

渤海租赁 (000415.SZ)

收购 CAL, 资产质量结构性向优

核心观点:

- **2024年9月13日渤海租赁披露公告:** 旗下控股子公司 Avolon 拟收购 Castlelake Aviation Limited (CAL) 100% 股权。
- **(1) 收购标的:** 截至 24Q2, 根据资产价值排名, CAL 为全球第 16。
- **(2) 交易价格:** 0.98xpb 合计价格 12 亿美金。在飞机租金延续增长的背景下, 以低于账面价值的价格收购优质资产举措稳健。
- **(3) 收购资金来源:** Avolon 与母公司经营独立性较强, 本次收购为 Avolon 基于市场环境优化以自有融资和现金进行的扩表行为。截至 2024H1, 根据渤海租赁财报, Avolon 资产负债率约为 73.5%, 而 BOCA、AERCAP、AIRLEASE 的资产负债率分别为 75.0%、76.1%、76.4%。Avolon 资产负债率较同业更低, 本次通过其自行举债等其它融资方式并购优质资产有助于加速扩表巩固头部飞机租赁公司地位。
- **(4) 收购必要性:** 当前 OEM 交付持续下降, 并购成为飞机租赁公司扩表的常用打法。复盘头部飞机租赁公司疫情后的并购历史, 如 Av Lease 于 23 年成功收购了渣打银行的航空融资租赁业务、SMBC Aviation 于 2022 年完成了对 Goshawk 的收购、2021 年 AERCAP 收购 GECAS。随着租金延续增长, 租金高位扩表显得较为重要。
- **(5) 收购重要性:** CAL 资产较优, 截至 24 年 6 月底, CAL 自有客机 107 架, 平均机龄较年轻, 为 4.7 年, 且窄体机占比较高, 为 68%, 此外, 毛收益率较高, 23 年在 12.3%, 高于渤海租赁口径下的 11.4%。
- **(6) 评级影响:** 惠誉评级 24 年 9 月 13 日表示不会因 Avolon (Avolon; BBB-/积极) 收购 CAL 而影响其评级。预计交易于 25Q1 落地。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 24 年收入 364.05 亿元, 考虑资产及信用减值缩窄、PDP 利息收入增加, 预计 24 年归母净利润在 16.57 亿元, 同增 29.3%。参考同业 24 年 PB 估值均值约为 0.7x, 考虑公司“困境纾解”, 估值中枢有望上行, 给予 24 年合理估值在 0.7x PB, 则基于 2024 年 BVPS 5.15 元, 对应合理价值 3.61 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。** 利率上行财费增加、地缘政治、供给延期等。

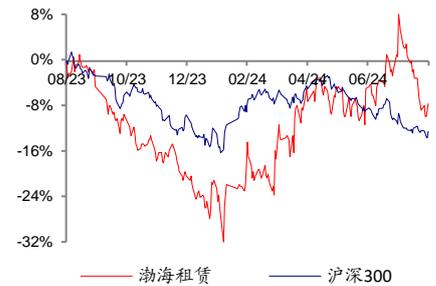
盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	31,922	33,675	36,405	38,902	40,226
增长率 (%)	19.2%	5.5%	8.1%	6.9%	3.4%
EBITDA (百万元)	19,588	22,757	21,763	23,647	23,688
归母净利润 (百万元)	-1,987	1,281	1,657	1,885	2,384
增长率 (%)	-61.2%	164.5%	29.3%	13.8%	26.5%
EPS (元/股)	-0.32	0.21	0.27	0.30	0.39
市盈率 (x)	-	10.33	7.84	6.89	5.45
市净率 (x)	0.49	0.45	0.41	0.38	0.36

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	2.10 元
合理价值	3.61 元
前次评级	增持
报告日期	2024-09-15

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执业号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

相关研究:

渤海租赁 (000415.SZ): 飞机业务弹性复苏, 业绩修复柳暗花明	2024-09-01
渤海租赁 (000415.SZ): 加大飞机销售, 提振业绩弹性	2024-04-30
渤海租赁 (000415.SZ): 全球飞机租赁巨头二次启航	2024-04-18

联系人:

李怡华 021-38003811

liyihua@gf.com.cn

2024年9月13日渤海租赁披露公告旗下控股子公司Avolon，拟通过其下属全资子公司Avolon Acquisitions Holdings Limited(以下简称“AAHL”)收购Castlelake Aviation Limited (CAL) 100%股权。

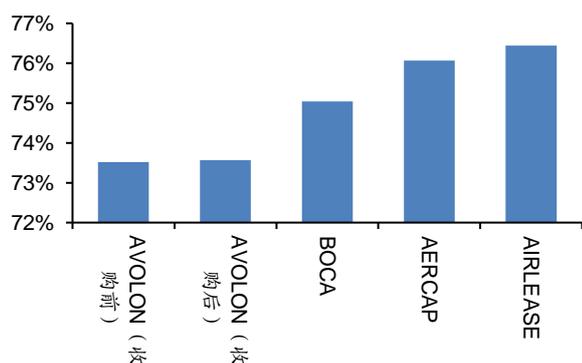
(1) 收购标的: 本次收购标的为Castlelake Aviation Limited (CAL)，截至2024Q2，根据cirium数据，依据资产价值排名，CAL为全球第16，Avolon原排名第4，本次收购后，Avolon自有、管理及订单飞机机队规模达到1,147架，其中，自有飞机647架，管理飞机40架，订单飞机460架，机队平均剩余租期约7.2年，平均机龄约6.1年，继续巩固全球头部飞机租赁公司地位。

(2) 交易价格设定上: 低于账面价值获得资产，合计价格12亿美金。以截至2024年3月31日CAL净资产账面值14.16亿美元计算，拟购买的标的公司净资产账面值为12.41亿美元，减去按《购买与出售协议》约定机制计算的调整金额，CAL 100%股权的购买价格约为12.21亿美元（以美元兑人民币汇率中间价1: 7.1030计算折合约人民币86.73亿元）。本次收购资产PB为0.98x，低于账面价值，首先本次收购CAL 100%股权交易的估值倍数与可比上市公司市净率(PB)倍数相当，其次在飞机租金延续增长繁荣的背景下，以低于账面价值的价格收购优质资产举措稳健。

(3) 收购资金来源: Avolon与母公司经营独立性较强，本次收购为Avolon基于市场环境优化以自有融资和资金进行的扩表行为。截至2024H1，根据渤海租赁财报，Avolon资产负债率约为73.5%，而BOCA、AERCAP、AIRLEASE的资产负债率分别为75.0%、76.1%、76.4%。Avolon资产负债率较同业更低，本次通过自行举债等其它融资方式并购优质资产有助于在供应商交付持续恶化的背景下加速扩表，稳固头部飞机租赁公司地位，且收购后Avolon资产负债率变化幅度较小。

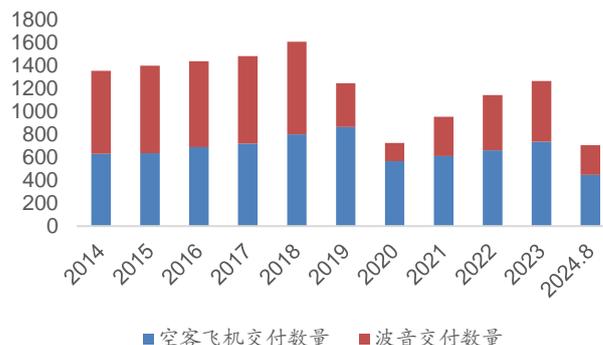
(4) 收购必要性: 当前OEM交付持续下降，并购成为飞机租赁公司扩表的常用打法。复盘头部飞机租赁公司疫情后的并购历史，如2023年11月AviLease于2023年11月成功收购了渣打银行的航空融资租赁业务、SMBC Aviation Capital于2022年12月完成了对Goshawk的收购、2021年AERCAP收购GECAS。随着租金延续增长，租金高位扩表显得较为重要。根据波音24年6月披露的预测报告，24年至43年的20年时间内需交付约4.4万架，年均交付约2199架，但截至2024年8月，空客交付447架（24年年化671架、23年全年交付735架）；波音交付258架（24年年化387架、23年全年交付528架），均远不及2199架预期。

