

飞机租赁行业景气向上，机队管理+成本优势共筑壁垒

——中银航空租赁（2588.HK）首次覆盖

● 核心观点

供需缺口驱动飞机价值和租金上行，租赁需求持续旺盛。受供应链紧张、熟练工人不足、原材料供给受阻等因素影响，飞机制造商产能持续受限，而飞机需求则维持旺盛，飞机供需态势持续趋紧的情况下，飞机价值和租金持续上行，而头部飞机租赁商飞机交付相对稳健，将在飞机租赁景气上行周期中受益。

深耕飞机租赁行业，机队管理能力强。公司管理层在银行、租赁及航空领域具备丰富的经验，核心管理团队从业年限均超 26 年，公司机队管理能力较强，通过投资策略调整有效抵御航空业周期性风险。得益于此，公司自成立以来连续 31 年保持盈利，飞机业务收入整体保持稳健增长的态势，公司营业收入以经营租赁租金收入为主，占比长期在 70%以上；2022 年以来融资租赁利息收入占比持续抬升，2024 年占比约 8.5%。

背靠大股东中银，融资成本优势显著，资金获取能力较强。中银航空租赁由中国银行控股，公司信用评级保持在同业较高水平，发行的债券利差处于同行中较低水平。此外，公司目前负债中有约 30%为浮息债券，未来有望受益于美联储降息。

总体来看，中银航空租赁聚焦飞机租赁业务，在飞机供给持续紧张而需求持续旺盛的大环境下，公司资产端收益率有望进一步改善；公司信用评级较高，融资成本具备一定优势，并且资产端约有 30%为浮动利率债券，未来有望进一步受益于美联储降息。总体来看，在投资组合持续优化、行业景气度持续上行的背景下，公司净租赁收益率有望进一步抬升，带动公司业绩稳步向好。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 25.33/26.68/28.17 亿美元，同比增速分别为-0.9%/+5.3%/+5.6%，归母净利润分别为 6.99/7.66/8.40 亿美元，同比增速分别为-24.31%/+9.56%/+9.66%，2025 年剔除滞俄飞机相关减记的净影响的税后核心净利润同比增速为 10.51%，对应 PB 分别为 0.94x/0.88x/0.82x。考虑到飞机租赁行业景气度持续上行，公司经营能力较强，叠加美联储降息背景下改善融资成本，我们预期公司估值中枢有望进一步提升。中银航空租赁 2025 年目标 PB1.20x，以 2025 年 9 月 16 日汇率（1 美元=7.78 港元），对应目标价 91.70 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：飞机制造商产能恢复超预期、宏观经济波动下航空需求恢复不及预期、政策风险等。

重要数据

单位/百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,557	2,533	2,668	2,817
(+/-) (%)	3.9	-0.9	5.3	5.6
归母净利润	924	699	766	840
(+/-) (%)	20.90	-24.31	9.56	9.66
EPS (元/股)	1.33	1.01	1.10	1.21
P/B	1.01	0.94	0.88	0.82

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部 注：营业收入采用原始公布报表统计口径，数据截至 2025/9/16

证券研究报告

股票代码	02588.HK
公司评级	买入
评级变动	首次
收盘价	72.00
目标价	91.70

近 1 年股价走势



分析师

钟奕昕 S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

相关研究

正文目录

一、 供需缺口驱动飞机价值和租金上行，可供租赁机位有限	5
1.1 飞机制造商产能恢复速率较慢，飞机交付时间显著拉长	5
1.2 全球航空客运量持续增长，全球航空客座率表现强劲	6
1.3 供需缺口下飞机租赁需求旺盛，飞机市场价值和租赁租金持续增长	7
二、 深耕飞机租赁业务，机队管理优势显著	10
2.1 中银航空租赁发展历程：深耕飞机租赁业务，自成立以来连续 31 年盈利	10
2.2 中银航空租赁管理层从业经验丰富，带领公司穿越多轮周期	11
2.3 机队规模稳步扩张，机队结构符合主流趋势	12
2.4 年轻化机队筑优势，重点布局亚太市场	14
三、 盈利能力持续稳健，负债端有望进一步优化	16
3.1 飞机租赁和销售收入稳步回升，成立以来持续获得正收益	16
3.2 营业成本以飞机折旧和财务费用为主	17
3.3 融资成本优势显著，有望进一步受益于美联储降息	18
四、 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测与关键假设	21
4.2 投资建议	22
4.3 风险提示	23

图表目录

图 1： 波音、空客年度新飞机交付量（架）	5
图 2： 各年份飞机平均交付时间（年）	5
图 3： GE Aerospace 飞机发动机交付量（台）	6
图 4： 全球航空客运量 (RPK)	6
图 5： 全球及主要航线客座率 (%)	6
图 6： 飞机机队加权平均市场价值与账面价值比率	7
图 7： 经营租赁渗透率持续抬升	8
图 8： 新窄体飞机租金	8
图 9： 新宽体飞机租金	8
图 10： 2025 年退役的机型态势	9
图 11： 头部飞机租赁商飞机引进情况（架）	9

图 12: 中银航空租赁租赁发展历程	10
图 13: 中银航空租赁股权结构	11
图 14: 中银航空租赁机队管理能力较强	12
图 15: 中银航空租赁资产结构 (亿美元)	13
图 16: 中银航空租赁机队情况 (架)	13
图 17: 中银航空租赁飞机账面净值 (亿美元) 及同比增速	14
图 18: 中银航空租赁融资租赁应收款 (亿美元) 及同比增速	14
图 19: 中银航空租赁机队平均机龄及剩余租期 (年)	14
图 20: 中银航空租赁飞机租赁租金收益率	14
图 21: 中银航空租赁机队分布	15
图 22: 中银航空租赁机队出租率	15
图 23: 中银航空租赁营业收入及同比增速	16
图 24: 中银航空租赁营业收入结构	16
图 25: 中银航空租赁飞机租赁和交易营收 (亿美元) 及同比增速	17
图 26: 中银航空租赁飞机租约以固定费率租约为主	17
图 27: 中银航空租赁归母净利润及同比增速	17
图 28: 中银航空租赁核心业务持续改善 (亿美元)	17
图 29: 中银航空租赁营业成本 (亿美元)	18
图 30: 中银航空租赁营业成本结构	18
图 31: 中银航空租赁飞机减值 (亿美元)	18
图 32: 中银航空租赁飞机折旧 (亿美元)	18
图 33: 中银航空租赁负债 (亿美元) 及同比增速	19
图 34: 中银航空租赁负债结构	19
图 35: 中银航空租赁债务来源	19
图 36: 中银航空租赁固定利率债务占比高	19
图 37: 中银航空租赁债务成本	20
图 38: 中银航空租赁净经营租赁收益率	20
表 1: 全球主要地区国际航线客运需求情况	7
表 2: 中银航空租赁管理团队	11
表 3: 中银航空租赁机队结构 (截至 2025 年第二季度)	13
表 4: 头部飞机租赁商信用评级	20
表 5: 飞机业务盈利拆解与预测	21

表 6: 中银航空租赁盈利预测	22
表 7: 可比公司相关数据	23

一、供需缺口驱动飞机价值和租金上行，可供租赁机位有限

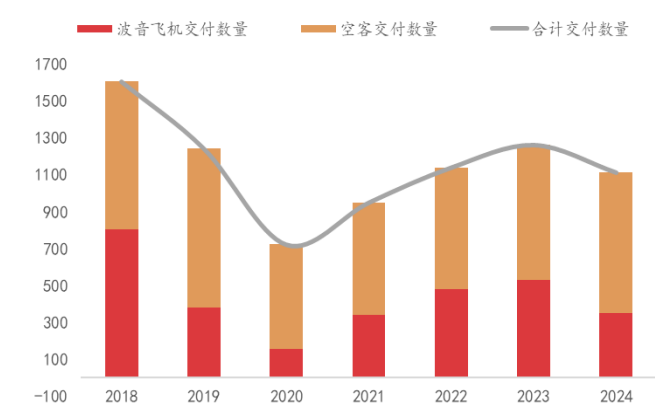
1.1 飞机制造商产能恢复速率较慢，飞机交付时间显著拉长

受供应链紧张、熟练工人不足、原材料供给受阻等因素影响，飞机制造商产能恢复速率较慢。从波音和空客两家头部飞机制造商的飞机交付量来看，2018 年为交付水平高峰期，波音和空客合计交付 1606 架飞机；2020 年受疫情等因素影响交付量大幅放缓，当年合计仅交付 723 架飞机；此后伴随着航空业需求和产能复苏，波音和空客飞机交付数量缓慢回升，2023 年合计交付 1263 架飞机；2024 年，波音交付数量大幅回落至 348 架，主要受生产质量问题以及更严格的监管审查等因素影响，而空客交付数量则继续回升至 766 架，2024 年合计交付 1114 架飞机，恢复至 2018 年交付量的 69%。

波音和空客目前订单积压量也处于历史高位水平，2025 年 7 月底合计未交付订单超过 1.5 万架，若按此前交付最高峰的 1600 架来算，也需要超过 9 年的时间才能完成，飞机供给紧张的情况仍将延续。

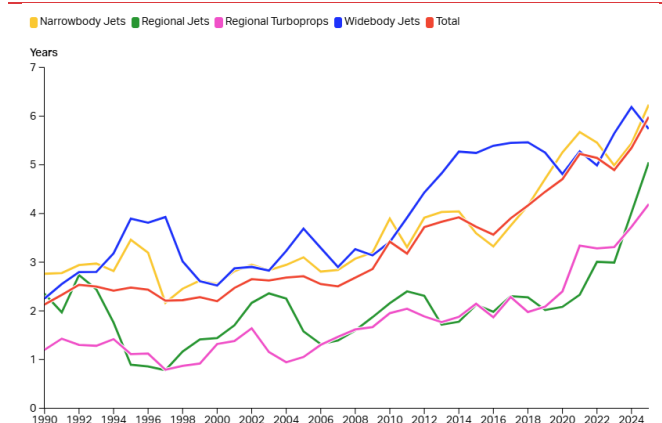
此外，飞机平均交付时间持续抬升，在 2010 年前飞机交付时间约为 2-3 年，之后持续攀升，2024 年达到创纪录的 5.3 年。自 2020 年来，全球飞机交付量虽有所回升，但仍与 2018 年相差较多，飞机供给不足的情况将延续。

