

非银金融

2026年04月15日

渤海租赁 (000415)

——聚焦飞机租赁主业，开启业绩筑底回升新周期

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2026年04月15日

收盘价(元)	4.50
一年内最高/最低(元)	5.60/2.83
市净率	1.0
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	24,268
上证指数/深证成指	4,027.21/14,498.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年09月30日

每股净资产(元)	4.67
资产负债率%	83.91
总股本/流通A股(百万)	6,185/5,393
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

罗钻辉 A0230523090004

luozh@swsresearch.com

金黎丹 A0230525060004

jinld@swsresearch.com

闫海 A0230519010004

yanhai@swsresearch.com

联系人

金黎丹 A0230525060004

jinld@swsresearch.com

- **从“飞机租赁+集装箱”双主业转而聚焦高景气的飞机租赁业务，成为A股纯正飞机租赁标的。**渤海租赁的战略主线已从早期依托股东体系和海外并购实现快速扩张，迈向出售集装箱业务、盈利重心聚焦高景气飞机租赁主业的新阶段。公司已完成“业绩筑底”，26年基本面迎来明确拐点（20-22年累计归母亏损超100亿元，23年实现扭亏，25年核心主业净利润yoy+29%）。
- **管理层变更与开启回购释放底部区间信号，彰显公司治理信心。公司围绕“聚焦飞机租赁主业、修复资产负债表、重建资本市场信任”展开系统性再定价工程。**1) 管理层变更：第十届董事会届满后，董事长交由航空产业背景深厚的人员，更好匹配飞机租赁主业。2) 渤海租赁回购：公司拟回购3-5亿元股份（对应总股本0.66-1.1%），后续将出售/亦可用于员工持股计划/股权激励，回购价上限较公告日收盘价+71%；2) 核心子公司回购：Avolon拟在1Q26实施6亿美元等比例回购，渤海租赁回笼4.2亿美元的同时不丧失70%控制权。
- **飞机租赁行业Beta：行业进入“需求恢复已兑现、供给修复显著滞后、资产价格与租金同步抬升”的高景气周期。**需求端：全球航空客运量已整体超过2019年水平，亚太、中东、拉美等高增长区域仍在贡献更高的需求斜率。供给端：受制于两大寡头制造商交付不足，积压订单量维持在历史高位，产能释放与订单需求之间出现明显错配。**飞机资产升值：**飞机平均交付周期被拉长至10年以上，供需问题难以在短期内解决，运力稀缺性推动飞机租金、飞机处置价值与租赁渗透率同步抬升。
- **公司Alpha：资负两端共振构筑护城河。Alpha1-资产端：高集中度格局下公司获取飞机能力更强。**租赁商业模式决定了资产扩表是核心，高集中度意味着头部租赁商扩表更强。目前世界飞机保有CR3超过50%，渤海租赁作为全球第二大飞机租赁商（公司口径），2025年末订单规模位于市场首位。同时，公司通过“卖旧”+“并购”策略在供给不足的高流动性周期中实现持续扩表、优化资产结构。强劲的订单簿+并购能力为公司未来资产周转和租金提升提供了充足弹性。**Alpha2-资产端：更多的窄体机数量、更聚焦亚太市场，公司飞机资产价值相对更高。**机龄、机型、客户所处的市场，以上3个因素共同锁定公司飞机资产价值。**机龄：**公司过去由于机队规模庞大，平均机龄略高于可比同业均值；但是2025年渤海租赁通过收购机队更年轻的CAL、出售老旧飞机，从而有效优化机队结构，更庞大机队规模下，公司机队平均机龄并不落后同业。**机型：**渤海租赁自有飞机中窄体机绝对数量行业领先（仅次于Aercap）。**地区覆盖：**相同飞机资产在亚太、中东这类高增长的区域，天然具备更高定价和更强议价能力，渤海租赁亚太地区飞机资产占比48%，可比同业中领先。**Alpha3-负债端：出售低毛利率&高负债成本的集装箱业务回笼资金，立竿见影地缓解财务压力；美联储降息预期+Avolon评级上调，推动负债成本拐点显现。**
- **投资建议分析：首次覆盖，给予“买入”评级，26E目标价6.14元。**我们预计公司25-27E归母净利润分别为-3.7、29.9、35.6亿元，同比分别转亏、扭亏为盈、+19%。公司出清集装箱业务后聚焦景气度高的飞机租赁行业，收入端资产收益率和成本端财务费用均有明确改善趋势，且公司将成为A股纯正的飞机租赁公司，具备一定稀缺性。可比公司估值法下PB均值1.06x，以此作为渤海租赁目标PB，计算得到公司26E目标价6.14元。
- **风险提示：汇率波动风险；美联储降息不及预期；承租人违约与信用风险；上游交付延期与扩表不达预期风险。**

财务数据及盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(亿元)	337	384	518	513	445
同比(%)	5.5%	14.1%	34.7%	-1.0%	-13.1%
归母净利润(亿元)	12.81	9.04	-3.73	29.89	35.62
同比(%)	164.5%	-29.4%	转亏	扭亏为盈	19.2%
每股收益(元/股)	0.21	0.15	-0.06	0.48	0.58
ROE(%)	4.5%	3.0%	-	8.9%	9.7%
市盈率	21.7	30.8	-	9.3	7.8
市净率	0.94	0.88	0.86	0.80	0.72



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“买入评级”，26E 目标价 6.14 元。公司出清集装箱业务后聚焦景气度高的飞机租赁行业，收入端资产收益率和成本端财务费用均有明确改善趋势，且公司将作为 A 股纯正的飞机租赁公司，具备一定稀缺性，可比公司估值法下 (*AERCAP*、*Air Lease*、*中银航空租赁*、*中国飞机租赁*) 均值 1.06x，以此作为渤海租赁目标 PB，计算得到公司 26E 目标价 6.14 元。

关键假设点

核心假设：公司未来将围绕飞机开展租赁业务，因此资产端机队规模、成本端飞机成本将成为核心假设。我们通过假设自有飞机净增量和单机租赁收入预测租金收入，通过假设飞机租赁毛利率和资金成本预测成本及费用。

收益拆分：出售集装箱业务后，公司飞机租赁业务贡献总收入将显著提升。飞机租赁收入：我们预计 25-27 年自有飞机净增量分别为 44、48、30 架，对应期末自有飞机数为 596、644、674 架，航空客运需求不断恢复下飞机租赁单价尤其是窄体机租赁收入增长，我们预计公司单机租赁收入将分别提升至 0.36、0.37、0.37 亿元。

成本拆分：飞机成本（折旧）及财务费用合计贡献近 9 成。1) 飞机成本：减值计提回归常态，飞机结构优化后毛利率有望提升。考虑到公司滞俄飞机已于 2022 年进行大规模减值计提，同时于 2023 年保险赔付后资金收回，目前该项风险已出清，飞机减值计提回到正常水平，驱动飞机租赁业务毛利率回升至 60% 以上，同时 25 年公司持续优化飞机机队结构，我们预测公司在 25-27 年飞机租赁毛利率分别为 61.5%、65%、62.6%，对应飞机成本为 315、337、276 亿元。**2) 财务费用：**2026 年起有息负债和资金成本同比下行。25 年美联储开启降息，且 GSCL 出售回笼资金替换部分高息旧债，但是由于公司存量债务结构以长期负债为主，因此我们保守预计公司 25 年资金成本 5.1%。2026 年开始，由于 Avolon 评级上调后新发债利率明显下移，我们预计公司有息负债和资金成本同比下行。

有别于大众的认识

我们需要强调，渤海租赁在 25 年完成业绩筑底，26 年将迎来明确的基本面拐点。行业 Beta：飞机租赁行业进入“需求恢复已兑现、供给修复显著滞后、资产价格与租金同步抬升”的高景气周期。**公司 Alpha：**资负两端共振构筑护城河。**Alpha1-资产端：**高集中度格局下公司获取飞机能力更强。**Alpha2-资产端：**更多的窄体机数量、更聚焦亚太市场，公司飞机资产价值相对更高。**Alpha3-负债端：**出售集装箱业务回笼资金，立竿见影地缓解财务压力；美联储降息预期+Avolon 评级上调，推动负债成本拐点显现。

股价表现的催化剂

上游飞机交付压力缓解，飞机交付年限缩短；美联储降息

核心假设风险

汇率波动风险；美联储降息不及预期；承租人违约与信用风险；上游交付延期与扩表不达预期风险。

目录

1. 从多元扩张到聚焦主业	6
1.1 战略收缩与再启航：从全球并购到聚焦飞机租赁	6
1.2 股东与治理结构重塑：从海航金融平台到“无实控人”公众公司	6
1.3 管理层更迭引领战略聚焦，开启回购彰显信心	7
1.4 追求稳表与流动性修复：巩固“轻装出发”	8
2. 集装箱业务“壮士断腕”，从双主业到纯正飞机租赁	10
2.1 收入结构呈现明显飞机主导特征，支出端财务费用为核心变量	10
2.2 Beta：供给失衡短期难以解决，飞机租赁景气度长虹	11
2.3 Alpha1—资产端：利用周期优化资产结构，通过资本运作持续扩表（谁拿飞机能力更强）	15
2.3 Alpha2—资产端：谁的飞机资产价值更高？	17
2.3 Alpha3—负债端：出售 GSCL 回笼资金替换高息旧债，美联储降息有望驱动资金成本下降	19
3. 盈利预测及估值	21
3.1 盈利预测：25 年业绩筑底，26 年进入加速修复通道	21
3.2 可比公司估值法下公司目标价 6.14 元	22
4. 风险提示	24

