

港股公司|公司深度|中银航空租赁 (02588)

资产负债两端共振，景气周期充分受益



报告要点

公司营业收入中 80%来自于飞机经营性租赁，而飞机供需差格局短期难以扭转，公司资产端收益水平有望持续提升。从需求端来看，2024 年 5 月全球市场 RPKs 同比+10.7%，需求端依旧呈现较强的增长态势，全球机队新增+替换需求超 2000 架/年。从供给端来看，2024 年上半年空客与波音的月均产能为 72 架，为 2015 年以来的第二低水平。供不应求状态下，飞机租金持续提升，公司资产端收益水平有望持续上行。从负债端来看，公司 30%债务为浮息债务，若后续美联储降息，公司资金成本有望走低。资产负债双重改善，公司业绩有望步入上行期。

分析师及联系人



刘雨辰



曾智星



陈昌涛

SAC: S0590522100001

中银航空租赁 (02588)

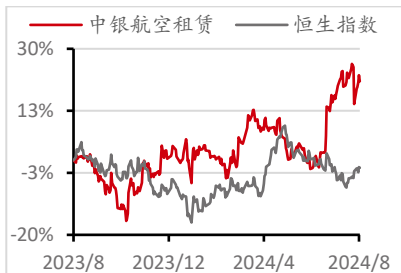
资产负债两端共振，景气周期充分受益

行业：非银金融/多元金融
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：67.10 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 694.01/694.01
 流通市值(百万港元) 46,568.09
 每股净资产(元) 68.19
 资产负债率(%) 75.04
 一年内最高/最低(港元) 70.25/47.15

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

➤ 公司概况：背靠中国银行的飞机租赁龙头企业

公司前身为1993年成立的新加坡航空租赁公司，至今深耕飞机租赁行业超30年。公司以飞机经营性租赁为主业，公司近80%收入均来自于飞机经营性租赁的租金收入。从股东结构来看，公司实控人为中国银行，中国银行通过 Sky Splendor Limited 持有中银航空租赁70%股权。从公司管理层来看，中银航空租赁当前管理层从业年限基本均超25年，经历了行业发展的多轮周期。公司管理层前期的投资决策帮助公司穿越了数轮周期，彰显了管理层深刻的行业认知与前瞻的行业眼光。

➤ 行业空间：航空租赁行业大有可为

飞机租赁行业市场空间较大。一方面，近年来全球机队规模持续扩张，预计2042年全球机队规模将达到4.86万架，未来20年的CAGR达到3.5%。另一方面，航空租赁渗透率持续提升，2024Q1末达到52%，预计后续几年将进一步提升至60%。从竞争格局来看，后续航空租赁行业竞争格局有望进一步向头部集中。由于当前飞机产能处于低位，预计2024-2026年有飞机交付的租赁商分别只有14、15、13家。在此背景下，未来飞机租赁行业的市场份额有望进一步向头部租赁公司集中。

➤ 资产端：飞机供需差带动公司资产端步入长期上行通道

飞机预计将在未来较长时间内都处于供不应求状态。从需求端来看，航空需求持续修复，2024年5月全球市场RPKs同比+10.7%。根据空客预测，未来20年对新飞机的需求达到年均2150架。从供给端来看，2024年上半年空客与波音的合计月均产能仅有72架，产能水平位于近10年来的第2低水平。而受波音被监管调查、PW发动机质量问题挤压产能等因素影响，飞机产能短期难以明显提升，预计后续较长时间内飞机都将供不应求。在此背景下，公司资产端收益水平有望长期上行。

➤ 负债端：美联储有望降息，公司负债端有望改善

2024年上半年公司整体资金成本为4.6%，较2023年+0.50pct。从资金来源来看，公司资金主要来源于贷款及中期票据。截至2024年6月末，公司负债中贷款、中期票据分别占比39.02%、50.08%，二者占比合计近9成。其中，浮动利率债务占比30%左右。当前美国经济数据及就业表现偏弱，美联储后续降息概率提升。美联储降息将带动公司浮动负债以及新增债务成本下降，公司整体资金成本有望改善。

➤ 租赁净利差有望走扩，给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业总收入分别为25.26、27.40、29.40亿美元，同比增速分别为+2.63%、+8.47%、+7.28%，3年CAGR为6.10%。归母净利润分别为7.20、8.35、9.45亿美元，同比增速分别为-5.72%、+15.96%、+13.12%，3年CAGR为7.34%。鉴于公司后续资产负债均受益，业绩弹性较大，ROE有望明显提升。参考历史估值，以2024年8月22日汇率计算（1美元=7.797港币），我们给予公司2024年1.2倍PB，目标价83.98港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：利率上行，公司融资成本上升风险；地缘政治风险；上游交付延期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	2307	2461	2526	2740	2940
增长率(%)	5.67%	6.68%	2.63%	8.47%	7.28%
归母净利润(百万美元)	20	764	720	835	945
增长率(%)	-96.43%	3708.09%	-5.72%	15.96%	13.12%
EPS(美元/股)	0.03	1.10	1.04	1.20	1.36
BVPS(美元/股)	7.50	8.28	8.98	9.76	10.64
市盈率(P/E)	297.75	7.82	8.29	7.15	6.32
市净率(P/B)	1.15	1.04	0.96	0.88	0.81

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年08月23日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司营业收入中 80%来自于飞机经营性租赁。长期来看，飞机租赁发展空间较大。2023 年全球机队规模为 23561 架，预计 2042 年将达到 4.86 万架，未来 20 年的 CAGR 达到 3.5%。与此同时，飞机租赁渗透率有望持续提升，2023 年末为 51.3%，未来有望达到 60%。中期来看，飞机供需差格局短期难以扭转，飞机租金及飞机价值有望持续提升。从需求端来看，2024 年 Q1 全球航空业旅客运输周转量 (RPK) 已经超过 2019 年同期，2024 年 5 月全球市场 RPKs 同比+10.7%，需求端依旧呈现较强的增长态势，全球机队新增+替换需求超 2000 架/年。从供给端来看，2024 年上半年空客与波音的月均产能为 72 架，为 2015 年以来的第二低水平，仅高于 2020 年。供不应求状态下，飞机租金持续提升，截至 2024 年 1 月，主流机型 A320neo 和 737max 租金同比涨幅达 18%、19%。在此背景下，公司资产端收益水平有望持续提升。负债端公司 30%为浮息债务，后续若美联储降息，公司资金成本有望走低。资产负债双重改善，公司业绩有望步入上行期，ROE 有望进一步提升。

核心假设

- 飞机交付方面，假定 2024-2026 年公司将分别交付飞机 55、27、45 架。飞机销售方面，假定公司 2024-2026 年每年销售 20 架。
- 考量到短期内飞机供需差局面难以扭转，假定公司 2024-2026 年经营性租赁收益率分别为 11.0%、11.5%、12.0%。
- 资金成本方面，考虑到后续美联储可能降息，我们预计公司资金成本也有望逐步下滑，故我们假定 2024-2026 年公司资金成本分别为 4.1%、4.0%、3.9%。
- 折旧方面，假定公司 2024-2026 年折旧率均为 3.35%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 25.47、27.82、29.87 亿美元，同比增速分别为 +3.46%、+9.26%、+7.34%，3 年 CAGR 为 6.66%。归母净利润分别为 7.38、8.72、9.85 亿美元，同比增速分别为 -3.41%、+18.13%、+13.03%，3 年 CAGR 为 8.85%。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司当前滞俄风险敞口基本出清，2022 年全额计提减值。后续若相关保险理赔资金到位后，公司业绩有望超预期增长。
- 中长期来看，飞机供需差格局难以扭转，飞机租金与飞机价值有望持续上行，叠加后续美联储可能降息，公司业绩有望持续增长。从需求端来看，全球机队新增+替换需求超 2000 架/年。从供给端来看，2024 年上半年空客与波音的月均产能为 72 架，当前产能下飞机的年供给不足 900 架。供不应求状态下，飞机租金与飞机价值均处于上行通道，公司资产端收益率也有望走高。从负债端来看，公司 30%债务为浮息债务，后续美联储降息，公司资金成本有望走低。
- 长期来看，飞机租赁发展空间较大。2023 年全球机队规模为 23561 架，预计 2042 年将达到 4.86 万架，未来 20 年的 CAGR 达到 3.5%。与此同时，飞机租赁渗透率有望持续提升，2023 年末为 51.3%，未来有望达到 60%。市场规模与渗透率的双重提升，飞机租赁行业未来发展空间依旧较大。

正文目录

1. 背靠中国银行的全球飞机租赁龙头	6
1.1 发展历程：深耕飞机租赁，连续盈利 30 年	6
1.2 股东背景：背靠中国银行，股东优势显著	6
1.3 公司高管：从业经验丰富，穿越多个周期	8
1.4 公司经营：聚焦飞机资产，盈利持续修复	9
2. 航空景气度上行，飞机供需差加剧	10
2.1 市场规模：机队缺口大，租赁渗透率有望再提升	10
2.2 供需情况：供需差短期难扭转，推高飞机价值	12
3. 资产负债两端改善，业绩上行趋势明朗	15
3.1 资产端：公司市占率及租赁收益率有望提升	15
3.2 负债端：美联储降息将直接改善公司成本	19
3.3 成本端：折旧减值位于低位	24
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议：公司业绩有望步入上行期，给予“买入”评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1：中银航空租赁发展历程	6
图表 2：中银航空租赁股权结构（2024 年 6 月末）	7
图表 3：公司发行债券的利差在同业中处于较低水平	7
图表 4：中银航空租赁管理层经验丰富	8
图表 5：优秀的投资决策带领公司穿越数轮周期	9
图表 6：公司营收以租赁租金收入为主	10
图表 7：公司营收稳步改善	10
图表 8：公司归母净利润大幅改善	10
图表 9：公司盈利能力持续修复	10
图表 10：飞机租赁渗透率持续提升	11
图表 11：2023 年末全球头部租赁公司份额	11
图表 12：后续有订单交付的租赁商将越来越少	12
图表 13：航空需求持续修复	13
图表 14：未来 20 年飞机存在较大的需求	13
图表 15：飞机月均产能处于近十年以来的低位水平	14
图表 16：窄体机租金持续上行	14
图表 17：宽体机租金持续上行	14
图表 18：公司稳步扩表	15
图表 19：2023 年融资租赁应收款大幅增长	15
图表 20：公司机队规模稳步扩张	16
图表 21：公司机队中新型飞机较多（2024 年 6 月末）	16
图表 22：公司飞机租约以固定费率租约为主	17