图1：波音、空客年度新飞机交付量（架）



资料来源：Boeing、Airbus 官网，麦高证券研究发展部

图2：各年份飞机平均交付时间（年）

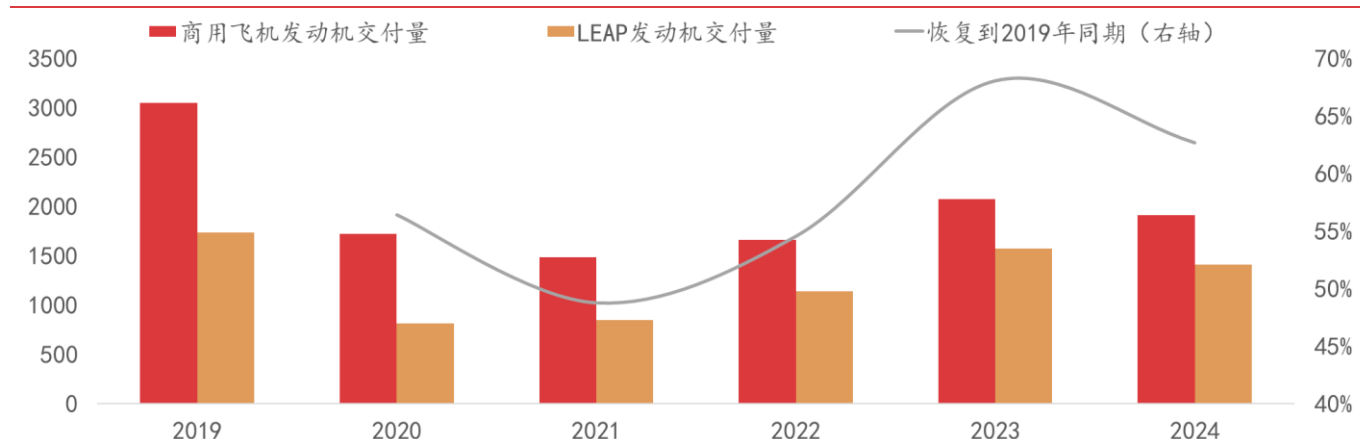


资料来源：IATA，麦高证券研究发展部

发动机及劳动力短缺等问题导致飞机制造商的产能受限、交付延迟。飞机制造供应链面临多重挑战，包括发动机、零部件和原材料的短缺，以及劳动力和工厂问题。这些问题相互交织，导致飞机制造商的产能受限，交付延迟，发动机交付短缺是其中最主要的原因之一。

受原材料紧缺等供应链及熟练工人不足等因素影响，飞机发动机交付持续紧缺。GE Aerospace (含 CFM) 2024 年商用飞机发动机交付量为 1911 台，仅为 2019 年同期 63%；其中 LEAP 发动机交付量为 1407 台，为 2019 年同期的 81%。此外，受普惠 PW1100G 发动机检修、737MAX 飞机舱门掉落等事件影响，飞机停场率有所提升，航空行业有效运力减少。

图3: GE Aerospace 飞机发动机交付量 (台)

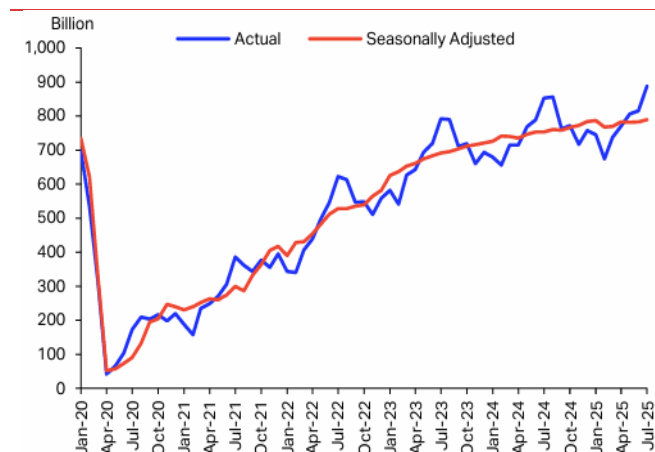


资料来源: GE Aerospace, 麦高证券研究发展部

1.2 全球航空客运量持续增长，全球航空客座率表现强劲

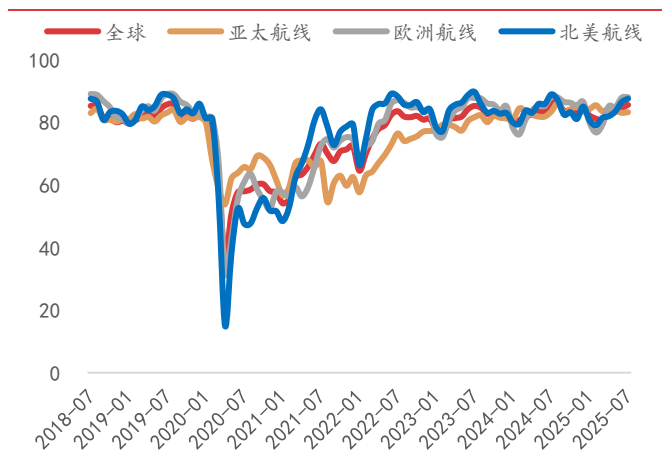
全球航空客运市场增长势头延续，客座率表现强劲。据 IATA，2025 年 7 月，全球航空收入客公里 (RPK) 同比增长 4.0%，高于 6 月 3.2% 的同比增幅；7 月全球客座率 (PLF) 达到 85.5%，为历年同期高位水平。所有地区的收入客公里均实现增长，其中拉美地区以 7.2% 的同比增幅领跑，亚太和中东地区同比增幅分别为 5.5% 和 5.4%，表现依旧较好。

图4: 全球航空客运量 (RPK)



资料来源: IATA, 麦高证券研究发展部

图5: 全球及主要航线客座率 (%)



资料来源: Wind, 麦高证券研究发展部

全球国际航线客运需求改善，亚太地区表现持续亮眼。据 IATA，2025 年 7 月，全球国际客运 RPK 同比增长 5.3%，全球国际运力 ASK 同比增长 5.8%，客座率为 85.6%。亚太地区国际客运量同比增长 8.7%，运力增长 9.0%，客座率为 83.8%；拉美地区国际客运量同比增长 9.3%，运力增长 11.3%，客座率为 85.8%。北美地区国际客运量同比增长 2.4%，运力增长 3.6%，88.4% 的客座率为所有地区中最高的。

表1：全球主要地区国际航线客运需求情况

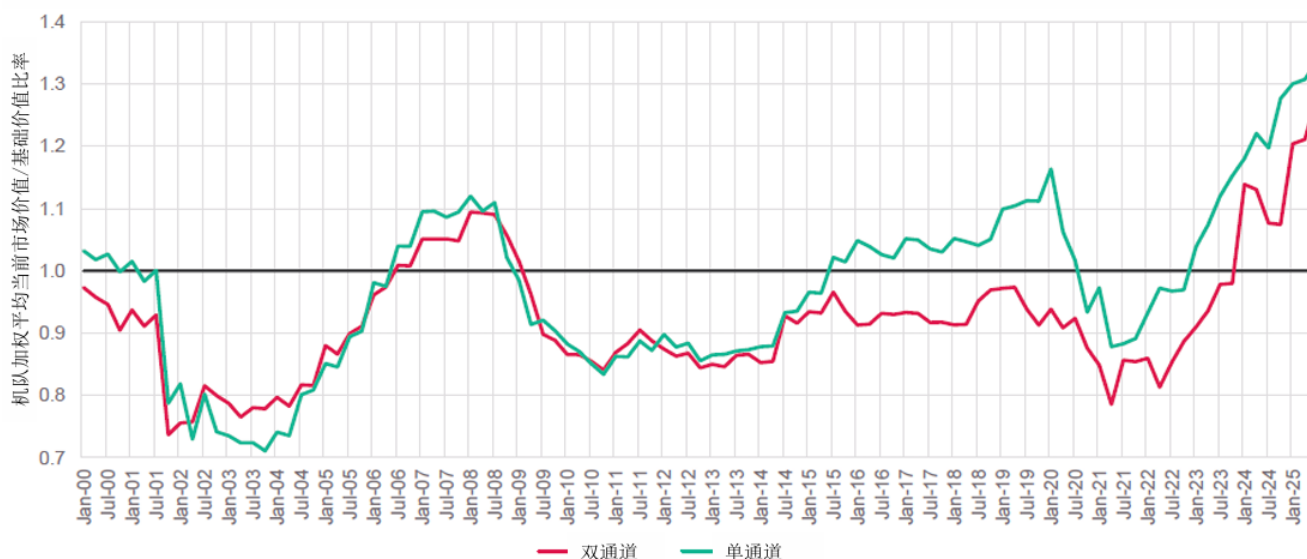
	全球市场份额占比	2025 年 7 月当月同比变化率			
		收入客公里	可用座公里	载客率变化	载客率
国际市场合计	61.80%	5.30%	5.80%	-0.40%	85.60%
非洲	1.80%	2.80%	2.30%	0.40%	74.90%
亚太	16.80%	8.70%	9.00%	-0.20%	83.80%
欧洲	23.50%	4.00%	4.20%	-0.20%	87.30%
拉美	2.80%	9.30%	11.30%	-1.60%	85.80%
中东	9.00%	5.30%	5.60%	-0.20%	84.10%
北美	7.90%	2.40%	3.60%	-1.00%	88.40%

资料来源：IATA，麦高证券研究发展部

1.3 供需缺口下飞机租赁需求旺盛，飞机市场价值和租赁租金持续增长

在供给紧缺和需求强劲的背景下，飞机市场价值在近年来大幅抬升。在 2020 年前，飞机价值经历了两轮较长时间的上涨：1) 自 2003Q4 起，飞机价值历经 52 个月的上漲，在 2008 年初达到了阶段性高点；2) 自 2012Q4 起，飞机价值经历了 87 个月上涨，在 2020 年初达到阶段性高点。在 2020 年之后，飞机市场价值受疫情影响大幅下行，于 2021 年初触底，之后在需求回升叠加供给紧缺的环境下快速反弹，截至 2025 年 6 月，无论是宽体机还是窄体机，其加权平均市场价值与账面价值的比率都达到了历史高位水平。