图表目录

图 1: 渤海租赁历史沿革.....	6
图 2: 渤海租赁股权架构.....	7
图 3: 作为租赁公司, 渤海租赁的总资产、营收、归母净利润呈现高度正相关 (亿元/%)	9
图 4: 收入端: 飞机业务贡献 70%+, 集装箱业务贡献于 10-20%区间波动	10
图 5: 支出端: 飞机业务和财务费用合计占比 9 成	10
图 6: 飞机成本: 折旧是主要成本 (亿元)	11
图 7: 毛利率: 飞机租赁毛利率显著高于其他业务 (%)	11
图 8: 飞机供应商格局: 波音和空客合计占比超 8 成.....	11
图 9: 空客飞机交付量不及计划 (架)	12
图 10: 飞机交付依然存在月度扰动 (架, 以波音为例说明)	12
图 11: 飞机平均交付时间上行到历史新高 (年)	12
图 12: 飞机交付存在 5,340 架缺口 (飞机交付量与疫情前理论趋势线对比)	13
图 13: 航运市场需求回暖超过 2019 年之前水平.....	13
图 14: 未来 20 年需要新飞机 43420 架.....	13
图 15: 全球机队平均机龄在上行, 但是机队退役率与更新率在下行	14
图 16: 飞机经营租赁渗透率提升至 50%	14
图 17: 飞机月租金水平明显提升	15
图 18: 前 3 大飞机占据订单总量的 50%+	15
图 19: 飞机租赁商面临飞机交付不足而被迫退出市场的局面.....	16
图 20: 公司通过“卖旧”+“并购”策略 (架)	16
图 21: 25 年末飞机租赁商资产价值排名 (十亿美元, 按机队价值排名, Cirium 口径)	17
图 22: 渤海租赁自有机队规模同行中仅次于 AerCap (架飞机)	17
图 23: 渤海租赁订单簿数量同行领先 (架飞机)	17
图 24: 渤海租赁由于机队庞大, 平均机龄并不具有优势 (年)	18
图 25: 渤海租赁窄体机绝对数量领先 (架)	18
图 26: 亚太区域飞机租赁需求高, 租赁毛收益率显著高于欧美成熟市场	18

图 27: 渤海租赁飞机资产在亚太地区布局同业领先	18
图 28: 渤海租赁飞机租赁收益率随单机租金回升进入上行通道, 锁定公司未来业绩 (亿元)	19
图 29: 渤海租赁有息负债以长期借款+应付债券为主 (亿元)	20
图 30: 渤海租赁负债以境外为主	20
图 31: 渤海租赁负债以固定利率为主	20
图 32: 美联储货币政策和渤海租赁资金成本对比	21
图 33: Avolon 评级上调后发债利率明显下降 (%)	21
表 1: 渤海租赁管理层	8
表 2: 渤海租赁盈利预测核心假设	21
表 3: 渤海租赁盈利预测 (亿元)	22
表 4: 可比公司估值法下渤海租赁 26E 目标价 6.14 元 (收盘日 4 月 15 日)	23

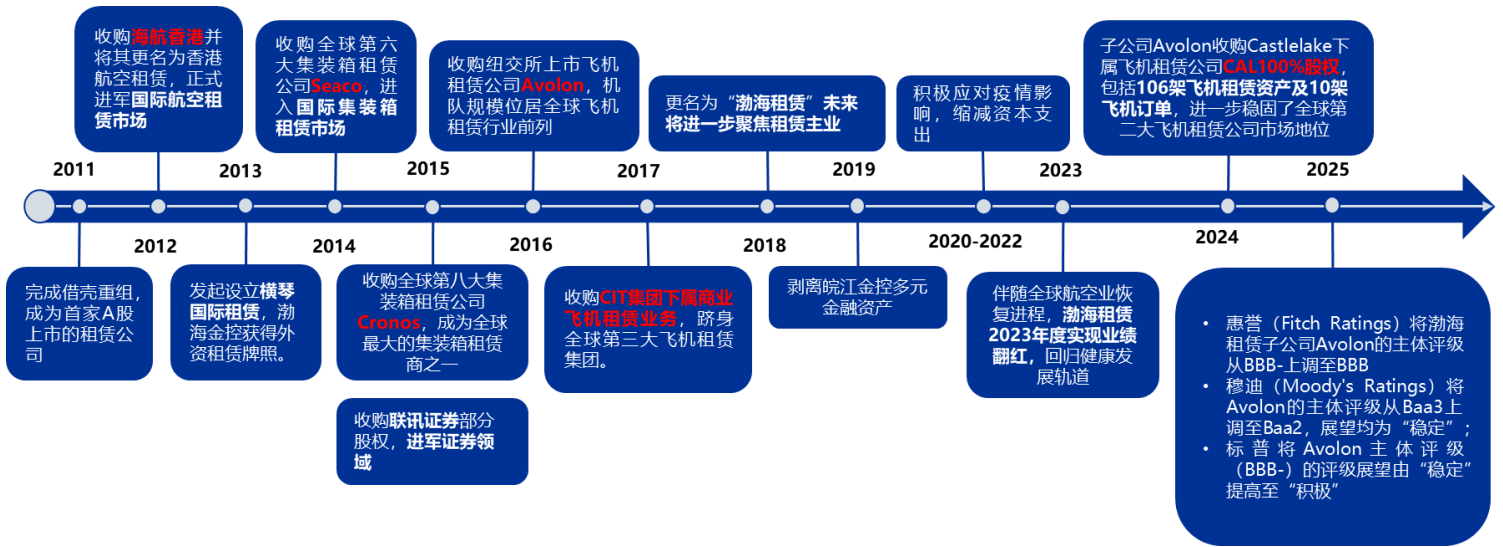
1. 从多元扩张到聚焦主业

1.1 战略收缩与再启航：从全球并购到聚焦飞机租赁

历经十五年，渤海租赁走过“产业平台—全球并购扩张—高杠杆与股东风险暴露—资产瘦身与战略聚焦”的周期。公司前身为 2007 年在天津注册成立的天津渤海租赁；2011 年通过重大资产重组，汇通集团取得天津渤海租赁 100% 股权并完成借壳上市，更名为渤海租赁。依托当时的海航集团资本运作能力，2012–2014 年期间，公司通过收购海航香港、集装箱租赁公司 Seaco、集装箱租赁公司 Cronos、以及飞机租赁公司 Avolon、CIT 集团旗下飞机租赁业务等优质资产，实现租赁资产规模快速扩张，成为全球领先的租赁产业集团。

股东主导与资产高度多元化隐含积累的股东风险与杠杆风险，公司卸下历史包袱聚焦精细化飞机租赁主业。随着海航集团破产重整、疫情冲击及航运/航空周期反转，公司在 2020–2022 年经历连续亏损和流动性紧张，公司于 2025 年出售 GSCL100% 股权，主动出售景气度下行的集装箱租赁板块，转而全面聚焦飞机经营租赁，成为 A 股纯正飞机租赁标的。

图 1：渤海租赁历史沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 股东与治理结构重塑：从海航金融平台到“无实控人”公众公司

