租赁公司在国际航空金融市场上也开始占有一席之地

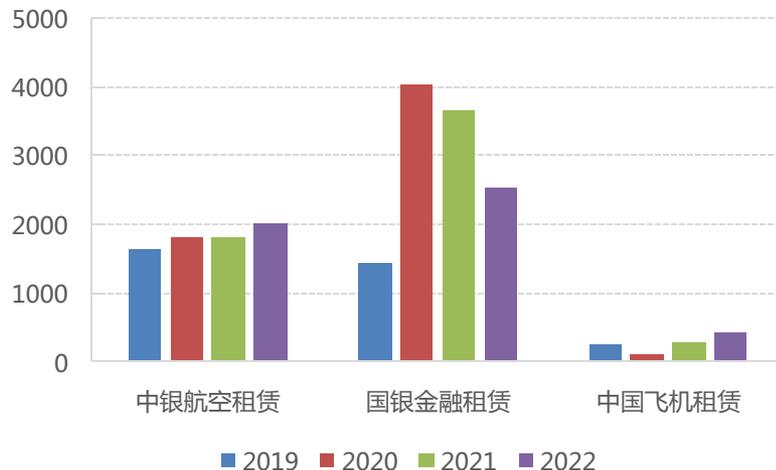
中国飞机租赁公司的种类

主要种类	优势	代表
金融租赁公司	<ul style="list-style-type: none">• 品牌实力强、客户资源多• 资本实力雄厚、融资能力强，融资成本低• 管理规范、风险控制能力强	工银租赁 国银租赁 交银租赁
航空公司附属租赁公司	<ul style="list-style-type: none">• 母公司提供飞机来源和租约，业务开展有保障• 能利用母公司资源进行机队规划和资产管理	东航租赁 南航租赁
飞机制造商附属租赁公司	<ul style="list-style-type: none">• 有制造商支持，因此在飞机价格、残值管理上具有较强的优势• 是制造商销售飞机的重要渠道	中航租赁
独立飞机租赁公司	<ul style="list-style-type: none">• 是独立于银行、航空公司和飞机制造商的租赁企业	中国飞机租赁

2.3 中国飞机租赁行业概况(2/2)

- 中国飞机租赁行业在疫情中表现出较强的韧性：2019年我国航空租赁行业的营收规模为957.74亿元人民币，同比增长8%；毛利率为20.6%，较2018年下降0.9个百分点；净利润率为11.9%，较2018年下降1.2个百分点。2020-2022年，尽管受到新冠肺炎疫情的影响，我国航空租赁行业的市场规模仍然保持了每年接近9%的稳定增长，展示出较强的抗压能力

中国飞机租赁公司经营性现金流 (US\$ mn)