图6：飞机机队加权平均市场价值与账面价值比率

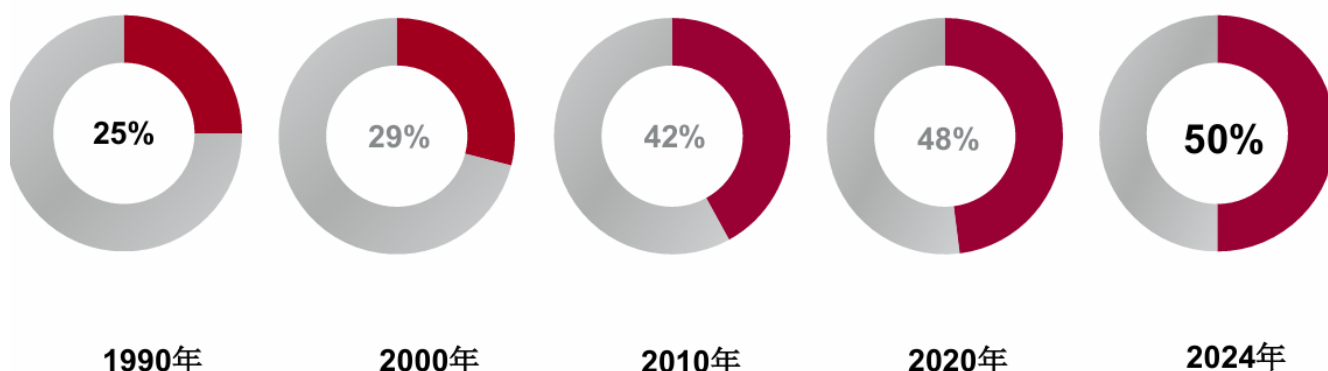


资料来源：中银航空租赁官网，麦高证券研究发展部

在新飞机供应紧张的背景下，航司对飞机租赁的需求将持续旺盛。全球航空市场经营租赁渗透率逐渐抬升，飞机租赁商的影响力显著增强。根据中银航空租赁数据，经营租赁的渗透率自 1990（25%）以来持续抬升，于 2024 年达到 50%。对航空公司而言，飞机租赁能够提高航司机队灵活性以及交付速度，便于引进更多新机型以调整机队结构；并且能够节约航司流动资金，优化

报表结构。对飞机制造商而言，能够帮助制造商扩大销售，为制造商匹配航司的机队需求，有助于制造商快速回笼现金流。

图7：经营租赁渗透率持续抬升

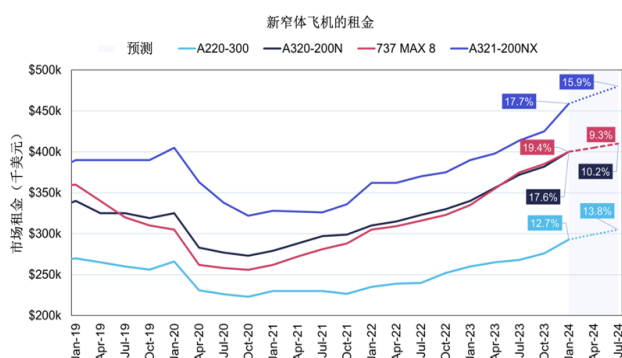


资料来源：中银航空租赁官网，麦高证券研究发展部

新飞机租金超过疫情前水平，供需缺口持续推动租金增长。受疫情冲击，全球飞机租金自2019年持续走低，2020年触底，之后随着疫情影响逐渐减弱，航空需求逐渐恢复，全球飞机租金进入上升通道。新窄体飞机租金上升幅度显著，2024年初主要型号新窄体飞机租金都超过疫情前水平，在2024年内稳中有升；而上一代窄体机租约延长趋势延续，租赁价格保持较高水平。

新一代宽体飞机供应稀缺，供需缺口有望进一步促进租金增长。新宽体飞机租金也呈现增长趋势，但整体增幅较窄体机略少。但由于新旧两代宽体飞机生产率低、市场上缺乏适航飞机以及维修和供应链问题，宽体机的市场价格在2024年展现出走强迹象，也与疫情后国际市场航运复苏滞后相印证。

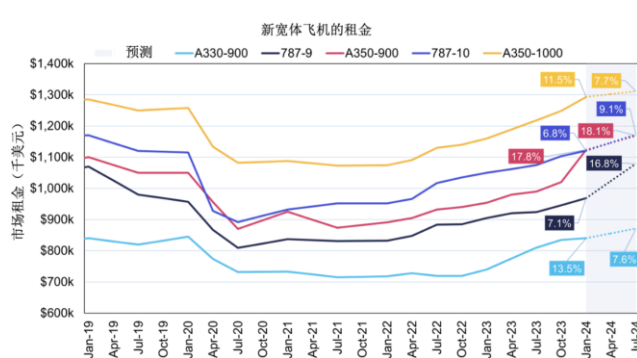
图8：新窄体飞机租金



资料来源：IBA Insight & IBA Research，麦高证券研究发展部

注：百分比代表与前12个月相比的价值变化

图9：新宽体飞机租金



资料来源：IBA Insight & IBA Research，麦高证券研究发展部

由于目前飞机供给短缺但需求旺盛，飞机供需态势持续趋紧，目前市场上可供租赁的飞机数量非常有限，可谓是“一机难求”。根据AerCap业绩会，公司2025Q2续租率达到97%，而且尽管飞机已经服役多年但续租租约的平均租金比之前更高。在旺盛的需求下，飞机退役速度也受到影响，2025年飞机退役速度变慢、服役时间延长。根据Cirium数据，2025年飞机退役速度与2024年持平，但仍低于2019年水平，今年飞机退役开局缓慢，且退役平均机龄偏长，如今年退役的35架A320平均机龄超25年。

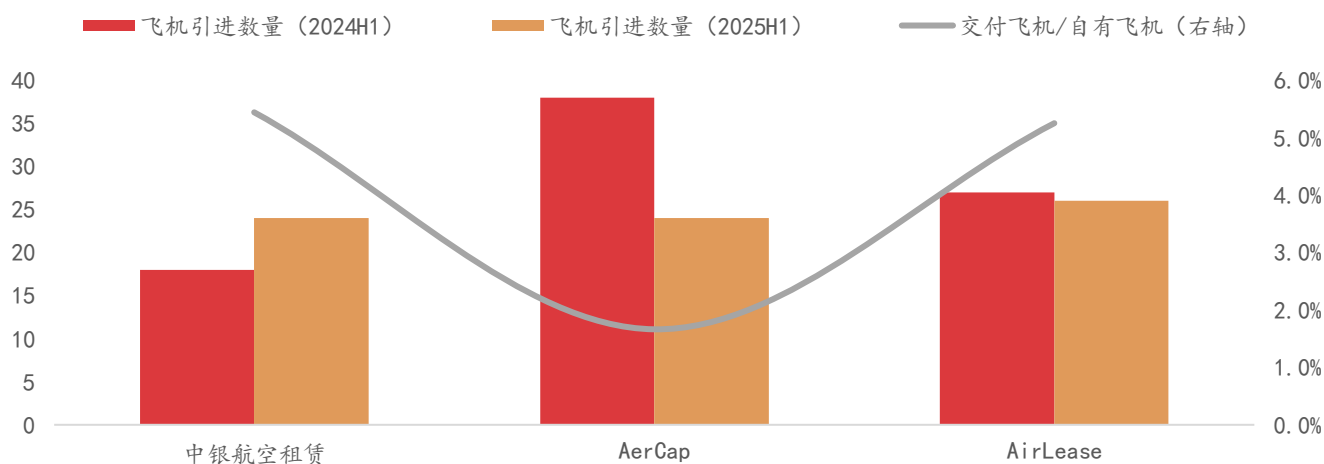
图10：2025 年退役的机型态势



资料来源：Cirium Core，麦高证券研究发展部

目前飞机制造商交付数量仍在缓慢回升的过程中，而头部飞机租赁商今年以来飞机交付相对稳健。2025H1，中银航空租赁飞机交付水平好于去年同期，AerCap 和 AirLease 的飞机引进数量则少于去年同期。

图11：头部飞机租赁商飞机引进情况（架）



资料来源：公司官网、公司公告，麦高证券研究发展部

总体而言，飞机制造商产能受限、航空需求持续恢复，在飞机供需错配的大背景下，飞机价值和租金持续上行，与此同时，头部飞机租赁商能够保持相对稳健的飞机交付，在飞机租赁需求维持旺盛的环境下，飞机租赁商将受益。

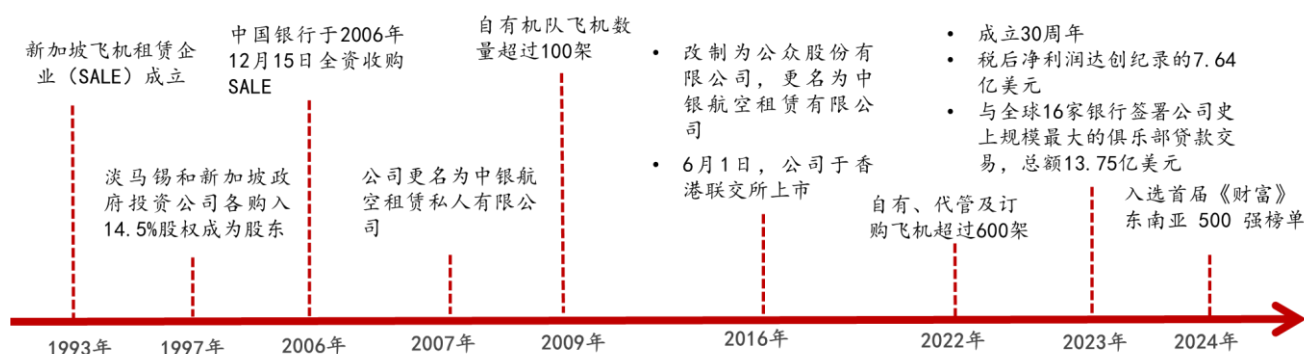
二、深耕飞机租赁业务，机队管理优势显著

2.1 中银航空租赁发展历程：深耕飞机租赁业务，自成立以来连续 31 年盈利

中银航空租赁深耕飞机租赁行业，自成立以来连续 31 年保持盈利。中银航空租赁前身为 1993 年成立于新加坡的新加坡航空租赁公司 (Singapore Aircraft Leasing Enterprise, 下称“SALE”), 创始股东为新加坡航空和美国飞机租赁公司 Boullion Aviation Services。1997 年, 淡马锡和新加坡政府投资公司各购入 14.5% 股权成为 SALE 股东。2006 年, SALE 被中国银行全资收购, 成为其全资附属公司, 之后于 2007 年更名为中银航空租赁私人有限公司。2016 年, 公司改制为公众股份有限公司, 更名为中银航空租赁有限公司, 并于 2016 年 6 月 1 日在香港联合交易所上市, 股票代码为 2588.HK。