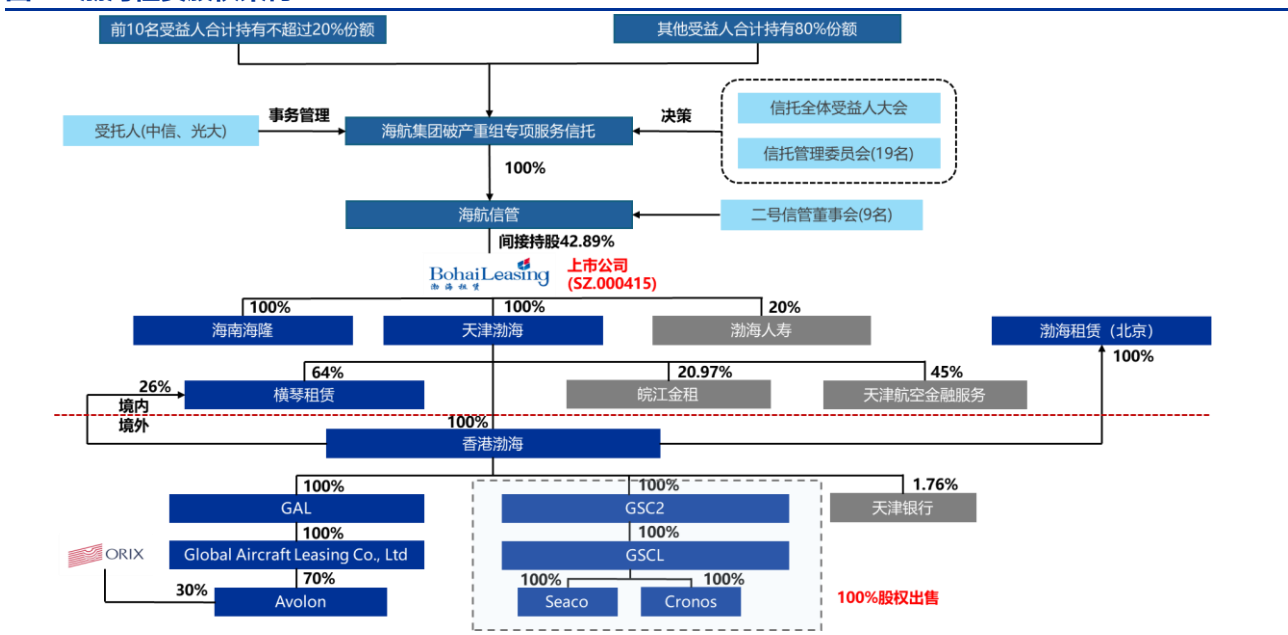
渤海租赁目前无实控人，海航资本集团及其一致行动人为第一大股东。渤海租赁长期是海航集团重要的金融资产平台，2021 年海航集团进入司法破产重整后，其控股股东海航资本的相关股权被整体纳入“海航集团破产重整专项服务信托”，由中信信托与光大信托担任

受托人，并通过“海南海航二号信管服务有限公司”（简称“二号信管”）作为持股平台间接持有渤海租赁 42.89% 股权；信托受益人为海航集团的债权人，渤海租赁据此在 2022 年将实际控制人变更为“无实控人”。信托决策由全体受益人大会与管理委员会（19 人）统筹，二号信管董事会（9 人）参与被投资企业治理，形成“权责分散、无单一实控人”的治理格局。

股东风险实现有效隔离，公司治理趋于市场化。 现海航资本集团虽仍为公司重要股东之一，但并未形成对上市公司的单一控制，渤海租赁转向股权更分散的公众公司，利于公司中长期估值中枢回升。

公司主要在境外营业，通过子公司 Avolon、GSCL（现已出售全部股权）分别开展飞机租赁、集装箱租赁业务。 **飞机租赁：**通过 Avolon 和天津渤海展业，Avolon 以经营租赁为主、售后回租为辅的方式提供飞机中长期租赁服务，客户覆盖 60 个+国家的 140 家+航司。**集装箱租赁：**主要通过子公司 GSCL（含 Seaco、Cronos）开展以经营租赁为主、融资租赁为辅的方式将集装箱出租给船运公司，目前该股权已于 2025 年 100% 出售。

图 2：渤海租赁股权架构



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 管理层更迭引领战略聚焦，开启回购彰显信心

董事会届满更新，新董事长具备资深飞机实业经验，公司开启聚焦主业、专业化发展的新阶段。 在海航集团控股时代（尤其是 2018 年之前），公司致力于成为“全球领先的租赁产业集团，积极在租赁产业链上下游布局拓展”；2018 年起，公司战略逐步由“多元扩张”转向“聚焦细分主业”；2024 年，公司明确将核心业务收缩至飞机租赁。伴随战略方向的调整、董事会一职由具备全球视野与资本运作经验的金川交接给航空业履历深厚的刘璐（金川转任副董事长）。

渤海租赁以 150% 价格涨幅公告回购，足以彰显管理层市值管理决心。2025 年，公司连续 12 个月每个交易日收盘价均价低于最新一期 BPS，公司开启总额为 3-5 亿元的回购，对应回购股份 4,076-6,794 万股（占总股本 0.66%-1.1%）。值得注意的是，公司回购价上限价为 7.36 元/股，较 4 月 3 日收盘价高 71%。公司回购的股份将全部用于出售，亦可考虑将全部/部分回购股份用于员工持股计划或股权激励。

Avolon 拟于 2026 年 Q1 以 6 亿美元等比例回购，渤海租赁不失控制权的基础上回笼资金。Avolon 宣布以约 6 亿美元在 1Q26 实施等比例股权回购，渤海租赁对应将回笼约 4.2 亿美元现金且仍维持对 Avolon 的 **70% 控股权不变**，叠加 Avolon 2025 年盈利显著改善（2025 年净利润 yoy+29%）、评级上调、可用流动性充裕，强化股东回报预期与信心释放。

表 1：渤海租赁管理层

姓名	职务	任职日期	年龄	履历
刘璐	董事长	2026/1/5	56	北京航空航天大学工商管理硕士。曾任职于海口美兰机场、长安航空、海南机场、扬子江快运航空、甘肃机场、海航机场、海南美兰国际机场、海南航空控股、天津航空、北京首都航空、金鹏航空、大新华航空、海航航空、西部航空。
金川	副董事长	2026/1/5	58	复旦大学国际金融学学士，曾任职于中国银行总行和纽约分行、美国华美银行总行。2011 年起先后担任香港国际航空租赁总经理、董事长，Seaco SRL 副 CEO 兼 CFO，天津渤海租赁董事长，渤海租赁首席执行官，Avolon Holdings Limited 董事长、海航资本集团董事长兼总经理。
张灿	副董事长	2025/4/25	44	武汉大学会计学学士，美国哥伦比亚大学工商管理硕士。曾任香港航空有限公司财务总监；Swissport Group 董事；CWT International(HK00521)董事会主席、行政总裁；海航集团有限公司财务副总监。
马伟华	总裁	2018/10/15	45	新疆大学工商管理硕士，正高级经济师，高级工程师。曾任新疆汇通董事、董秘、副总经理。自 2011 年起先后担任渤海租赁总裁助理兼董事会秘书，董事、首席投资官兼董秘，董事兼首席运营官，副董事长；香港国际航空租赁董事。
王景然	副总裁	2018/5/21	41	南开大学经济学硕士。自 2012 年起先后担任中国银河证券投资银行总部副总经理；渤海租赁证代兼董办主任、副经理（副首席投资官）、董秘、董事。
童志胜	副总裁	2022/2/15	49	首都经济贸易大学工商管理学硕士，高级会计师、高级经济师。曾任天津渤海租赁总裁助理、副总裁兼财务总监；横琴国际融资租赁董事长；海航资本集团财务副总监、财务总监。
彭鹏	财务总监	2018/10/30	43	澳大利亚易迪考文大学酒店管理学学士。自 2013 年起先后担任天津燕山投资董事长、总裁；聚宝汇金融控股董事长；天津燕山科技创业投资董事长；渤海租赁副经理（创投总裁）；天津渤海租赁董事长兼总裁；海航集团北方总部副董事长；天津燕山投资管理董事。
王佳魏	董事会秘书	2021/1/6	39	中国人民大学工商管理专业学士。自 2012 年起先后担任渤海租赁综合管理部总经理，董办主任兼证代；皖江金租航空金融事业部业务总监等职务。

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 追求稳表与流动性修复：巩固“轻装出发”

公司从激进扩展转向追求稳表与流动性修复，巩固“轻装出发”。由于公司主业是租赁业务，因此资产和利润呈现高度正相关。过去多元扩张叠加高杠杆，使公司在外部冲击下暴露出资产质量与流动性脆弱性。2020-2022 年，受海航集团破产重整、疫情下航空业景气下行及涉俄飞机减值等因素影响，公司连续 3 年亏损；2022 年公司业绩基本筑底，2023 年业绩实现扭亏为盈；2024 年受集装箱业务商誉减值影响，公司业绩同比显著下滑。

2025 年公司迎来基本面改善拐点，真正实现卸下历史包袱，轻装再出发。2025 年，公司归母净利润预亏 2.5 亿-5 亿元，业绩主要受商誉减值影响而出现亏损（因 GSCL 股权交易价格低于净资产产生商誉减值 32.9 亿元）。剔除减值影响后，公司 2025 年核心归母净利润达 28 亿-30.5 亿元，同比增长 210%-237%，其中 4Q25 单季度盈利 8.72-11.22 亿元，扭转亏损态势，主要受益于飞机租赁费率提升（Avolon 净利润同比增长 29%）、资产销售及债务重组收益（约 6.6 亿元）。因此，我们认为 25 年公司业绩的亏损是彻底出清历史包袱、实现资产负债表调整的战略举措。

图 3：作为租赁公司，渤海租赁的总资产、营收、归母净利润呈现高度正相关（亿元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

