

1H25: 上游产能修复, NLY 改善

华泰研究

2025年8月22日 | 中国香港

中报点评

租赁

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

85.00

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

陈宇轩*

SAC No. S0570524070010

研究员

chenyuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

于明江*

SAC No. S0570124070107

联系人

yuminghui@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

中银航空租赁 (BOCA) 1H25 年税后净利润 3.42 亿美元, 可比口径同比上涨 20%, 基本符合 Bloomberg 一致预期的 3.37 亿美元。上半年行业环境逐步改善, 上游飞机制造商产能开始修复, 行业飞机总交付量同比增加 12%。飞机产能修复一方面推动了公司资本开支同比提升 150% 达到 19 亿美元; 另一方面使得公司逐渐享受到租金上涨的好处, 1H25 资产端收益率同比提升 50bps 至 10.3%, 带动净经营租赁收益率 (NLY) 同比提升 50bps 至 7.5%, 年化核心 ROE 达到 10.6%, 同比提升 1.0pct。我们预计产能修复短期内无法扭转飞机供不应求现状, 飞机租金和市场价值有望上涨。我们认为上游产能改善释放积极信号, 将有利于公司享受飞机租金上涨带来的收益, 并将支撑未来的资本开支投放和机队扩张; 另外近期美联储降息预期升温可能部分缓解公司负债端压力。维持“买入”评级。

飞机制造商产能逐步修复

疫情后飞机供给短缺导致飞机价值和租金不断上涨, 但下游租赁商难以获取飞机, 导致资产负债表无法扩张。目前这种情况正逐渐转变, 预计未来飞机供给将持续修复, 同时短期难以弥合的供需缺口仍会推升租金和市场价值。1) 供给: 1H25 飞机总交付量同比增加 12%, 波音的交付量同比反弹 53%, 弥补了空客因发动机短缺导致的 7% 下滑。公司预计 25 年全球新飞机交付总值达到 1,000 亿美元, 是 19 年以来新高, 且预计将在 27 年超过 1,410 亿美元。2) 需求: 航空出行需求持续修复, IATA 预计 25 年全球 RPK 将增长 5.8%, 叠加燃油成本下降和美元走弱等因素, IATA 预计 25 年全球航空利润为 360 亿美元 (24: 320 亿美元), 为租赁市场提供了有力支撑。

资本开支增加, 资产规模有望增长

在供给修复的背景下, 公司积极扩张机队并优化资产结构。1H25 飞机交付数量 24 架 (1H24: 18 架), 资本开支达到 19 亿美元, 同比增加 150%, 创 2020 年以来半年度新高。3 月公司宣布史上最大规模的飞机订单, 使得整体订单储备较 24 年增长超过 50%, 达到 351 架, 承诺资本开支达到 200 亿美元。1H25 末公司自有飞机 441 架, 平均机龄 5 年, 出租率保持 100%, 机队整体保持健康。未来几年, 随着上游产能逐步释放, 我们认为公司资产规模有望保持增长, 2030 年有望实现公司 400 亿美元的资产规模增长目标。

盈利能力有望改善

1H25 经租的租金收益率同比提升 50bps 至 10.3%; 负债成本同比持平于 4.6%; NLY 同比提升 50bps 至 7.5%。NLY 同比提升主因公司陆续通过出售老旧、低收益飞机并引入租金更高的新机型优化机队组合。随着上游产能逐步修复, 公司资本开支有望更加顺畅地投放, 同时持续上涨的租金亦有望抬升公司资产端收益率; 另外美联储近期降息预期升温, 公司负债端的压力有望一定程度缓解, 结合资产负债两端情况, 我们认为未来 NLY 和 ROE 有望逐步修复, 预计 25 年核心 ROE 为 10.8%。

