

中银航空租赁 (02588.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

资产负债双重改善的头部飞机租赁商

公司简介

公司是全球领先的飞机经营租赁商，2016年于港交所上市。根据Cirium披露，25Q2末公司飞机资产价值排名行业第五。

投资逻辑

1、飞机供不应求，推高飞机价值及价格。需求端，航空出行需求持续回暖，根据IATA披露，25年10月全球航空业RPK（收入客公里）、ASK（可提供客公里）恢复至2019年同期的112%/109%，带动业内新机采购及租赁需求。根据空客预测，未来20年会新增43,420架飞机采购需求。公司披露，截至25年1月末，飞机停场占比已下降至略高于10%的水平，通过调节停场飞机应对需求波动的灵活性将有所下降。供给端，飞机交付速度缓慢，波音、空客等主要制造商有大量在手积压订单。截至24年末，全球主要客机交付数量仅恢复至2018年的约75%。供不应求的状态将推高飞机估值及各机型租金，宽、窄体机25年初租金水平已超19年底。头部飞机租赁商集中度较高，在获得飞机交付方面更具优势。

2、公司经营稳健，收益率及飞机资产规模均有望增长：1) 经营租赁收益率：受益于行业因素带来的租金价格上行以及公司较强的运营能力，经营租赁收益率自2022年的9.2%提升至25H1的10.3%；2) 飞机资产账面净值：公司机队规模持续扩张，2025年末自有飞机共462架，但飞机资产账面净值自2021年后有所下行，主要是涉俄飞机计提减值、公司加大购机回租所致，25H1末飞机资产净值较年初已恢复1%的小幅增长。目前涉俄飞机影响已消除，随着订单飞机稳健交付，公司飞机资产净值有望稳步回升。

3、融资成本较低且有望继续下行：1) 股东给予大力支持：背靠大股东中国银行，公司具备信用评级优势，25H1惠誉评级为A-。2) 资金成本偏低：得益于良好的信用评级，与部分同业相比公司资金成本较低，25H1公司平均资金成本为4.6%。公司约30%-40%的负债是浮动费率负债，且美元负债使资金成本与美国国债收益率走势接近。25年美联储三次降息，公司的浮动利率部分负债的成本有望继续下行。

盈利预测、估值和评级

预计25-27年公司归母净利润为7.5/8.5/9.5亿美元，同比增速为-19%/13%/13%。25年利润下降主要是因为24年有涉俄飞机一次性的减值拨回导致基数较高。飞机租赁行业景气度上行，公司拥有高经营效率、低融资成本等优势，给予2026年1.15倍PB，对应目标价95.11港元（USDHKD: 7.80），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

航空需求恢复不及预期；利率波动风险；地缘政治风险。

非银组

分析师：舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师：洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxingning@gjzq.com.cn

分析师：方丽 (执业 S1130525080007)

fangli@gjzq.com.cn

市价 (港币)：81.750 元

目标价 (港币)：95.11 元



主要财务指标

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万美元)	2,461	2,557	2,574	2,746	2,938
营业收入增长率	6.68%	3.90%	0.67%	6.67%	6.98%
归母净利润(百万美元)	764	924	747	846	952
归母净利润增长率	3708.09%	20.90%	-19.08%	13.17%	12.60%
基本每股收益(美元)	1.10	1.33	1.08	1.22	1.37
每股净资产(美元)	8.28	9.17	9.81	10.61	11.50
ROE(归属母公司)	13.95%	15.25%	11.35%	11.94%	12.42%
P/B	1.27	1.14	1.07	0.99	0.91

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：经营稳健的航空租赁龙头，业绩恢复增长	4
1.1 发展历程：深耕行业三十余载的飞机租赁龙头	4
1.2 高管团队：具备丰富行业经验及专业管理能力	4
1.3 业绩概况：减值影响消退，业绩重回稳定增长	5
二、行业概况：飞机价值及租金呈增长趋势，经营租赁渗透率有望提升	6
2.1 业务模式：经营性租赁模式灵活，渗透率提升	6
2.2 供需情况：飞机交付速度恢复缓慢，供给长期紧张	8
2.3 竞争格局：飞机租赁商集中度较高，公司排名全球第五	10
三、公司优势：收益率提升、机队利用率高，成本率有望进一步下行	11
3.1 收入及资产端：收益率边际回升叠加机队规模扩大，租金收入稳健增长	11
3.2 负债及成本端：高信用评级及美联储降息带来成本优势	14
四、盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议与估值	17
五、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司管理层兼具深厚的行业经验和专业化运营能力	4
图表 3：管理层于经济低迷期择机开展购机回租	5
图表 4：公司营业收入逐年稳健增长	6
图表 5：公司归母净利润受减值影响有波动	6
图表 6：公司归母净利润（剔除涉俄飞机影响）及增速	6
图表 7：公司分红率维持在 35%以上	6
图表 8：飞机经营性租赁商业模式	7
图表 9：飞机经营性租赁与融资性租赁模式比较	7
图表 10：经营性租赁客机占现有服役飞机总数比重不断上升	7
图表 11：全球航空客运量超 2019 年同期	8
图表 12：全球航空客运运力投入已修复至 2019 年水平	8
图表 13：空客预测未来 20 年飞机需求体量较大	8
图表 14：全球主要客机厂商交付情况（架）	9
图表 15：空客、波音积压订单消化所需年数较长	9



图表 16:	飞机供应仍十分紧张、缺口较大	9
图表 17:	停场飞机占比持续下降	10
图表 18:	各机型租金持续走强	10
图表 19:	宽体、窄体飞机市场价值持续上行	10
图表 20:	公司机队资产市值排名第五(截至 25Q2 末)	11
图表 21:	中银航空租赁净利润远超可比公司	11
图表 22:	中银航空租赁 ROE 强于可比公司	11
图表 23:	公司营收以租赁租金收入为主	12
图表 24:	公司租赁租金收入稳健增长	12
图表 25:	公司融资租赁收入近年增速较高	12
图表 26:	公司飞机资产账面净值受俄乌冲突影响而波动	12
图表 27:	公司融资租赁应收款稳健增长	12
图表 28:	公司机队规模稳步扩张	13
图表 29:	公司机队利用率维持高位	13
图表 30:	25H1 公司主要机型中窄体机占比较高	13
图表 31:	经营性租赁净收益率边际回升	14
图表 32:	公司租约中超 90%为固定费率租约	14
图表 33:	租赁收入承诺实现率较高	14
图表 34:	公司平均剩余租期高于同业(年)	14
图表 35:	公司主要营业成本为折旧成本及财务费用	14
图表 36:	公司飞机资产折旧率维持较低水平	15
图表 37:	公司飞机减值水平较低	15
图表 38:	公司负债以中期票据及贷款为主	15
图表 39:	公司负债以固定利率为主	15
图表 40:	公司信用评级较高	15
图表 41:	公司资金成本偏低	15
图表 42:	公司平均资金成本与美国国债利率走势接近	16
图表 43:	公司主要项目预测	16
图表 44:	主要预测核心假设	17
图表 45:	可比公司估值表	17

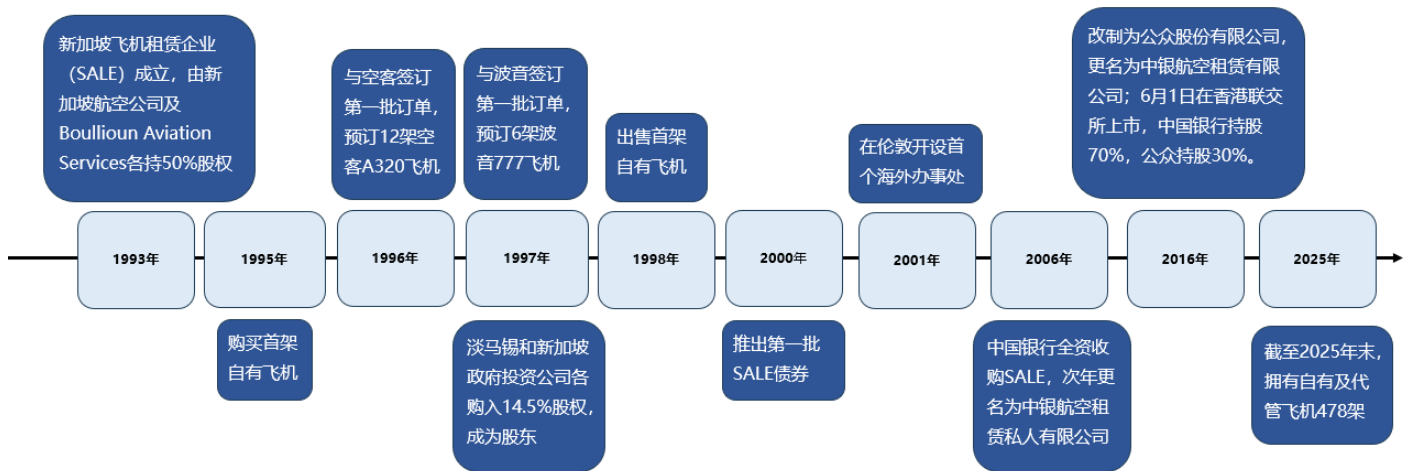


一、公司概况：经营稳健的航空租赁龙头，业绩恢复增长

1.1 发展历程：深耕行业三十余载的飞机租赁龙头

中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司，其前身为成立于1993年的新加坡飞机租赁企业（SALE）。1996年及1997年公司分别与空客、波音签订飞机订单，确立了以自有飞机为主的经营性租赁业务模式。2001年公司于伦敦设立首个海外办事处。2006年，中国银行全资收购 SALE，并于次年更名为中银航空租赁。2016年公司改制为公众股份有限公司并在港交所上市。截至2025年末，公司拥有自有和代管飞机478架以及已订购飞机337架，客户群覆盖46个国家和地区的87家航空公司。根据公司财报，2024年末，公司于全球飞机租赁公司中位列第五，亚太地区位列第一（按自有有机队价值计算）。

