

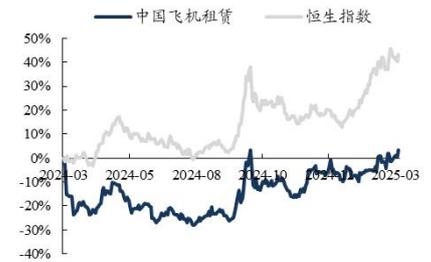
2025年03月21日

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

股价走势



数据来源: iFind

市场数据

收盘价(港元)	3.82
一年最低/最高价	2.56/3.82
市净率(倍)	0.67
流通 H 股市值(百万港元)	2,845

数据来源: iFind

基础数据

每股净资产(港元)	5.7
资产负债率(%)	92.1
总股本(百万股)	744.6
流通 H 股(百万股)	744.6

数据来源: iFind

相关研究

《2024年半年报业绩点评: 租赁收入平稳增长; 利润弹性有望释放》

2024-08-30

2024 年年报业绩点评: 租赁收入平稳增长, 看好后续租赁收益率上行
买入 (维持)

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
收入总额 (百万港元)	5,203.76	5,682.88	6,322.74	6,536.74
同比	9.2%	9.2%	11.3%	3.4%
归母净利润 (百万港元)	257.50	630.94	1,116.13	1,293.15
同比	809.9%	145.0%	76.9%	15.9%
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	0.35	0.85	1.50	1.74
P/B - 现价	0.67	0.61	0.51	0.44

数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

投资要点

- 营收符合预期, 飞机租赁收入平稳增长。**2024 年公司实现营收 52.0 亿港元, 同比增长 9.2%, 基本符合我们预期的 51.5 亿港元。**分业务来看:** 1) **飞机租赁收入**为 43.5 亿港元, 同比增长 3.6%。其中融资租赁/经营租赁收入分别为 6.1/37.4 亿港元, 同比分别增长 1.3%/4.0%。公司经营租赁的飞机数量同比减少 7 架至 24 年的 110 架, 同时收入平稳增长, 我们判断主要系: 尽管公司 24 年出售 25 架飞机, 但大部分于 4Q24 出售, 公司仍然获取了大部分时间的租赁收入, 且公司 24 年引进 17 架新飞机, 也为公司创造了部分租赁收入。2) **飞机交易及飞机零部件贸易净收入**为 2.1 亿港元, 同比增长 70.8%, 主要系公司 24 年出售飞机数量同比增长 20 架。但公司单机销售净收益明显下滑, 主要系公司 24 年出售飞机的买方多为境外外资买方, 海外高息影响下要求回报率较高, 一定程度上影响了公司的出售净收益。
- 业绩高于我们的预期; 融资成本仍有一定压力。**2024 年公司实现股东应占溢利 2.6 亿港元, 同比增长 809.9%, 超出我们预期约 13%, 主要系非经常性的汇兑收益所致。公司 24 年利息开支及支付信托计划款项共 27.1 亿港元, 同比增长 20.8%, 主要系: 1) 年内机队规模扩大导致银行及其他借贷增加; 2) 平均美元有抵押隔夜融资利率同比提升 0.1pct 至 4.94%。公司融资成本仍有一定压力, 目前已采取以下措施优化债务结构: 1) 基于国内市场流动性较为充裕, 资金成本较低, 持续提升人民币融资占比, 目前已提升至 28%; 2) 于 24 年 7 月再次赎回高利率的美元永续债。展望 25 年, 我们认为仍需持续跟踪美联储降息进度, 公司降杠杆进度及债务结构优化的情况。
- 看好后续飞机价值及租赁收益率上行。**24 年公司实现经调整的租赁收益率 11.6%, 同比下滑 0.3pct。融资租赁收益率下滑 5.7pct 至 7.5%, 主要系公司出售了部分高收益率的飞机; 经营租赁收益率则较为稳定, 维持 11% 以上的较高水平。展望 2025 年, 我们认为租金收益率有望持续上行, 主要基于空客、波音产能恢复仍然受阻, 24 年空客交付飞机 766 架, 低于其交付指引; 波音交付飞机 348 架, 交付量同比下滑 34.1%。根据 Cirium 预计, 窄体机短缺将至少持续至 2028 年, 我们预计未来 3-5 年都是较为明确的出租人市场。考虑到公司 90% 以上的飞机均为较受市场欢迎的窄体机, 我们看好公司飞机价值及租金收益率持续上行。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2025-2027 年净收益分别为 56.8/63.2/65.4 亿港元, 预计公司股东应占溢利分别为 6.3/11.2/12.9 亿港元。当前股价对应 2025-2027 年 P/B 分别为 0.61/0.51/0.44 倍。我们上调目标价为 4.7 港元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球航空需求增长不及预期, 飞机交付进度不及预期, 飞机价值下降带来资产减值, 海外降息进程放缓。