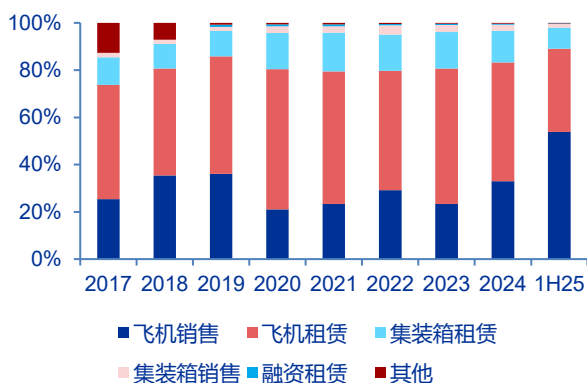
2. 集装箱业务“壮士断腕”，从双主业到纯正飞机租赁

2.1 收入结构呈现明显飞机主导特征，支出端财务费用为核心变量

收入端：目前公司收入/业绩结构已体现出明显的“飞机主导”特征。公司主要业务包括 1) 飞机业务（含飞机租赁和飞机销售）；2) 集装箱业务（集装箱租赁和集装箱销售）；3) 融资租赁业务。**静态看（以 2024 年数据为例）**，飞机业务收入（租赁+销售）占公司营业收入 83%；集装箱业务收入占比 16%；境内融资租赁收入不足 1%。**动态看（2017 年-1H25）**，飞机业务自始至终贡献公司收入 70%以上；集装箱业务贡献在 10-20%区间波动。2021-2022 年在高运价、高二手箱价格支撑下，集装箱业务收入对公司的收入贡献达到近 20%。2023-2024 年，伴随全球经贸放缓与运力过剩，租金与二手箱价格回归均衡区间，叠加 2024 年巴巴多斯颁布《所得税（修正案）法案》及引入合格国内最低补足税（QDMTT），集装箱租赁和销售毛利率分别下滑至 52%、22%（分别较高点下滑 3pct、22pct）。2025 年 5 月，公司出售 GSCL 100%股权退出集装箱租赁业务，**未来公司资产端将以 Avolon+天津渤海为核心，收入和业绩将锚定机队资产价值。**

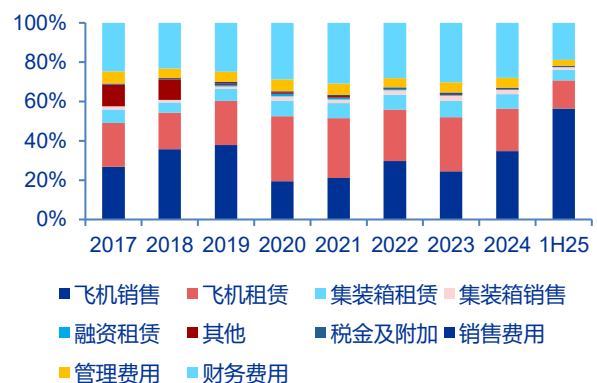
支出端：飞机业务和财务费用合计占比 9 成，近年来飞机减值损失影响较大。飞机业务相关的支出占比公司营业总支出的 50%-70%，财务费用占比约 25%-30%。**飞机业务：**我们预计主要是飞机折旧（25 年期限，残值率 15%，折价率约 2.84%-10.46%）和飞机销售成本（全额法计算）。

图 4：收入端：飞机业务贡献 70%+，集装箱业务贡献于 10-20%区间波动



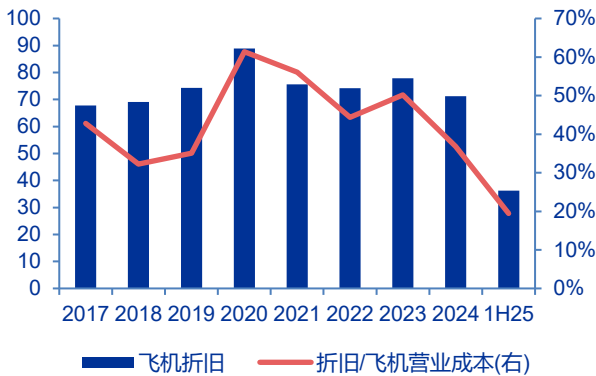
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：支出端：飞机业务和财务费用合计占比 9 成



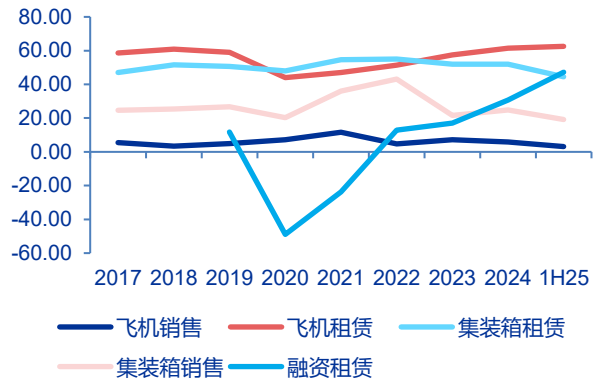
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：飞机成本：折旧是主要成本（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：毛利率：飞机租赁毛利率显著高于其他业务 (%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2Beta：供给失衡短期难以解决，飞机租赁景气度长虹

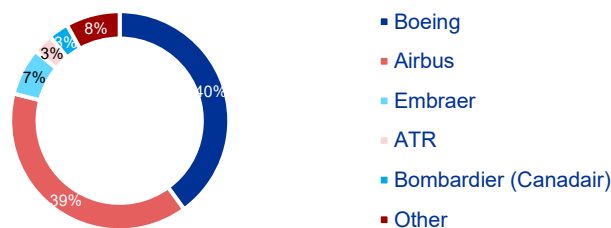
供给侧，积压订单高企、供应链瓶颈持续、贸易不确定性升温这三重因素正共同加剧产能爬坡的放缓态势。

受制于两大寡头制造商交付不足，积压订单量维持在历史高位，产能释放与订单需求之间出现明显错配。**交付不足**：2025 年，飞机交付虽然同比有所恢复但依然较高点回补空间较大。2025 年，波音和空客的交付数量分别为 600 架、793 架（较计划-3.3%），合计交付数量 1,393 架，虽然较 24 年提升 25%，但依然低于 2018 年高点。根据波音预计，2025-2044E 20 年期间飞机交付需要 43,600 架，目前波音及空客年度交付较未来 20 年每年交付均值依然有较大差距（根据预测未来 20 年年均交付 2,180 架）。

积压订单：25 年末，空客和波音积压订单近 1.5 万架（25 年交付的 10 倍+），预计排期达到 10 年。25 年末，空客、波音目前储备订单量分别有 8754、6130 架，按照未交付订单机型分布来看，空客以 A220 和 A320neo 系列为绝对主力；波音以 737、787 系列为绝对主力。**按空客和波音 2025 年交付预测，双方交付周期分别约 11.04、10.22 年。**

考虑到波音&空客的订单积压排期均超 10 年，未来飞机供应商交付的继续上行，更多意味着“追赶挤压”而不意味着“恢复后的平衡”，供给能力恢复周期漫长。因此我们认为交付紧张并非短期噪音，而是飞机租赁行业未来的核心定价变量。

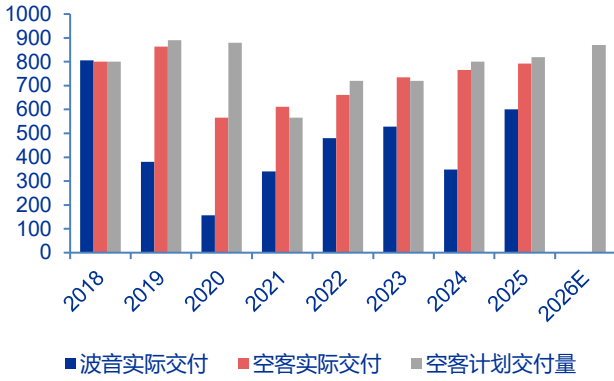
图 8：飞机供应商格局：波音和空客合计占比超 8 成



资料来源：IATA（国际航空运输协会），申万宏源研究

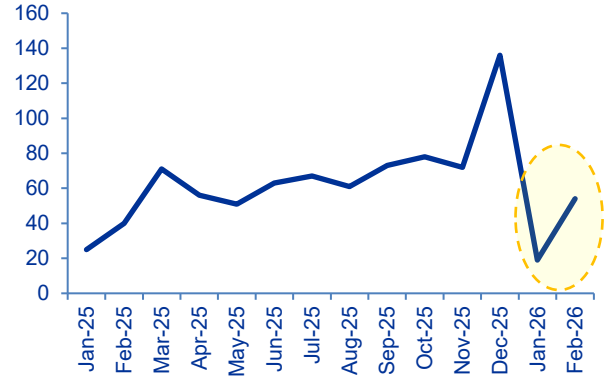
注: Boeing 为波音、Airbus 为空客; Embraer 为巴西航空工业公司; ATR 是一家由意大利的 Aeritalia 及法国的法国航太 (已并入空中巴士集团) 合组的飞机制造商; Bombardier (Canadair)是庞巴迪公司; Other 为除了图中的其他飞机制造商

图 9: 空客飞机交付量不及计划 (架)