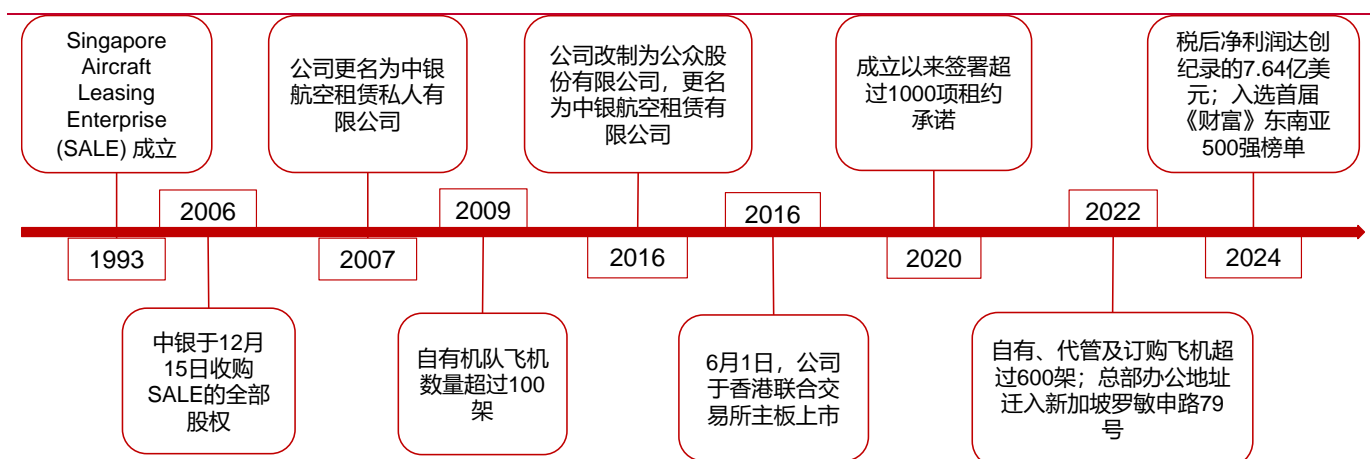
图表 23:	公司飞机租赁收益率处于上行通道.....	17
图表 24:	公司飞机资本支出力度较大 (2023 年末)	18
图表 25:	公司占据全球 5% 的份额	18
图表 26:	公司机队规模位居行业前列 (2023 年末)	19
图表 27:	公司负债以贷款和中期票据为主.....	20
图表 28:	公司浮动利率债务占比 30%	20
图表 29:	公司债务多为无抵押的信用融资.....	20
图表 30:	公司贷款到期期限结构 (2024 年 6 月末)	21
图表 31:	公司中期票据到期期限结构 (2024 年 6 月末)	21
图表 32:	美国通胀压力持续缓解.....	22
图表 33:	美国失业率逐步走高.....	22
图表 34:	美国就业压力逐步提升.....	22
图表 35:	公司资金成本处于上行通道.....	22
图表 36:	2024 年 7 月美联储议息会议点阵图	23
图表 37:	公司经营性租赁净收益率有望逐步修复.....	24
图表 38:	公司固定资产折旧占据营业成本的近一半.....	25
图表 39:	公司飞机折旧率维持在较低水平.....	25
图表 40:	公司机队机龄维持在较优水平.....	25
图表 41:	公司飞机减值率维持在较低水平.....	25
图表 42:	公司业务情况测算.....	26
图表 43:	公司历史估值水平.....	27

1. 背靠中国银行的全球飞机租赁龙头

1.1 发展历程：深耕飞机租赁，连续盈利 30 年

深耕飞机租赁行业超 30 年。中银航空租赁有限公司（以下简称“中银航空租赁”）前身是新加坡航空租赁公司 (Singapore Aircraft Leasing Enterprise, 下称“SALE”), 1993 年成立于新加坡，创始股东是新加坡航空和美国飞机租赁公司 Boullioun Aviation Services Inc; 1997 年淡马锡和新加坡政府投资公司成为 SALE 股东; 2006 年，公司被中国银行全资收购，于 2016 年改制并在香港联合交易所主板上市。公司成立 30 年以来保持了连续盈利记录，并在 2023 年创下历史最高税后净利润。

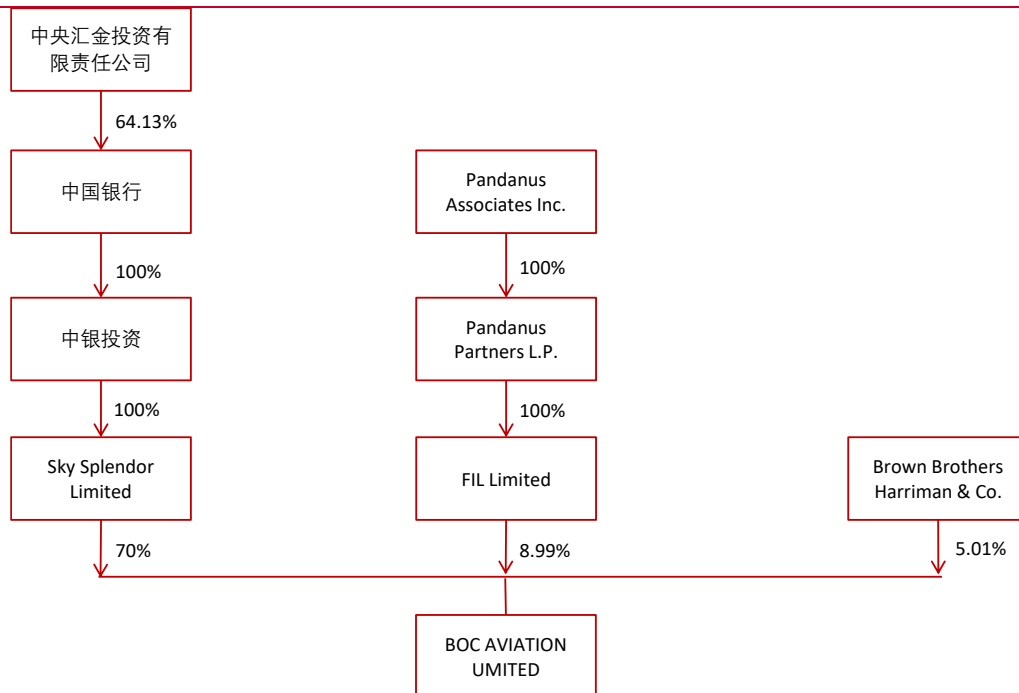
图表1：中银航空租赁发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 股东背景：背靠中国银行，股东优势显著

背靠中国银行，股东优势显著。中国银行 2006 年 12 月收购了 SALE 的全部股权后，一直为中银航空租赁的实际控制人。截至 2023 年末，公司第一大股东 Sky Splendor Limited 持股 70%，于开曼群岛注册成立。Sky Splendor Limited 为中国银行全资孙公司，即中国银行间接持有中银航空租赁 70% 股权，为中银航空租赁实际控制方。公司大股东还有 FIL Limited 和 Brown Brothers Harriman, 分别持股 8.99%、5.01%，其他股东持有 16% 股份。

图表2：中银航空租赁股权结构（2024年6月末）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

股东赋能下公司负债端优势显著。公司凭借强大的股东背景以及自身的稳健经营，负债端优势显著。从发行的债券来看，2023年末至2024年公司发行的债券利差处于行业较低水平。

图表3：公司发行债券的利差在同业中处于较低水平

Issuer	Issue Date	Tenor (years)	Amt Issued (US\$ million)	Coupon (%)	Yield (%)	T-Spread at Issue (bps)
BOC Aviation USA Corp	7/5/2024	Long 5	500	5.250	5.323	87.5
SMBC Aviation Capital Finance	26/3/2024	5	650	5.300	5.306	108
BOC Aviation USA Corp	9/1/2024	5	500	5.000	5.250	125
BOC Aviation USA Corp	9/11/2023	5	650	5.750	5.917	130
SMBC Aviation Capital Finance	26/3/2024	10	850	5.550	5.588	135
Air Lease Corp	17/1/2024	5	500	5.100	5.379	135
Aercap	4/1/2024	5	800	5.100	5.371	140
Avolon	8/5/2024	Long 5	1,000	5.750	5.924	143
Aercap	4/1/2024	10	700	5.300	5.599	160
Avolon	16/1/2024	5	1,150	5.750	5.946	200
Aircastle	17/1/2024	5	650	5.950	6.090	205
Griffin Global Asset Management	3/4/2024	5	400	6.875	6.875	255
Griffin Global Asset Management	15/11/2023	3	400	8.000	8.250	360

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 公司高管：从业经验丰富，穿越多个周期

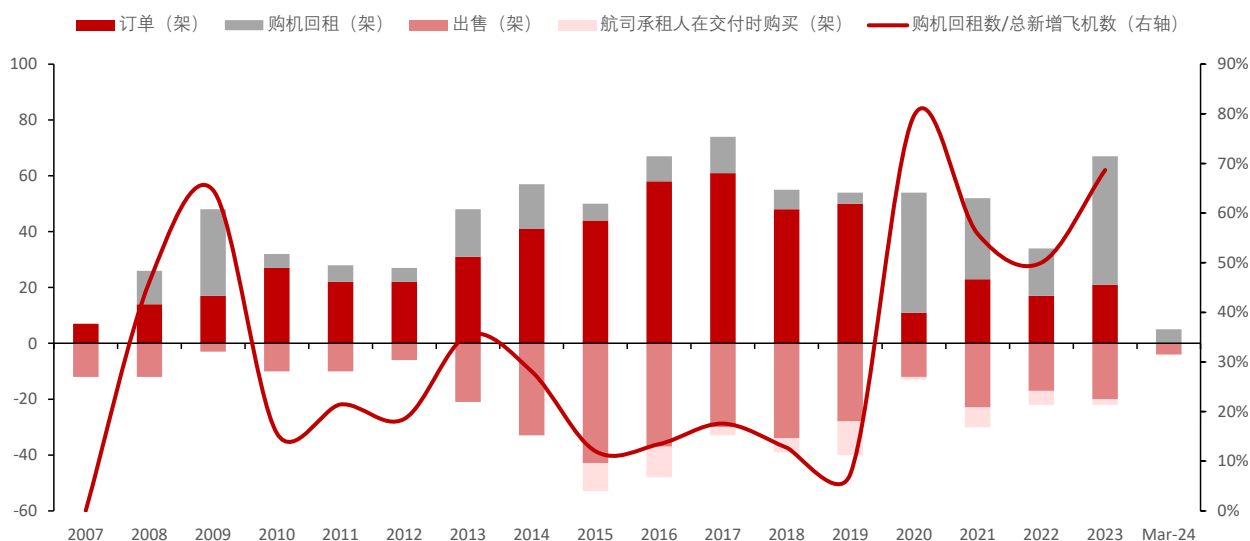
公司高管团队经验丰富。飞机租赁行业属于典型周期行业，资深、专业的管理层对于公司发展至关重要。中银航空租赁当前管理层从业年限基本均超 25 年，经历了行业发展的多轮周期，经验丰富。公司董事长张晓璐女士于 2024 年 6 月 30 日正式开始任职，同时还为中国银行股权投资与综合经营管理部总经理，具备 34 年的银行业工作经历。Steven Townend 先生于 2024 年 1 月开始担任公司总经理兼首席执行官，此前担任公司副总经理兼 CFO，同样具备 33 年的银行及租赁业经验。