图表1：公司发展历程



来源：公司招股书，公司业绩推介材料，公司运营资料，国金证券研究所

1.2 高管团队：具备丰富行业经验及专业管理能力

公司股权结构集中，中国银行为第一大股东且为控股股东，截至25H1末，中国银行通过 Sky Splendor Limited 间接持股70%。作为实力强劲的央企银行，中国银行向公司提供无抵押循环贷款授信以支持飞机采购，并且给公司带来信用评级优势。

公司管理团队平均从业年限长，兼具金融与航空复合背景。董事长卓成文自1995年加入中国银行，管理经验丰富；首席执行官 Steven Townend 拥有34年银行及租赁业经验；首席商务官 Paul Kent 是飞机租赁公司 Amedeo 创始人之一，拥有29年飞机融资及租赁业经验；首席运营官 Thomas Chandler 拥有28年飞机租赁、融资及采购经验，并曾在法律、银行及航空领域工作。专业的高管团队为公司全球化经营提供了独特优势。

图表2：公司管理层兼具深厚的行业经验和专业化运营能力

姓名	年龄	职位	履历
卓成文	56	董事长、执行董事	于2025年10月获委任为执行董事、董事长。于2015年12月至2016年9月期间任公司董事，2016年6月至2016年9月期间任公司之非执行董事、战略及预算委员会主席及审计委员会委员。自1995年加入中国银行。卓先生于1995年毕业于北京大学，2005年获得美国纽约城市大学工商管理硕士学位。
Steven Matthew Townend	56	首席执行官、总经理、执行董事	自2024年1月担任董事、总经理兼首席执行官。于2001年加入公司并于2004年7月获任为首席商务官，2006年任副总经理，2020年10月起担任首席财务官。毕业于英国拉夫堡大学，获得银行与金融理学士（荣誉）学位。
文兰	47	首席财务官	自2025年3月起担任首席财务官，目前分管会计与报告部、董事会秘书部、财务规划与分析部、财务控制部、税务部、资金部以及结算部。

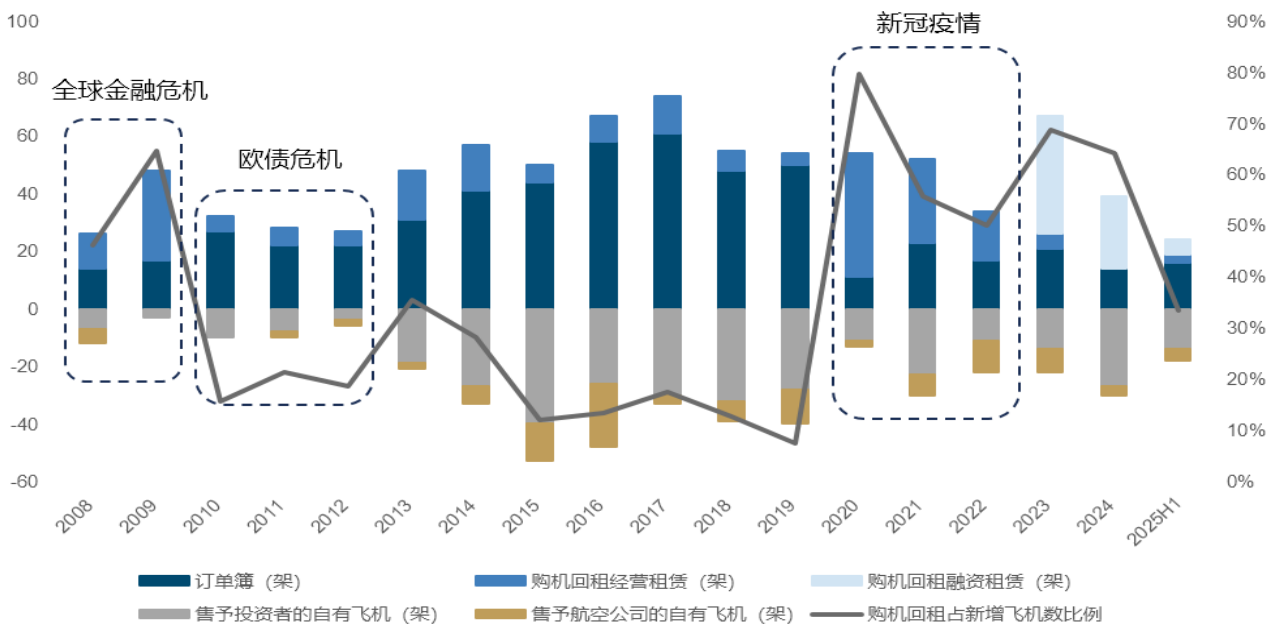


姓名	年龄	职位	履历
			1999年7月加入中国银行，2021-2024年间担任中国银行财务管理部副总经理。文女士获中国人民大学国际会计专业经济学学士学位、清华大学工商管理硕士学位。
Thomas Chandler	51	首席运营官	于2023年1月加入公司，目前分管法律与交易管理、技术、采购、发动机、企业事业和信息技术部门。Chandler先生毕业于英国斯旺西大学取得历史学（荣誉）学士学位，于英国西英格兰大学取得法律及法律实务研究生文凭。
Paul Kent	51	首席商务官	于2020年6月加入公司，分管全球飞机租赁业务。作为领导成员之一创办了航空业资产管理平台Doric，领导成立Amedeo并作为主要股东负责管理该公司所有商业活动，包括飞机租赁和出售、融资和投资、制造商关系以及公司主要飞机订单。毕业于英国剑桥大学，获管理学文学硕士（荣誉）学位。
钱晓枫	53	首席商务官（亚太及中东地区）	于2024年9月加入公司。于1993年加入中国银行，先后担任中银浙商产业基金管理（浙江）有限公司总经理、中国银行浙江省分行资金业务部总经理、公司业务部总经理。毕业于杭州大学（已与浙江大学合并）国际金融专业获经济学学士学位，毕业于伦敦城市大学卡斯商学院（现伦敦城市圣乔治大学贝叶斯商学院）获工商管理硕士学位。

来源：公司财报、公司官网、公司业绩推介材料，国金证券研究所

精准把握宏观环境拐点，管理层择机开展购机回租优化资产管理。公司主要通过订单簿（向波音、空客等客机制造商采购）或售后回租（向航空公司购买飞机后回租）两种途径获取飞机资产。其中订单簿为主要采购方式，但交付进度受制造商排产和产能波动影响；而在航空客运需求下行阶段，航空公司客户有改善现金流的需求，售后回租意愿显著上升。公司管理层于经济低迷期择机开展购机回租业务。2008年金融危机期间、2010-2012年欧债危机后以及2020年期间，公司通过购机回租获得资产占比显著提升，2020年达79.6%。管理层对于宏观经济拐点的准确把握以及灵活的择时策略是公司经营业绩维持韧性的关键所在。

图表3：管理层于经济低迷期择机开展购机回租



来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

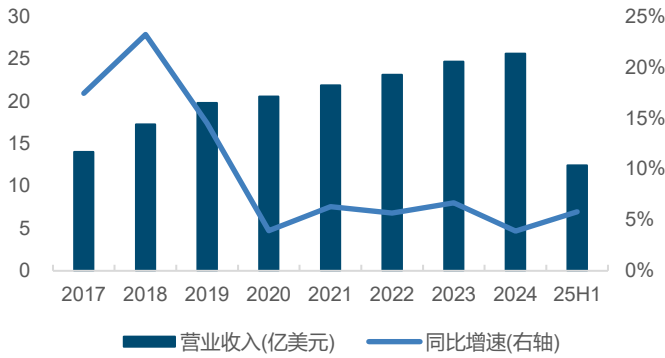
1.3 业绩概况：减值影响消退，业绩重回稳定增长

公司营业收入稳健增长，从2017年的14.0亿美元增长至2024年的25.6亿美元，复合增

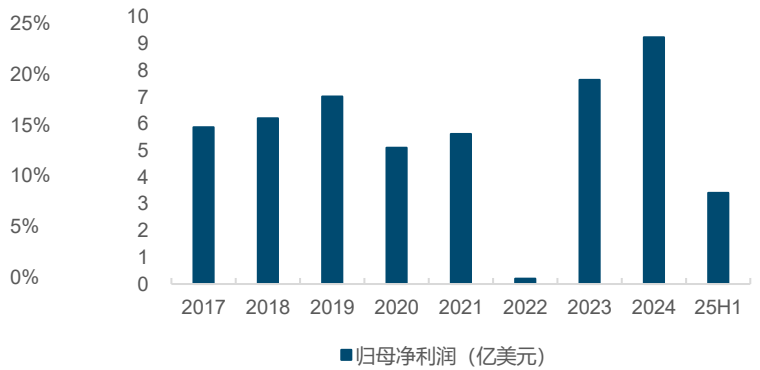


速 9%，25H1 实现营收 12.4 亿美元，同比增长 6%。归母净利润波动较大，主要是因为 2020 年客运需求下降导致公司利润承压。2022 年归母净利润显著下降 96%，主要是因为受俄乌冲突影响，公司对 17 架滞俄飞机计提减值，2023 年公司成功获得 11 架滞俄飞机保险理赔，2024 年收回 2 架飞机并拨回对应的减值准备，同时获得其他理赔款项，至此已全额收回 2022 年计提的减值损失。若剔除涉俄飞机影响，2024 年归母净利润 6.3 亿美元，同比增长 16%，25H1 归母净利润 3.4 亿美元，同比增长 20%。