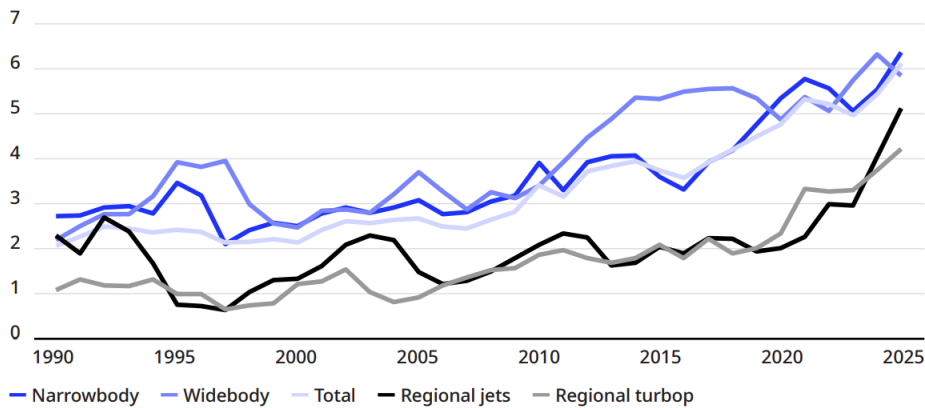
资料来源: Boeing, Airbus, 申万宏源研究

图 10: 飞机交付依然存在月度扰动 (架, 以波音为例说明)



资料来源: Boeing, 申万宏源研究

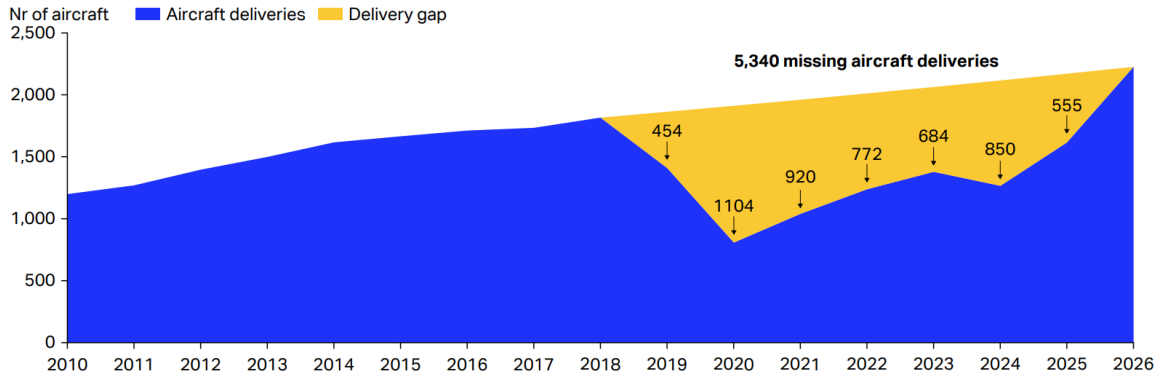
图 11: 飞机平均交付时间上行到历史新高 (年)



资料来源: IATA (国际航空运输协会), 申万宏源研究

注: Narrowbody 是窄体机; Widebody 是宽体机; Regional jets 是区域喷气式飞机; Regional turbop 是区域涡轮机

图 12: 飞机交付存在 5,340 架缺口 (飞机交付量与疫情前理论趋势线对比)



资料来源: IATA (国际航空运输协会), 申万宏源研究

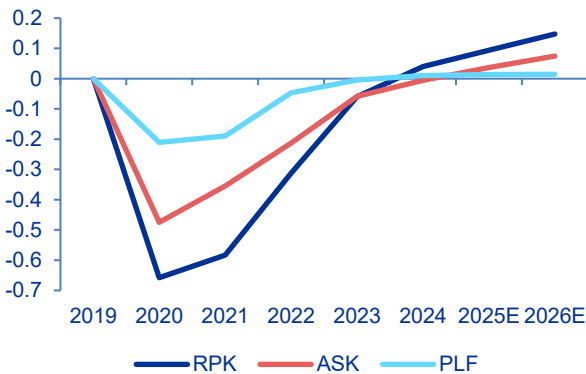
注: Aircraft deliveries 是飞机交付; Delivery gap 是交付缺口; 5,340 missing aircraft deliveries 指代飞机交付不足导致的缺口达到 5340 架飞机

需求侧, 全球航空市场回暖、老龄化飞机更新换代共同带动飞机需求持续增长。

航空市场回暖: 进入 2022 年以来, 随着疫情影响逐渐消退以及市场消费的回暖, 全球航空市场持续回暖。2025 年, 全球航空客运总需求 (按照 RPK 收入客公里计算) yoy+5.3%; 国际航空客运量 (按照 ASK 可用座公里计算) yoy+5.2%, 超过 2019 年峰值 0.5%; 航空载客率 83.6%, 创历史新高。

平均机龄创历史新高: 据国际航空运输, 由于供应链紧张且需求刚性, 现役飞机寿命被迫延长, 老旧飞机无法更新换代, 全球商用机队的平均机龄已达到 14.8 年 (2024 年末数据), 高于 1990 年以来长期平均机龄 13.6 年。老旧机队意味着更贵的维护费用、更高的燃油消耗、人机资源错配。根据 Boeing 预计, 未来 20 年间飞机的更新替换占总需求的 44%。

图 13: 航运市场需求回暖超过 2019 年之前水平

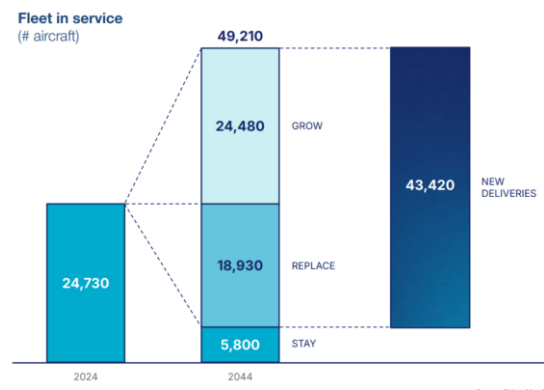


资料来源: IATA (国际航空运输协会), 申万宏源研究

注: 以 2019 年为基期

注: RPK 是收入客公里; ASK 是可用座公里; PLF 是航空载客率

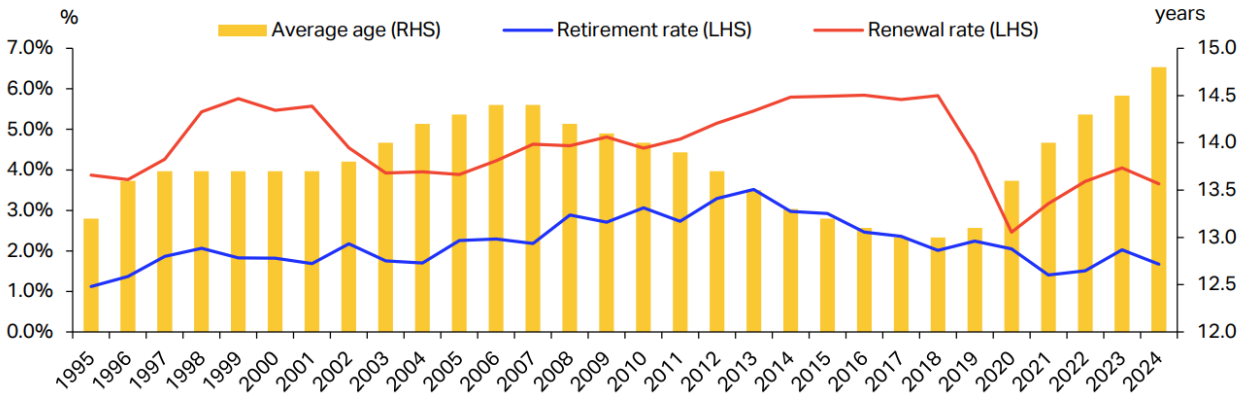
图 14: 未来 20 年需要新飞机 43420 架



资料来源: Boeing, 申万宏源研究

注: GROW 是新增需求; REPLACE 是替换需求; STAY 是保持不变; NEW DELIVERIES 是新交付

图 15: 全球机队平均机龄在上行, 但是机队退役率与更新率在下行

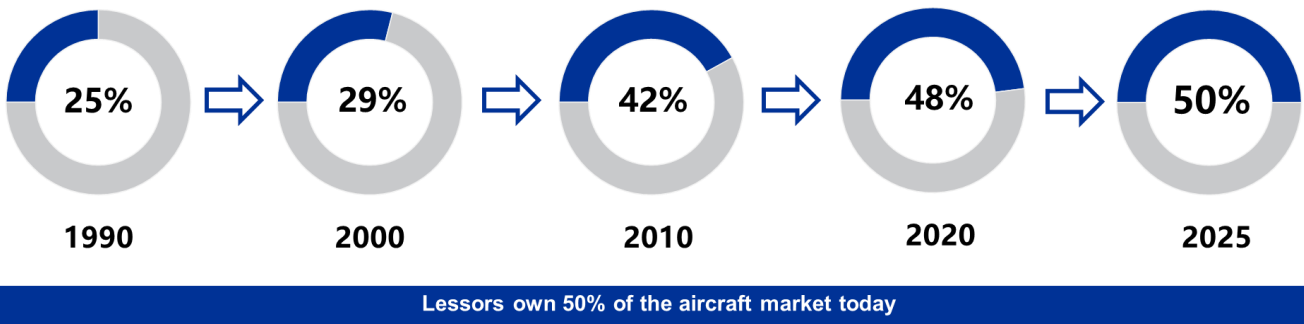


资料来源: IATA (国际航空运输协会), 申万宏源研究

注: Average age (RHS)是平均机龄 (右轴); Retirement rate (LHS)是退休率 (左轴); Renewal rate (LHS)是续保率 (左轴)