图表4：中银航空租赁管理层经验丰富

						
姓名	张晓璐	Steven Townend	吴建光	Thomas CHANDLER	邓磊	Paul KENT
职务	董事长	首席执行官兼总经理	CFO	首席运营官	首席商务官（亚太&中东）	首席商务官（欧美非）
简介	<ul style="list-style-type: none"> • 34年银行工作经历 • 2024年7月开始担任董事长职务 	<ul style="list-style-type: none"> • 33年银行及租赁业经验 • 2024年1月1日任总经理兼首席执行官 	<ul style="list-style-type: none"> • 32年银行从业经验 • 分管财务规划与分析、财务控制、会计与报告、税务、资金和结算部门 	<ul style="list-style-type: none"> • 在飞机租赁、融资及采购方面拥有逾25年经验 • 目前分管法律与交易管理、合规与保险、技术、采购和信息技术部门 	<ul style="list-style-type: none"> • 26年银行从业经验 • 分管亚太及中东地区的所有创收业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 27年金融及租赁业经验 • 分管欧洲、美洲及非洲地区的所有创收业务
工作年限	34	33	32	25	26	27

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

优秀的投资决策带领公司穿越周期。复盘公司 2007-2023 年投资，公司在低流动性情况下提高“购机回租”占比，在增加整体机队规模的同时可以增加公司现金储备，避免公司出现现金流紧张的风险。例如在 2008-2009 年金融危机、2012-2013 年欧债危机以及 2020 年疫情等环境下，公司大幅提高购机回租比例。2020 年公司新增的 54 架飞机中 43 架为购机回租，占比达到近 80%。

图表5：优秀的投资决策带领公司穿越数轮周期


资料来源：公司官网，国联证券研究所

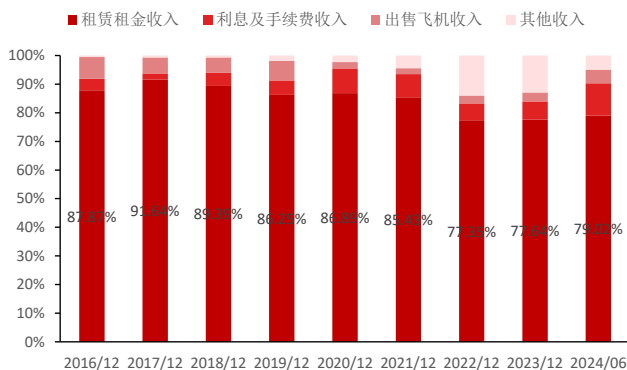
1.4 公司经营：聚焦飞机资产，盈利持续修复

公司绝大部分收入来自于飞机经营性租赁的租金收入。从营收结构来看，飞机经营租赁的租金收入基本占据公司营收的 80% 以上（2022-2023 年受俄乌冲突影响占比低于 80%）。2024 年上半年公司租赁租金收入占营收比为 79.02%，较 2023 年+1.38pct。

公司业绩整体表现优异。2024 年上半年公司分别实现营业收入、归母净利润 11.74、4.60 亿美元，同比分别+10.67%、+75.87%，营收增速较 2023 年+3.99pct。此外，2024 年上半年公司净利润在 2023 年高基数基础上继续大幅改善，主要系 2024 年公司从俄罗斯收回 2 架波音 747-8F 飞机，减值拨回 1.75 亿美元。

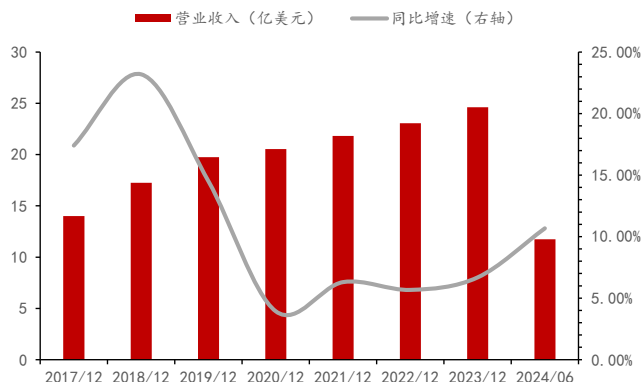
公司盈利能力持续修复。前期疫情、俄乌冲突等不利因素影响逐步消化完毕，公司盈利能力也持续回升。2024 年上半年公司年化 ROE、ROA 分别为 15.58%、3.80%，较 2023 年分别+1.63pct、+0.49pct。2019 年公司 ROE、ROA 分别为 16.00%、3.69%，公司盈利能力基本恢复至疫情前的水平。

图表6: 公司营收以租赁租金收入为主



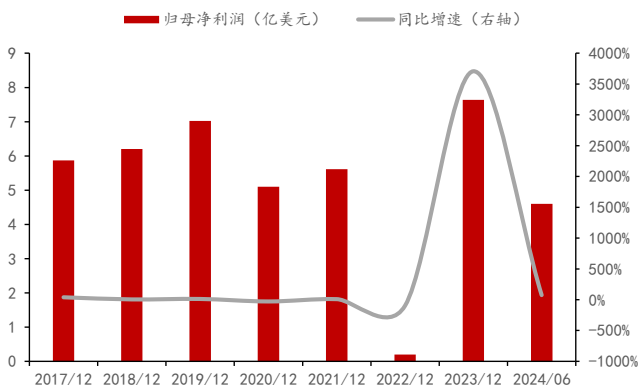
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表7: 公司营收稳步改善



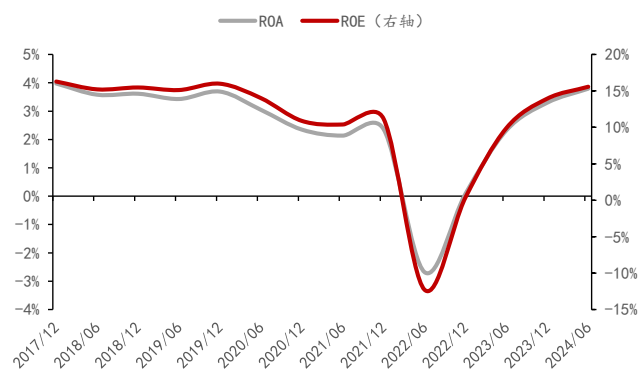
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表8: 公司归母净利润大幅改善



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表9: 公司盈利能力持续修复



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2. 航空景气度上行, 飞机供需差加剧

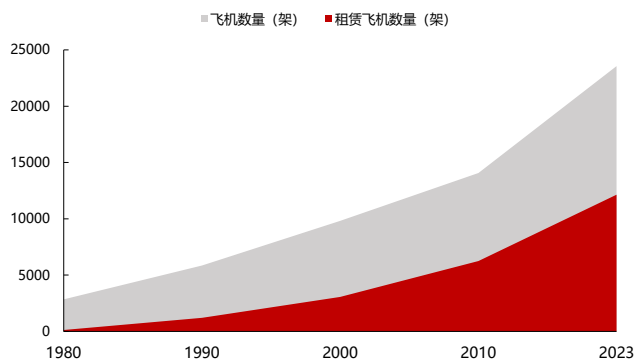
2.1 市场规模: 机队缺口大, 租赁渗透率有望再提升

机队规模持续扩张, 飞机租赁渗透率持续提升。1980-2023年, 全球机队规模从2850架扩张至23561架。同时, 航空租赁渗透率从1980年的2.4%提升至51.3%。43年间, 全球机队规模增长了7倍多, 而租赁机队增长了93倍, 租赁成为航空公司引进飞机的主流渠道, 行业规模快速扩大。根据公司官网推介材料, 截至2024Q1末, 飞机租赁渗透率已经达到52%。展望后续, 根据波音预测, 2042年全球机队规模预计将

达到 4.86 万架，未来 20 年的 CAGR 达到 3.5%，机队规模稳步扩张。与此同时，根据 KPMG 与 Airline Economics 联合发布的 2023 年航空业领袖报告显示，飞机租赁渗透率预计在未来几年内将进一步提升至 60%。考虑到全球环境不确定风险上升、经济增长承压的背景下，相比自购机队、更灵活的经营租赁方式将更受欢迎，未来航空租赁有长足的发展空间。

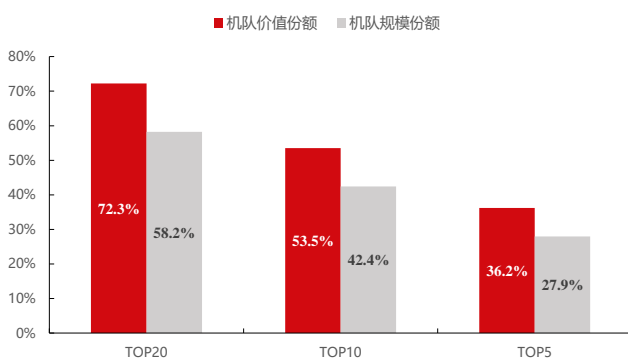
头部租赁公司占据大部分市场份额，后续竞争格局有望进一步改善。从行业格局来看，飞机租赁为资本密集型行业，头部公司占据大部分份额。截至 2023 年末，全球飞机租赁商机队规模合计 1.44 万架，机队价值 4028 亿美元。其中前 20 家租赁商机队价值 2910.5 亿美元，合计份额达 72.3%。展望后续，当前飞机供不应求，后续几年内有飞机交付的租赁商数量处于下降态势。预计 2024-2026 年有飞机交付的租赁商分别只有 14、15、13 家。在此背景下，后续市场份额有望进一步向头部租赁公司聚集。2023 年末公司在手订单达到 224 架，位居行业第 5 位，后续公司市场份额有望进一步扩大。