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	58,240	61,242	56,939	56,867	收入总额	5,204	5,683	6,323	6,537
物业、厂房及设备以及使用权资产	28,860	26,114	25,340	27,924	租赁收入	4,350	4,395	4,657	4,926
于联营公司及合营公司的投资及向其作出的贷款	492	492	492	492	其他经营收入	854	1,288	1,665	1,611
融资租赁应收款项-净额	9,185	9,185	9,185	9,185	开支	-4,876	-4,269	-3,786	-3,598
按公允价值计入损益的金融资产	1,476	1,476	1,476	1,476	利息开支	-2,711	-2,566	-2,245	-2,103
衍生金融资产	13	13	13	13	折旧及其他	-1,687	-1,703	-1,541	-1,495
预付款项及其他资产	8,575	9,075	9,575	10,075	预期信贷亏损	71	0	0	0
资产分类至持作出售	5,555	5,555	5,555	5,555	其他经营开支	-550	0	0	0
飞机部件贸易资产	3	3	3	3					
受限制现金	301	301	301	301	经营溢利	328	1,414	2,537	2,939
现金及现金等价物	3,778	9,027	4,998	1,842	其他收益	0	0	0	0
					其他支出	0	0	0	0
总负债	52,911	55,348	49,871	48,573	除所得税前溢利	641	1,434	2,537	2,939
递延所得税负债	1,304	1,304	1,304	1,304	所得税开支	-316	-645	-1,141	-1,323
借贷	43,046	45,483	40,006	38,708	年内溢利	326	789	1,395	1,616
中期票据	1,600	1,600	1,600	1,600	减: 少数股东权益	68	158	279	323
债券及融资券	3,931	3,931	3,931	3,931	归母净利润	258	631	1,116	1,293
衍生金融负债	234	234	234	234					
应付所得税	133	133	133	133	每股收益-摊薄(港元)	0.35	0.85	1.50	1.74
应付利息	293	293	293	293	EBIT (百万港元)	3,038	3,980	4,782	5,042
其他负债及应计费用	2,372	2,372	2,372	2,372					
所有者权益合计	5,328	5,894	7,068	8,294	收入增长率(%)	9%	9%	11%	3%
负债和股东权益总计	58,240	61,242	56,939	56,867	归母净利润增长率(%)	810%	145%	77%	16%

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,190	3,695	3,452	3,539	每股净资产(港元)	5.69	6.23	7.44	8.65
投资活动现金流	-395	1,906	463	-2,904	最新发行在外股份(百万股)	744	744	744	744
筹资活动现金流	-4,107	-353	-7,943	-3,791	ROE-摊薄(%)	6.0	14.2	22.0	21.6
现金净增加额	-1,472	5,248	-4,028	-3,157	资产负债率(%)	83.4	83.3	80.0	77.8
折旧和摊销	-1,687	-1,703	-1,541	-1,495	P/E (现价&最新股份摊薄)	11.04	4.50	2.55	2.20
资本开支	-6,764	-12,032	-12,186	-13,506	P/B (现价)	0.67	0.61	0.51	0.44

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。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

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/>