图表4：公司营业收入逐年稳健增长



图表5：公司归母净利润受减值影响有波动

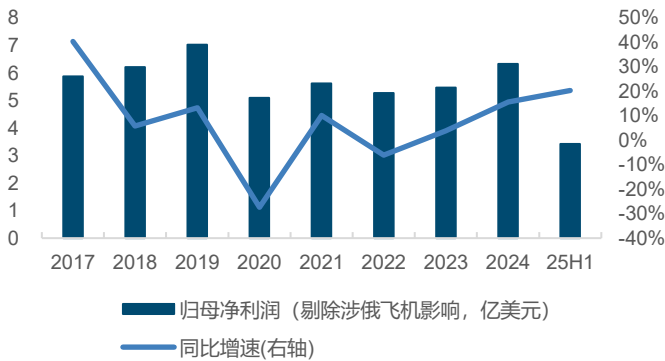


来源：公司财报，国金证券研究所

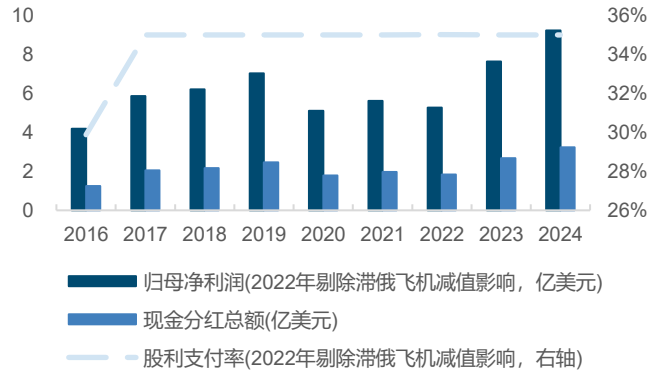
来源：公司财报，国金证券研究所

公司分红率稳定，除 2016 年上市首年分红比例稍低外，后续分红比例均保持在 35% 及以上。2022 年，受滞俄飞机减值计提影响，归母净利润同比下降 96% 至 0.2 亿美元，但公司坚持分红的稳定性，按剔除滞俄飞机减值影响后的归母净利润作为分红基数进行派息，维持 35% 的分红比例。

图表6：公司归母净利润（剔除涉俄飞机影响）及增速



图表7：公司分红率维持在 35% 以上



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，iFinD，国金证券研究所

二、行业概况：飞机价值及租金呈增长趋势，经营租赁渗透率有望提升

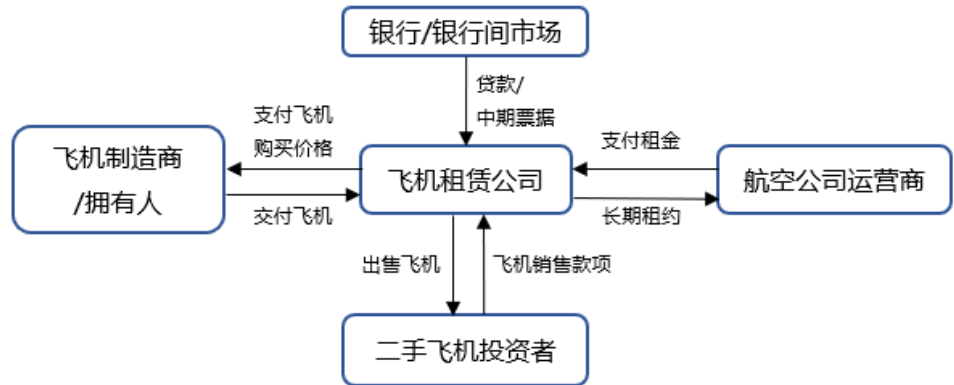
2.1 业务模式：经营性租赁模式灵活，渗透率提升

飞机租赁行业普遍采用经营性租赁方式开展业务，该模式下飞机的所有权归属于出租方（租赁公司），承租方（航空公司）仅拥有使用权。租赁公司作为产业链中连接资产与资金的融通中介，通过银行贷款或发行中期票据等方式获取低成本资金，继而向飞机制造商采购飞机，或从现有飞机所有人处购入二手飞机用于租赁。

在飞机交付后，租赁公司将使用权转移给承租方航空公司，后者需支付保证金与定期租金，并承担租赁期内飞机的运营、维修等相关费用，飞机所有权仍归属于租赁公司。租约期满后，承租方归还飞机，租赁公司可选择将其再次出租，或出售给航空公司及二手飞机投资者。经营性租赁将航空公司购机所需的大额资本性支出转化为周期性的租金支付，分散航空公司现金流压力，有效缓解机队扩张需求与资金约束之间的矛盾，且经营性租赁下承租方可以灵活签约或退租以调节运力，从而提升机队灵活性。



图表8：飞机经营性租赁商业模式



来源：公司招股书，国金证券研究所

对比经营性租赁与融资租赁模式，经营性租赁业务中租赁公司始终拥有飞机所有权，并在租约到期承担飞机残值风险。融资租赁业务下，所有权属于租赁公司，但租期满后航空公司可以以较低价格购买飞机，所有权发生转移。

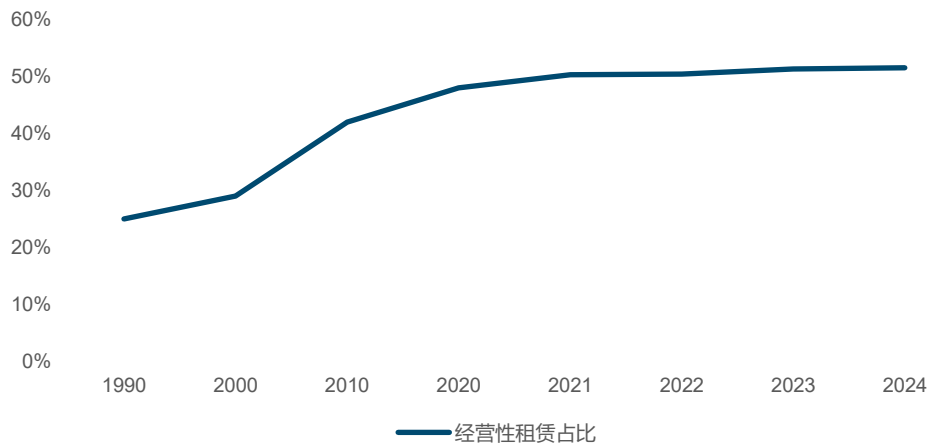
图表9：飞机经营性租赁与融资性租赁模式比较

	经营性租赁	融资租赁
飞机所有权	属于出租人	属于出租人，租期满后可购买飞机或自动成为飞机所有者，所有权发生转移
承租人目的	提高融资和机队规划灵活性；减少飞机剩余价值风险；偏向短期使用	取得资产；通过固定资产折旧进行节税
出租人角色	到期承担飞机剩余价值风险	仅提供融资，到期不承担飞机剩余价值风险
主要承租人	信用评级高、有资金管理需求或新成立的航空公司	现金储备多，或高盈利预期的航空公司

来源：公司招股书，国金证券研究所

对航空公司而言，经营性租赁使航司在优化资产负债结构的同时增强机队规划的灵活性，并有效规避飞机技术迭代和残值风险，实现更高效、轻量的机队运营。根据公司披露，客机经营性租赁渗透率已由2000年的29%提升至2024年的51.5%。展望未来，飞机供给改善速度滞后于航司运力扩张需求。随着航空出行需求持续回暖、航司现金流逐步改善，更多航空公司或将采取经营性租赁方式扩表，经营性租赁渗透率有望进一步提升。

图表10：经营性租赁客机占现有服役飞机总数比重不断上升



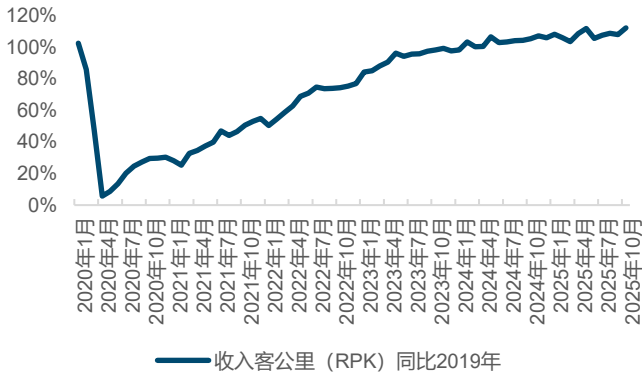


来源：公司业绩推介材料、渤海租赁年报、国金证券研究所

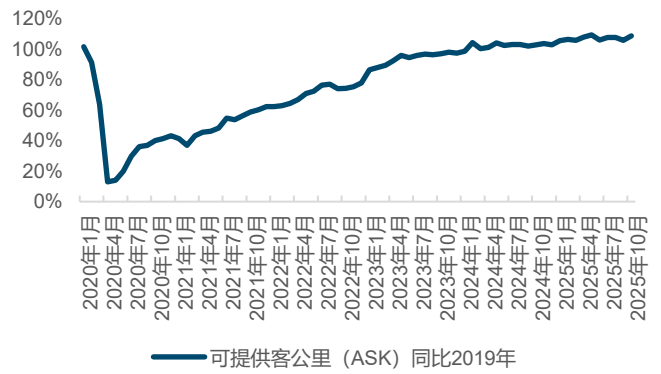
2.2 供需情况：飞机交付速度恢复缓慢，供给长期紧张

(1) 从需求端来看，终端出行需求回暖推动航空运力恢复。航空出行需求持续回暖，据国际航空运输协会 IATA 披露，2025 年 10 月全球航空业 RPK（收入客公里，反映客运量）同比增长 6.6%，为 2019 年 10 月的 112%。需求复苏推动航空公司同步加大运力投入，2025 年 10 月全球航空业 ASK（可提供客公里，反映航空公司运力投放）同比增长 5.8%，恢复至 2019 年同期的 109%。国内及国际航班需求回归增长轨道，带动新机采购及租赁需求。