短期内难以解决的供需困境, 驱动飞机租赁渗透率持续上行, 飞机资产升值。渗透率: 目前飞机租赁已成为航司扩张机队的主流形式, 全球范围内, 航司租赁的飞机数量超过自购数量, 飞机租赁渗透率(含经营租赁+融资租赁)从 1970 年代的 10% 上升至今突破 58%。由于飞机租赁便于航司引进新机型调整机队结构、节约流动资金, 预计在飞机供给紧张的背景下, 航空公司的飞机租赁需求有望保持强劲态势。**飞机资产升值:** 持续的飞机短缺已推动市场价值超越基准水平, 创下历史新高。

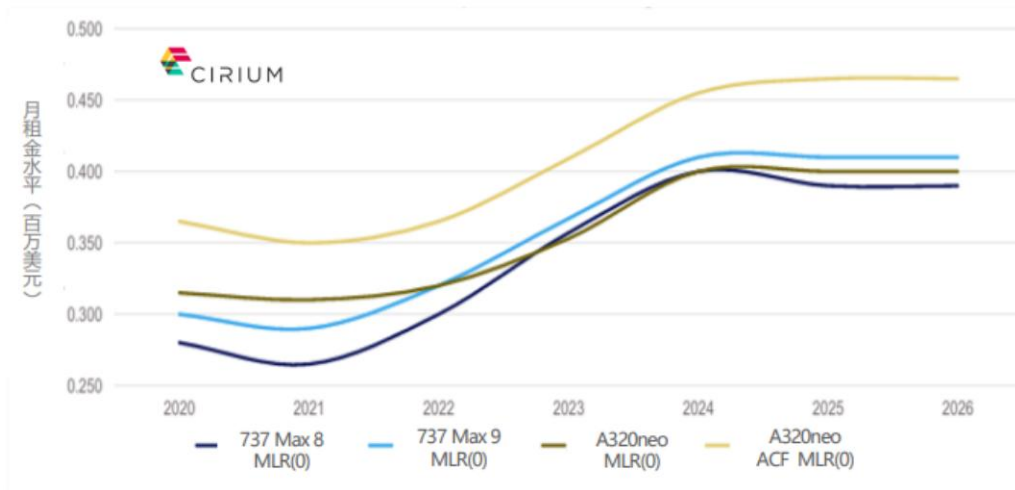
图 16: 飞机经营租赁渗透率提升至 50%



资料来源: 中银航空租赁, 申万宏源研究

注: Lessors own 50% of the aircraft market today 指代当前飞机租赁商市占率达到 50%

图 17: 飞机月租金水平明显提升



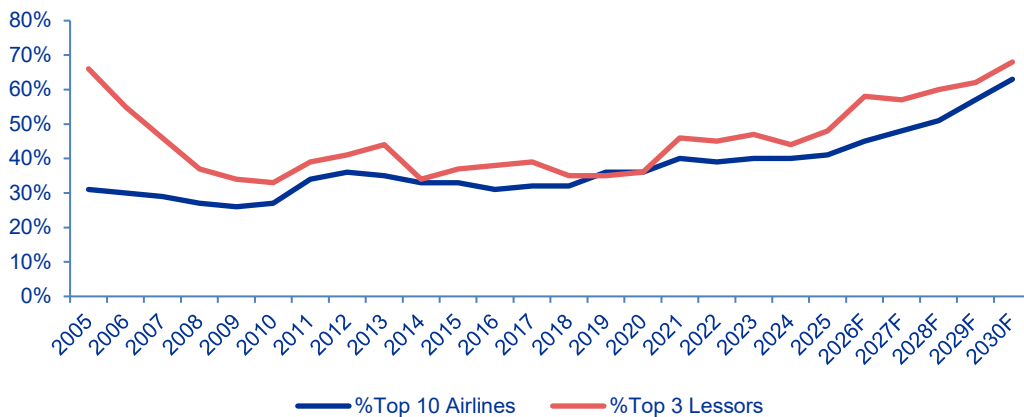
资料来源: Cirium, 申万宏源研究

注: 图中 737 Max8 MLR(0)、737 Max9 MLR(0)、A320neo MLR(0)、A320neo ACF MLR(0)均指代波音、空客旗下飞机机型

2.3 Alpha1—资产端: 利用周期优化资产结构, 通过资本运作持续扩表 (谁拿飞机能力更强)

租赁商业模式决定了资产扩表是核心, 高集中度意味着头部租赁商扩表更强。租赁公司收入本质上是“资产规模×出租率×租金单价”, 因此当资产规模扩展、出租效率提升、租金保持或改善, 业绩将随之增长。**飞机租赁集中度: 对应前文飞机供应集中度极高, 飞机租赁是集中度同样较高。目前世界前十大飞机租赁商已保有全球 50%订单飞机 (以飞机数量计算), 而渤海租赁作为全球第二大飞机租赁商 (公司口径), 订单规模市场领先。**

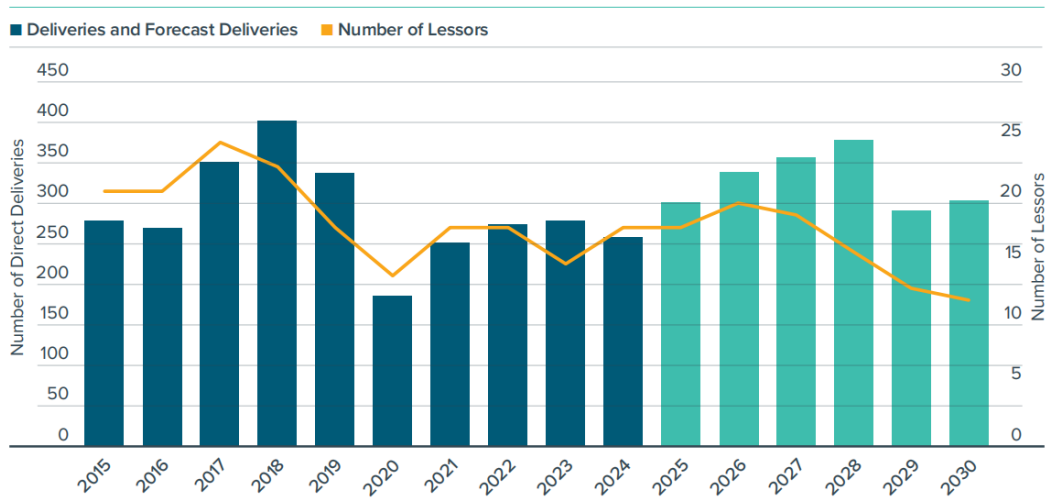
图 18: 前 3 大飞机占据订单总量的 50%+



资料来源: Avolon, 申万宏源研究

注: Top 10 Airlines 指代前十大航司、Top 3 Lessors 指代前三大飞机租赁商

图 19: 飞机租赁商面临飞机交付不足而被迫退出市场的局面

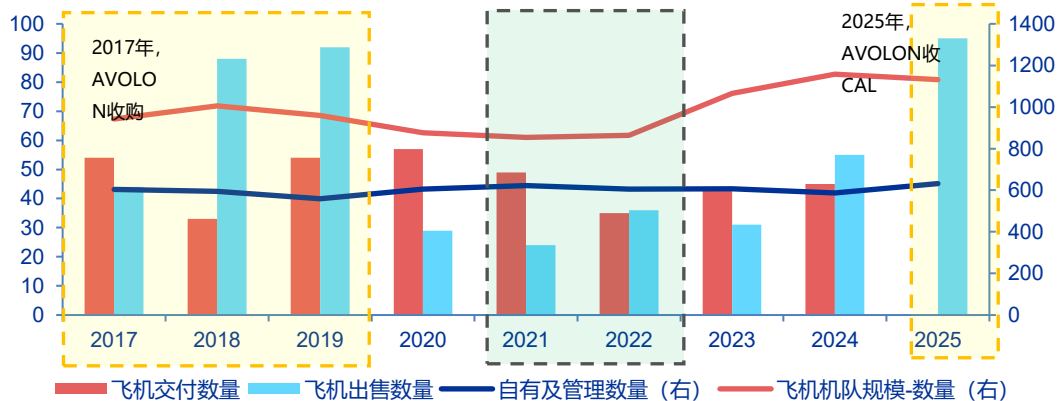


资料来源: Cirium Fleets Analyzer, 申万宏源研究

注: Deliveries and Forecast Deliveries 指代交付及交付预测、Number of Lessors 指代租赁商数量

公司通过“卖旧”+“并购”策略在供给不足的高流动性周期中实现持续扩表、优化资产结构。公司利用行业景气期，在过去三年（2023-2025）加速出售超过 180 架老旧飞机（出售飞机平均机龄 10 年），实现了资产结构的优化和机队年轻化；在供给不足的周期，公司通过并购实现扩表，2025 年通过收购 Castlake (CAL) 实现补充机队规模的同时优化机龄结构（CAL 拥有 107 架自有飞机，平均机龄 4.7 年，订单 13 架飞机）。CAL 高质量资产及新订单进一步增强 Avolon 的飞机交付能力和管理能力，为未来资产周转和租金提升提供了充足弹性。

