

4Q25: 机队规模持续扩张

华泰研究

2026年1月14日 | 中国香港

公告点评

租赁

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

91.00

李健, PhD

SAC No. S0570521010001
SFC No. AWF297

研究员

lijian@htsc.com
+(852) 3658 6112

陈宇轩*

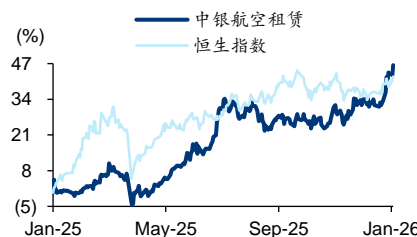
SAC No. S0570524070010 chen-yuxuan020827@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

基本数据

收盘价(港币 截至1月13日)	80.80
市值(港币百万)	56,076
6个月平均日成交额(港币百万)	55.11
52周价格范围(港币)	53.20-81.00

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	2,532	2,783	2,994
+/-%	3.90	(0.99)	9.90	7.58
归属母公司净利润(百万)	923.59	717.50	836.03	909.35
+/-%	20.90	(22.31)	16.52	8.77
EPS(最新摊薄)	1.33	1.03	1.21	1.31
PE(倍)	5.84	10.02	8.60	7.91
PB(倍)	0.85	1.07	1.00	0.93
ROE(%)	15.25	10.99	12.04	12.19
股息率(%)	6.00	3.52	4.06	4.41

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

中银航空租赁(BOCA)披露了4Q25运营数据。自有飞机数量环比提升9架,同比提升16架,达到451架。四季度公司交付的飞机数量达到16架,同时出售了8架飞机(7架自有+1架代管)。资产端,机队规模的增长显示公司仍然在稳步扩张,背后的驱动力是上游波音和空客的产能正在逐步修复。根据空客披露的交付数据和Forecast International的估计数据,12月波音和空客可能合计交付了200架飞机,相比去年同期的153架有所提升。我们认为上游OEM的产能改善有利于BOCA的资本开支投放和机队扩张,公司资产规模有望增长。在负债端,公司全年融资额超过40亿美元,可能创下2020年后的新高,或反映了公司更加顺畅的资本开支投放;26年1月,公司发行了票面利率4.375%的5亿美元债券,相比之前的成本高点有所下降。26年联储或有望进一步降息,有望缓解BOCA负债成本的上行压力。考虑到公司资产负债两端的向好情况,我们预计公司25/26年核心ROE有望达到11/12%,在24年10.5%的基础上逐步改善,维持“买入”评级。

上游飞机产能改善正逐步演绎

4Q25空客月均交付95架飞机,相比3Q25的67架明显提升,同时好于4Q24的90架。其中12月交付136架,创下了过去5年单月交付数量的新高。波音暂未公布12月交付数据,但Forecast International估计波音12月交付了64架飞机,由此4Q25月均交付数量将达54架,好于3Q25的53架和4Q24的19架。波音和空客的交付数据显示上游产能修复仍然在持续推进,在公司强劲订单簿的保障下,我们认为公司的资本开支将受益于产能的修复,资产规模有望扩张,并利好ROE。

4Q25自有有机队数量增加9架(交付16架,出售7架)

4Q25公司共执行66项交易,包括交付16架飞机(不含航司交付前购买的4架)、承诺购买14架飞机、签署21项租赁承诺、以及出售7架自有飞机和1架代管飞机。交付飞机数量是24年以来单季度交付数量新高,推动公司自有有机队数量环比3Q25增长9架达到451架。此外公司还拥有11架发动机。在机龄和剩余租期方面,公司保持平稳,4Q25自有飞机的平均机龄为5年(3Q25:5年),平均剩余租期7.8年(3Q25:7.8年)。同时机队利用率仍然能够维持在100%。最后,公司的订单簿仍然强劲,已订购的飞机数量为337架(3Q25:343架),将助力公司的长期稳健发展。

预计25/26年核心ROE有望逐步改善

全球航空出行需求仍在提升,据IATA,11月全球收费客公里(RPK)同比提升5.7%,其中国际市场同比提升7.7%,国内市场同比提升2.7%。当前飞机供需缺口仍然存在,飞机产能的改善短期内难以扭转供不应求的局面,飞机租金和市场价值仍有支撑。在负债端,公司于26年1月发行了5亿美元的7年期债券,票面利率4.375%,低于公司1H25的负债成本4.6%。同时美联储在26年仍可能降息,有望缓解负债端压力。我们预计公司2025/26年核心ROE为11/12%,相比2024年的10.5%逐步改善。

盈利预测与估值

公司交付和出售飞机的节奏保持稳健,我们维持对公司25/26/27年归母净利润的预测7.2/8.4/9.1亿美元。切换估值年份至2026,预计26E BVPS为USD10.36,维持1.13x的目标PB(19年1-1.5x PB),上调目标价至HKD91(前值:HKD85),公司股价目前交易于1.0x 26E PB和4.1% 26E股息率。