2018-2029年中国航空租赁行业市场规模

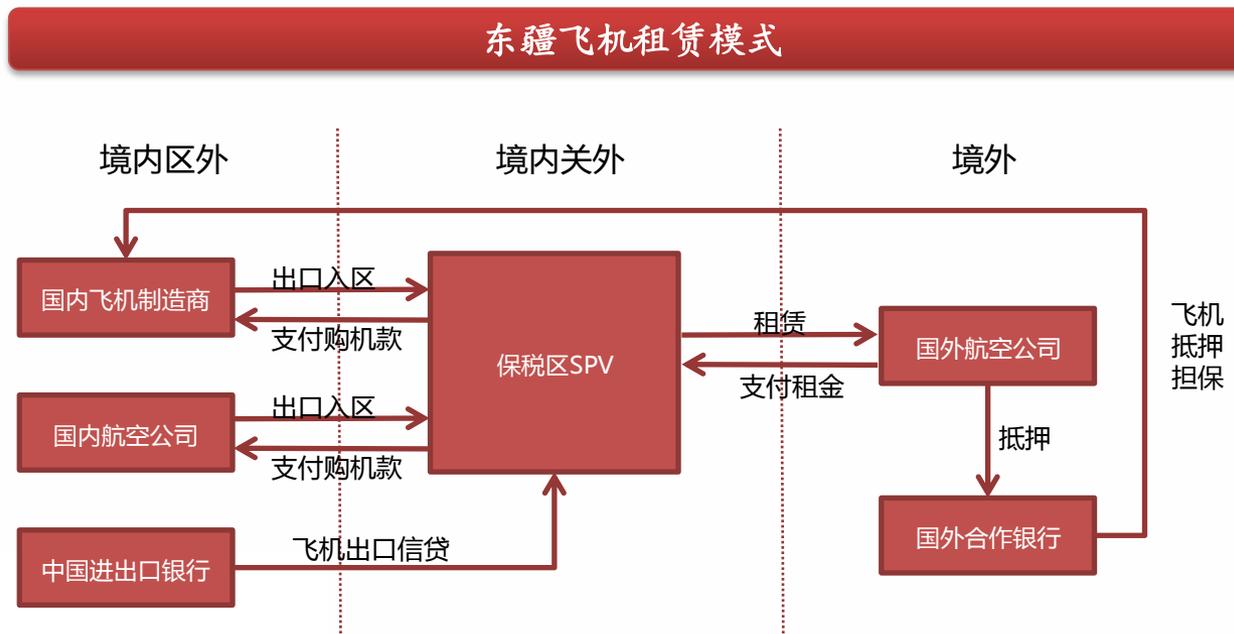


2.4 中国飞机租赁行业相关的政策支持(1/2)

发布时间	政策	政策内容
2021年1月	《广州市融资租赁产业发展事项资金实施细则》	<ul style="list-style-type: none"> 对新开展的飞机、船舶租赁项目，单个项目给予不超过100万元的补贴； 对飞机、船舶租赁老旧资产处置项目，给予单个项目不超过100万元的补贴。
2019年6月	《中国（福建）自由贸易试验区福州片区工作领导小组办公室关于进一步加快福建自贸试验区福州片区融资租赁业发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对购入飞机、船舶等符合自贸区产业政策的设备，给予租赁企业每年不超过500万元的奖励。
2019年1月	《深圳市人民政府关于印发扶持金融业发展若干措施的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 对金融租赁公司当年新购入的船舶和飞机，单船或单机最高补贴10万元。同一公司每年获得补贴最高不超过500万元。
2017年3月	《关于支持中国（福建）自由贸易试验区平潭片区融资租赁业加快发展的实施办法》	<ul style="list-style-type: none"> 对购入飞机、船舶等符合《平潭综合实验区产业指导目录》设备的融资租赁公司，按合同履行金额8%给予奖励。
2015年9月	《福建省人民政府办公厅关于支持福建自贸试验区融资租赁业加快发展的指导意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对购入飞机、船舶等符合自贸区产业政策的融资租赁公司，给予不超过10%的奖励。
2015年1月	《天津市人民政府办公厅关于加快我市融资租赁业发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> 准予飞机租赁企业以绝对控股方式设立单机项目公司。准予隶属于同一母公司的单机项目公司实行住所集中登记，且与母公司住所相同。准予飞机租赁企业设立飞机专业子公司并可持续经营多个飞机项目； 落实飞机租赁税收优惠和租赁企业租赁物出口退税政策。
2014年1月	《关于推进深圳前海湾保税港区开展融资租赁业务的试点意见》	<ul style="list-style-type: none"> 对注册在前海湾保税港区的融资租赁公司或项目子公司，从境外购买并租赁给国内航空公司使用的空载总量25吨以上的客货运飞机，其承租人可享受进口环节征收5%的增值税优惠。
2013年12月	《国务院办公厅关于加快飞机租赁业发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 尊重企业决策自主权，允许飞机租赁企业直接订购进口飞机； 支持符合条件的飞机租赁企业拓宽融资渠道，通过发行金融债券、企业债券、短期融资券、中期票据以及资产证券化等措施筹集资金。鼓励股权投资基金、创业投资基金和保险资金等各类资金进入飞机租赁业； 租赁企业一般贸易项下进口飞机并租给国内航空公司使用的，享受与航空公司进口飞机同等税收优惠政策； 鼓励飞机租赁企业开展国产飞机租赁业务。
2012年11月	《浦东新区促进金融业发展财政扶持办法实施细则》	<ul style="list-style-type: none"> 对融资租赁企业购入新区先进装备制造企业生产的设备，购入新区企业制造的飞机、船舶，分别按合同额的0.5%和1%给予补贴； 对融资租赁企业新购入船舶和飞机，给予登记费100%补贴； 对融资租赁企业设立在上海综合保税区和陆家嘴金融贸易区的飞机和船舶租赁项目子公司，按其对新区的贡献程度，五年内给予重点补贴。
2011年5月	《国家发展改革委关于印发天津北方国际航运中心核心功能区建设方案的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 对国内租赁公司或项目子公司，从境外购买空载重量在25吨以上并租赁给国内航空公司使用的飞机减按4%征收进口环节增值税，在东盟保税港区先行试点。