图 20: 公司通过“卖旧”+“并购”策略 (架)



资料来源: 渤海租赁财报, 申万宏源研究

注: 黄色是高流动性; 绿色是低流动性

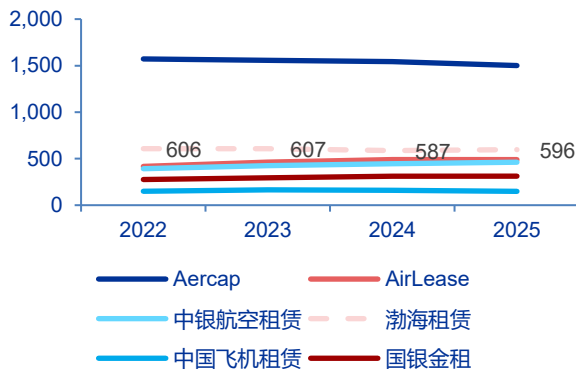
图 21: 25 年末飞机租赁商资产价值排名 (十亿美元, 按机队价值排名, Cirium 口径)

排名	排名变化	租赁公司	国家/地区	机队价值	价值 yoy	机队规模 (架)	规模变化 (架)	在俄飞机	排名	排名变化	租赁公司	国家/地区	机队价值	价值 yoy	机队规模 (架)	规模变化 (架)	在俄飞机
1	(-)	AERCAP	Ireland	\$59.55bn	3%	1670	-40	52	11	(-)	Aerlex Capital Group	USA	\$12.06bn	10%	311	-18	8
2	(-)	SMBC AVIATION CAPITAL	Ireland	\$31.36bn	5%	755	10	18	12	(+3)	渤海租赁	China	\$10.64bn	34%	206	42	-
3	(-)	Avolon	USA	\$27.67bn	5%	548	10	23	13	(-1)	杰克逊平方航空	USA	\$10.24bn	4%	245	1	-
4	(-)	AVOLON	Ireland	\$26.18bn	23%	652	89	12	14	(+2)	中银航空租赁	China	\$9.18bn	17%	212	17	-
5	(-)	BBAM	USA	\$21.85bn	8%	540	6	3	15	(-2)	Capital Aviation Partners	USA	\$8.82bn	2%	323	-18	23
6	(-)	BOC AVIATION	Singapore	\$21.64bn	9%	471	2	4	16	(+3)	南航租赁	China	\$8.76bn	17%	198	12	-
7	(-)	ICBC 工银金租	China	\$17.56bn	1%	510	-3	-	17	(+4)	AIRCASTLE	USA	\$8.26bn	22%	291	30	5
8	(-)	DAE Capital	UAE	\$16.00bn	26%	589	164	18	18	(-1)	中航国际融资租赁有限公司	China	\$7.93bn	2%	206	6	-
9	(+1)	交银金租	China	\$12.45bn	13%	331	32	5	19	(+3)	AVILEASE	Saudi Arabia	\$7.89bn	19%	202	18	-
10	(-1)	CDB AVIATION	Ireland	\$12.31bn	9%	319	13	-	20	(-)	ORIX Aviation	Ireland	\$7.84bn	15%	217	15	2

资料来源: Cirium, 申万宏源研究

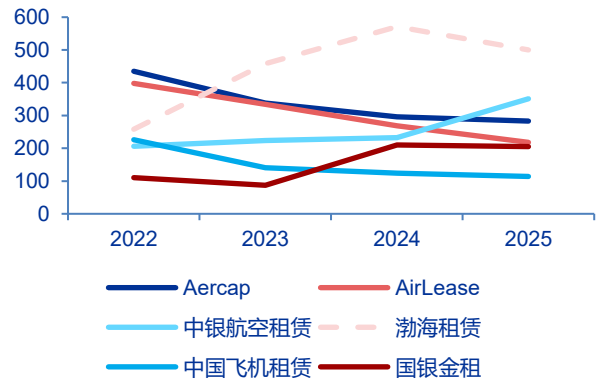
注: 三井住友融资租赁航空资本(SMBC Aviation Capital)牵头的财团收购 Air Lease 以及 DAE Capital 收购麦格理航空金融公司(Macquarie Air Finance), 这两笔交易预计将再次改变飞机租赁市场格局

图 22: 渤海租赁自有有机队规模同行中仅次于 Aercap (架飞机)



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

图 23: 渤海租赁订单簿数量同行领先 (架飞机)



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

2.3 Alpha2—资产端: 谁的飞机资产价值更高?

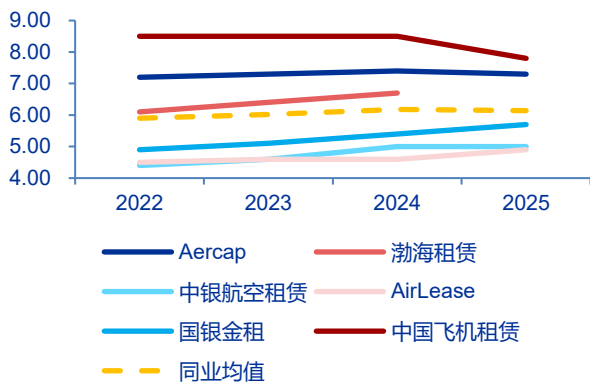
机龄、机型、客户所处的市场, 以上 3 个因素共同锁定公司飞机资产价值。

机龄: 公司过去由于机队规模庞大, 在供给不足的情况下机队平均机龄略高于可比同业均值。2025 年末渤海租赁通过收购机队更年期的 CAL、出售老旧飞机, 从而实现优化机队结构, 在具备庞大机队的同时, 公司机队平均机龄并不落后于同业。

机型: 自有飞机机队中, 90%以上由 A320ceo 及 neo 系列、A330ceo 及 neo 系列、A350、737NG、737MAX 和 787 等主流机型组成。2025 年末, 渤海租赁自有及代管飞机中窄体机绝对数量行业领先 (仅次于 Aercap), 机队总规模中窄体机占比 81%, 亦不落后于同业。

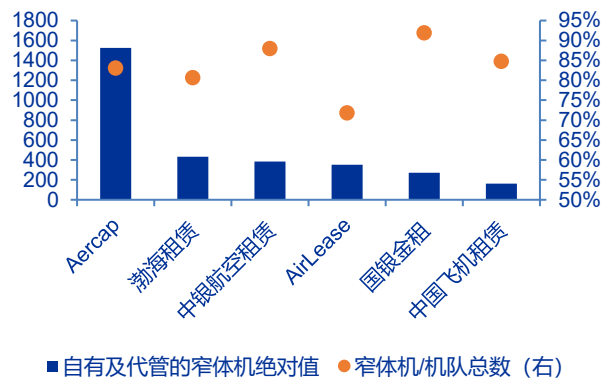
地区覆盖：“客户所处的市场”通过地区航空需求、运力缺口，决定同一架飞机在不同区域的定价权与租金水平。根据 IATA（国际航空运输协会），**亚太是当前和未来增长核心。**全球航空市场份额中，北美、欧洲为成熟稳定市场，**亚太是当前和未来增长核心，中东/拉美/非洲为结构性高景气区域。**根据 IATA（国际航空运输协会），2025 年，亚太贡献航空市场的 34.5%，是最大区域，亚太 RPK 同比+7.8%、ASK+6.6%，载客率 84.2%。**相同资产在亚太、中东这类高增长的区域，天然具备更高定价和更强议价能力。**以中银航空租赁数据证实，其亚太区域的飞机经营租赁毛租金收益率（=飞机租赁收入/亚太地区飞机资产）显著高于欧美成熟市场。渤海租赁区域布局就是对“区域溢价”的投票，2025 年末，渤海租赁亚太地区飞机资产占比 48%，可比同业中领先。