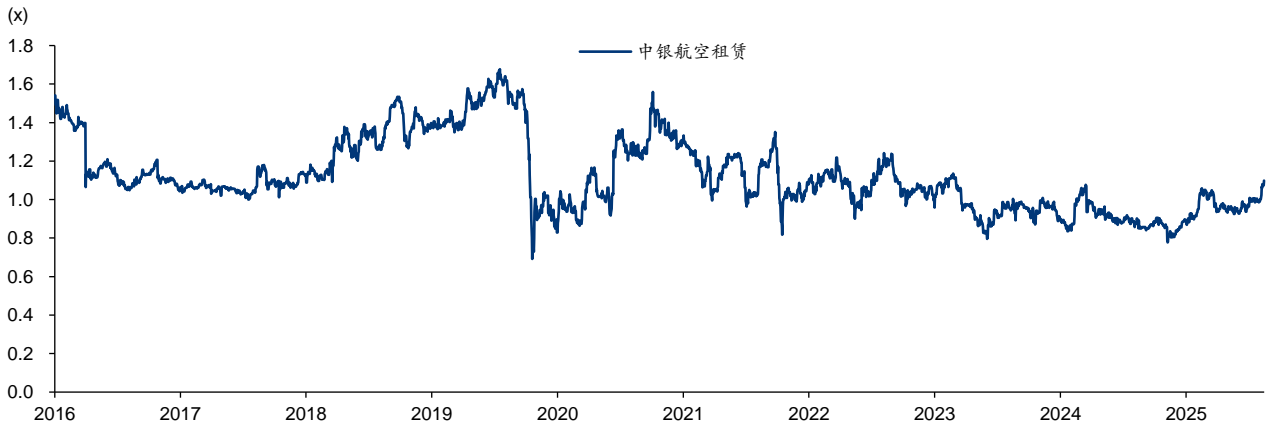
风险提示: 1) 航空业修复缓慢; 2) 债务融资成本快速上升; 3) 飞机供应持续受到扰动; 4) 美元流动性收紧。

估值方法

我们的目标价 91 港币，基于 1.13 倍 2026 年目标 PB 和 2026 年 BVPS 预测 10.36 美元，以及美元兑港币汇率 7.80。

我们认为，中期内飞机供不应求仍将存在并推升租赁费率和飞机价值，预计随着上游产能的改善，公司 ROE 有望逐渐修复。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 2026 年预测 PB。

图表1：中银航空租赁：历史 PB 估值

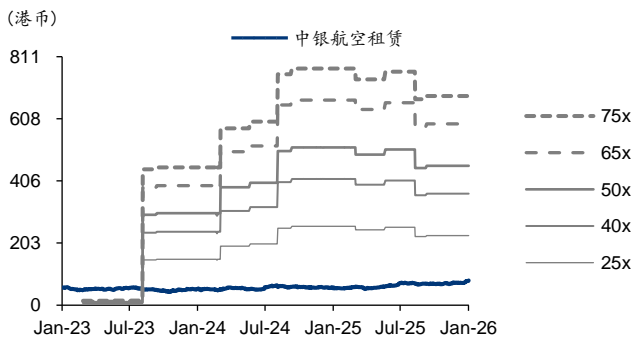


资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

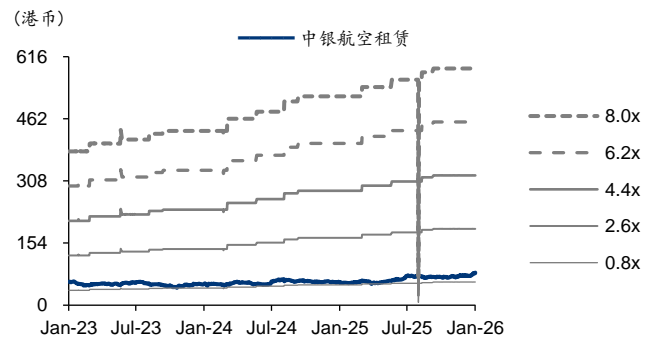
我们的盈利预测和目标价面临的主要风险包括：1) 航空业修复缓慢，可能影响飞机需求，从而影响新签定租约的租金费率；2) 债务融资成本快速上升，可能挤压公司净租赁收益率，影响公司盈利能力；3) 飞机供应持续受到扰动，可能造成飞机延迟交付，从而影响公司机队扩张和租金收入增长速度；4) 美元流动性收紧，可能影响债务融资成本和飞机交易活跃度。

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	1,930	2,147	2,341
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	550.24	707.66	602.00	635.19	652.20
收入及其他收益	2,461	2,557	2,532	2,783	2,994
雇员及相关费用	(67.74)	(80.52)	(77.48)	(84.53)	(91.02)
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	(70.79)	(80.69)	(86.81)
EBITDA	2,313	2,561	2,384	2,617	2,816
折旧及摊销	(816.27)	(811.74)	(804.50)	(848.38)	(902.13)
营运利润	1,497	1,750	1,579	1,769	1,914
融资成本	(636.36)	(710.28)	(741.31)	(796.83)	(843.77)
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	837.76	972.12	1,070
税项	(96.66)	(115.65)	(120.26)	(136.10)	(160.47)
净利润	763.90	923.59	717.50	836.03	909.35
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	717.50	836.03	909.35

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	0.42	0.46
EPS	1.10	1.33	1.03	1.21	1.31
EPS (最新摊薄)	1.10	1.33	1.03	1.21	1.31
每股净资产	8.28	9.17	9.65	10.36	11.14

资料来源:公司公告、华泰研究预测

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	3,739	3,689	3,454
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	22,793	25,598	28,751
总资产	24,169	25,053	26,993	29,766	32,704
保证金	879.61	930.35	920.05	1,015	1,105
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	18,048	20,192	22,457
其他负债	1,031	1,186	1,327	1,368	1,410
总负债	18,421	18,690	20,294	22,575	24,972
股东股本权益	5,748	6,362	6,699	7,191	7,732
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本权益总额	5,748	6,362	6,699	7,191	7,732

估值与盈利水平

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (倍)	6.95	5.84	10.02	8.60	7.91
PB (倍)	0.92	0.85	1.07	1.00	0.93
ROE	13.95	15.25	10.99	12.04	12.19
ROA	3.30	3.75	2.76	2.95	2.91
股息率	5.04	6.00	3.52	4.06	4.41

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2026年华泰证券股份有限公司