2.4 中国飞机租赁行业相关的政策支持(2/2)

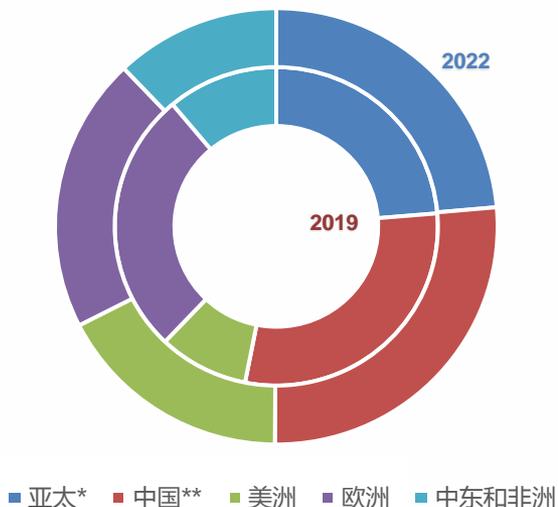
- **保税区SPV租赁**：国内自2009年起借鉴国外先进模式，逐渐有地区通过设立保税区或保税港区的方式，支持国内外各租赁公司在保税区或保税港区设立SPV公司，通过政策准入、税收优惠和流程完善等方法，进而降低飞机租赁业务成本，创新飞机租赁业务模式
- **东疆综合保税区**：东疆已形成“租赁+买卖”“租赁+维修”“租赁+改装”等飞机资产处置模式全覆盖，飞机租赁也由“租赁物+资金”的简单组合，升级为集融资、交易、技术、监管、适航、登记等多元素于一体的飞机资产管理体系



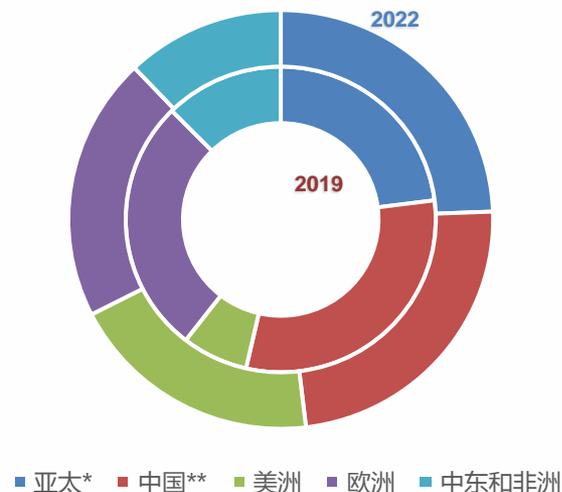
3.1 相关标的：中银航空租赁（02588.HK）（1/2）

- 中银航空租赁的主要股东是Sky Splendor Limited——中国银行的全资附属公司，即中国银行间接控股中银航空租赁，截至2023年上半年，持股数量4.86亿股，占已发行普通股的70%
- 按租赁收入来源分，公司来自亚太及中国（包括港澳台）的租赁收入在2019及2022年占比均超过50%。按出租地区飞机净资产价值分，公司租予亚太及中国（包括港澳台）地区航司的飞机净资产价值占比在2019年及2022年分别为54%和48%