图表 11：全球航空客运量超 2019 年同期



图表 12：全球航空客运运力投入已修复至 2019 年水平

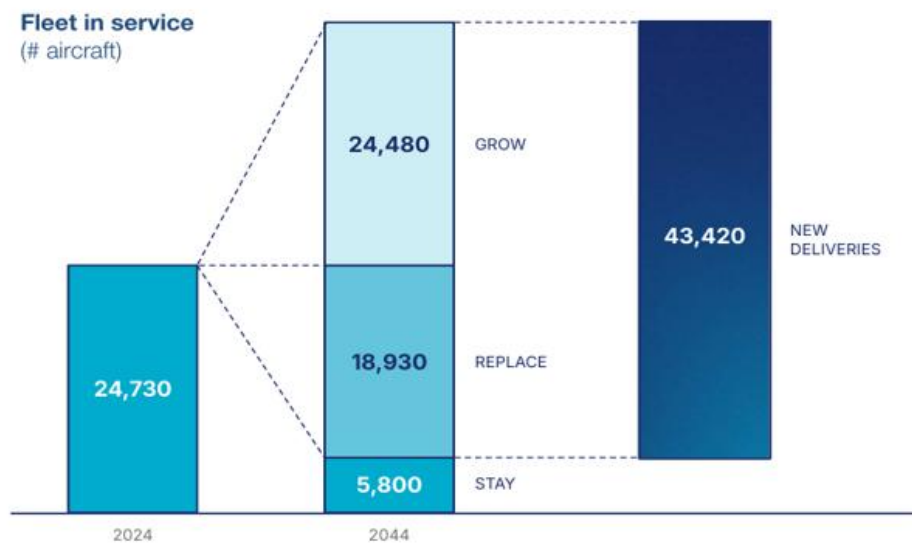


来源：IATA，国金证券研究所

来源：IATA，国金证券研究所

未来对飞机的需求可以分为替换现有服役飞机以及新增飞机两部分。①替换需求源自租赁公司与航空公司对机队年轻化和技术升级的持续追求。对租赁公司，维持较低的机队机龄有助于提升客户吸引力、增强资产价值，并增强在租约到期后的资产处置灵活性。对航空公司，新一代飞机在燃油经济性、减排性能和运营维护成本方面优于旧机型，也能更好契合环保法规。②新增需求受益于航空运输量长期稳定增长。在航空出行需求持续回暖、油价进入下行通道、美元汇率走弱等多重利好下，航空公司盈利能力有望改善，从而推动其通过直接采购或经营性租赁等方式持续扩充机队规模。根据空客预测，2025-2044 年会新增 43,420 架飞机需求，其中替换、新增需求分别为 18,930 架、24,480 架。

图表 13：空客预测未来 20 年飞机需求体量较大



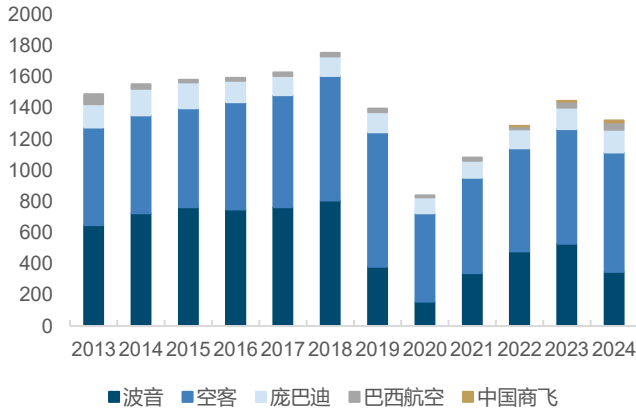
来源：空客全球航空业市场预测，国金证券研究所

(2) 从供给端来看，飞机交付速度恢复缓慢，供给水平在历史上属于偏低位。受 2019 年波音 737MAX 停飞及新机暂停交付、空客 A320NEO 系列飞机延迟交付等因素影响，当年飞机交付量较 2018 年显著下降。2020 年，新一代客机交付出现大面积推迟。2024 年 1 月，

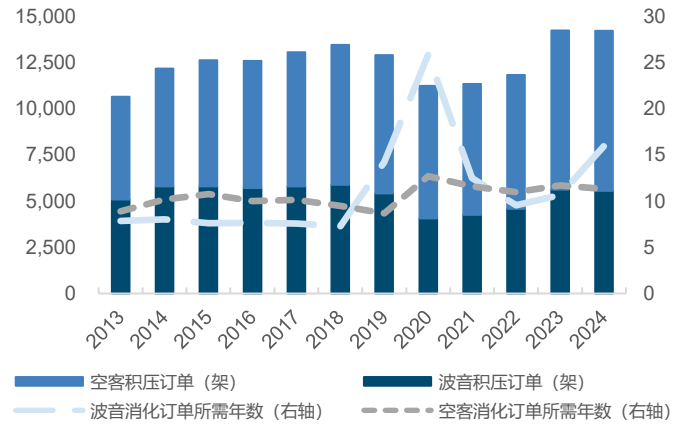


美国阿拉斯加航空波音 737 MAX 9 机型发生“掉门”事件，导致该型号全球停飞及后续交付延缓。截至 2024 年末，全球主要客机交付数量仅恢复至 2018 年高点的约 75%。波音、空客两大主要制造商均有大量在手订单积压。公司预计至 2027 年将有累计超 5,000 架飞机未能生产交付，预计飞机及飞机租赁市场供不应求的局面仍将长期持续。

图表14：全球主要客机厂商交付情况（架）



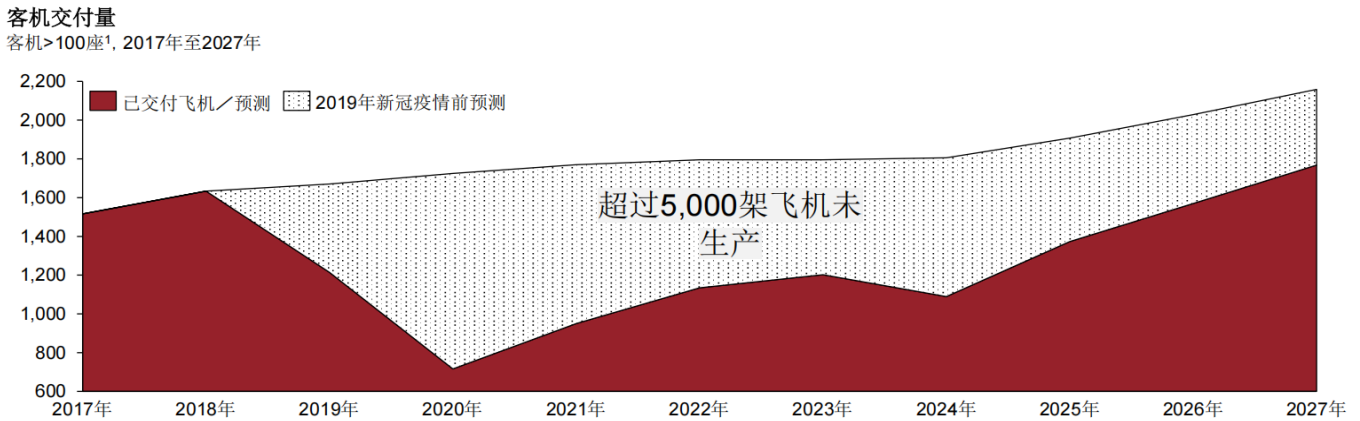
图表15：空客、波音积压订单消化所需年数较长



来源：各公司财报，国金证券研究所 注：仅包含窄体、宽体客机。

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表16：飞机供应仍十分紧张、缺口较大

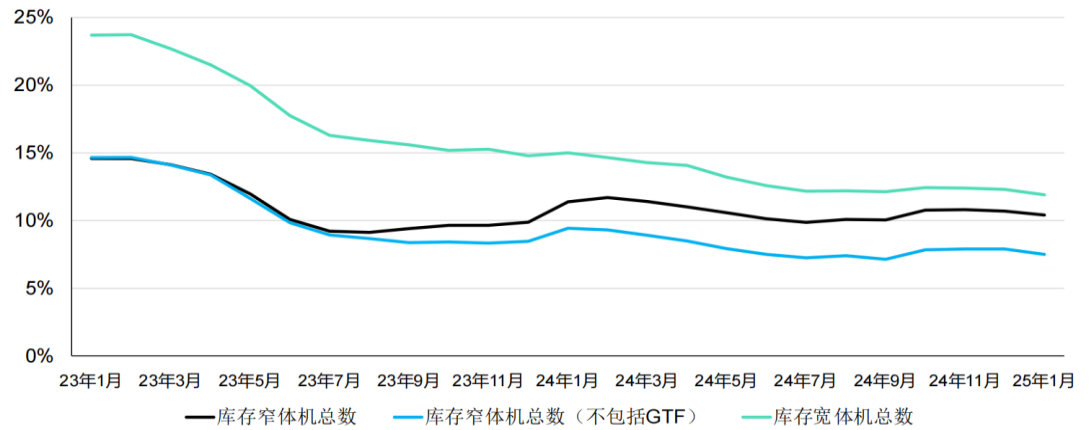


来源：公司业绩推介材料（2024年），国金证券研究所

航空市场复苏以来，宽体机、窄体机停场比例均持续下降，截至 25 年 1 月，两类机型停场占比均已下降至略高于 10% 的水平。随着库存客机逐渐重返运营，航司通过调节停场飞机应对需求波动的灵活性将有所下降。这也使得行业运力供给更加依赖于新飞机的交付，从而进一步凸显供给端生产与交付瓶颈。