2023 年公司成立 30 周年, 税后净利润达创纪录的 7.64 亿美元, 并且与全球 16 家银行签署公司史上规模最大的俱乐部贷款交易, 总额 13.75 亿美元。2024 年, 公司入选首届《财富》东南亚 500 强榜单。

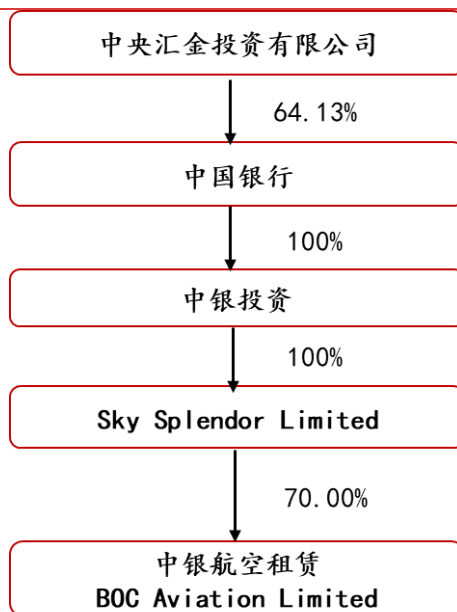
图12：中银航空租赁发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，麦高证券研究发展部

中银航空租赁由中国银行控股，股东优势显著。中国银行在 2006 年 12 月全资收购 SALE 之后便一直为中银航空租赁的实际控制人。截至 2024 年末, 中银航空租赁第一大股东 Sky Splendor Limited 持股 70%。Sky Splendor Limited 股东为中银集团投资有限公司, 中银集团投资有限公司于香港注册成立, 并由中国银行股份有限公司拥有, 也即中国银行间接持有中银航空租赁 70% 股权, 为中银航空租赁实际控制方, FIL Limited 等其他股东持有 30% 股份。

图13： 中银航空租赁股权结构



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

2.2 中银航空租赁管理层从业经验丰富，带领公司穿越多轮周期

飞机租赁行业壁垒高且具备较强的周期性，专业而富有经验的管理层对于公司发展而言至关重要。目前公司主要业务于新加坡经营，包括飞机租赁、飞机租赁管理及其他相关业务。中银航空租赁管理层在银行、租赁及航空领域具备丰富的经验，核心管理团队从业年限均超 26 年，在飞机租赁领域的深耕也造就了专业的能力，带领公司穿越多轮周期。

公司管理团队较为稳定，核心成员陪伴公司成长。Steven Townend 先生于 2001 年 1 月加入公司，并于 2024 年 1 月开始担任公司总经理兼首席执行官，此前担任公司副总经理兼 CFO，具备 34 年的银行及租赁业经验。

表2：中银航空租赁管理团队

职务	首席执行官	首席财务官	首席运营官	首席商务官	首席商务官（亚太及中东地区）
姓名	Steven Townend 先生	文兰女士	Tom Chandler 先生	Paul Kent 先生	钱晓枫先生
从业年限	34 年银行及租赁业经验	26 年银行业经验	28 年航司、法律及银行业经验	29 年飞机融资及租赁经验	32 年银行业经验
工作履历	2001 年 1 月加入公司，历任首席商务官、副总经理、首席财务官 2024 年 1 月 1 日起获委任为董事、总经理兼首席执行官	2024 年 9 月加入公司，于 2025 年 3 月获委任为首席财务官 分管财务规划与分析、财务控制部、会计与报告部、税务部、资金部、结算部及董事会秘书部	2023 年 1 月加入本公司，2023 年 7 月被任命为首席运营官 分管采购部、技术部、发动机部和所有运营相关部门	2020 年 6 月加入公司担任首席商务官（欧洲、美洲及非洲地区），2025 年 1 月被任命为首席商务官 分管全球租赁业务	1993 年加入中国银行，2024 年 9 月加入公司 分管飞机销售部、风险管理部、市场研究部及金融产品部

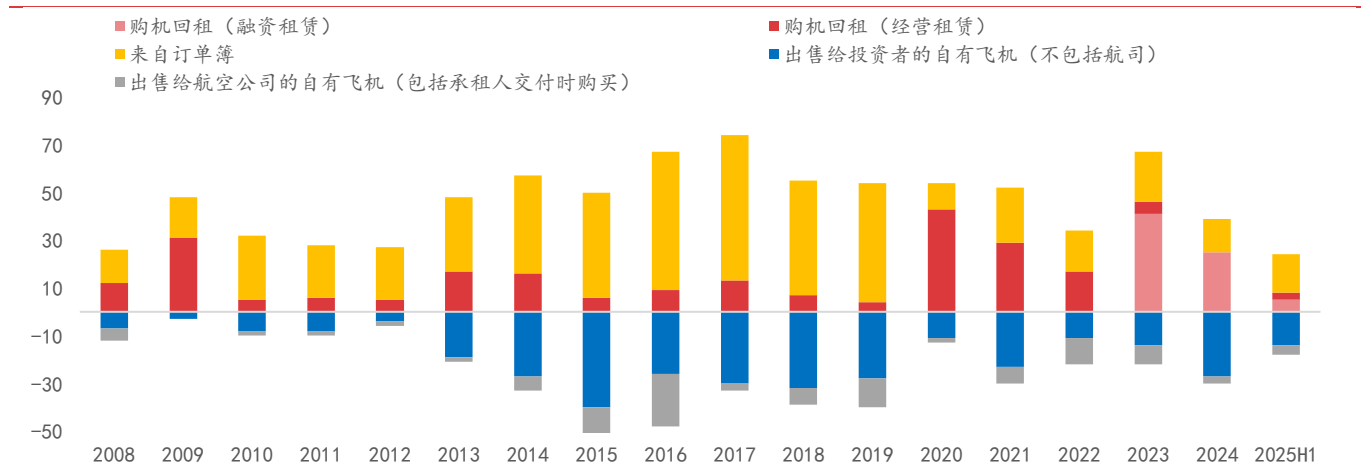
资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

中银航空租赁拥有较强的机队管理能力，通过投资策略调整有效抵御航空业周期性风险：

在航空业强周期时增加飞机出售、自购订单扩张机队：2015 年至 2019 年间，全球航空业持续向好，低油价促进航司盈利增强刺激飞机需求，飞机交易市场保持活跃，在此期间，中银租赁增加飞机出售以补充资金，并通过自购订单飞机交付扩张机队。

航空业弱周期时增加购机回租逆势扩张机队：除自购订单外，购机回租也是中银航空租赁引进飞机的途径之一。疫情影响下航空需求放缓，市场飞机交易市场活跃度下行，飞机制造商交付量大幅下行，中银航空租赁适时增加购机回租以弥补订单交付的缺口，逆势扩张机队，同时也为航司缓解资金压力。2020 年公司通过购机回租（经营租赁）引入 43 架飞机，占全年飞机引进数量约为 80%；之后伴随着飞机制造商交付缓慢恢复，公司通过购机回租（经营租赁）引入的飞机数量有所下行，2021 年、2022 年通过购机回租（经营租赁）方式引进的数量占比分别约为 56% 和 50%；自 2023 年以来，公司通过购机回租（融资租赁）方式引入的飞机数量显著增多，2023 年、2024 年分别为 41 架和 25 架，占全年飞机引进数量均在 60% 以上。

图14：中银航空租赁机队管理能力较强



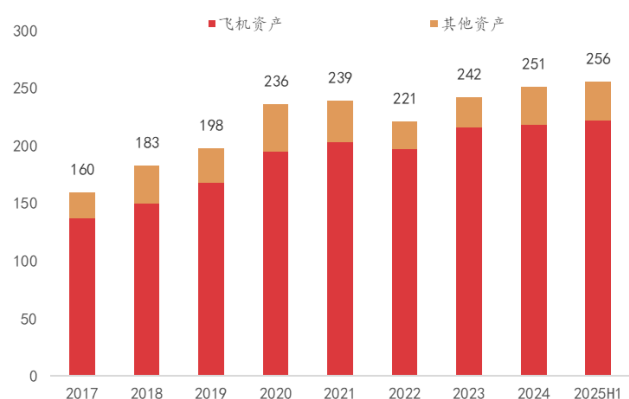
资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

2.3 机队规模稳步扩张，机队结构符合主流趋势

公司持续扩表，自有机队规模稳步扩张，订单规模维持高位。公司飞机资产规模和机队规模均稳步扩张。2017 年至 2024 年间，公司飞机资产规模从 137 亿美元增至 2024 年的 218 亿美元，年化增速约为 6.9%；自有飞机数量从 287 架稳步抬升至 435 架，年化增速约为 6.1%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司资产总额达 256 亿美元，较 2024 年末增长 5.16 亿美元，较 2024 年 6 月增长 5%，其中飞机资产占比约 87%，占据资产中的主要部分。