租赁收入分地区占比



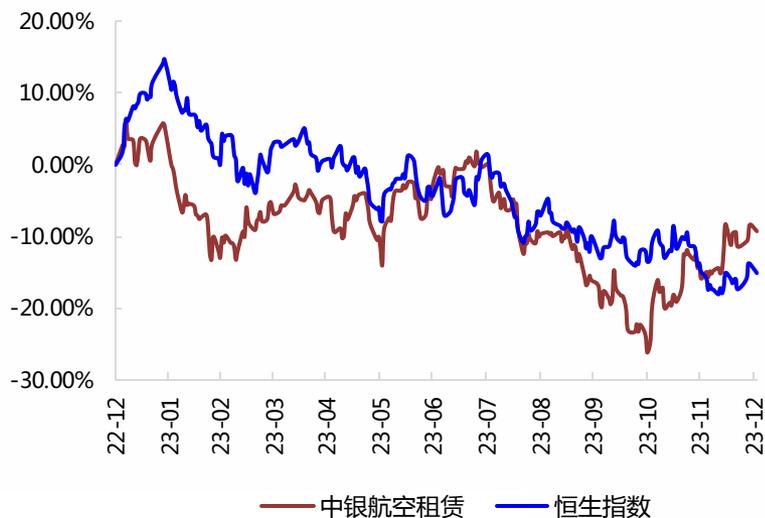
飞机净资产价值按出租地区分的占比



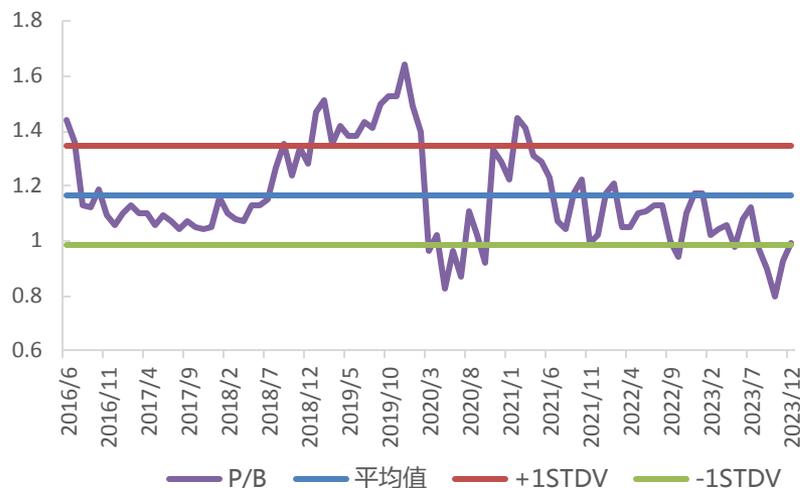
3.1 相关标的：中银航空租赁（02588.HK）（2/2）

- **股价表现**：截至2023年12月29日，中银航空租赁全年股价跌幅为-8.4%，跑赢恒生指数（-13.8%）5个百分点
- **估值表现**：截至2023年12月29日，中银航空动态P/B(LF)为0.99倍，1x STD低于公司2016年上市以来历史P/B均值1.16倍

股价表现



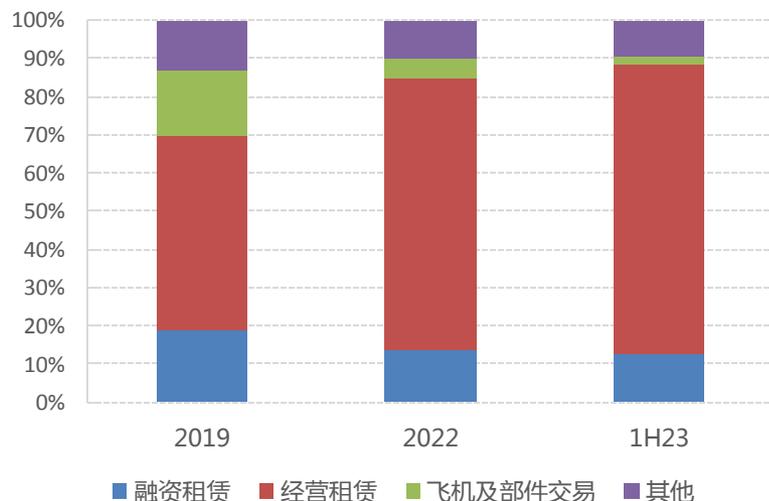
历史P/B (LF)