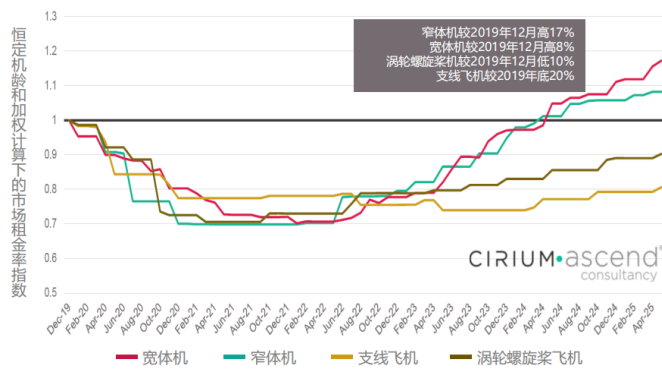
图表17: 离场飞机占比持续下降



来源: 公司业绩推介材料, 国金证券研究所

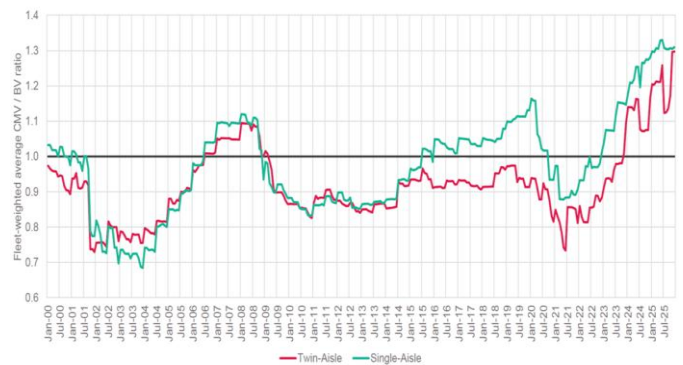
供需失衡情况下, 飞机供应短缺持续推高客机估值及各机型租金。根据公司披露, 宽体、窄体机当前市场价值/基础价值比率持续抬升, 宽体、窄体客机租金均已超越 2019 年底水平。展望未来, 在供不应求的情况下飞机资产价值及租金均有望继续增长。

图表18: 各机型租金持续走强



来源: 中国飞机租赁业绩推介材料, Cirium, 国金证券研究所

图表19: 宽体、窄体飞机市场价值持续上行



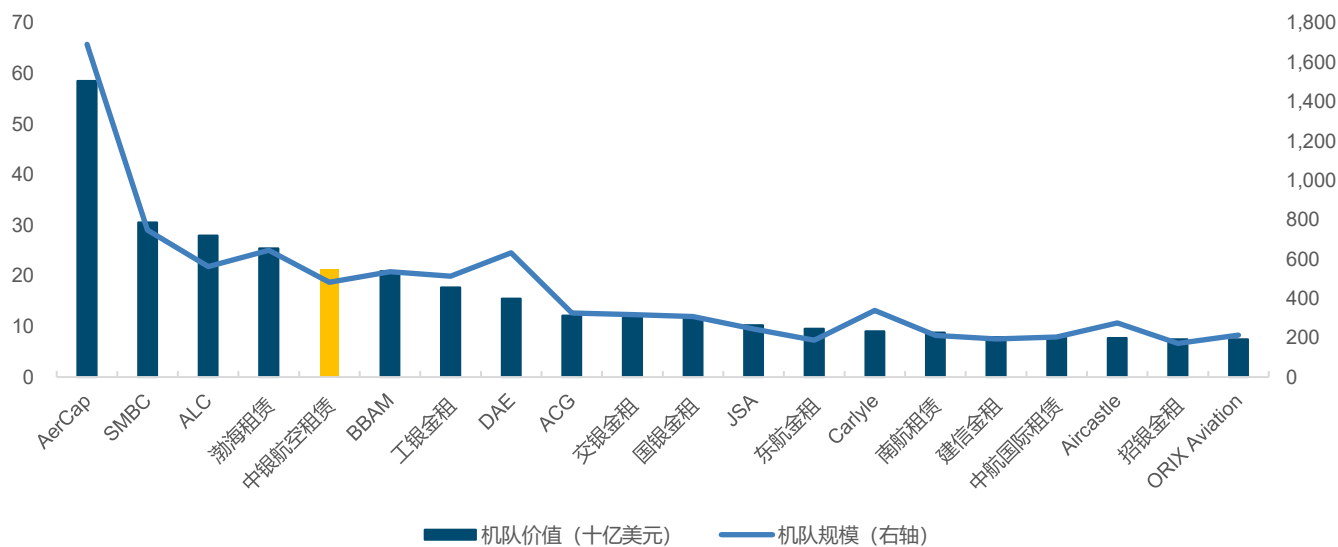
来源: 公司业绩推介材料, Cirium, 国金证券研究所

2.3 竞争格局: 飞机租赁商集中度较高, 公司排名全球第五

从竞争格局来看, 飞机租赁的集中度较高。根据 Cirium 披露的数据计算, 截至 25Q2 末, 全球飞机租赁商机队价值、机队规模 CR5 分别为 34%、30%。中银航空租赁的机队资产市值排名第五, 机队规模 (架) 排名第六。



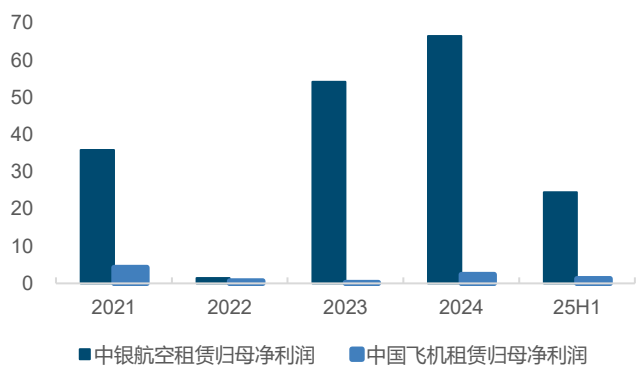
图表20：公司机队资产市值排名第五（截至 25Q2 末）



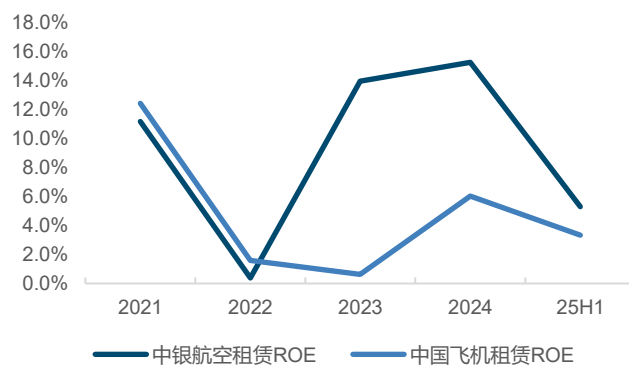
来源：Cirium，国金证券研究所 注：2025 年 9 月 2 日 SMBC 所有者住友集团宣布并购 ALC，若并购成功实施则航空租赁市场排名将产生变化。

中国飞机租赁是中银航空租赁的直接可比公司，且同在港交所上市。根据 Cirium 披露的数据，25Q2 末中国飞机租赁的机队资产市值及飞机组合架数分别排名第 23、25。25H1，公司归母净利润约 24 亿人民币，中国飞机租赁归母净利润约 1.3 亿人民币，公司 ROE（未年化）为 5.3%，中国飞机租赁 ROE 为 3.3%，公司的规模、盈利能力均强于中国飞机租赁。

图表21：中银航空租赁净利润远超可比公司



图表22：中银航空租赁 ROE 强于可比公司



来源：wind，国金证券研究所 注：人民币亿元。

来源：wind，国金证券研究所 注：25H1 为未年化值。

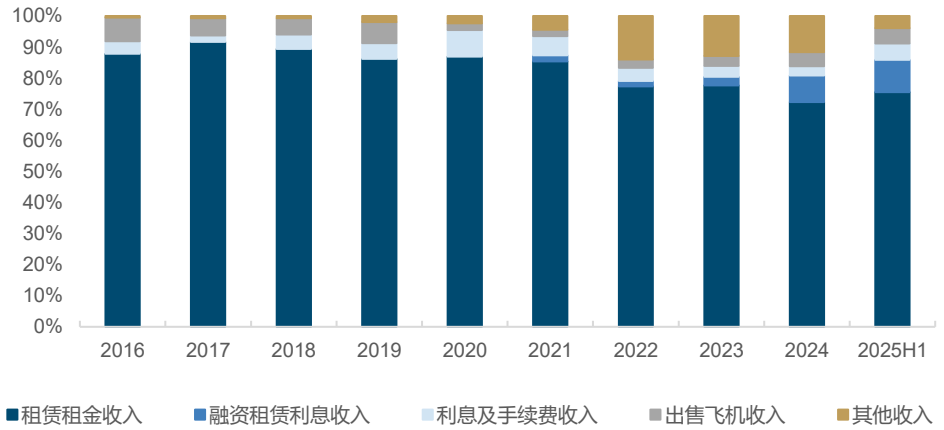
三、公司优势：收益率提升、机队利用率高，成本率有望进一步下行

3.1 收入及资产端：收益率边际回升叠加机队规模扩大，租金收入稳健增长

分业务来看，25H1 公司租赁租金收入（经营性租赁业务）占比 75%，融资租赁利息收入（融资性租赁业务）占比 10%，其他利息及手续费、出售飞机收入、其他收入占比分别为 5%/5%/4%，经营性租赁的租金收入是核心收入来源。