盈利预测与估值

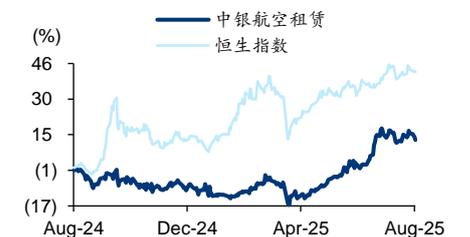
考虑到行业产能逐步修复, 以及 NLY 和 ROE 有望抬升, 我们调整 25/26/27 年归母净利润预测至 7.1/8.0/8.3 亿美元 (调整幅度: +0.7/+1.1/+3.2%), 上调目标价至 HKD85 (前值: HKD82), 基于 1.13x 2025E PB (2019 年 1-1.5x PB) 和 USD9.64 2025E BVPS。公司股价目前交易于 0.96x 25E PB 和 3.9% 25E 股息率, 建议关注公司配置价值。

风险提示: 1) 航空业修复缓慢; 2) 债务融资成本快速上升; 3) 飞机供应持续受到扰动; 4) 美元流动性收紧。

基本数据

目标价 (港币)	85.00
收盘价 (港币 截至 8 月 21 日)	71.95
市值 (港币百万)	49,934
6 个月平均日成交额 (港币百万)	60.39
52 周价格范围 (港币)	53.20-76.90
BVPS (美元)	9.37

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2024	2025E	2026E	2027E
收入及其他收益 (百万)	2,557	2,515	2,677	2,824
+/-%	3.90	(1.66)	6.46	5.47
归属母公司净利润 (百万)	923.59	707.41	797.51	825.79
+/-%	20.90	(23.41)	12.74	3.55
EPS (最新摊薄)	1.33	1.02	1.15	1.19
PE (倍)	5.84	9.05	8.03	7.75
PB (倍)	0.85	0.96	0.89	0.84
ROE (%)	15.25	10.84	11.51	11.16
股息率 (%)	6.00	3.89	4.36	4.52

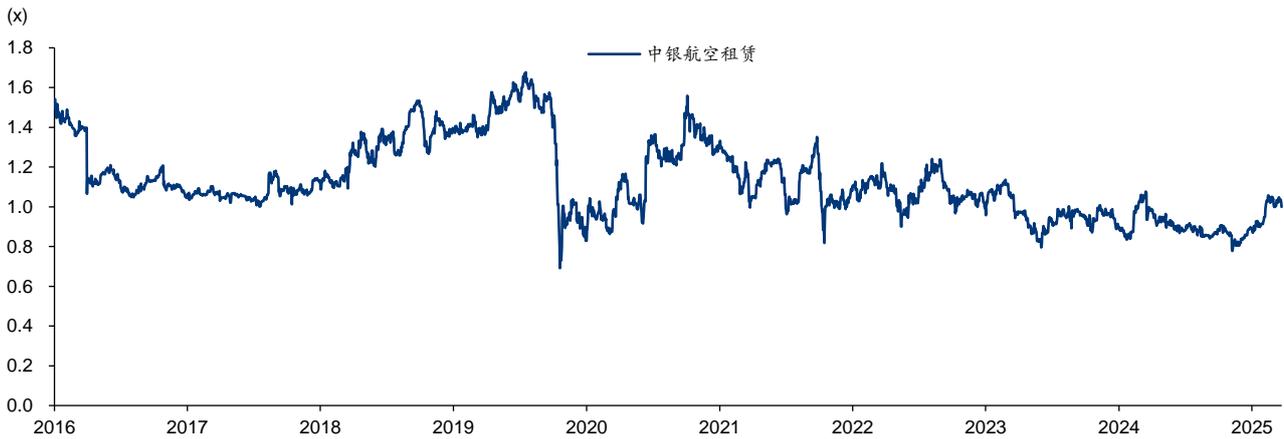
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值方法

我们的目标价 85 港币，基于 1.13 倍 2025 年预测 PB，2025 年 BVPS 预测 9.64 美元，以及美元兑港币汇率 7.8。

我们认为，2024 年飞机供需的不匹配仍将存在并推升租赁费率和飞机价值。未来伴随飞机产能修复，我们预计 2025 年的 NLY 有望提升。考虑到公司历史估值（2019 年 1-1.5x PB）及全球航空业的复苏态势，估值有望回升至 1.13 倍 2025 年预测 PB。