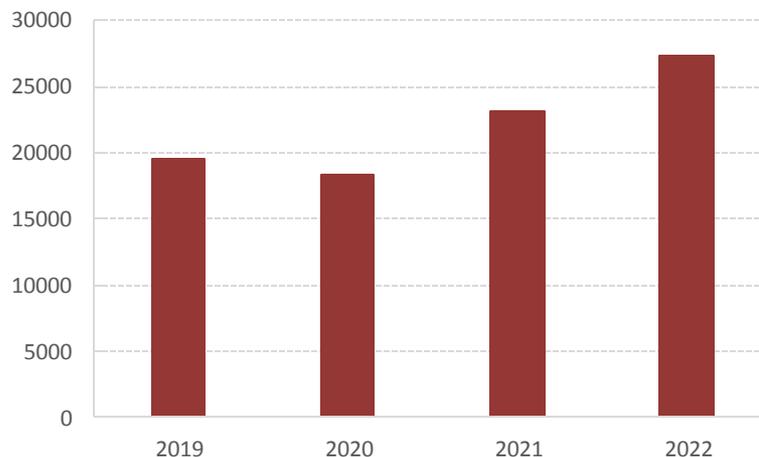
3.2 相关标的：中国飞机租赁（01848.HK）（1/2）

- 中飞租成立于2006年，是中国首家经营性飞机租赁商，其业务主要分为新飞机租赁、飞机销售及老飞机拆解再生几个主要板块
- 相比于中银航空租赁和国银金租，中飞租的资产更多聚焦国内，截至2023年上半年，按飞机数量计，公司自有机队的73.5%租予中国（包括港澳台地区）航司

收入结构拆分



飞机净资产变化 (HK\$ mn)



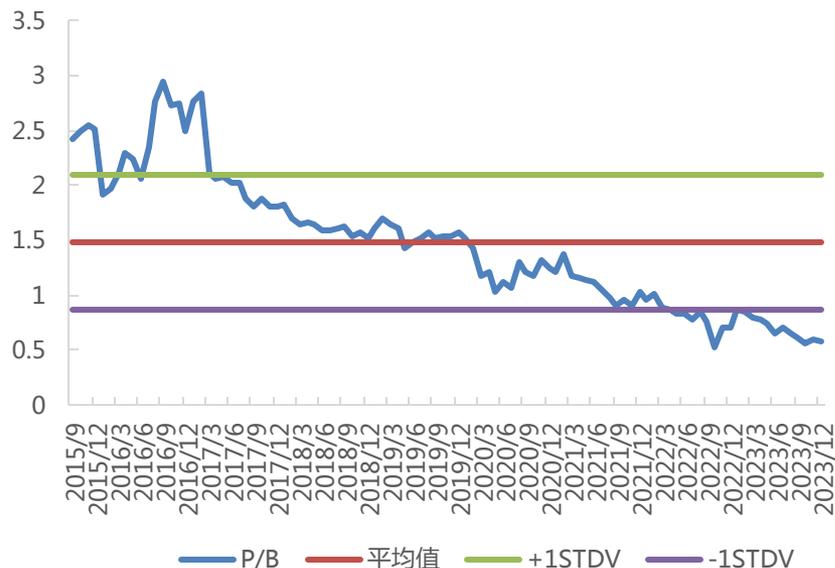
3.2 相关标的：中国飞机租赁（01848.HK）（2/2）

- **股价表现**：截至2023年12月29日，中国飞机租赁全年股价跌幅为-16.4%，跑输恒生指数（-13.8%）3个百分点
- **估值表现**：截至2023年12月29日，中国飞机租赁P/B(LF)为0.57倍，1.5x STD低于公司2015年以来历史P/B均值1.5倍

股价表现



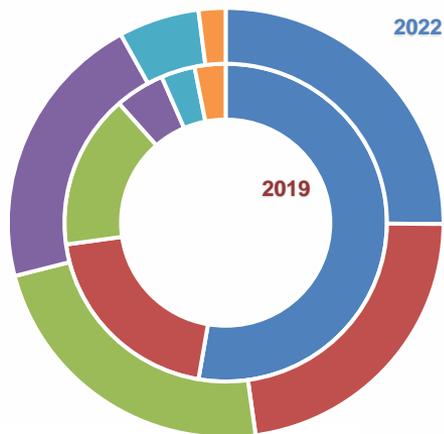
历史P/B（LF）



3.3 相关标的：国银金租（01606.HK）（1/2）

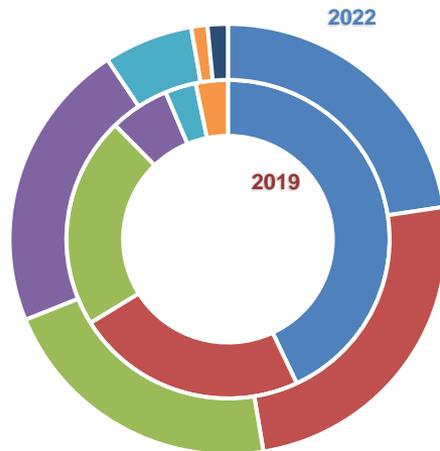
- 国银金租的业务以飞机租赁为主，同时也积极发展基础设施租赁、船舶租赁和普惠金融。融资方面，国银金租背靠强大的政策性银行国开行，具备获得大量资金支持与信用支持的条件，信用评级领先行业的同时保持着较低的融资成本
- 按租赁收入来源分，公司来自亚太及中国（包括港澳台）的租赁收入在2019及2022年占比分别为73%和48%。按出租地区飞机净资产价值分，公司租予亚太及中国（包括港澳台）地区航司的飞机净资产价值占比在2019年及2022年分别为66%和47%