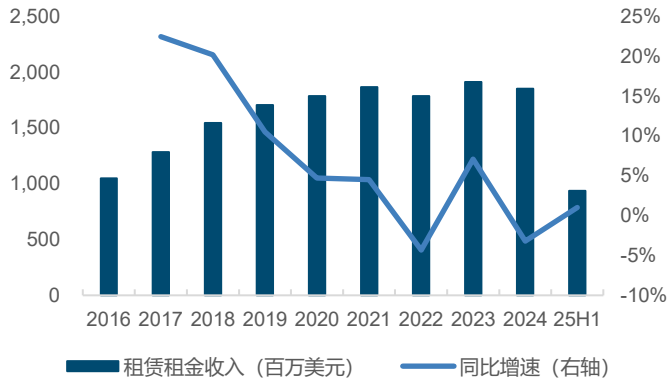
图表23: 公司营收以租赁租金收入为主



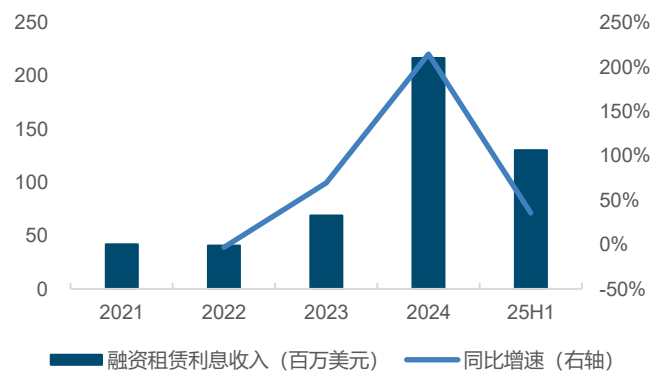
来源: 公司财报, 国金证券研究所

因购机回租开展融资租赁业务规模扩张以及此前基数较低, 近年来融资租赁利息收入增速高于租赁租金收入增速, 但整体收入规模仍远小于主业经营租赁业务带来的租赁租金收入。

图表24: 公司租赁租金收入稳健增长



图表25: 公司融资租赁收入近年增速较高

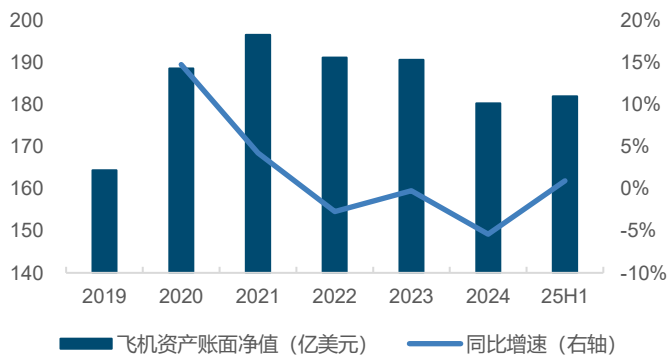


来源: 公司财报, 国金证券研究所

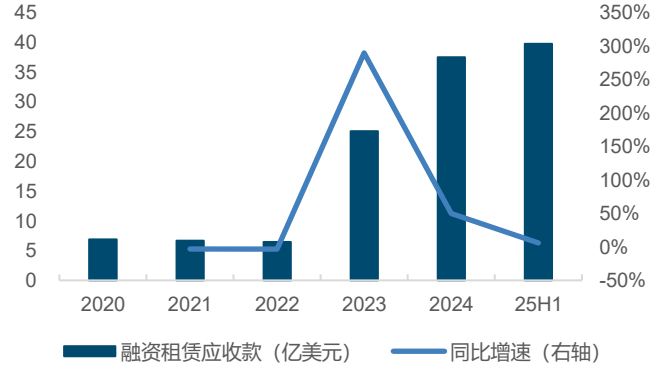
来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司飞机资产账面净值及融资租赁应收款稳步扩张。2021年后飞机资产账面净值有所下行, 主要是涉俄飞机计提减值、公司加大购机回租所致。2023年融资租赁应收款增速较高主要是分类做融资租赁的飞机数量显著增加所致。公司运营能力强, 经营性、融资性业务的规模扩张均受益于机队规模扩张及较高的利用率。

图表26: 公司飞机资产账面净值受俄乌冲突影响而波动



图表27: 公司融资租赁应收款稳健增长



来源: 公司财报, 国金证券研究所

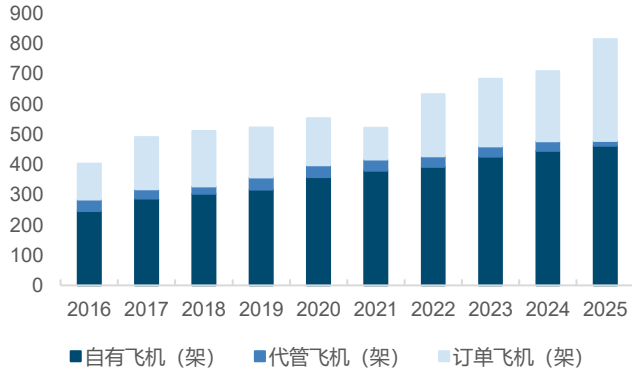
来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司机队规模稳步扩张, 利用率高。截至2025年末, 公司自有、代管、订单飞机数分别

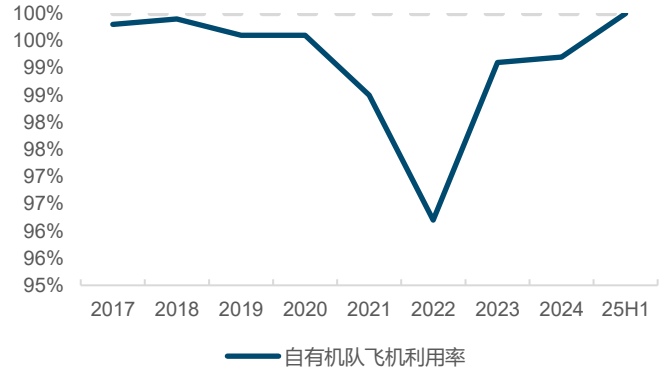


为 462 架、16 架、337 架，主要为空客 A320NEO 及波音 737-8/9 系列等新技术单通道飞机。从机型看，25H1 流动性更好的窄体机占公司飞机资产的 80.5%，宽体客机、货机和发电机分别占 16.1%、3.3%，且以最新技术飞机为主。利用率方面，除去受俄乌战争影响等时间段，飞机的利用率均在 99% 以上。

图表28：公司机队规模稳步扩张



图表29：公司机队利用率维持高位



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司业绩推介材料，国金证券研究所

图表30：25H1 公司主要机型中窄体机占比较高



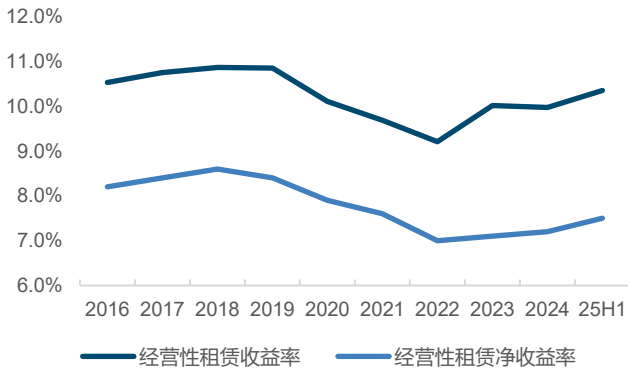
来源：公司财报，国金证券研究所

租赁业务收益率边际回升，叠加机队规模扩大因素，二者共同支撑租赁租金收入增长。2020-2022 年全球航空业运行低迷，公司租赁收益率有所下滑，2023 年以来已重回上升通道。25H1 经营性租赁租金收益率（年化经营租赁租金收入除以飞机平均账面净值，包括持作待售的飞机资产）、经营性租赁净收益率（按经营租赁租金收入减去分配予经营租赁租金收入的财务费用，再除以飞机平均账面净值）分别回升至 10.3%、7.5%。全球航空业需求持续增长支撑租金上行，租赁收益率有望继续提升。

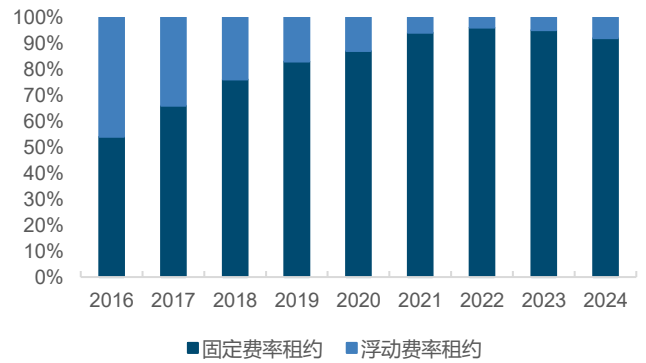
公司租约以固定费率为主，租赁收入承诺实现率较高，业绩可预期性强。公司固定费率租约占比达 92%，相关合约租赁收益率不会受到宏观利率下行影响，租金收入稳定性较强。2024 年租赁收入承诺实现率为 101.6%，除 2021 年因飞机交付延迟影响部分收入实现外，近年公司租赁收入承诺实现率均在 97% 以上，业绩可预测性较好。从平均剩余租期来看，25H1 公司平均剩余租期为 7.9 年，与 2024 年持平，虽较 2023 年小幅下滑但仍处于行业领先水平，未来业绩可持续性较强。