图 1: 主流上市飞机租赁企业资产负债率



数据来源: 各家公司财报, 广发证券发展研究中心

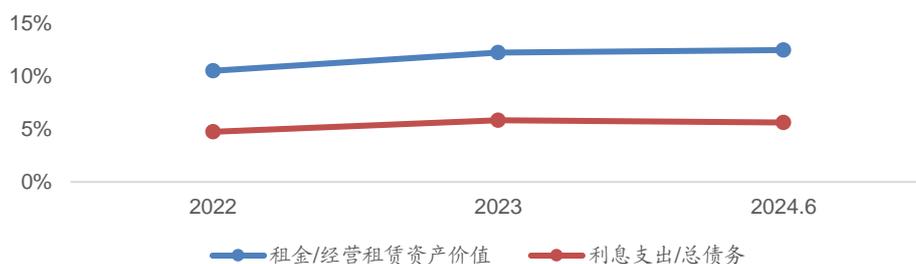
图 2: 波音空客交付数量 (架)



数据来源: 波音空客官网, 广发证券发展研究中心

(5) 收购重要性: CAL资产端收益率优于多数飞机租赁企业且资产较优。根据公司公告, 本次交易交割前CAL 将剥离5架已签署出售协议的经营租赁飞机和10架订单飞机, 以及超出3,800万美元的账面现金等资产。剥离完成后, CAL有107项自有飞机资产包括, 经营租赁飞机85架, 融资租赁飞机20架、飞机发动机2台, 平均机龄4.7年, 平均剩余租期8.4年, 窄体机占比68%。可以看到公司平均机龄较为年轻, 目前行业平均机龄中较为年轻的飞机租赁公司典型的还有中银航空租赁(4.9年)。此外, 公司窄体机占比较高, 有益于出租率延续高位。最后, 公司毛收益率较高, 高于渤海租赁本身。(渤海租赁23年合计口径算租金收入/飞机资产为11.4%)。

图 3: CAL飞机毛收益率及平均负债成本



数据来源: CAL 财报、广发证券发展研究中心

表1: CAL的自有机队布局

	机型	数量(架)
新一代技术飞机	B737-MAX8	14
	A320neo	13
	A321neo	11
	B787-8	6
	A330-900neo	2
	B787-9	2
	A220-100	5
	CRJ900	7
	A350-900	1
	A321-200	3
	LEAP-1A26 (飞机发动机)	2
	合计	66
	近一代技术飞机	A320-200
A330-300		5
A330-200F		6
B737-900ER		2
B737-800		2
A330-200		2
E195		2
合计	41	
合计	107	

数据来源: 渤海租赁关于收购 CAL 的公告, 广发证券发展研究中心

(6) 交易落地：预计于2025Q1落地。

盈利预测与估值：

2024H1，公司飞机租赁及销售业务收入占公司营业收入比例约为80.66%。本次盈利预测未考虑收购。

关于飞机销售收入：（1）飞机销售数量持续增长，飞机供不应求带动飞机市值增长，飞机销售回报率增加。公司2024H1飞机销售数量同比明显增加，约为15架，去年同期为5架。（2）未来公司可能通过持续增加飞机销售加快折现，强化回报。公司于2023年加大飞机订购力度，未来飞机交付力度不减，进一步支撑飞机销售数量增长。（3）预计2024、2025年飞机销售业务收入97.9、120.2亿元，同比增长24.5%、22.8%。

关于经营租赁业务：（1）以租金/飞机资产价值代表资产端收益率，公司2024H1收益率延续高位，考虑飞机交付延期问题持续加剧，以及公司收购后资产端收益率结构性增长的推动，租金增长具备较强支撑，2024年、2025年公司收益率有望持续增长。（2）集装箱租赁落入平稳区间，但基于较高的基数，24H1集装箱业务收入仍同比下滑。（3）预计2024、2025年经营租赁业务收入243.09、278.48亿元，同比增长1.24%、14.56%。

关于集装箱：集装箱销售数量2023年有所增加，随着红海事件推动，集装箱租赁市场有望陆续恢复，2024、2025年集装箱销售数量有望持续增长，预计2024、2025年集装箱销售收入在11.0、12.1亿元，同比增速分别在10%、10%。