图表10：飞机租赁渗透率持续提升

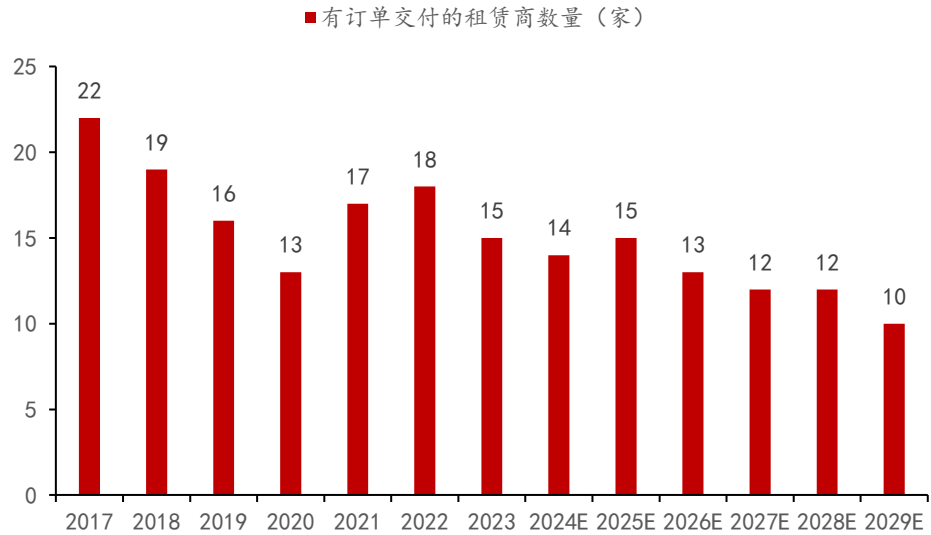


资料来源：ALC，国联证券研究所

图表11：2023 年末全球头部租赁公司份额



资料来源：Cirium，国联证券研究所

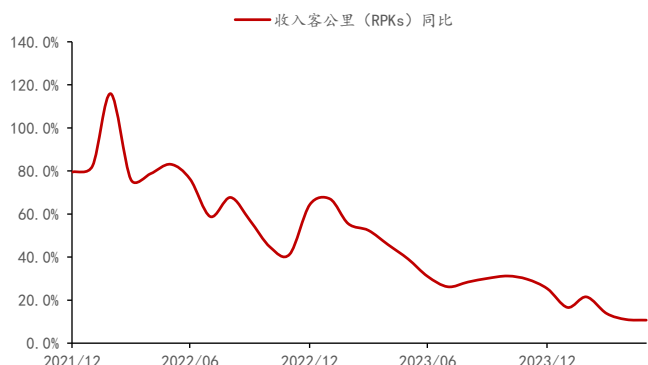
图表12：后续有订单交付的租赁商将越来越少


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.2 供需情况：供需差短期难扭转，推高飞机价值

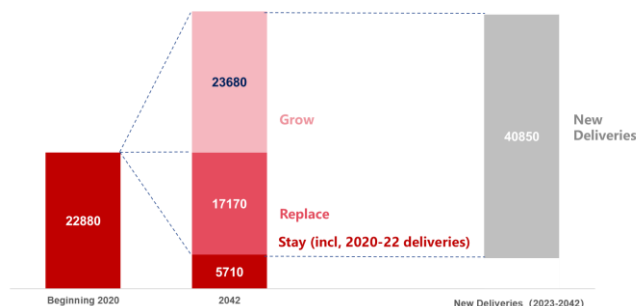
从需求端来看，航空需求持续修复，机队新增+替换需求超 2000 架/年。未来对飞机需求主要集中在新增与替换两方面。1) **新增方面**，根据国际航协（IATA），2024 年 Q1 全球航空业旅客运输周转量（RPK）已经超过 2019 年同期，增长趋势仍在延续。2024 年 5 月全球市场 RPKs 同比+10.7%，需求端依旧呈现较强的增长态势，从而带来较多的新机需求。根据空客预测，2023-2042 年将有 23680 架新增的飞机需求，年均需要新增 1246 架。2) **替换方面**，飞机租赁公司以及航司均有替换新机的需求。从飞机租赁公司而言，保持机队规模处于较为年轻的状态能够帮助公司将折旧率控制在较低水平。对于航司而言，新型飞机通常性能更为先进且更为节能，因此航司也有动机替换较老、较落后的机型。根据空客预测，2023-2042 年将有 17170 架新增的飞机替换需求，年均 904 架。综合来看，未来 20 年对新飞机的需求达到年均 2150 架。

图表13: 航空需求持续修复



资料来源: IATA, 国联证券研究所

图表14: 未来 20 年飞机存在较大的需求

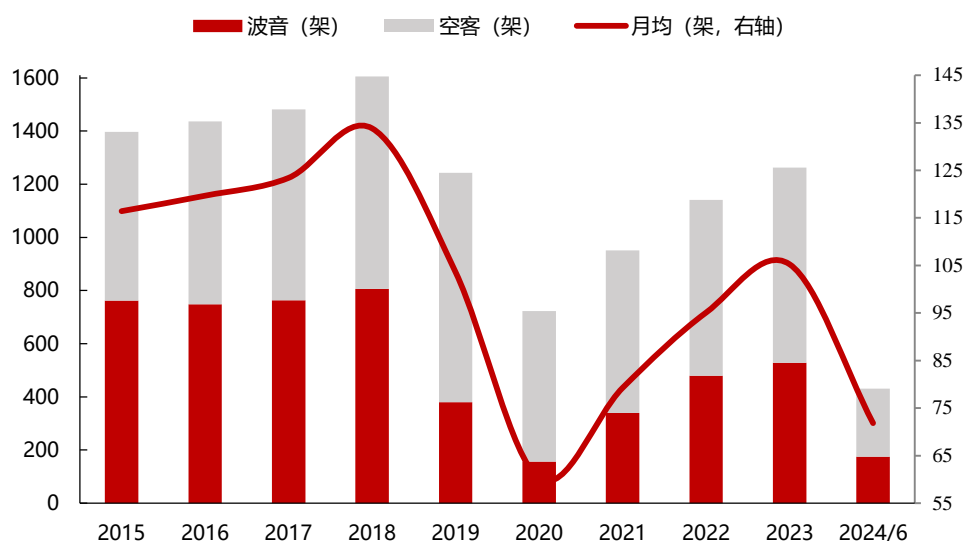


资料来源: 空客, 国联证券研究所

从供给端来看, 当前飞机供给降至低位水平。2024 年上半年空客与波音累计交付飞机 431 架, 月均交付 72 架。从产能水平来看, 2024 年的月均产能为 2015 年以来的第二低水平, 仅高于 2020 年。供给处于低位, 主要系:

- 1) 新增生产线需要时间。**2020 年需求下滑后导致部分供应商削减了长期产能, 后续新增生产线修复产能依旧需要时间。
- 2) 波音遭受监管调查, 短期内难以扩大产能。**2024 年 1 月 24 日, 美国联邦航空管理局在对波音 737 Max 生产过程的审查中发现了“大量问题”, 要求彻底检修, 在飞机质量问题得到解决之前, 美国联邦航空管理局不会批准波音任何扩大生产或者增加 737MAX 生产线的要求。
- 3) PW 发动机质量问题导致产能受到明显挤压。**2023 年 7 月美国航空发动机巨头普惠公司 (P&W) 称其生产的 GTF 发动机 PW1100G-JM 因所使用的粉末冶金材料被检测出微观污染物, 可能会造成部件加速磨损。该事件涉及了约 1200 台发动机, 2023 年 9 月普惠公司声称 2023-2026 年将新增 600-700 台发动机返厂检修。目前每台发动机检修市场达到了 300 天, 从而对公司产能形成较为明显的挤占。另一方面, 普惠公司还为受到影响的 PW1100G 发动机制定了机队管理方案, 将部件的检查间隔缩短, 从而进一步挤占了公司产能。

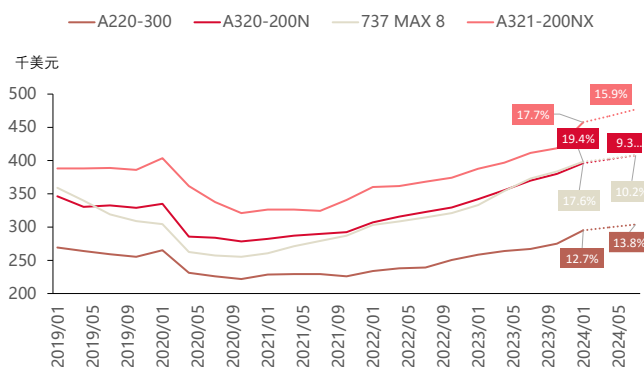
图表15: 飞机月均产能处于近十年以来的低位水平



资料来源: 波音, 空客, 国联证券研究所

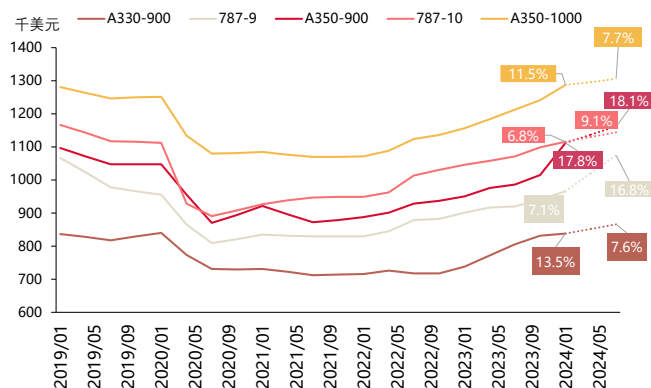
飞机供需差短期内难以扭转, 飞机租金与价值有望持续上行。当前飞机月均产能仅有 72 架, 按此产能计算, 全年可交付的飞机仅有 862 架, 供给无法满足需求, 从而推高飞机租金及飞机价值。据 IBA Insight, 截至 2024 年 1 月, 新一代窄体机价值与租金都已经超过 2019 年同期, 主流机型 A320neo 和 737max 租金同比涨幅达 18%、19%。展望后续, 飞机供需差局面短期内难以扭转。一方面, 未来 20 年对飞机的需求为年均 2150 架, 即使按照 2018 年的产能高点也无法覆盖。另一方面, 截至 2024 年 6 月末, 波音、空客分别还有 6156、13872 架飞机订单待交付, 存量的飞机缺口仍超 2 万架。基于此, 短期内飞机供需差难以扭转, 后续飞机租金与价值有望继续上行。

