

2025 年 04 月 29 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

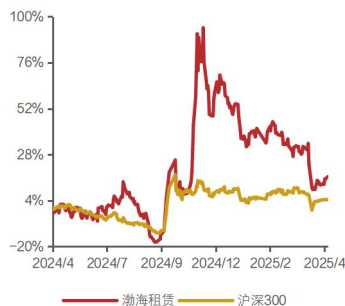
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 28 日

收盘价（元）	2.97
一年内最高/最低（元）	5.18/2.06
总市值（百万元）	18,368.03
流通市值（百万元）	16,017.08
总股本（百万股）	6,184.52
资产负债率（%）	82.97
每股净资产（元/股）	5.09

资料来源：聚源数据

渤海租赁 (000415.SZ)

——飞机租赁龙头，景气周期下业绩兑现在即

投资要点：

- 渤海租赁原为产业系租赁公司，通过牌照布局、资产并购等方式迅速扩张，2014-2017 年期间分别收购 Seaco、Cronos、Avolon、CIT 等优质境外租赁资产，跻身全球租赁龙头。2022 年海航集团破产重整完毕，公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际控制人。公司聚焦租赁主业，大力开展经营性租赁，形成以飞机、集装箱业务为主的业务布局。从收入结构看，2024 年公司营业收入中飞机业务占比 83.2%、集装箱业务占比 16.0%。
- 飞机销售增长强劲，租金收益率提升。**2024 年公司销售飞机 55 架，较 2023 年增加 24 架，受益于飞机市场价格升高，公司飞机销售收入 127 亿，同比+61.08%，公司营收增长主要由飞机销售驱动；销售增多导致公司飞机可供出租资产减少，但租金收入达 193 亿、同比持平，而机队平均租金率同比提升 40bp，除受益于市场租金景气度外，公司通过出售低收益率飞机、实现资产质量提升。集装箱业务表现平稳，收入、毛利率基本持平上年。
- 稳步扩表扩大龙头优势，利差有望走阔。**截至 2024 年末，公司机队规模 1158 架（含订单飞机），是全球第二大飞机租赁公司；在租率 100%。公司持有 571 架订单量，并于 2025 年 1 月完成 CAL 资产收购，充分享有飞机供应链困境下的机位优势和龙头规模优势。2024 年公司期间费用率 29.81%，同比下降 2.1pcts，未来预计美债利率下行、利差走阔空间充分。同时，公司继续探索 eVTOL、CTOL、氢能航空等创新领域业务机会，开拓新增长点。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.13/22.80/25.04 亿元，同比增速分别为 111.58%/19.22%/9.80%。参考中银航空租赁、Aercap 等航空租赁业可比公司估值，鉴于公司作为全球租赁龙头，有望充分受益于飞机供应紧张带动租金上涨的景气周期，并受益于美债降息、利差有望持续走阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示。地缘政治风险，利率上行，业务变动风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,675	38,431	47,621	47,969	49,959
同比增长率（%）	5.49%	14.12%	23.91%	0.73%	4.15%
归母净利润（百万元）	1,281	904	1,913	2,280	2,504
同比增长率（%）	164.50%	-29.45%	111.58%	19.22%	9.80%
每股收益（元/股）	0.21	0.15	0.31	0.37	0.40
ROE（%）	4.33%	2.87%	5.73%	6.39%	6.56%
市盈率（P/E）	14.34	20.32	9.60	8.06	7.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26,545	49,411	51,543	48,379	营业收入	38,431	47,621	47,969	49,959
应收票据及账款	1,489	1,846	1,859	1,936	营业成本	22,783	28,981	28,524	29,673
预付账款	126	156	158	164	税金及附加	39	48	48	50
其他应收款	59	73	74	77	销售费用	169	190	197	210
存货	136	165	162	169	管理费用	1,702	1,905	1,871	1,898
其他流动资产	13,068	11,652	12,725	13,532	研发费用	0	0	0	0
流动资产总计	41,424	63,303	66,520	64,257	财务费用	9,587	11,743	11,794	11,921
长期股权投资	328	328	328	328	资产减值损失	-2,484	-2,381	-2,398	-2,498
固定资产	193,918	198,816	204,222	210,104	信用减值损失	344	426	429	447
在建工程	1	1	1	0	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	30	35	39	43	投资收益	149	901	860	724
长期待摊费用	6	5	2	2	公允价值变动损益	80	0	0	0
其他非流动资产	50,693	49,205	49,175	49,145	资产处置收益	298	208	230	234
非流动资产合计	244,975	248,389	253,766	259,621	其他收益	7	0	0	0
资产总计	286,399	311,692	320,286	323,878	营业利润	2,545	3,907	4,657	5,113
短期借款	0	0	0	0	营业外收入	1,261	0	0	0
应付票据及账款	481	611	602	626	营业外支出	4	4	4	4
其他流动负债	28,221	53,742	52,967	55,041	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	28,702	54,353	53,569	55,667	利润总额	3,802	3,903	4,653	5,110
长期借款	193,100	190,009	196,130	194,047	所得税	1,435	1,171	1,396	1,533
其他非流动负债	15,827	15,827	15,827	15,827	净利润	2,367	2,732	3,257	3,577
非流动负债合计	208,927	205,836	211,957	209,874	少数股东损益	1,463	820	977	1,073
负债合计	237,629	260,189	265,526	265,541	归属母公司股东净利润	904	1,913	2,280	2,504
股本	6,185	6,185	6,185	6,185	EPS(元)	0.15	0.31	0.37	0.40
资本公积	17,049	17,049	17,049	17,049	主要财务比率				
留存收益	8,237	10,150	12,430	14,934	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	31,471	33,383	35,663	38,167	成长能力				
少数股东权益	17,300	18,120	19,097	20,170	营收增长率	14.12%	23.91%	0.73%	4.15%
股东权益合计	48,771	51,503	54,760	58,337	营业利润增长率	-6.75%	53.51%	19.21%	9.80%
负债和股东权益合计	286,399	311,692	320,286	323,878	归母净利润增长率	-29.45%	111.58%	19.22%	9.80%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-0.55%	100.10%	-56.69%	18.71%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	2,367	1,958	2,496	2,909	毛利率	40.72%	39.14%	40.54%	40.60%
折旧与摊销	9,436	9,154	9,647	10,168	净利率	6.16%	5.74%	6.79%	7.16%
财务费用	9,587	11,743	11,794	11,921	ROE	2.87%	5.73%	6.39%	6.56%
投资损失	-149	-901	-860	-724	ROA	0.32%	0.61%	0.71%	0.77%
营运资金变动	2,128	26,638	-1,870	1,198	估值倍数				
其他经营现金流	2,091	2,354	857	720	P/E	20.32	9.60	8.06	7.34
经营性现金净流量	25,461	50,948	22,064	26,192	P/S	0.48	0.39	0.38	0.37
投资性现金净流量	-11,449	-13,248	-14,260	-15,351	P/B	0.58	0.55	0.52	0.48
筹资性现金净流量	3,951	-14,834	-5,673	-14,004	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量净额	18,231	22,866	2,132	-3,164	EV/EBITDA	9	7	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。