2025 年 03 月 13 日

中银航空租赁 (02588)

——滞俄飞机减计影响出清，交付掣肘与降息放缓成关键变量

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2025 年 03 月 13 日
收盘价（港币）	61.85
恒生中国企业指数	8640.61
52 周最高/最低（港币）	70.25/53.60
H 股市值（亿港币）	429.25
流通 H 股（百万股）	694.01
汇率（人民币/港币）	1.0832

一年内股价与基准指数对比走势：

资料来源：Bloomberg

证券分析师
罗钻辉 A0230523090004
luozh@swsresearch.com
研究支持
金黎丹 A0230123060002
jinld@swsresearch.com
联系人
金黎丹
(8621)23297818×
jinld@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：3 月 13 日，中银航空租赁披露 2024 年业绩，业绩超预期。公司 2024 实现总营业收入 25.6 亿美元/yoy+4%；税后净利润 9.24 亿美元/yoy+21%，创历史新高；**剔除报告期收回滞俄飞机减计影响后核心税后净利润 6.33 亿美元/yoy+16%，2022 年滞俄飞机减计影响出清。**

- **自有飞机数量创新高，交付是目前影响公司核心租金收入的最大掣肘。机队运营：**根据公司公告，2024 末公司机队规模 709 架（含 10 个发动机），其中自有机队共有 445 架飞机（历史新高），期末自有飞机利用率 99%+；经账面净值加权后的平均机龄为 5.0 年（全球运营机队平均机龄为 15 年）、平均剩余租期为 7.9 年（可比公司中最高，2030 年以后的占比 80%）。**出售及新签租赁：**2024 公司全年出售 29 架自有飞机（平均机龄 9.3 年），新签 118 项飞机项租赁承诺。**交付与购买承诺：**2024 年公司新交付飞机 38 架（不及 1H24 公司预计的全年交付规模 55 架），新签飞机购买承诺 47 架。**订单簿情况：**期末订单簿 232 架飞机。供需失衡理论上会抬升公司的单机租金&净租赁收益率，但飞机交付预期（供应链问题及劳工行动等影响）干扰公司核心租金收入兑现。

- **行业强复苏弱供给现实推高飞机资产价值，产业链话语权&资产布局优势将共同驱动公司业绩释放。行业情况：**根据 IATA 最新数据，2025 年 1 月全球 RPK yoy+10.0%（连续 7 个月后增速提至双位数），其中亚太市占率达 33.5%。全球 PLF 82.1%（创历史 1 月新高），其中亚太地区 PLF 全球领先，达到 84.2%。IATA 预测未来 20 年全球客运需求 CAGR 中亚太地区增速为 5.1%，远高于北美 3.0%、欧洲 2.3%的水平。**飞机资产估值：**根据 AVITAS，目前主流机型 A320neo、B737-8 新机价值分别较 2022 年提升 6.2%、7.5%（而公司机队中 A320neo、B737-8/9 系列占比超 6 成），飞机资产价值的提升带动公司租赁业务单机租金&飞机出售提价。**公司业务布局：**公司作为亚太市占率第一的飞机租赁商，其飞机资产亚太区占比 40.4%，我们认为公司可以持续享受亚太地区高增长红利，推动业绩兑现。

- **美联储降息放缓使得公司资金成本降幅放缓，资产、负债端浮动结构差使得公司在降息周期中收入稳健。**公司经营成本中除飞机成本（占比 48%）外，财务费用是最主要的构成（占比 42%），2024 年公司资金成本为 4.5%（1H24：4.6%、2023：4.1%）。在美联储降息放缓的背景下，公司新发债成本边际略有提升（1Q25 公司新发 3 年期债券利率为 4.75% VS 1H24 4.6%），但利差缩小至 60bps（Aercap 同时间点发行的 3 年期债券利差为 75bps）。公司负债结构中浮动利率占比 27%、租约结构中浮动利率占比仅 8%，在美联储降息周期中资产-负债端浮动利率差使得公司租赁收益率-资金成本的差值走阔。

- **投资分析意见：下调 25-26E 盈利预测，新增 27E 盈利预测，维持买入评级。**考虑到资产端飞机交付问题短期仍然存在（IATA 预计 25 年全球飞机交付量远低于此前预测），负债端美联储降息节奏放缓，因此我们下调公司飞机交付量假设，上调资金成本假设，从而下调 25-26E 的盈利预测，同时新增 27E 盈利预测。预计中银航空租赁 25-27E 实现净利润 671、717、754 百万美元（原预测 25E-26E 为 771、822 百万美元），同比分别-27%、+7%、+5%。考虑到资产端公司机队年轻化优势不改，剩余租期优于可比同业，且公司可明确受益于亚太航空客运市场的成长性，**因此维持买入评级。**

- **风险提示：**美联储降息节奏不及预期；地缘政治和宏观经济拖累航空业复苏；航司客户发生风险事件导致租金难以收回；飞机制造商供应交付不及预期。

财务数据及盈利预测

美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,461	2,557	2,562	2,691	2,818
同比增长率（%）	6.7%	3.9%	0.2%	5.0%	4.7%
归母净利润（百万元）	764	924	671	717	754
同比增长率（%）	3708.1%	20.9%	-27.3%	6.8%	5.2%
每股收益（元/股）	1.10	1.33	0.97	1.03	1.08
净资产收益率（%）	14.0%	15.3%	10.2%	10.2%	10.2%
市盈率	7.2	6.0	8.2	7.7	7.4
市净率	0.96	0.87	0.81	0.76	0.74

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

单位:百万元,USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,461	2,557	2,562	2,691	2,818
营业总成本	1,601	1,518	1,817	1,895	1,980
财务费用	636	710	728	732	750
期间费用	956	971	1,068	1,140	1,208
资产减值损失	9	-164	21	22	22
营业利润	861	1,039	746	796	838
其他收益及营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	861	1,039	746	796	838
所得税	97	116	75	80	84
净利润	764	924	671	717	754
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	764	924	671	717	754

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。