图表16: 窄体机租金持续上行



资料来源: IBA Insight, 国联证券研究所。注: 百分比代表与前 12 个月相比的租金变化幅度

图表17: 宽体机租金持续上行



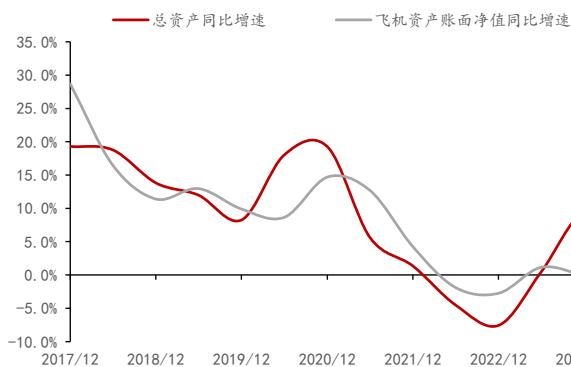
资料来源: IBA Insight, 国联证券研究所。注: 百分比代表与前 12 个月相比的租金变化幅度

3. 资产负债两端改善，业绩上行趋势明朗

3.1 资产端：公司市占率及租赁收益率有望提升

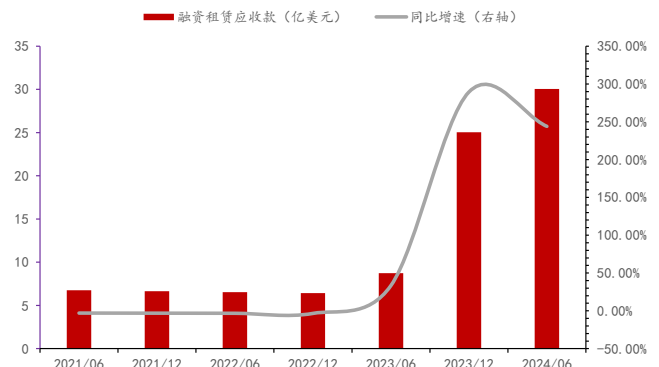
公司资产端稳步扩表。整体来看，公司资产规模扩张与飞机规模扩张表现较为一致。截至 2024 年 6 月末，中银航空租赁总资产规模、飞机账面净值分别达到 242.86、187.49 亿美元，同比分别+5.97%、-2.98%。飞机账面净值增速偏离总资产增速，主要系公司购机回租明显增长。截至 2024 年 6 月末，公司融资租赁飞机数达 59 架，2022 年末仅有 6 架。2024 年 6 月末公司融资租赁应收款净额为 30.05 亿美元，同比+243.96%。

图表18：公司稳步扩表



资料来源：公司公告，国联证券研究所

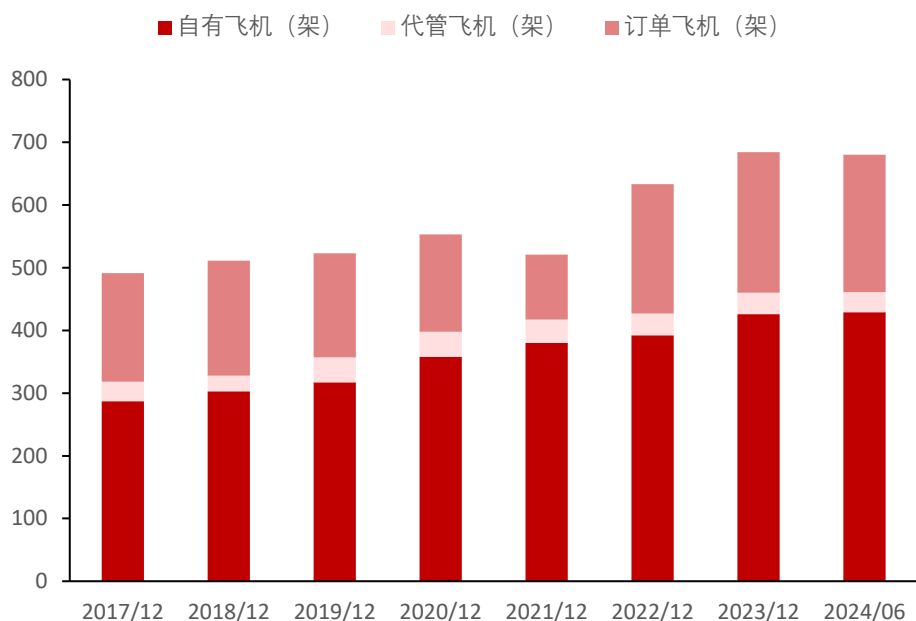
图表19：2023 年融资租赁应收款大幅增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司机队规模稳步扩张，且以新型飞机占比较高。截至 2024 年 6 月末，公司自有飞机、代管飞机、订单飞机分别为 429、32、219 架，整体机队规模达到 680 架，相较于 2022 年末增加 47 架。从机型结构来看，公司当前机队中新型飞机占比较高。从自有飞机来看，2023 年末公司自有的 429 架飞机中，新型的 NEO、MAX 飞机占比达 202 架，占比达 47.09%。从订单飞机来看，2024 年 6 月末的 219 架订单飞机中 210 架为新型飞机，占比达 95.89%。

图表20: 公司机队规模稳步扩张



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表21: 公司机队中新型飞机较多 (2024年6月末)

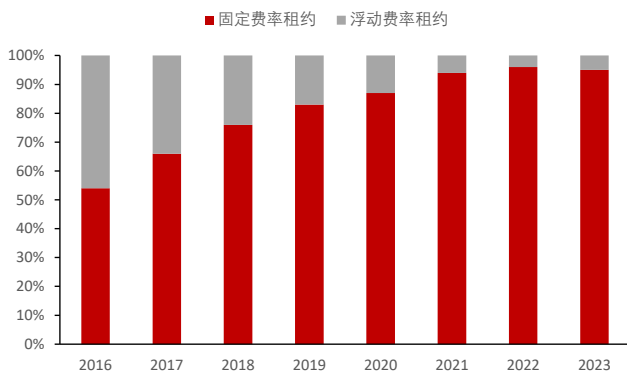
	自有	管理	订单
空客A220系列	21		2
空客A320CEO系列	71	13	
空客A320NEO系列	130		124
空客A330CEO系列	8	1	
空客A330NEO系列	6		
空客A350系列	9		
波音737NG系列	59	13	
波音737 MAX系列	-		
波音737-8/9	66		86
波音737-300ER	27	3	
波音787系列	27	1	7
巴西航空工业E190系列	-		
货机	5	1	
合计	429	32	219

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司飞机租约以固定租约为主, 整体飞机租赁收益率处于上行通道。从公司飞机租约的结构来看, 近年来公司固定费率租约占比明显提升。截至2023年末, 公司固定

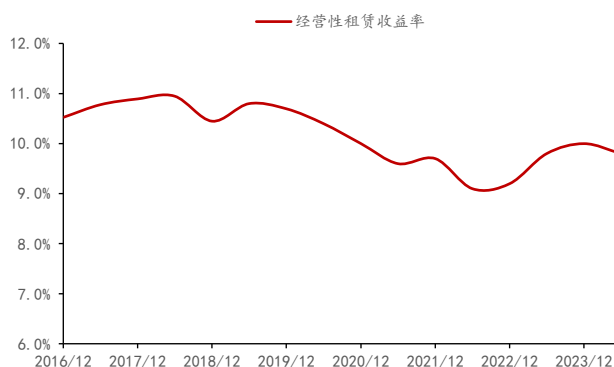
费率租约占比达 95%，较 2019 年末+12PCT。而近几年为美国利率较高的时期，固定费率租约帮助公司将资产端收益率整体锁定在较高的水平。2024 年上半年公司经营租赁收益率为 9.80%，较 2023 年-0.20PCT。

图表22：公司飞机租约以固定费率租约为主



资料来源：公司公告，国联证券研究所

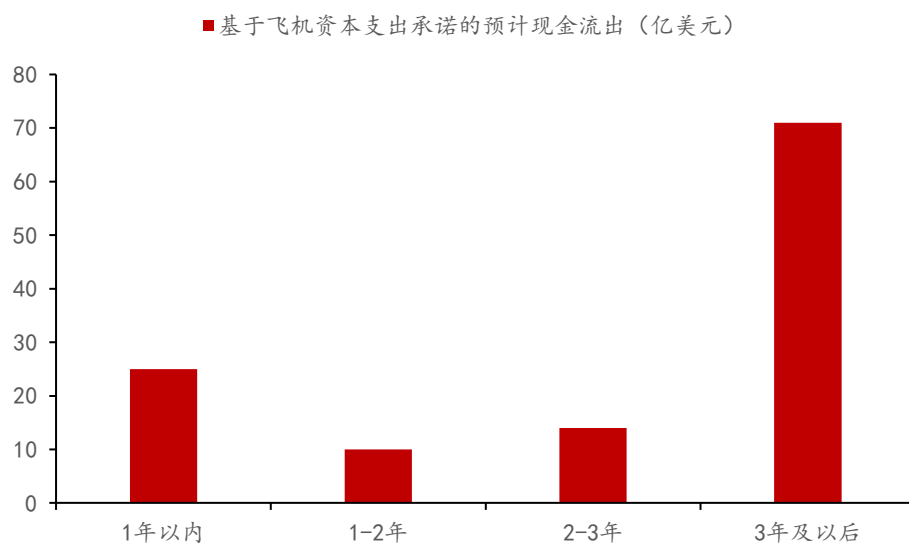
图表23：公司飞机租赁收益率处于上行通道



资料来源：公司公告，国联证券研究所

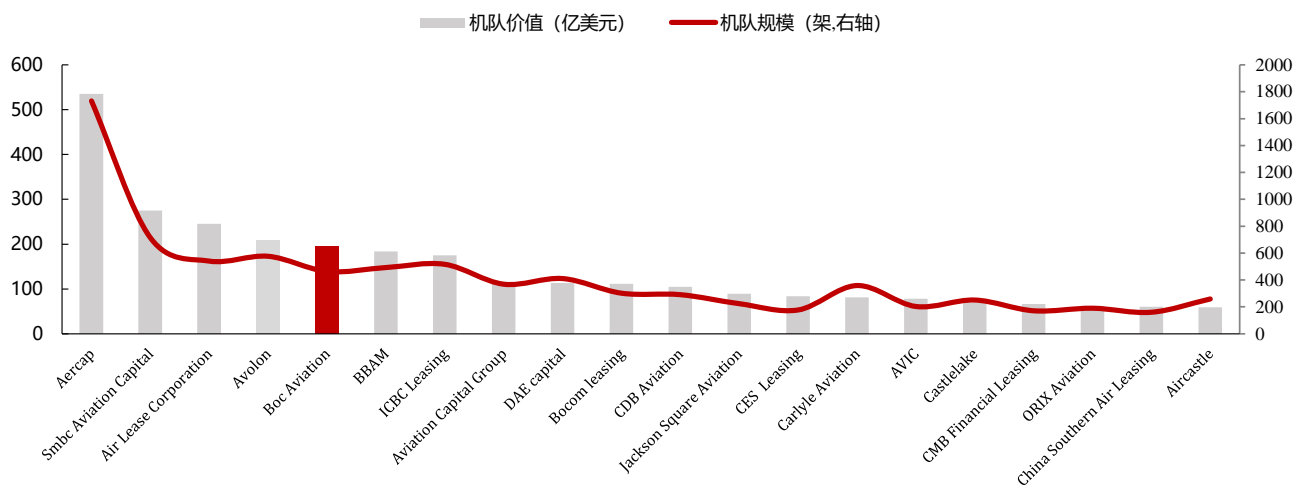
资产端驱动因素一：飞机供需差背景下，公司市占率有望提升。根据 Cirium 数据，截至 2023 年末，BOCA 机队价值、机队规模分别 195 亿美元、463 架，全球市场份额分别达 4.84%、3.21%，分别位列第 5、第 7。当前飞机产能处于低位，整体处于供不应求的状态。一方面，截至 2023 年末，公司订单飞机达 224 架，位居行业第 5 位，2024 年预计将有 55 架飞机交付。另一方面，公司承诺维持较高水平的飞机资本支出，公司承诺 2024-2026 年在飞机资本支出方面将至少支出 25、10、14 亿美元。二者共同作用下，后续公司的市场占有率有望逐步提升。