图表1：中银航空租赁 PB 估值

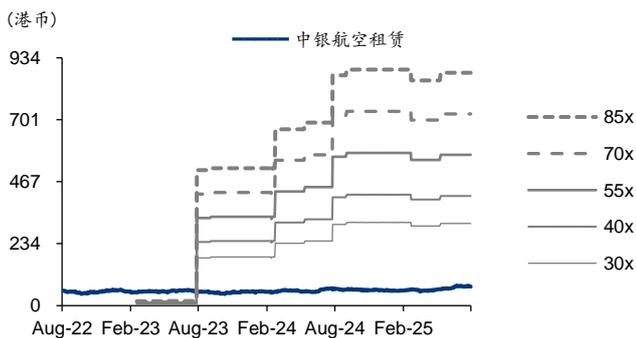


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

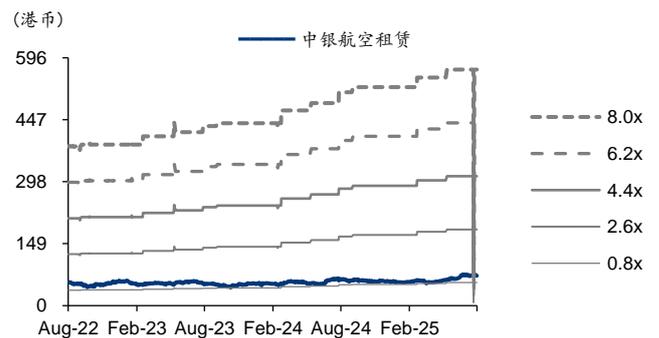
我们的盈利预测和目标价面临的主要风险包括：1) 航空业修复缓慢，可能影响飞机需求，从而影响新签定租约的租金费率；2) 债务融资成本快速上升，可能挤压公司净租赁收益率，影响公司盈利能力；3) 飞机供应持续受到扰动，可能造成飞机延迟交付，从而影响公司机队扩张和租金收入增长速度；4) 美元流动性收紧，可能影响债务融资成本和飞机交易活跃度。

图表2：中银航空租赁 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：中银航空租赁 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
核心业务收入	1,911	1,850	1,919	2,039	2,248
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	550.24	707.66	596.14	638.70	576.00
收入及其他收益	2,461	2,557	2,515	2,677	2,824
雇员及相关费用	(67.74)	(80.52)	(76.97)	(81.33)	(85.86)
资讯技术支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他运营支出	(80.34)	84.54	(70.30)	(77.64)	(81.89)
EBITDA	2,313	2,561	2,368	2,518	2,656
折旧及摊销	(816.27)	(811.74)	(800.96)	(826.14)	(886.46)
营运利润	1,497	1,750	1,567	1,692	1,770
融资成本	(636.36)	(710.28)	(740.46)	(775.44)	(820.36)
其他成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所占合资公司溢利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	860.56	1,039	826.16	916.68	949.18
税项	(96.66)	(115.65)	(118.75)	(119.17)	(123.39)
净利润	763.90	923.59	707.41	797.51	825.79
少数股东应占净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	763.90	923.59	707.41	797.51	825.79

每股数据

会计年度 (美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股股息	0.39	0.47	0.36	0.40	0.42
EPS	1.10	1.33	1.02	1.15	1.19
EPS (最新摊薄)	1.10	1.33	1.02	1.15	1.19
每股净资产	8.28	9.17	9.64	10.32	11.02

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	392.48	417.91	461.37	480.01	499.40
金融资产	2,624	3,080	3,939	4,069	3,809
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
于合资公司的权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	21,153	21,555	21,709	23,589	26,692
总资产	24,169	25,053	26,109	28,138	30,999
保证金	879.61	930.35	912.96	971.80	1,068
金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
结算所基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	16,510	16,574	17,177	18,638	20,877
其他负债	1,031	1,186	1,327	1,368	1,410
总负债	18,421	18,690	19,416	20,978	23,355
股东股本权益	5,748	6,362	6,693	7,160	7,645
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益总额	5,748	6,362	6,693	7,160	7,645

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	6.95	5.84	9.05	8.03	7.75
PB (倍)	0.92	0.85	0.96	0.89	0.84
ROE	13.95	15.25	10.84	11.51	11.16
ROA	3.30	3.75	2.77	2.94	2.79
股息率	5.04	6.00	3.89	4.36	4.52

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 李健、陈宇轩, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李健、陈宇轩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司