图表31: 经营性租赁净收益率边际回升



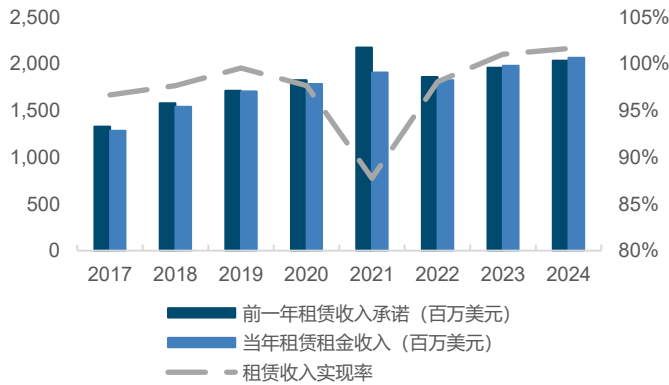
图表32: 公司租约中超 90%为固定费率租约



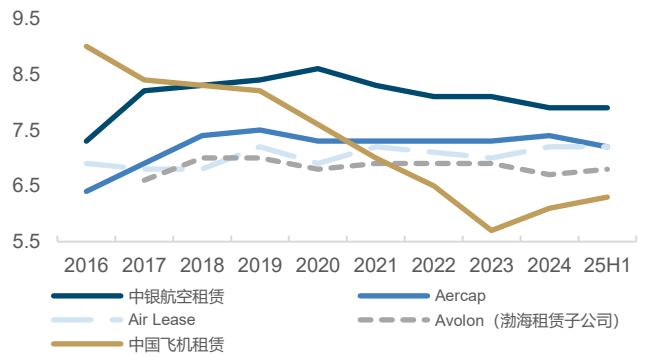
来源: 公司财报, 公司业绩推介材料, 国金证券研究所 注: 经营租赁收益率=经营租金收入/飞机平均账面净值, 25H1 为年化值。经营租赁净收益率=(经营租赁租金收入减去分配予经营租赁租金收入的财务费用)/飞机平均账面净值

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表33: 租赁收入承诺实现率较高



图表34: 公司平均剩余租期高于同业 (年)



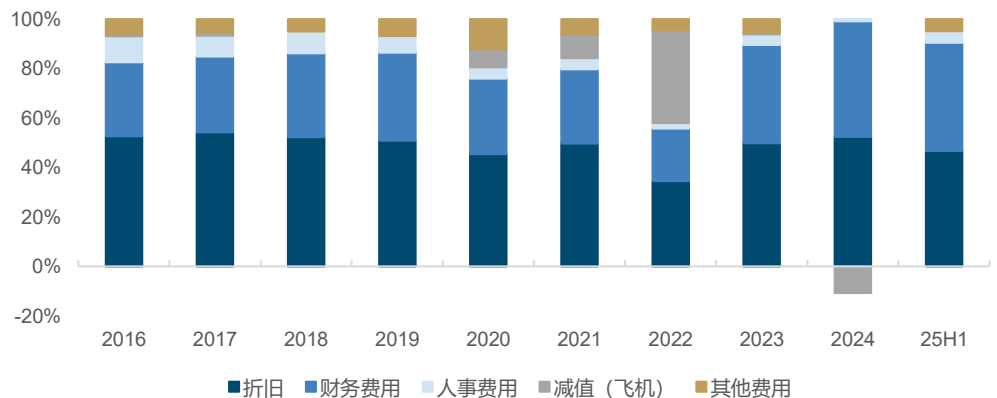
来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 租赁收入承诺包含不可撤销经营性租赁协议最低应收款项、尚未交付飞机的租赁应收款项和待收取融资租赁款项。此处租金收入包括经营性及融资性租赁业务的收入。

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

3.2 负债及成本端: 高信用评级及美联储降息带来成本优势

从成本费用拆分来看, 公司主要的成本费用为折旧 (主要是飞机折旧) 及财务费用 (主要是融资成本), 25H1 两项占比分别为 47%/44%。2022 年成本费用结构与往年差异较大, 主要是因为涉俄飞机导致大规模计提减值。

图表35: 公司主要营业成本为折旧成本及财务费用



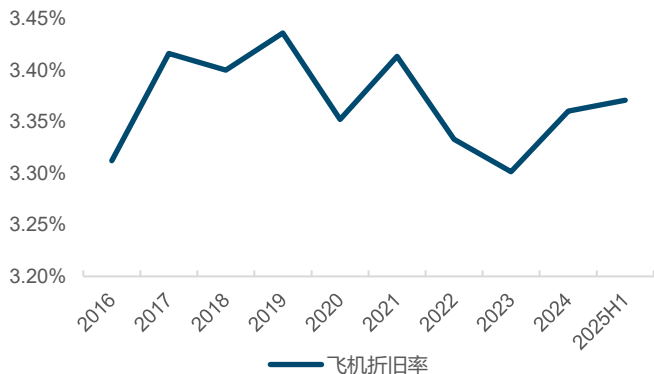
来源: 公司财报, 国金证券研究所



折旧方面，公司对飞机采取 25 年减飞机机龄以直线法进行折旧，从实际折旧率来看，公司折旧率维持在 3.3%-3.4% 左右。减值方面，2022 年计提 17 架滞俄飞机减值 7.91 亿美元导致当年计提减值较高，其余年份均维持在较低水平。

图表36：公司飞机资产折旧率维持较低水平

图表37：公司飞机减值水平较低



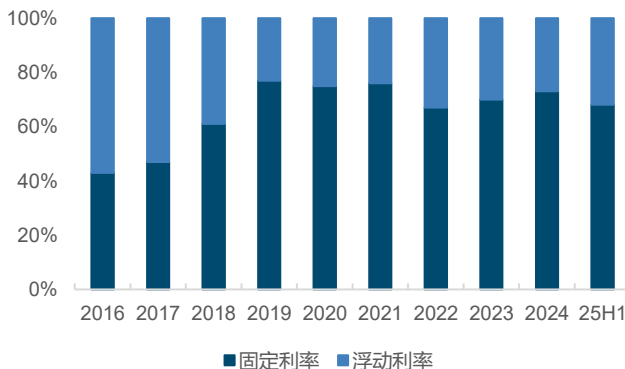
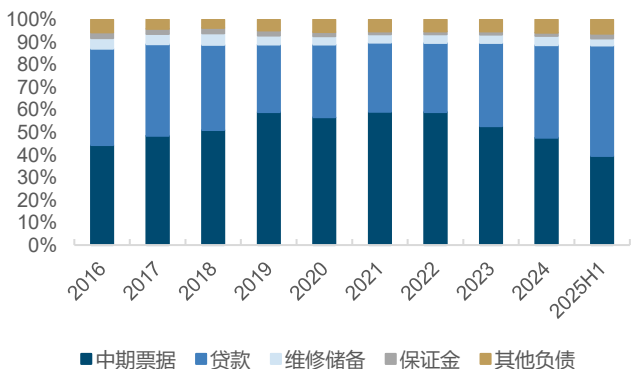
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

负债端，公司主要通过中期票据及贷款进行融资，固定利率债务占比较高。25H1 末公司中期票据为 75.5 亿美元，占总负债 39.6%；贷款余额为 93.3 亿美元，占总负债的 48.9%，合计占比 89%。公司的债务中，固定利率负债占比较高，约 70%。中银集团已向公司提供总计 35 亿美元的无抵押循环贷款额度，于 26 年末到期，25H1 末有 27 亿美元尚未动用。背靠中国银行大股东，公司具备信用评级优势，25H1 惠誉评级为 A-。与部分同业相比，公司资金成本较低，25H1 公司披露的平均资金成本为 4.6%。

图表38：公司负债以中期票据及贷款为主

图表39：公司负债以固定利率为主



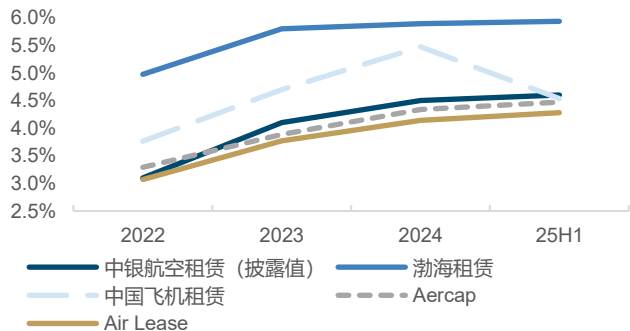
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

图表40：公司信用评级较高

图表41：公司资金成本偏低

公司	惠誉评级	公司	惠誉评级
中银航空租赁	A-	AerCap	BBB+
交银金租	AAA	SMBC	BBB+
国银金租	A	ACL	BBB
工银金租	A	DAE	BBB



来源：惠誉，各公司官网，国金证券研究所 注：中银航空租赁、DAE、国银金租、交银金租为 25H1 值，其余为 2024 年值。

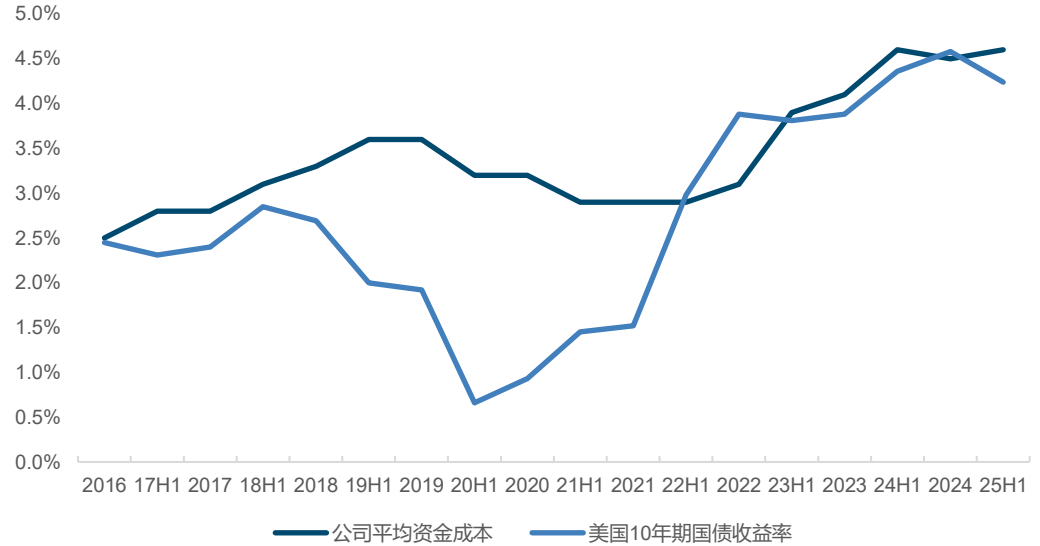
来源：各公司财报，国金证券研究所 注：除中银航空租赁采用披露值外，其他根据各公司财务费用及计息负债测算所得，各公司的负债分类口径不完全相同。