图表24：公司飞机资本支出力度较大（2023年末）

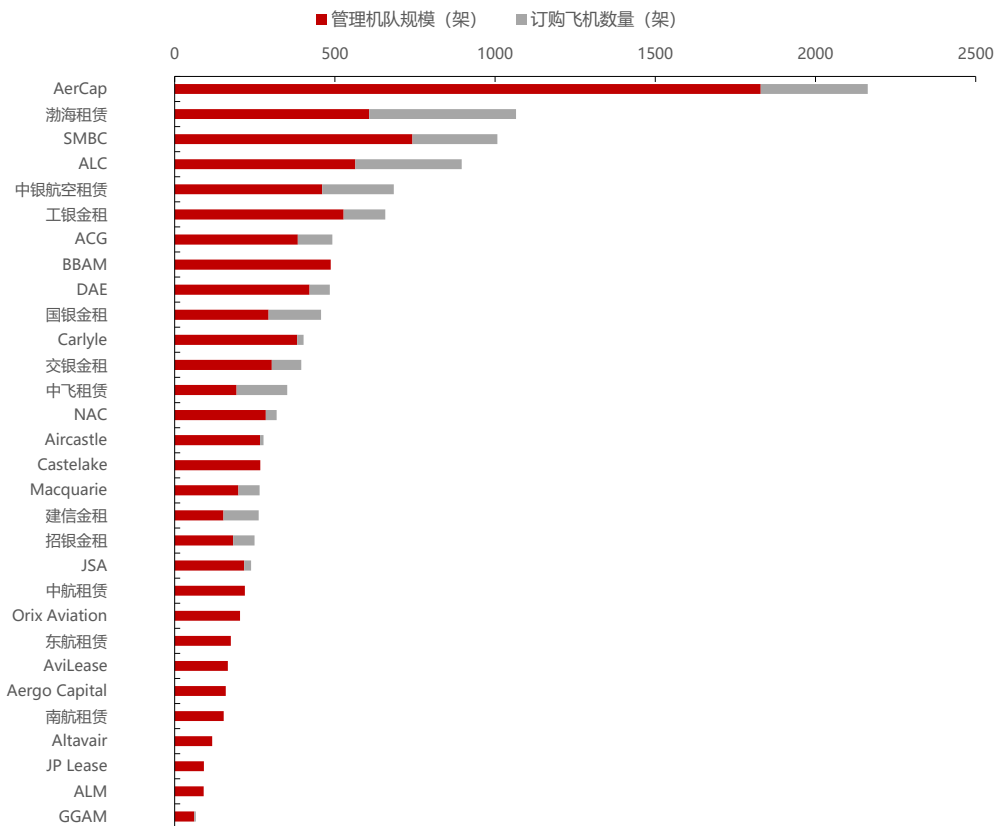


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表25：公司占据全球5%的份额



资料来源：Cirium，国联证券研究所

图表26：公司机队规模位居行业前列（2023 年末）


资料来源：Cirium，国联证券研究所

资产端驱动因素二：飞机供不应求将带动飞机租金及飞机价值提升。当前波音与空客产能受限导致飞机供给明显无法满足需求，从而带动飞机租金与飞机价值均处于上行通道。据 IBA Insight，截至 2024 年 1 月，新一代窄体机价值与租金都已经超过 2019 年同期，主流机型 A320neo 和 B737max 租金同比涨幅达 18%、19%。在此背景下，尽管公司资产端租约以固定费率居多，但新增订单将明显受益，后续公司在飞机租赁方面的收益率以及飞机处置方面的收益均有望提升。

3.2 负债端：美联储降息将直接改善公司成本

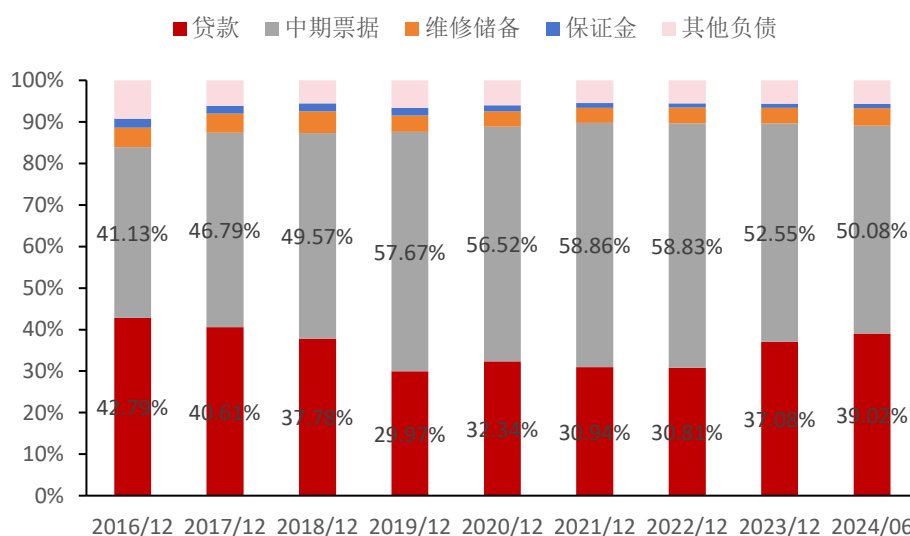
公司资金主要源于贷款及中期票据。从公司负债结构来看，公司负债端绝大部分集中在贷款及借贷这一科目。具体来看，公司负债以贷款及中期票据为主。截至 2024 年 6 月末，公司负债中贷款、中期票据分别占比 39.02%、50.08%，二者占比合计近 9 成。

公司负债以固定利率负债为主，浮动利率负债占比 30%左右。从利率类型来看，公司负债端仍以固定利率债务为主。截至 2023 年末，公司固定利率负债占比达 70%，浮

动利率负债占比 30%。得益于公司强大的股东背景，公司浮动利率负债占比可以保持在较高的水平。

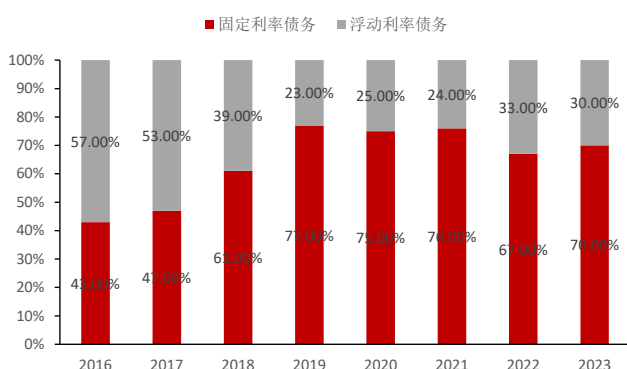
公司负债多为无抵押的信用融资。公司凭借强大的股东背景以及自身的稳健经营，负债端多为无抵押的债务，资金获取能力强大。截至 2024 年 6 月末，公司无抵押债务占比达到 99.62%。

图表27：公司负债以贷款和中期票据为主



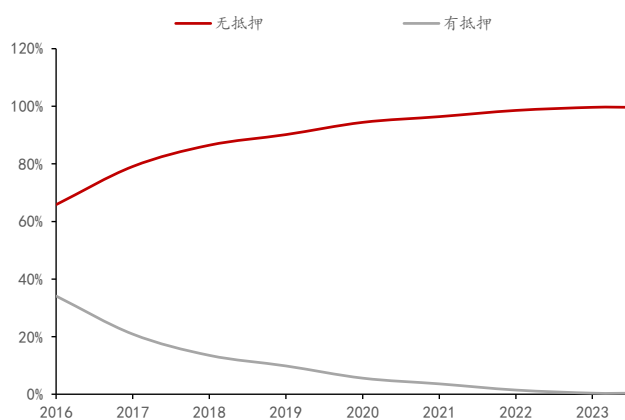
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：公司浮动利率债务占比 30%



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：公司债务多为无抵押的信用融资

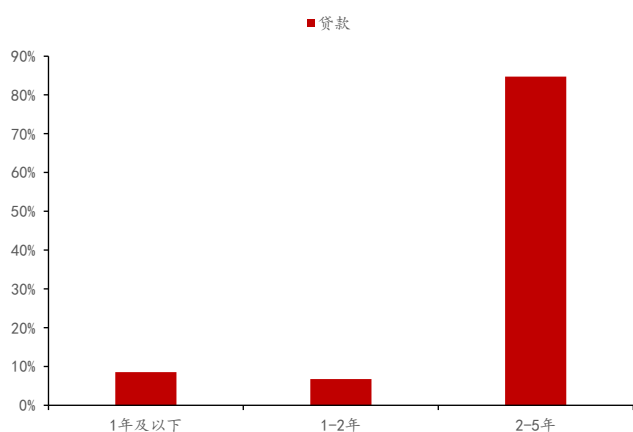


资料来源：公司公告，国联证券研究所

债务期限结构分布合理，公司流动性压力较小。从债务期限结构来看，公司贷款及中

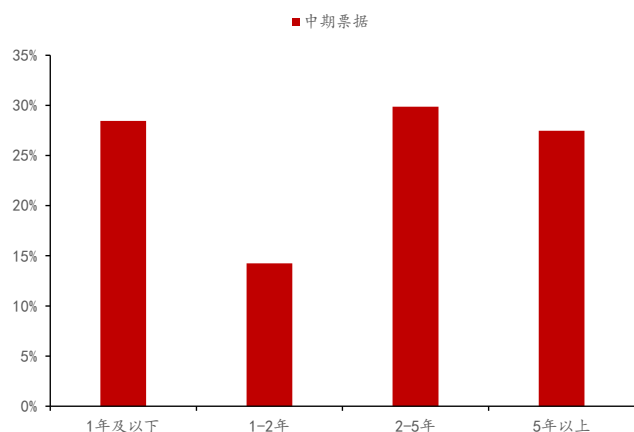
期票据期限分配较为合理，叠加公司股东背景强大，公司短期流动性压力较小。截至 2024 年 6 末，1 年内到期的贷款及中期票据分别为 6.05、26.04 亿美元，占比分别为 8.54%、28.44%。而 2024 年 6 月末公司仍有 49 亿美元未提取的已承诺无抵押贷款授信，其中 31 亿美元来自于中国银行（2026 年 12 月到期），足以覆盖到期债务，公司整体流动性风险较小。