租赁收入分地区占比



■ 中国* ■ 亚太地区** ■ 欧洲 ■ 美洲 ■ 中东 ■ 非洲

飞机净资产价值按出租地区分的占比

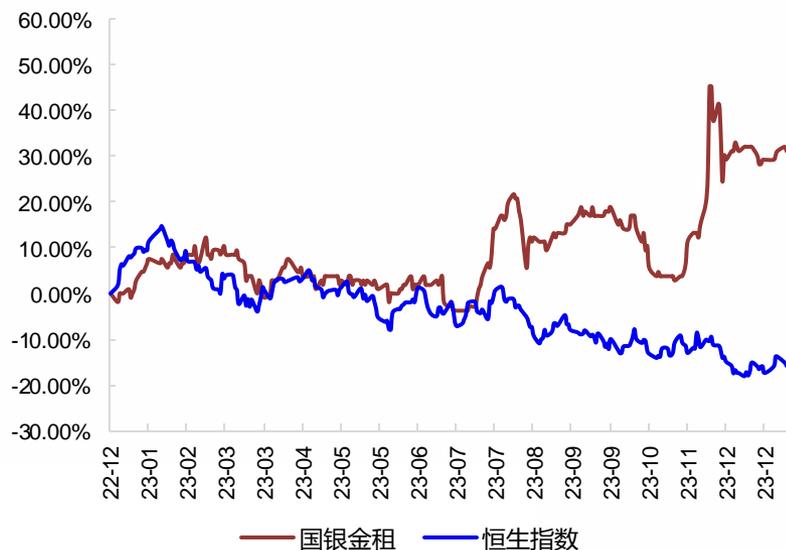


■ 中国 ■ 亚太地区 ■ 欧洲 ■ 美洲 ■ 中东 ■ 非洲 ■ 非在租飞机

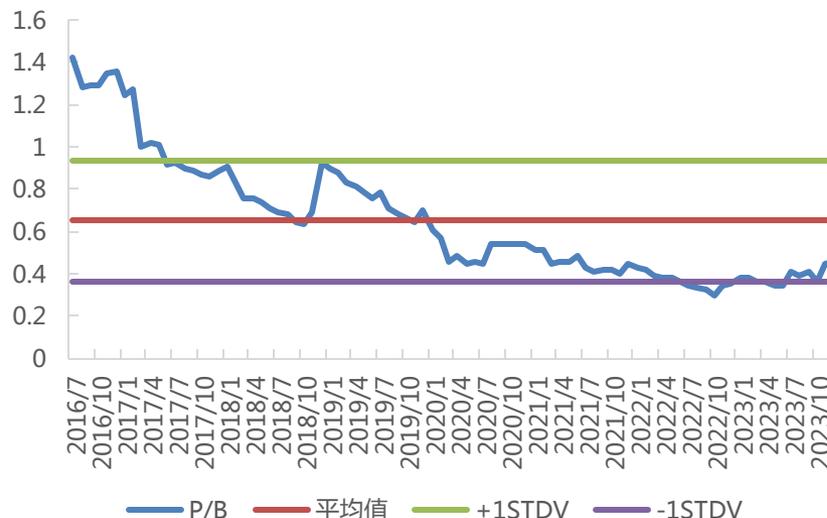
3.3 相关标的：国银金租（01606.HK）（2/2）

- **股价表现**：截至2023年12月29日，国银金租全年股价涨幅为+31.1%，跑赢恒生指数（-13.8%）45个百分点
- **估值表现**：截至2023年12月29日，中国飞机租赁P/B(LF)为0.46倍，0.7x STD低于公司上市以来历史P/B均值0.6倍

股价表现



历史P/B (LF)



风险提示

- 全球宏观经济复苏不及预期导致航空需求恢复和增长不及预期；
- 受飞机产能瓶颈限制飞机租赁企业机队扩张不及预期；
- 利率风险等。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光悻
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hggyf@swsc.com.cn

联系人：林安琪
电话：021-58351759
邮箱：laqi@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎旸	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	xy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				