表2：分部业绩拆分

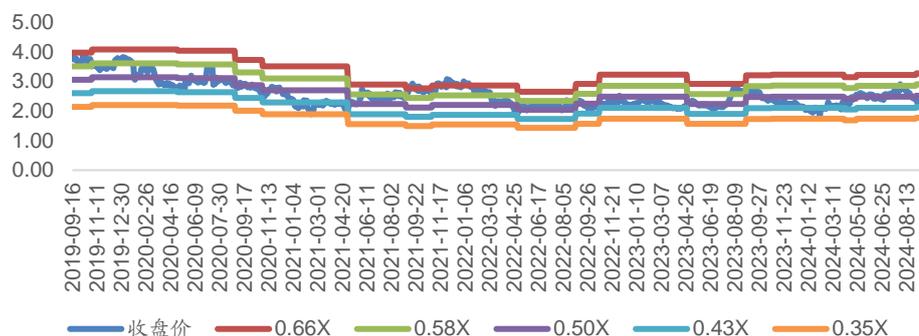
收入(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
飞机销售	14003.9	5786.3	6243.4	9331.2	7864.9	9791.9	12021.2	12783.7
融资租赁	777.8	390.0	597.5	664.8	659.1	665.7	679.0	699.3
经营租赁	23110.4	20324.0	19055.3	20566.5	24011.2	24309.2	27847.8	28679.3
集装箱	605.7	761.1	726.6	1216.9	1000.4	1100.4	1210.4	1331.5
收入合计	38802.7	27417.7	26790.6	31921.8	33674.7	36067.2	41958.4	43693.8
收入增速(%)								
飞机销售	-4.34%	-58.68%	7.90%	49.46%	-15.71%	24.50%	22.77%	6.34%
融资租赁	-74.78%	-49.86%	53.20%	11.26%	-0.86%	1.00%	2.00%	3.00%
经营租赁	2.30%	-12.06%	-6.24%	7.93%	16.75%	1.24%	14.56%	2.99%
集装箱	-13.76%	25.66%	-4.54%	67.48%	-17.79%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)								
飞机销售	4.91%	7.23%	11.64%	4.71%	7.11%	7.16%	7.18%	7.22%
融资租赁	32.23%	-1.21%	51.34%	70.21%	72.54%	73.00%	73.00%	73.00%
经营租赁	57.60%	44.61%	47.78%	51.22%	55.61%	56.98%	57.48%	58.01%
集装箱	26.73%	20.23%	36.01%	43.15%	21.61%	18.30%	21.11%	21.77%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

预计24年收入364.05亿元，考虑资产及信用减值缩窄、PDP利息收入增加，预计24年归母净利润在16.57亿元，同增29.3%。参考同业24年PB估值均值约为

0.7x，考虑公司“困境纾解”，估值中枢有望上行，给予 24 年合理估值在 0.7x PB，则基于 2024 年 BVPS 5.15 元，对应合理价值 3.61 元/股，给予“买入”评级。

图 4: Pb (TTM) 估值, 人民币



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

风险提示:

(一) 利率上行, 公司融资成本上升

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。

(二) 地缘政治冲突带来飞机减值

地缘政治冲突风险大幅提升。公司飞机减值项目波动较大。

(三) 上游交付延期

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。23 年增订较大的订单可能影响后续成本。

(四) 债务展期问题

截至 8 月底公司部分债务已落地置换方案, 利率水平有所抬升, 可能拉升财费。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,149	15,459	15,492	17,331	19,783
货币资金	7,064	7,341	8,163	8,057	7,859
应收及预付	1,967	1,899	928	903	942
存货	42	171	190	205	212
其他流动资产	3,076	6,048	6,211	8,166	10,769
非流动资产	251,496	246,086	241,347	243,812	246,148
长期股权投资	921	549	449	399	349
固定资产	200,708	203,764	205,399	213,777	215,575
在建工程	0	1	1	1	1
无形资产	34	37	40	43	46
其他长期资产	49,832	41,734	35,458	29,592	30,177
资产总计	263,644	261,545	256,839	261,142	265,931
流动负债	36,892	50,293	41,262	41,900	42,315
短期借款	1,084	0	0	0	0
应付及预收	1,895	2,587	2,811	3,009	3,113
其他流动负债	33,913	47,707	38,451	38,891	39,202
非流动负债	183,480	165,639	167,012	168,000	168,989
长期借款	62,904	61,015	62,515	64,015	65,515
应付债券	105,808	89,320	88,820	88,320	87,820
其他非流动负债	14,768	15,304	15,677	15,665	15,654
负债合计	220,372	215,932	208,274	209,900	211,304
股本	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185
资本公积	17,100	17,114	17,114	17,114	17,114
留存收益	1,439	2,720	4,410	6,295	8,679
归属母公司股东权益	27,729	29,602	31,859	33,744	36,129
少数股东权益	15,544	16,011	16,706	17,498	18,499
负债和股东权益	263,644	261,545	256,839	261,142	265,931