图表30：公司贷款到期期限结构（2024 年 6 月末）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

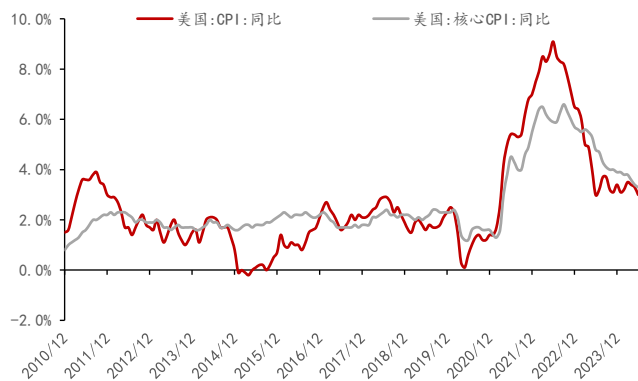
图表31：公司中期票据到期期限结构（2024 年 6 月末）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

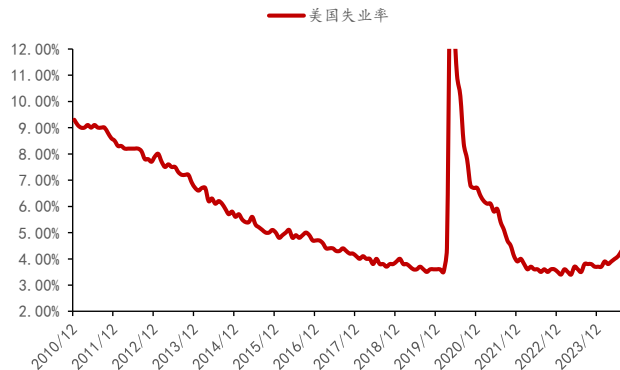
负债端驱动因素：美联储或将进入降息周期，公司资金成本有望改善。 1) 美国通胀率继续下行，通胀压力减缓，降息空间打开。截至 2024 年 6 月末，美国 CPI 同比 +3.00%，较 5 月 -0.30PCT。2) 美国就业压力加大。截至 2024 年 7 月末，美国失业率达到 4.30%，较 6 月末 +0.20PCT。同时职位空缺/失业人数比例从 5 月末的 1.24 下降至 6 月末的 1.20，美国就业压力在持续提升，降息必要性不断升高。2024 年 8 月 1 日，美联储公布 7 月议息会议决议。具体来看，美联储政策立场已从侧重通胀转变为通胀与就业并重，最快 9 月开始降息。2024 年上半年公司资金成本为 4.60%，较 2023 年提升 50BP，主要系市场基准利率大幅提升。若美联储开始降息，公司资金成本将有较大的改善空间。

图表32：美国通胀压力持续缓解



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：美国失业率逐步走高



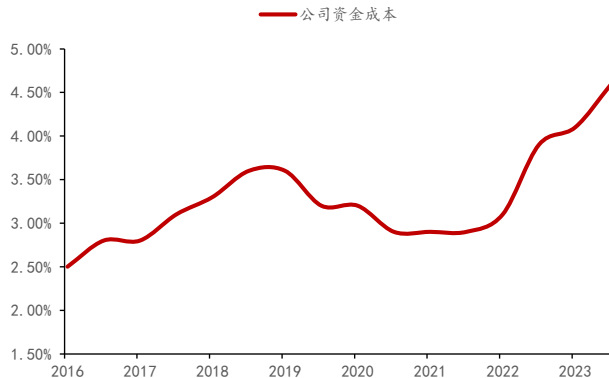
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：美国就业压力逐步提升



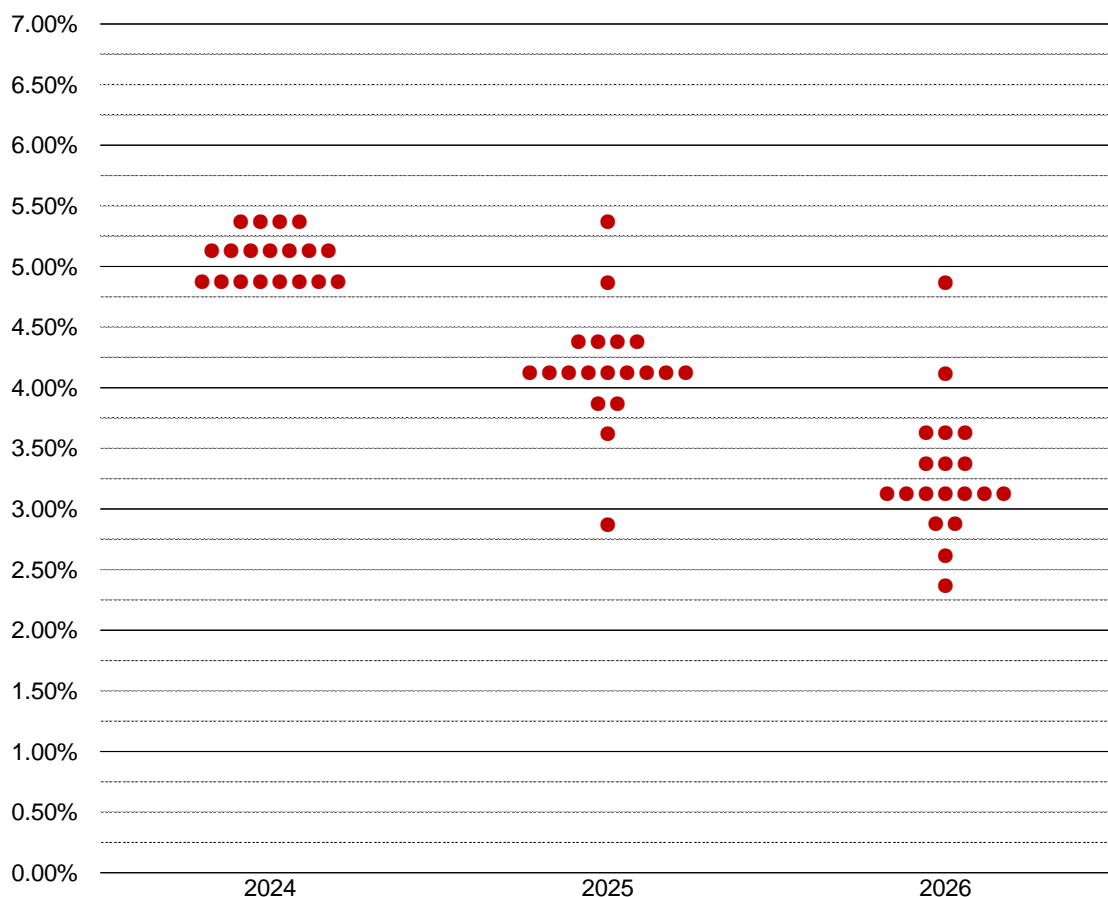
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：公司资金成本处于上行通道



资料来源：公司公告，国联证券研究所

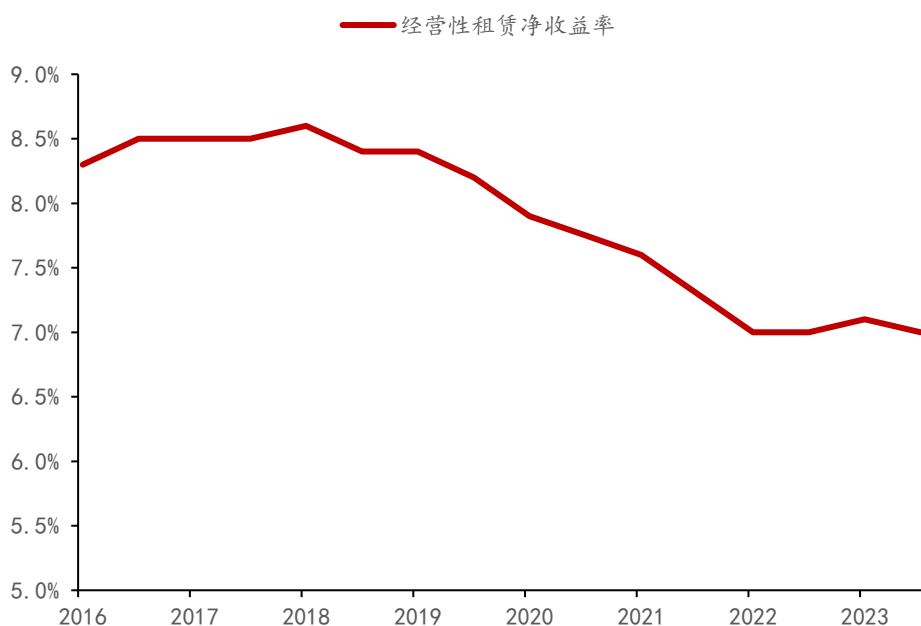
图表36：2024年7月美联储议息会议点阵图



资料来源：美联储，国联证券研究所

资产负债双重改善，公司经营性租赁净收益率有望进一步走扩。2024年上半年公司经营性租赁净收益率为7.0%，相较2023年-0.10pct。2024年上半年租赁净收益率小幅下滑，主要系资金端受美联储加息影响，资金成本提升幅度较大。展望后续，资产端飞机租金有望继续提升，随着旧租约到期以及新租约的签订，公司经营性租赁收益率有望进一步提升。负债端美联储降息或将至，公司30%浮息债务的资金成本或在短期内得到改善，公司资金成本有望走低。二者共同作用下，公司后续经营性租赁净收益率有望进一步走扩。