测算结果供参考，若中银航空租赁使用测算值则更低。

公司多数负债以美元计价，资金成本变化与美国 10 年期国债利率走势接近。2022 年美联储启动加息周期以来，公司披露的平均资金成本由 2021 年的 2.9% 逐步上行至 25H1 的 4.6% 的高位。12 月的美联储议息会议上，美联储决定把基准利率下调至 3.5%—3.75%，是年内第三次降息，累计降息 75bps，公司的浮动利率部分负债的成本有望降低。

图表42：公司平均资金成本与美国国债利率走势接近



来源：公司业绩推介材料，wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计 2025–2027 年公司营业总收入分别为 25.7/27.5/29.4 亿美元，同比增速分别为 0.7%/6.7%/7.0%；归母净利润分别为 7.5/8.5/9.5 亿美元，同增速分别为-19%/13%/13%。主要项目预测如下：

图表43：公司主要项目预测

	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
租赁租金收入 (亿美元)	19.11	18.50	9.37	19.21	20.31	21.57
YoY	7.1%	-3.2%	1.0%	3.9%	5.7%	6.2%
融资租赁利息收入 (亿美元)	0.69	2.17	1.30	2.74	3.09	3.46
YoY	69.4%	214.5%	35.6%	26.2%	13.1%	11.9%
其他利息及手续费收入 (亿美元)	0.86	0.76	0.65	1.29	1.57	1.81
YoY	-10.3%	-11.3%	79.6%	69.2%	21.4%	15.2%
出售飞机收入 (亿美元)	0.78	1.18	0.60	1.40	1.33	1.35
YoY	21.9%	51.1%	8.0%	19.1%	-5.3%	2.1%
其他收入 (亿美元)	3.17	2.97	0.49	1.10	1.16	1.18
YoY	-1.4%	-6.5%	-15.6%	-62.9%	5.0%	2.0%
营业总收入 (亿美元)	24.61	25.57	12.42	25.74	27.46	29.38
YoY	6.7%	3.9%	5.8%	0.7%	6.7%	7.0%
归母净利润 (亿美元)	7.64	9.24	3.42	7.47	8.46	9.52
YoY	3708.1%	20.9%	-25.8%	-19.1%	13.2%	12.6%

来源：公司财报，国金证券研究所



(1) 租赁租金收入：预计随着飞机稳步交付，公司飞机账面净值有望稳健增长，假设 25-27 年飞机账面净值分别为 187/198/208 亿美元，同比增长 4.0%/5.4%/5.0%。航空业供需仍处于供不应求的状态，租金价格有望上行，假设 25-27 年公司经营租赁收益率为 10.5%/10.6%/10.7%。

(2) 融资租赁利息收入：与经营性租赁业务增长逻辑类似，假设 25-27 公司融资租赁应收款有望稳健增长 13%/12%/11%，规模分别为 42/48/53 亿美元，融资租赁收益率分别为 6.85%/6.87%/6.88%。

(3) 出售飞机收入：为保持机队平均机龄维持较低水平，预计公司每年继续稳定出售部分飞机高机龄飞机，假设 25-27 年出售自有飞机数量均为 35 架。

(4) 其他收入：2025E 其他收入大幅下降主要是因为 2024 年公司获得涉俄飞机的保险理赔，基数较高，预计 2026-2027 年小幅增长。

(5) 折旧：公司折旧率一直稳定保持在 3.3%-3.4% 的较低水平，假设 25-27 年公司折旧率稳定在 3.36%。

(6) 财务成本：公司 25H1 负债中固定利率负债占比为 68%，在美联储降息的背景下（2025 年下半年降息 3 次，且未来仍有降息可能），浮动利率部分负债成本有望下行，假设 25-27 年平均资金成本为 4.56%/4.53%/4.43%。

图表44：主要预测核心假设

	2023	2024	25H1	2025E	2026E	2027E
飞机资产账面净值（亿美元）	190.54	180.22	181.89	187.49	197.58	207.54
经营租赁收益率	10.0%	10.0%	10.3%	10.5%	10.6%	10.7%
融资租赁应收款（亿美元）	25.04	37.46	39.72	42.43	47.65	52.97
融资租赁收益率	4.38%	6.94%	6.75%	6.85%	6.87%	6.88%
出售飞机数量（架）	20	29	18	35	35	35
折旧率	3.30%	3.36%	3.37%	3.36%	3.36%	3.36%
平均资金成本	4.10%	4.50%	4.60%	4.56%	4.53%	4.43%

来源：公司财报，国金证券研究所 注：经营租赁收益率、平均资金成本为公司披露值，融资租赁收益率、折旧率为根据财报数据测算值。

4.2 投资建议与估值

我们采用可比估值法进行估值（市净率法），选取 AERCAP、中国飞机租赁、渤海租赁等专注飞机租赁业务的公司作为可比公司，可比公司 26 年平均 PB 为 0.9 倍。行业供不应求有望推动飞机价值、租金价格上行，公司自身拥有较高的经营效率、较低的融资成本等优势，且 ROE 高于中飞租赁、渤海租赁，我们给予公司 2026 年 1.15 倍 PB，对应目标价 95.11 港元（USDHKD：7.80），首次覆盖给予“买入”评级。

图表45：可比公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价 (原始币种)	BPS (23A)	BPS (24A)	BPS (25E)	BPS (26E)	BPS (27E)	PB (25E)	PB (26E)	PB (27E)
1848.HK	中国飞机租赁	4.75	5.82	5.68	6.27	7.05	8.83	0.76	0.67	0.54
AER.N	AERCAP	141.84	81.92	92.00	111.43	121.70	133.19	1.27	1.17	1.06
000415.SZ	渤海租赁	4.05	4.79	5.09	4.91	5.21	5.60	0.82	0.78	0.72
	平均值							0.95	0.87	0.78
2588.HK	中银航空租赁	81.75	8.28	9.17	9.81	10.61	11.50	1.07	0.99	0.91

来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所 注：收盘价截至 2026 年 1 月 15 日，中国飞机租赁、中银航空租赁收盘价单位为港元，AERCAP 收盘价单位为美元，渤海租赁收盘价单位为人民币。中国飞机租赁 BPS 单位为港元，AERCAP、中银航空租赁 BPS 单位为美元，渤海租赁 BPS 单位为人民币。除中银航空租赁 BPS 为国金证券研究所预测外，其余均为 wind、bloomberg 一致性预期。

五、风险提示

- 1、航空需求恢复不及预期：若宏观经济大幅下行，出行需求下降，可能导致航空公司飞机租赁需求下降或恢复不及预期，从而导致公司订单减少、租金下降。
- 2、利率波动风险：公司债务成本与美国国债收益率走势挂钩，若美联储降息节奏显著放



缓或进入加息周期，则可能带来负债成本率上行的压力。

3、地缘政治风险：地缘政治因素可能导致公司飞机资产滞留他国及引发资产减值；若国际贸易摩擦加剧，飞机制造供应链受阻，公司飞机采购计划或受影响。


附录：报表预测摘要

资产负债表表 (美元百万元)						损益表 (美元百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	20,765	20,131	21,388	22,883	24,389	租赁租金收入	1,911	1,850	1,921	2,031	2,157
融资租赁应收款项	2,504	3,746	4,243	4,765	5,297	融资租赁利息收入	69	217	274	309	346
贸易应收款项	117	105	108	110	112	其他利息及手续费收入	86	76	129	157	181
其他应收款项	349	340	347	354	361	出售飞机收入	78	118	140	133	135
短期存款	309	418	459	468	478	其他收入	317	297	110	116	118
现金及银行结余	84	254	259	264	269	营业总收入	2461	2557	2,574	2,746	2,938
资产总额	24,170	25,053	26,848	28,889	30,952	物业、厂房及设备折旧	(795)	(794)	(787)	(812)	(842)
贸易及其他应付款项	167	206	210	214	219	财务费用	(636)	(710)	(735)	(754)	(772)
贷款及借款	16,510	16,574	17,187	17,677	18,862	飞机减值 (减值拨回)	(9)	164	(4)	(4)	(9)
保证金	186	177	273	278	284	其他费用	(160)	(177)	(169)	(181)	(195)
维修储备金	693	753	768	783	799	营业总成本	(1601)	(1518)	(1695)	(1751)	(1817)
递延收入	163	187	190	194	198	税前利润	861	1,039	879	995	1,120
负债总额	18,421	18,690	20,037	21,528	22,972	所得税费用	(97)	(116)	(132)	(149)	(168)
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158	净利润 (无少数股东权益)	764	924	747	846	952
未分配利润	4,582	5,179	5,665	6,214	6,833	核心指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
权益总额	5,748	6,363	6,811	7,361	7,980	营业收入增长率	6.68%	3.90%	0.67%	6.67%	6.98%
权益及负债总额	24,170	25,053	26,848	28,889	30,952	净利润增长率	3708.09%	20.90%	-19.08%	13.17%	12.60%
						每股收益 (美元)	1.10	1.33	1.08	1.22	1.37
						每股净资产 (美元)	8.28	9.17	9.81	10.61	11.50

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究