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,922	33,675	36,405	38,902	40,226
营业成本	19,936	19,034	21,182	22,818	23,660
营业税金及附加	9	29	31	34	35
销售费用	148	162	175	187	194
管理费用	1,382	1,587	1,716	1,834	1,896
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	8,410	8,995	8,886	9,383	8,954
资产减值损失	-4,627	-1,751	-1,000	-820	-715
公允价值变动收益	156	-274	-100	-100	-50
投资净收益	824	890	182	195	201
营业利润	-2,058	2,729	3,526	4,011	5,070
营业外收支	-7	-10	-10	-10	-10
利润总额	-2,065	2,719	3,516	4,001	5,060
所得税	305	900	1,164	1,324	1,675
净利润	-2,370	1,819	2,352	2,677	3,385
少数股东损益	-384	538	696	791	1,001
归属母公司净利润	-1,987	1,281	1,657	1,885	2,384
EBITDA	19,588	22,757	21,763	23,647	23,688
EPS (元)	-0.32	0.21	0.27	0.30	0.39

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	21,012	25,601	23,635	21,966	20,760
净利润	-2,370	1,819	2,352	2,677	3,385
折旧摊销	9,622	10,060	9,362	10,264	9,674
营运资金变动	848	2,573	1,869	-1,007	-1,685
其它	12,913	11,149	10,052	10,033	9,385
投资活动现金流	-9,011	-6,267	-5,639	-13,678	-12,992
资本支出	-6,066	-8,602	-11,951	-19,406	-12,124
投资变动	0	64	74	24	24
其他	-2,945	2,271	6,238	5,703	-892
筹资活动现金流	-12,323	-19,478	-17,207	-8,394	-7,965
银行借款	7,520	-2,972	1,500	1,500	1,500
股权融资	37	0	0	0	0
其他	-19,880	-16,506	-18,707	-9,894	-9,465
现金净增加额	175	-27	822	-106	-197
期初现金余额	5,674	5,849	5,823	6,644	6,538
期末现金余额	5,849	5,823	6,644	6,538	6,341

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	19.2%	5.5%	8.1%	6.9%	3.4%
营业利润增长	-29.9%	232.6%	29.2%	13.7%	26.4%
归母净利润增长	-61.2%	164.5%	29.3%	13.8%	26.5%
获利能力					
毛利率	37.5%	43.5%	41.8%	41.3%	41.2%
净利率	-7.4%	5.4%	6.5%	6.9%	8.4%
ROE	-7.2%	4.3%	5.2%	5.6%	6.6%
ROIC	4.7%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	83.6%	82.6%	81.1%	80.4%	79.5%
净负债比率	509.3%	473.4%	428.9%	409.6%	386.8%
流动比率	0.33	0.31	0.38	0.41	0.47
速动比率	0.25	0.18	0.22	0.21	0.21
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.15	0.15
应收账款周转率	15.27	17.88	26.96	45.99	47.38
存货周转率	729.31	178.90	117.29	115.49	113.36
每股指标 (元)					
每股收益	-0.32	0.21	0.27	0.30	0.39
每股经营现金流	3	4	4	4	3
每股净资产	4.48	4.79	5.15	5.46	5.84
估值比率					
P/E	-	10.33	7.84	6.89	5.45
P/B	0.49	0.45	0.41	0.38	0.36
EV/EBITDA	10.55	8.79	8.73	8.08	8.11

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年进入广发证券研究发展中心。
- 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。
- 严漪澜：高级分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级研究员，上海财经大学财务管理硕士，2023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47 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	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27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。