图表37：公司经营租赁净收益率有望逐步修复



资料来源：公司公告，国联证券研究所

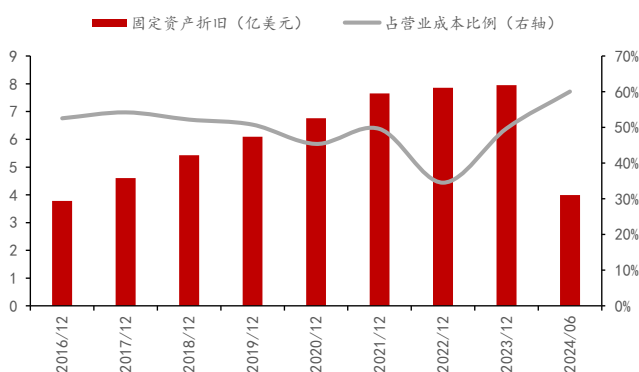
3.3 成本端：折旧减值位于低位

公司营业成本近一半为折旧。从公司营业成本结构来看，折旧及财务费用为公司主要的成本项。折旧方面，2024年上半年公司固定资产折旧为3.99亿美元，占公司营业成本的60.03%，占比较2023年+10.34pct。占比大幅提升，主要系2024年上半年公司从俄罗斯取回2架波音747-8F，拨回减值1.75亿美元，导致2024年营业成本明显下滑。还原这一因素影响后，公司折旧占营业成本比为47.52%。

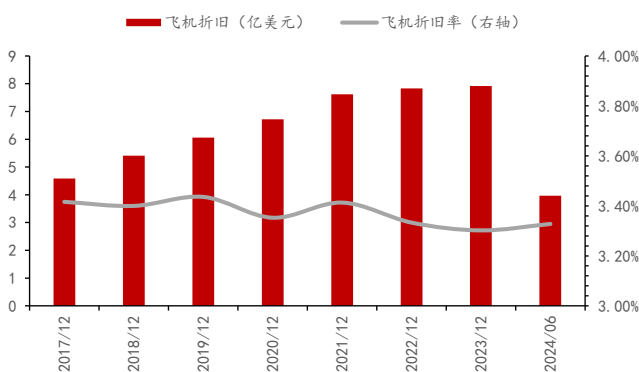
飞机折旧率保持在较优水平。从折旧政策来看，公司飞机前12年以直线法折旧，折旧年限为25年，25年末净残值率为15%，即前12年每年折旧率约为3.4%。12-25年折旧则将剩余价值以直线法折旧，无残值，即每年折旧率约为4.55%。从实际折旧率来看，2024年上半年公司飞机计提折旧3.97亿美元，折旧率仅有3.33%，较2023年小幅+3bp。公司折旧率维持在低位水平，主要系公司通过飞机采购以及飞机处置等手段保持机队平均机龄处于较低水平。截至2024年6月末，公司机队平均机龄仅有4.9年，在飞机经营性租赁行业为最佳水平。

公司飞机减值率处于低位。飞机作为优质资产，专业飞机管理团队通常能够凭借专业的飞机资产组合与运作避免减值，公司飞机减值率也通常保持在0.10%以下。2020-2021年居民出行受阻，航司现金流紧张，公司对部分飞机资产计提了减值，减值率

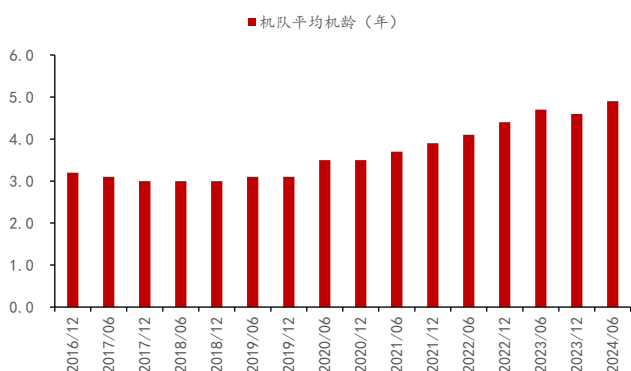
分别为 0.54%、0.65%。2022 年公司飞机减值率达到高点 3.64%，主要系 2022 年受俄乌冲突影响，公司对 17 架滞俄飞机计提了 7.91 亿美元减值，计提后公司滞俄飞机账面净值归 0，公司在俄罗斯的相关风险敞口也归 0。2024 年上半年公司飞机减值率大幅下降至 0.04%。展望后续，前期相关风险公司基本消化完毕，叠加当前飞机价值与飞机租金均处于上行通道，后续公司减值率有望继续保持在较低水平。

图表38：公司固定资产折旧占据营业成本的近一半


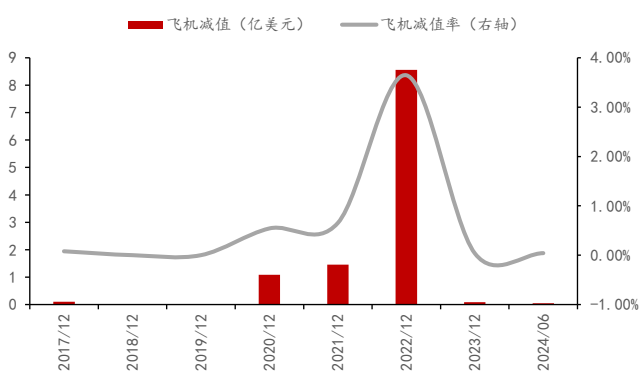
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表39：公司飞机折旧率维持在较低水平


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表40：公司机队机龄维持在较优水平


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表41：公司飞机减值率维持在较低水平


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

截至 2024 年 6 月末，公司订单簿飞机共 219 架，处在全球飞机租赁公司前列，未来订单飞机将逐步交付。我们假定 2024-2026 年公司将分别交付飞机 55、27、45 架。而 2024 年飞机供需缺口较大，预计后续公司飞机租金将持续抬升，故我们假定 2024-2026 年公司经营性租赁收益率分别为 11.0%、11.5%、12.0%。资金成本方面，考虑到后续美联储可能降息，我们预计公司资金成本也有望逐步下滑，故我们假定 2024-2026 年公司资金成本分别为 4.1%、4.0%、3.9%。折旧方面，公司机队十分年轻，飞机折旧率常年控制在 3.3%-3.4% 的区间内，故我们假定公司 2024-2026 年折旧率均为 3.35%。

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 25.26、27.40、29.40 亿美元，同比增速分别为 +2.63%、+8.47%、+7.28%，3 年 CAGR 为 6.10%。归母净利润分别为 7.20、8.35、9.45 亿美元，同比增速分别为 -5.72%、+15.96%、+13.12%，3 年 CAGR 为 7.34%。

图表 42：公司业务情况测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新交付飞机（架）	52	34	65	55	27	45
销售飞机（架）	26	18	20	20	20	20
飞机账面资产净值（亿美元）	196.4	191.0	190.5	205.4	205.1	215.1
yoy	4.20%	-2.74%	-0.26%	7.78%	-0.11%	4.86%
经营性租赁收益率	9.70%	9.20%	10.00%	11.00%	11.50%	12.00%
租赁租金收入（亿美元）	18.7	17.8	19.1	21.8	23.6	25.2
yoy	4.52%	-4.33%	7.09%	13.94%	8.40%	6.82%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议：公司业绩有望步入上行期，给予“买入”评级

资产端航空周期景气度向上，飞机供需差推动飞机租金及飞机价值持续上行。公司作为飞机租赁公司，后续资产端收益率有望提升。在此背景下，负债端能够以低成本资金支撑公司扩表的企业将最大程度受益于资产端景气度的上行。对于中银航空租赁，公司背靠中国银行，流动性充裕，负债端有能力获取充足资金支撑公司扩表。与此同

时，公司负债端具有 30% 的付息债务。若后续美联储降息，公司资金成本也将明显改善。资产负债两端推动下，公司经营性租赁净收益率也有望持续提升，带动公司业绩稳步提升。复盘公司过去估值水平，2019 年公司 PB 达到 1.71 倍的高点，而 2019 年公司 ROE 为 16%。公司上市以来 PB 历史均值为 1.16 倍。展望后续，我们预计公司 2024-2026 年 ROE 分别为 12.0%、12.8%、13.3%。基于此，以 2024 年 8 月 22 日汇率计算（1 美元=7.797 港币），我们给予公司 2024 年 1.2 倍 PB，目标价为 83.98 港元。首次覆盖公司，我们给予“买入”评级。

图表43：公司历史估值水平



资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

利率上行，公司融资成本上升风险。宏观利率上行可能导致债务利息成本维持高位，公司相较同业有较高的资产负债比例，可能存在展期压力。

地缘政治风险。若地缘政治冲突风险大幅提升，可能导致公司飞机产生减值，从而导致相应减值项目波动较大。

上游交付延期风险。机队扩张不及预期，上游交付延期，上游供应商交付不及时将影响公司承诺的资本支出按时落地，影响资产负债表扩张。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产					
贸易应收款项	65	19	26	27	29
融资租赁应收款项	230	124	131	160	187
短期存款	307	309	259	269	288
现金及银行结余	90	84	103	108	115
非流动资产					
物业、厂房及设备	20,629	20,765	22,322	22,542	23,900
融资租赁应收款项	413	2,381	2,498	3,035	3,554
贸易应收款项	98	99	103	108	115
资产总额	22,071	24,170	25,861	26,896	28,779
流动负债					
贷款及借贷	2,420	3,095	3,517	3,765	4,000
保证金	25	36	40	41	42
非流动负债					
贷款及借贷	12,701	13,416	14,069	15,062	16,001
保证金	148	150	158	164	168
维修储备	645	693	703	718	735
负债总额	16,869	18,421	19,632	20,124	21,392
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
未分配利润	4,020	4,582	5,051	5,593	6,207
权益总额	5,202	5,748	6,229	6,772	7,386
权益及负债总额	22,071	24,170	25,861	26,896	28,779

利润表

单位:百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,307	2,461	2,526	2,740	2,940
经营收入	1,921	2,066	2,426	2,620	2,800
租赁租金收入	1,784	1,911	2,177	2,360	2,521
利息及手续费收入	137	155	249	260	278
融资租赁利息收入	41	69	169	178	194
其他收入	386	395	100	120	140
出售飞机收益净额	64	78	60	80	100
其他收入	99	317	40	40	40
营业成本	-2,278	-1,601	-1,715	-1,799	-1,875
物业、厂房及设备折旧	-786	-795	-840	-888	-929
财务费用	-484	-636	-699	-728	-757
人事费用	-49	-68	-76	-82	-88
税前利润	29	861	811	942	1,065
所得税	-9	-97	-91	-106	-120
净利润(无少数股东权益)	20	764	720	835	945

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