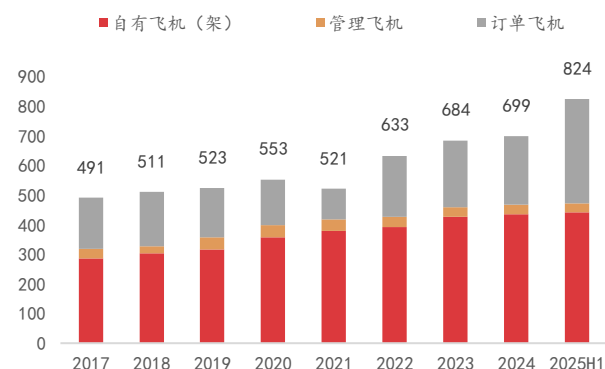
订单飞机方面，2022 年公司签署 80 架空客 A320NEO 系列飞机和 40 架波音 737-8 系列飞机，2025 年一季度公司签署 70 架空客 A320NEO 系列飞机和 50 架波音 737-8 系列飞机，截至 2025Q2 公司订单飞机共计 351 架。

图15：中银航空租赁资产结构（亿美元）



资料来源：公司官网、公司公告，麦高证券研究发展部

图16：中银航空租赁机队情况（架）



资料来源：公司官网、公司公告，麦高证券研究发展部

截至2025年二季度末，中银航空租赁机队规模为834架；自有及代管机队的客户群覆盖45个国家和地区的92家航空公司；自有飞机利用率达100%。中银航空租赁机队结构符合主流趋势，自有飞机和发动机451架，管理飞机32架，自有飞机机型以空客A320系列和波音737系列等飞机资产价值相对稳定的主流单通道窄体客机为主。机队结构如下：

表3：中银航空租赁机队结构（截至2025年第二季度）

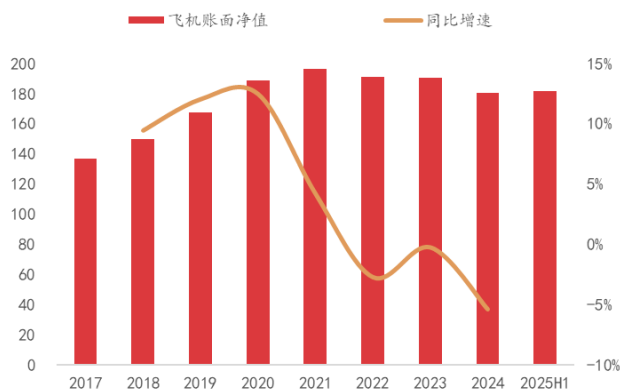
资产类型	自有	代管	已订购	总数
空客 A220 系列	23	0	0	23
空客 A320CEO 系列	60	13	0	73
空客 A320NEO 系列	146	0	211	357
空客 A330CEO 系列	8	1	0	9
空客 A330NEO 系列	6	0	0	6
空客 A350 系列	9	0	0	9
波音 737NG 系列	53	13	0	66
波音 737-8/9	81	0	137	218
波音 777-300ER	18	3	0	21
波音 787 系列	32	1	3	36
货机	5	1	0	6
发动机	10	0	0	10
总计	451	32	351	834

资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

公司飞机账面净值相对稳健，2023 年来加大购机回租规模。2017-2021 年间，公司飞机账面净值稳步攀升，从 136.67 亿美元升至 196.43 亿美元，在此期间公司自有机队规模从 287 架扩大至 380 架，飞机账面净值与自有机队规模变动趋势相匹配；2022 年，公司自有飞机数量虽扩大至 392 架，但受滞俄飞机减值影响，飞机账面净值下滑至 191.04 亿美元。

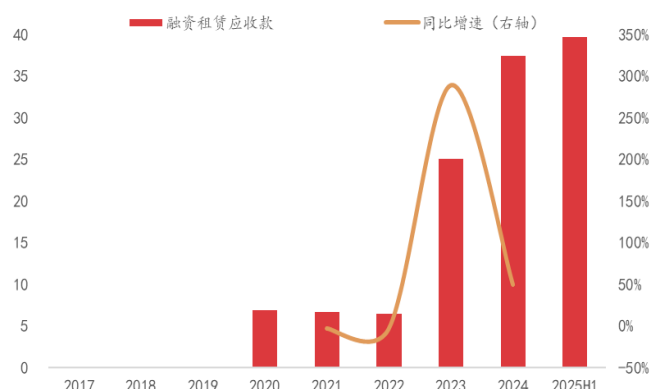
2023 年以来，飞机账面净值与自有机队规模变动趋势相背离，主要由于公司购机回租（融资租赁）数量显著增长。截至 2025H1，公司飞机账面净值约为 181.89 亿美元，融资租赁应收款增至 39.72 亿美元。

图17：中银航空租赁飞机账面净值（亿美元）及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

图18：中银航空租赁融资租赁应收款（亿美元）及同比增速



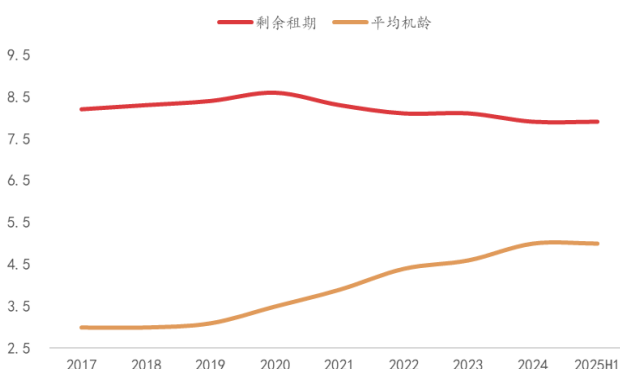
资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

2.4 年轻化机队筑优势，重点布局亚太市场

中银航空租赁机队平均机龄虽有所抬升，但始终维持在行业内较低的水平。2017 年至 2019 年间公司机队平均机龄约为 3 年左右，自 2019 年以来公司机队平均机龄呈现持续抬升的态势，与全球商用机队平均机龄自 2019 年以来持续抬升的趋势相一致；2024 年公司机队平均机龄为 5.0 年，一定程度上受飞机制造商产能受限、新飞机交付变缓的影响，截至 2025Q2，公司机队平均机龄为 5.0 年。公司机队平均剩余租期则相对稳定，自 2017 年以来整体在 7.9 年至 8.6 年区间，2024 年、2025Q2 公司机队平均剩余租期均为 7.9 年。

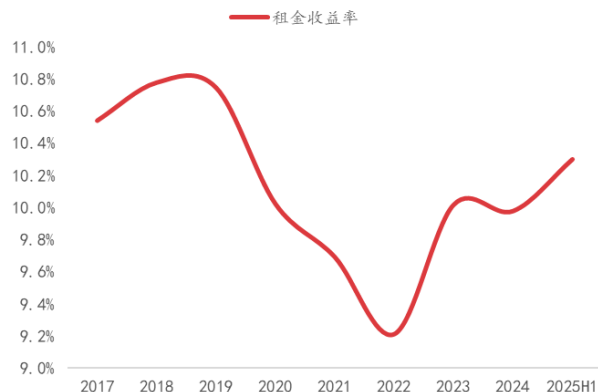
在飞机租赁租金收益率方面，2020-2022 年间航空业遭受负面冲击，租金收益率下行至 10% 以下，2023 年以来，伴随着航空业需求持续复苏，租金收益率恢复至约 10% 的水平，2024 年稳定在 10% 左右。

图19：中银航空租赁机队平均机龄及剩余租期（年）



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

图20：中银航空租赁飞机租赁租金收益率

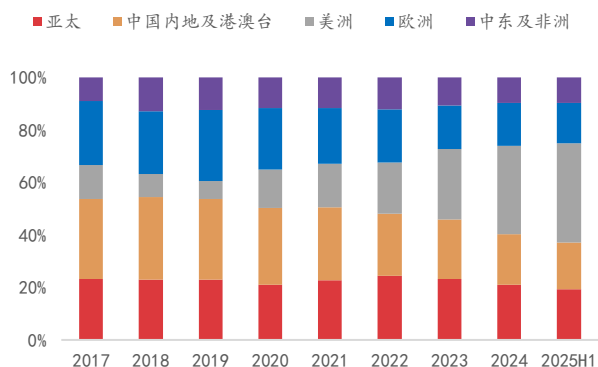


资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

公司主要布局亚太市场，美洲市场占比有所抬升，机队出租率维持高位。以飞机账面净值的区域划分来看，包含中国内地及港澳台在内的亚太地区一直以来都是中银航空租赁业务布局的主要地区，但亚太地区合计占比从2018年54.5%的高位逐渐下行至2025H1的37.2%，其中主要是对中国内地及港澳台投放占比下滑较多，2025H1占比为18.0%，较此前高点下滑13.5pct；公司对美洲地区的飞机投放占比则有所上行，从2019年6.9%的低位逐渐上行至2025H1的37.8%；与此同时，公司对欧洲、中东及非洲的投放占比2023年来约26%左右。

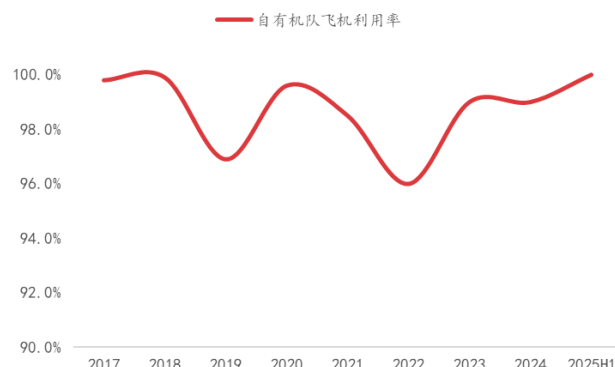
中银航空租赁自有机队飞机利用率（出租率）整体维持较高的水平，虽然受到疫情影响在2022年回落至96%，但此后迅速攀升，2023年以来机队飞机利用率维持在99%以上，2025年上半年达到100%，可见飞机供需持续趋紧，可供租赁的机位有限。

图21：中银航空租赁机队分布



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

图22：中银航空租赁机队出租率



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

三、盈利能力持续稳健，负债端有望进一步优化

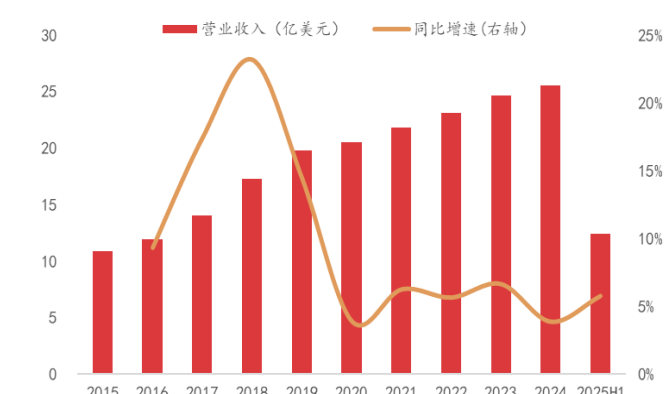
3.1 飞机租赁和销售收入稳步回升，成立以来持续获得正收益

中银航空租赁盈利能力持续稳健，营业收入持续攀升。2017-2019 年间，公司营业收入均录得双位数增长（14%以上），2020-2022 年，疫情影响下航空业需求显著放缓，公司营业收入增速虽降至个位数增长，但仍处于上升通道，表明公司盈利能力持续较强。2024 年公司营业收入为 25.57 亿美元，同比增长 3.90%，2025 上半年公司营业收入 12.42 亿美元，同比增长 5.79%。

从营收结构来看，公司营业收入以经营租赁租金收入为主，融资租赁收入占比有所抬升。2015 年至 2021 年期间经营租赁租金收入占比均在 85%以上，2022 年以来占比有所下滑，2022 年、2023 年经营租赁租金收入占比分别下行至 77.3%、77.7%，2024 年占比进一步下行至 72.4%，2025H1 转而上行至 75.4%。

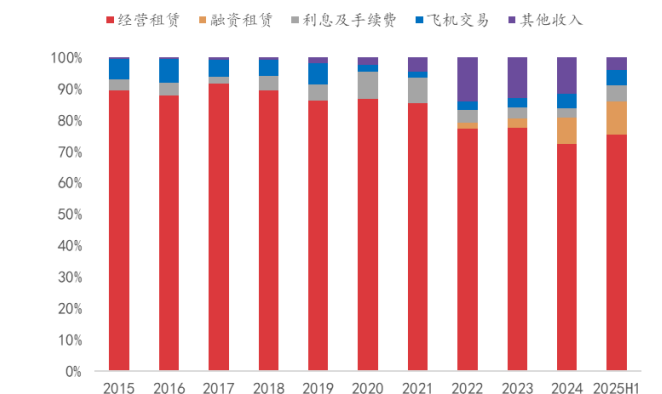
2022 年以来通过融资租赁购机回租引入飞机的数量持续抬升，融资租赁收入占比也随之抬升，2022 年、2023 年融资租赁占比分别约 1.8%、2.8%，2024 年占比显著升至 8.5%，2025H1 继续升至 10.5%。飞机交易收入占比有所波动，主要与飞机出售数量变动情况相关，2024 年出售 29 架飞机，飞机交易收入占比约 4.6%；2022-2024 年其他收入占比均在 11%以上；其他收入主要包括保险理赔、制造商付款以及释放未动用的维修储备和保证金，2024 年占比约为 11.6%。

图23：中银航空租赁营业收入及同比增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图24：中银航空租赁营业收入结构

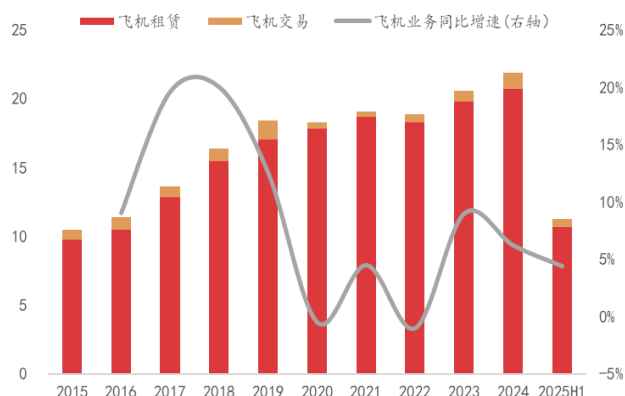


资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

在飞机业务收入方面，飞机租赁和交易收入整体保持稳健增长的态势，尽管 2020、2022 年受到疫情及俄乌冲突等因素影响有所下滑，但在 2023 年迅速修复，2023、2024 年飞机业务收入分别录得 8.9%、6.2%的增速，2025H1 约为 4.4%。

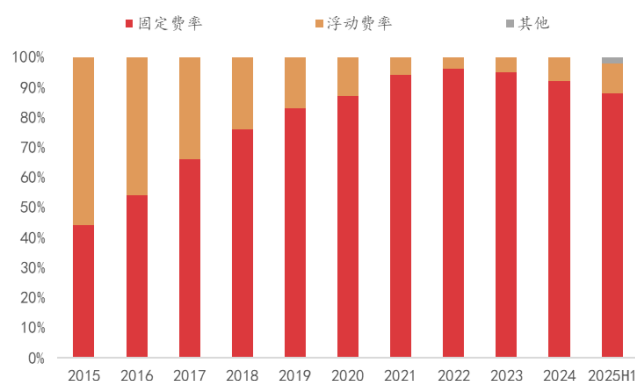
从飞机租约的结构来看，中银航空租赁飞机租约以固定租约为主。在 2015 年至 2020 年间，固定费率租约占比从 44%持续抬升至 87%，2021 年至 2024 年公司固定费率租约占比基本稳定在 90%以上。截至 2025 年 6 月 30 日，公司固定费率租约占比为 88%，较 2024 年末小幅下行 4pct。

图25：中银航空租赁飞机租赁和交易营收（亿美元）及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，麦高证券研究发展部 注：飞机租赁=租赁租金收入+融资租赁安排的利息收入，飞机交易为处置飞机收益

图26：中银航空租赁飞机租约以固定费率租约为主



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

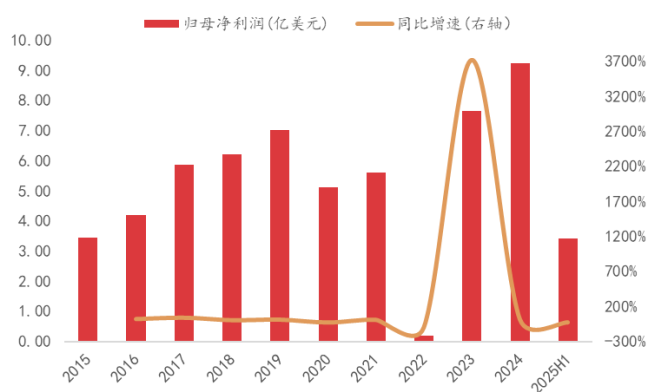
在归母净利润方面，公司成立以来连续 31 年获得正收益。2016-2019 年间公司归母净利润稳健增长，期间 CAGR 约为 18.9%；2020 年归母净利润受疫情影响回落超 27%，虽然航空业需求受疫情影响较为疲弱，但公司盈利能力较强，归母净利润于 2021 年有所恢复，全年上行 10%。

2022 受滞俄飞机减值影响，归母净利润大幅回落超 96%，之后在 2023 年、2024 年均有相关保险赔偿收入，目前滞俄飞机影响已完全消化。2024 年公司归母净利润 9.24 亿美元，同比增长 20.94%。

若剔除 2022 至 2024 年间滞俄飞机带来的相关减计影响，公司核心税后净利润在 2022 年回落 6%，之后伴随着疫情影响逐渐消退，2023、2024 年业绩稳步增长，2024 年公司税后核心净利润 6.33 亿美元，同比增长 15.7%。

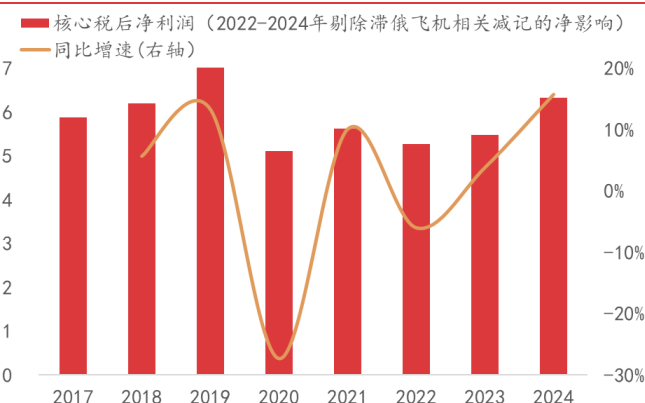
2025 年上半年，中银航空租赁录得税后净利润 3.42 亿美元，若不包括 2024 年上半年的非经常性项目，公司核心利润同比增长 20%。

图27：中银航空租赁归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图28：中银航空租赁核心业务持续改善（亿美元）



资料来源：Wind，公司公告，麦高证券研究发展部

3.2 营业成本以飞机折旧和财务费用为主

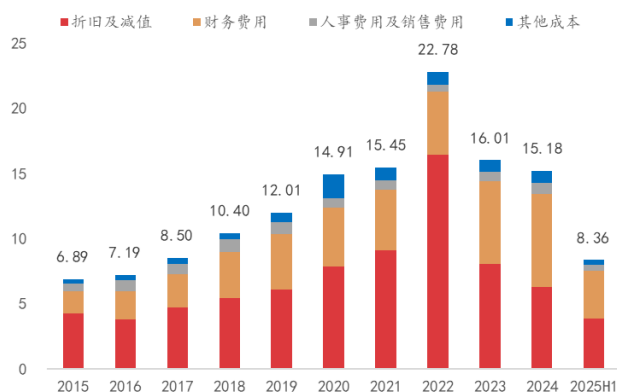
中银航空租赁营业成本以飞机折旧和财务费用为主。从过往年份来看，财务费用占营业成本比重整体在三成左右。2024 年，公司财务费用增加 11.6%至 7.10 亿美元，占营业成本比重约 46.8%，主要由于 2024 年债务成本上升 0.4pct 至 4.5%。2025 年上半年，公司财务费用 3.66 亿美元，较 2024 年同期的 3.58 亿美元增加 2.3%，主要由于公司贷款及借债增加所致。

自 2015 年以来，公司共计有 6 年的固定资产折旧占营业成本在 50%以上。2024 年，公司固

定资产折旧为 7.94 亿美元，占营业成本比重约 52.3%。从公司折旧政策来看，前 12 年飞机以直线法折旧，折旧年限为 25 年，25 年末净残值率为 15%，即前 12 年飞机资产每年折旧率约为 3.40%；截至第 12 年年末的剩余价值以直线法折旧，折旧年限为 13 年，无残值，即后 13 年折旧率约为 4.55%。由于公司机队较为年轻，近年来平均机龄在 5 年左右，因此公司折旧率相对稳定，飞机折旧成本逐年上涨主要由于机队扩张。而飞机资产减值受外部环境波动影响较大，例如 2022 年俄乌冲突影响下 17 架滞俄飞机减值 7.91 亿美元，导致当年飞机减值较多。

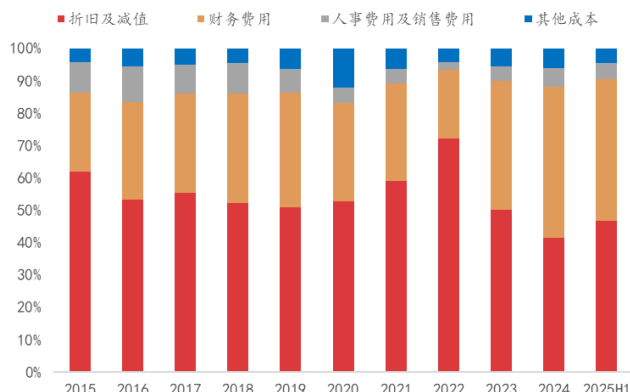
2024 年，公司人事及销售费用 0.87 亿美元，占比约 5.7%，其中人事费用增加 18.9%至 0.81 亿美元，主要由于计提的可变现金奖金拨备增多，销售费用近年来基本稳定在 0.06 亿美元；其他成本 0.91 亿美元，占比约 6.0%。

图29：中银航空租赁营业成本（亿美元）



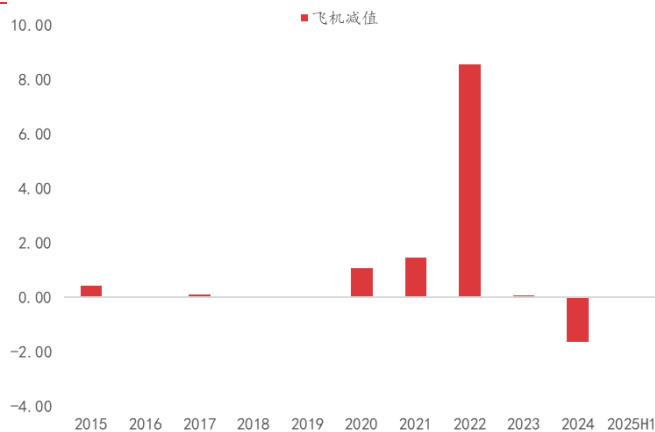
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图30：中银航空租赁营业成本结构



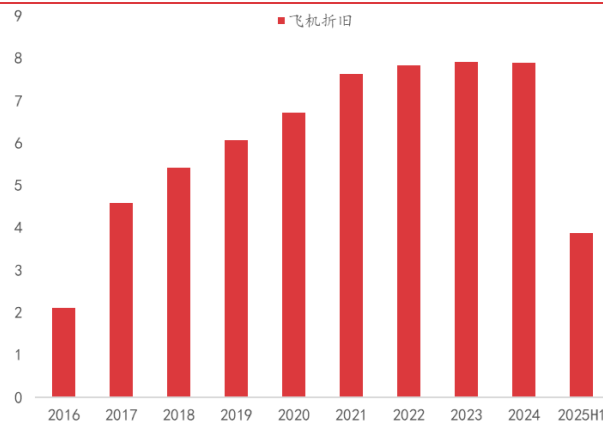
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图31：中银航空租赁飞机减值（亿美元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图32：中银航空租赁飞机折旧（亿美元）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

3.3 融资成本优势显著，有望进一步受益于美联储降息

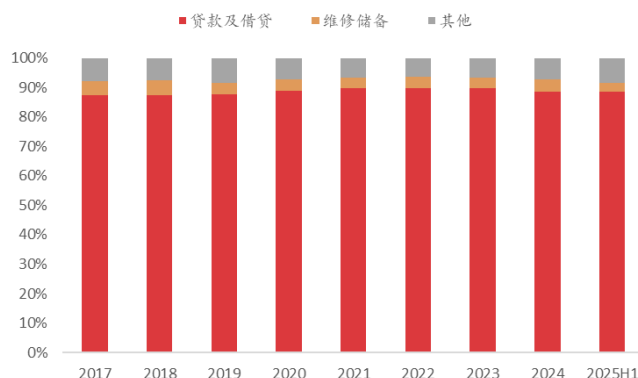
中银航空租赁负债以贷款及借贷（长期、短期）为主，资金获取能力较强。截至 2025 年上半年，公司总负债为 190.69 亿美元，同比增长 4.6%，其中贷款及借款合计 168.77 亿美元，占比约为 88.5%，长期以来是公司的主要资金来源。

图33：中银航空租赁负债（亿美元）及同比增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图34：中银航空租赁负债结构



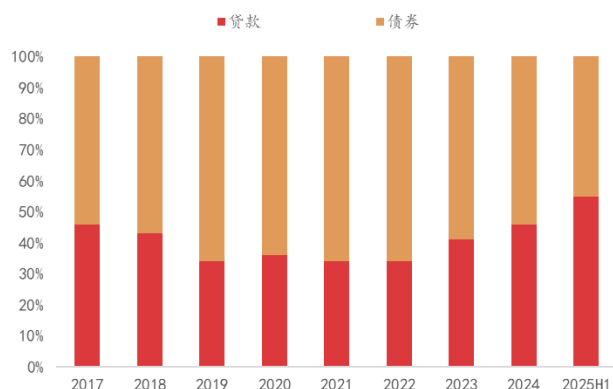
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

注：贷款及借款=短期贷款及借债+长期贷款及借债

资金来源以票据和贷款为主，固定利率债务占比高。在债务来源方面，中银航空租赁受益于大股东中国银行的支持以及自身的稳健经营，负债端多以无抵押定期贷款和中期票据为主。截至2025年6月30日，债券（中期票据）占比为45%，贷款占比为55%。

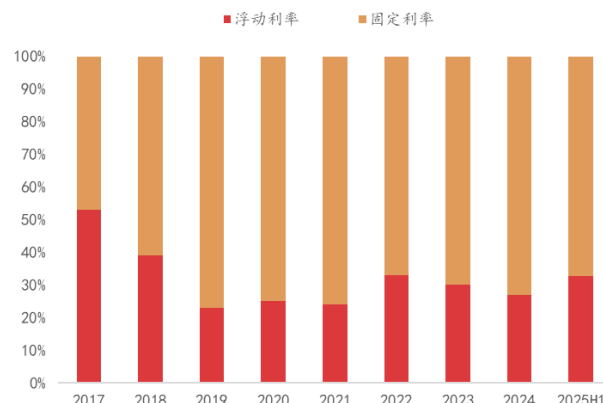
从利率类型来看，中银航空租赁负债以固定利率负债为主，2024年固定利率债务占比为73%，浮动利率负债占比为27%，未来有望受益于美联储降息，根据公司2025半年度业绩会披露的数据，年化融资成本降低10BP（annualized 10 basis point reduction in cost of funds），公司税后净利润将增加250万美元。

图35：中银航空租赁债务来源



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

图36：中银航空租赁固定利率债务占比高



资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

背靠大股东中银，中银航空租赁具备显著的融资成本优势。公司信用评级保持在同业较高水平，近年来保持在标普A-/惠誉A-评级。尽管美高利率环境下公司资金成本有所提升，但公司凭借大股东中银的背景，仍然能够获得相比于其他飞机租赁商更有优势的融资成本。从2024至2025年发行的债券来看，中银航空租赁发行的债券利差处于同行中较低水平。

表4：头部飞机租赁商信用评级

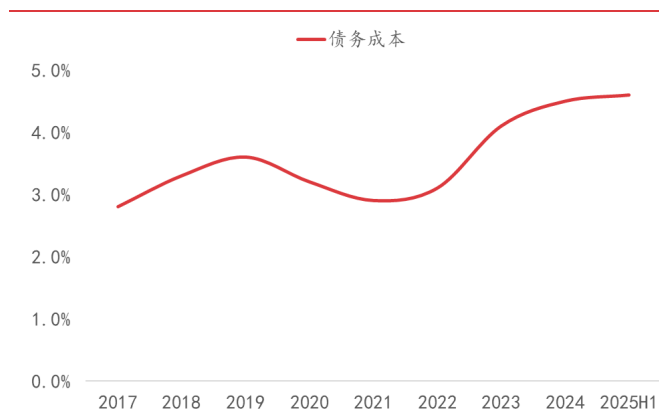
公司	2022	2023	2024
中银航空租赁	标普 A-/惠誉 A-	标普 A-/惠誉 A-	标普 A-/惠誉 A-
AerCap	标普 BBB / 惠誉 BBB-	标普 BBB / 惠誉 BBB	标普 BBB+ / 惠誉 BBB
Air Lease	标普 BBB / 惠誉 BBB	标普 BBB / 惠誉 BBB	标普 BBB / 惠誉 BBB
Avolon	标普 BBB- / 惠誉 BBB-	标普 BBB- / 惠誉 BBB-	标普 BBB- / 惠誉 BBB-
SMBC	标普 A-/惠誉 A-	标普 A- / 惠誉 BBB+	标普 A- / 惠誉 BBB+

资料来源：公司官网、公司公告，麦高证券研究发展部

在融资成本方面，近年来受海外加息周期影响，公司负债成本有所提升，未来有望受益于美联储降息。2017 年美联储大幅加息，受此影响公司融资成本显著攀升；2019-2021 年间，美联储开启降息周期，公司融资成本显著下行；自 2022 年以来在海外加息周期拖累下公司融资成本持续提升，2024 年海外主要经济体陆续开始降息，但短期内高利率环境仍将延续，2024 年公司融资成本为 4.5%，2025H1 融资成本小幅上行至 4.6%。

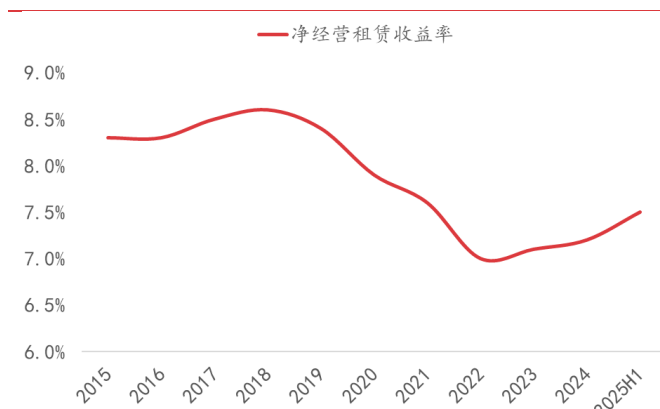
飞机租赁是资本密集型行业，因此较低的资金成本是保证净租赁收益率的关键。公司净经营租赁收益率自 2020 年至 2022 年间持续回落，其中收益端受疫情影响而下行，负债端则受海外加息周期而有所抬升；自 2023 年以来，公司净经营租赁收益率再度重返上行通道，2024 年公司净租赁收益率约为 7.2%，2025H1 进一步上行至 7.5%，主要得益于经营租赁租金收益率上行。

图37：中银航空租赁债务成本



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

图38：中银航空租赁净经营租赁收益率



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与关键假设

飞机引进：根据 2025 年中报，2025 年预计交付 48 架飞机，公司上半年共交付 24 架飞机，交付速度与预计情况较为一致，截至 2025H1，中银航空租赁订单飞机共 351 架，按目前速度未来新飞机引进有望稳步实现，飞机账面价值有望稳步抬升，我们预计 2025 年、2026 年、2027 年飞机账面净值同比分别增长 3.0%、3.5%、4.0%。

飞机租赁业务：飞机供应紧缺的趋势延续，同时航空业需求持续复苏，在此大环境下飞机租金将维持在历史较高水平，中银航空租赁客户较为分散，抗风险能力较强，并且对下游客户议价能力较强，预计 2025 年、2026 年、2027 年经营租赁收益率分别为 10.4%、10.6%、10.8%。

飞机销售业务：公司 2025 年上半年共售出 18 架飞机，平均机龄为 10.4 年，未来销售数量可能相对稳定，预计 2025 年、2026 年、2027 年分别销售 30、30、30 架飞机。

表5：飞机业务盈利拆解与预测

单位：百万元，USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
租赁租金收入	1,911.03	1,849.57	1,893.23	1,992.60	2,106.60
YOY	7.1%	-3.2%	2.4%	5.2%	5.7%
飞机账面净值	19,054	18,022	18,562	19,212	19,981
YOY	-0.3%	-5.4%	3.0%	3.5%	4.0%
租赁收益率	10.0%	10.0%	10.4%	10.6%	10.8%
融资租赁安排的利息收入	68.95	216.83	278.38	313.00	342.84
YOY	69.4%	214.5%	28.4%	12.4%	9.5%
利息及手续费收入	86.18	76.47	128.39	131.27	139.77
YOY	-10.3%	-11.3%	67.9%	2.2%	6.5%
处置飞机收益	77.85	117.59	129.28	131.98	134.51
YOY	21.9%	51.0%	9.9%	2.1%	1.9%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部预测

中银航空租赁聚焦飞机租赁业务，在飞机供给持续紧张而需求持续旺盛的大环境下，飞机租金和飞机价值均有望提升，公司资产端收益率有望进一步改善；公司信用评级较高，融资成本具备一定优势，并且资产端约有 30% 为浮动利率债券，未来有望进一步受益于美联储降息。总体来看，在投资组合持续优化、行业景气度持续上行的背景下，公司净租赁收益率有望进一步抬升，带动公司业绩稳步向好。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 25.33/26.68/28.17 亿美元，同比增速分别为 -0.9%/+5.3%/+5.6%，归母净利润分别为 6.99/7.66/8.40 亿美元，同比增速分别为 -24.31%/+9.56%/+9.66%，2025 年剔除滞俄飞机相关减记的净影响的税后核心净利润同比增速为 10.51%，对应 PB 分别为 0.94x/0.88x/0.82x。

表6：中银航空租赁盈利预测

单位：百万元，USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
租赁租金收入	1,911.03	1,849.57	1,893.23	1,992.60	2,106.60
YOY	7.1%	-3.2%	2.4%	5.2%	5.7%
营业收入占比	77.6%	72.3%	74.7%	74.7%	74.8%
融资租赁安排的利息收入	68.95	216.83	278.38	313.00	342.84
YOY	69.4%	214.5%	28.4%	12.4%	9.5%
营业收入占比	2.8%	8.5%	11.0%	11.7%	12.2%
利息及手续费收入	86.18	76.47	128.39	131.27	139.77
YOY	-10.3%	-11.3%	67.9%	2.2%	6.5%
营业收入占比	3.5%	3.0%	5.1%	4.9%	5.0%
处置飞机收益	77.85	117.59	129.28	131.98	134.51
YOY	21.9%	51.0%	9.9%	2.1%	1.9%
营业收入占比	3.2%	4.6%	5.1%	4.9%	4.8%
其他收入-其他	317.26	296.76	103.87	98.67	93.74
营业收入	2,461.27	2,557.23	2,533.14	2,667.51	2,817.47
YOY	6.7%	3.9%	-0.9%	5.3%	5.6%
折旧与摊销	-816.27	-811.74	-804.82	-830.84	-852.08
财务费用	-636.36	-710.28	-739.43	-759.88	-791.80
财务费用率	25.9%	27.8%	29.2%	28.5%	28.1%
营业成本	-1,600.71	-1,517.99	-1,710.69	-1,766.41	-1,829.32
除税前溢利	860.56	1,039.24	822.45	901.11	988.15
所得税	-96.66	-115.65	-123.37	-135.17	-148.22
净利润(不含少数股东权益)	763.90	923.59	699.08	765.94	839.92
税后核心净利润 (剔除滞俄飞机相关减记的净影响)	546.90	632.59	699.08	765.94	839.92
YOY	3.8%	15.7%	10.51%	9.56%	9.66%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部预测

4.2 投资建议

截至 2025 年 9 月 16 日，同业可比公司 PB 估值位于 0.85-1.25 倍的区间，均值为 1.06x，其中全球第一大飞机租赁商 AerCap 的 PB 估值为 1.25x。中银航空租赁凭借自身强大的机队管理能力、较高的信用评级以及较低的融资成本，经营效率在同业表现较为优秀，2024 年 ROE 为 15.25%，显著高于同业平均的 9.12%，并且股息率也相对较高。考虑到飞机租赁行业景气度持续上行，公司经营能力较强，叠加美联储降息背景下改善融资成本，我们预期公司估值中枢有望进一步提升。中银航空租赁 2025 年目标 PB 1.20x，以 2025 年 9 月 16 日汇率（1 美元 7.78 港元），对应目标价 91.70 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司相关数据

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)	ROE (%)	PB (MRQ)	股息率	PE (TTM)
2588. HK	中银航空租赁	456. 21	66. 39	15. 25	0. 98	4. 51%	7. 91
行业平均		1, 049. 41	90. 80	9. 12	1. 06	1. 14%	7. 65
AER. N	AERCAP	1, 594. 25	150. 86	12. 43	1. 25	0. 90%	7. 61
AL. N	航空租赁	504. 56	30. 75	5. 82	0. 86	1. 38%	7. 70

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部 注：净利润、ROE 为 2024 年报数据，其他数据截至 2025 年 9 月 16 日

4.3 风险提示

- 飞机制造商产能恢复超预期：**供应链短缺等制约因素超预期缓解，飞机交付量超预期回升。
- 宏观经济波动，航空需求恢复不及预期：**受宏观经济波动等因素，航空业整体需求释放趋缓、恢复速度不及预期。
- 政策风险：**免签等出游相关利好政策落地速度和效果不及预期，国际旅行恢复放缓。

财务报告预测与估值数据汇总

资产负债表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,735	1,535	1,481	1,506	租赁租金收入	1,850	1,893	1,993	2,107
现金	671	597	612	697	融资租赁利息收入	217	278	313	343
应收账款及票据	20	19	19	20	利息及手续费收入	76	128	131	140
存货	0	0	0	0	处置飞机收益	118	129	132	135
其他	1,044	918	850	789	其他收入-其他	297	104	99	94
非流动资产	23,318	24,597	26,011	27,408	营业收入	2,557	2,533	2,668	2,817
固定资产	20,117	20,866	21,746	22,767	折旧与摊销	812	805	831	852
无形资产	14	14	14	14	财务费用	710	739	760	792
其他	3,187	3,716	4,251	4,627	人事费用	81	85	90	96
资产总计	25,053	26,132	27,492	28,914	销售费用	6	7	7	8
流动负债	2,929	3,072	3,206	3,347	营业总成本	1,518	1,711	1,766	1,829
短期借款	2,611	2,742	2,879	3,023	除税前溢利	1,039	822	901	988
应付账款及票据	0	0	0	0	所得税	116	123	135	148
其他	317	330	327	325	归属母公司净利润	924	699	766	840
非流动负债	15,761	16,243	16,969	17,732	EPS (元)	1.33	1.01	1.10	1.21
长期债务	13,962	14,521	15,247	16,009					
其他	1,799	1,722	1,722	1,722					
负债合计	18,690	19,315	20,175	21,079					
普通股股本	1,158	1,158	1,158	1,158					
储备	5,205	5,659	6,159	6,677					
归属母公司股东权益	6,363	6,817	7,317	7,835					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	6,363	6,817	7,317	7,835					
负债和股东权益	25,053	26,132	27,492	28,914					

现金流量表(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,566	2,055	2,108	2,237
净利润	924	699	766	840
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	825	789	817	839
营运资金变动及其他	818	567	525	558
投资活动现金流	-1,286	-1,834	-1,931	-1,945
资本支出	-2,472	-1,538	-1,696	-1,860
其他投资	1,185	-295	-234	-85
筹资活动现金流	-1,000	-295	-163	-177
借款增加	76	689	863	906
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-327	-245	-266	-292
其他	-750	-739	-760	-792
现金净增加额	280	-74	15	85

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部预测 注：利润表各项科目采用原始公布报表统计口径数据

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com