图 24：渤海租赁由于机队庞大，平均机龄并不具有优势（年）



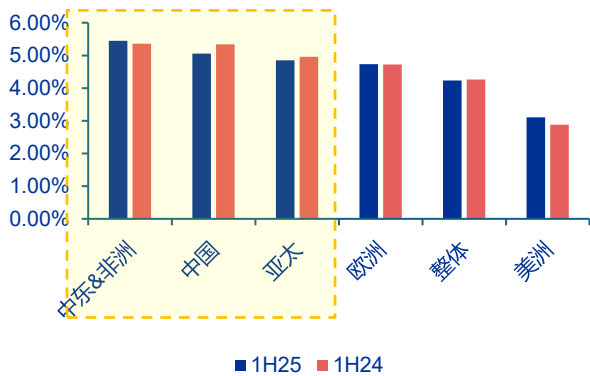
资料来源：各家公司公告，申万宏源研究

图 25：渤海租赁窄体机绝对数量领先（架）



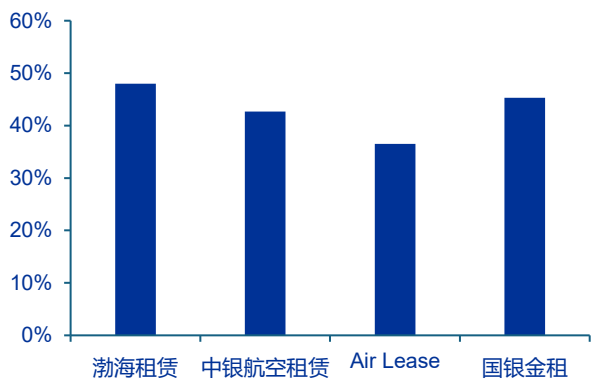
资料来源：各家公司公告，申万宏源研究

图 26：亚太区域飞机租赁需求高，租赁毛收益率显著高于欧美成熟市场



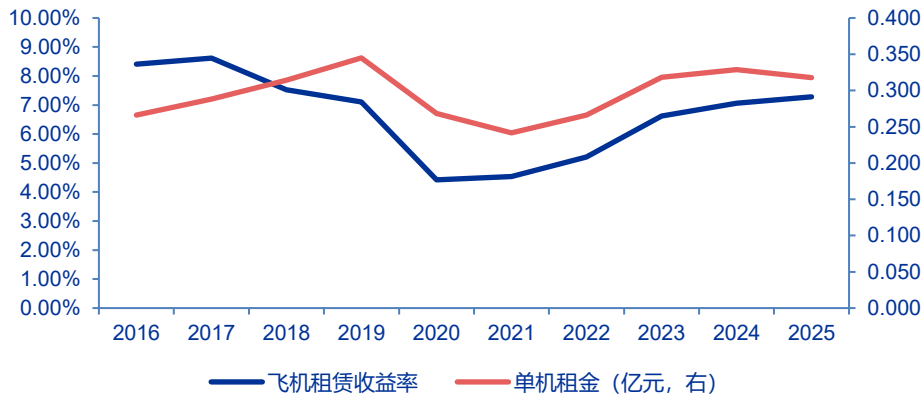
资料来源：中银航空租赁，申万宏源研究

图 27：渤海租赁飞机资产在亚太地区布局同业领先



资料来源：各家公司公告，申万宏源研究

图 28：渤海租赁飞机租赁收益率随单机租金回升进入上行通道，锁定公司未来业绩（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：15年11月渤海租赁完成对AVOLON收购并表，机队规模快速扩充，但是当年并表飞机租赁收入只覆盖12月，相当于用“一整年的分母”除以“一个月的新增收入”，2015年“单机租金”被系统性低估。同时Avolon自身租赁毛利率高、资产账面净值受折旧拉低，高毛利率、低账面成本的飞机资产并入，推高了“飞机租赁毛利/平均账面价值”，因飞机租赁收益率指标反而显得高。

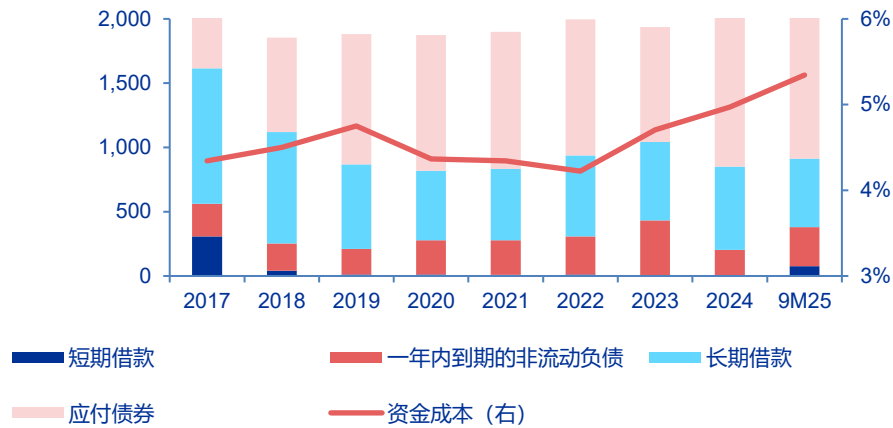
2.3 Alpha3—负债端：出售 GSCL 回笼资金替换高息旧债，美联储降息有望驱动资金成本下降

飞机租赁行业里，资产端收益率已经在上行，但如果资金端仍被高息包袱锁住，净利差扩张就会受阻，因此资金成本同样是影响盈利能力的关键一环。

公司负债以期借款和应付债券为主，境外债务占比超过8成。截至9M25末，渤海租赁合计有息负债规模2,133亿元，其中长期借款、应付债券占总负债比重分别为25%、57%，合计占比超过80%，是最主要的资金来源；一年内到期非流动负债占比14%。公司财务费用对融资利率较为敏感，每一次降息周期和信用利差的收窄都会通过“新债置换旧债”传导至利润表。

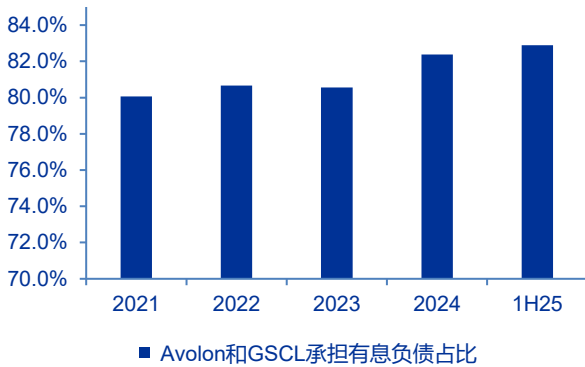
公司境外负债占比高，美联储货币政策是公司负债成本曲线的核心锚。公司有息负债中约82.89%由Avolon和GSCL承担，因此受海外加息、降息周期影响较大。从浮动/固定利率角度看，渤海租赁1H25固定利率债务占比83.43%，浮动利率债务占比16.57%，叠加公司以长期负债为主，因此美联储货币政策传导至公司资金成本端将有所滞后（综合考虑当年到期债务利率和当前货币政策下新发债务的利率）。

图 29：渤海租赁有息负债以长期借款+应付债券为主（亿元）



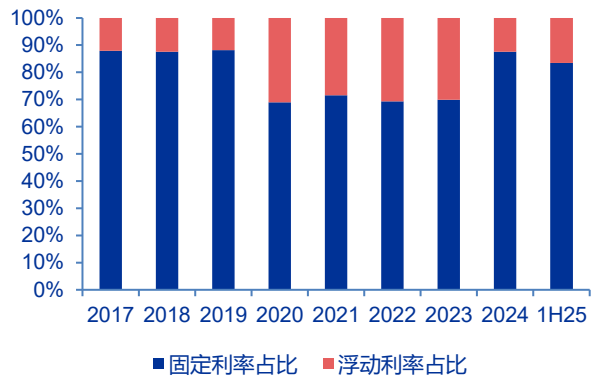
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：渤海租赁负债以境外为主



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：渤海租赁负债以固定利率为主



资料来源：Wind，申万宏源研究

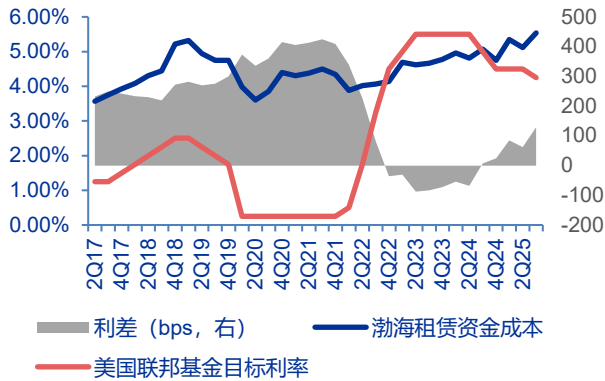
2026 年乃至中期，公司成本端财务费用压降来自于：

存量高息债务出清：出售低毛利率&高负债成本的集装箱业务回笼资金，立竿见影地缓解财务压力。公司出售 GSCL 后回笼约 117.52 亿元现金（对应 GSCL 1Q25 末净资产交易 PB 为 0.78x，交易产生 32.9 亿商誉），回笼资金用于偿还贷款利率为 11.25% 的 10 亿美元境外私募贷款及其他境外高息债务。在集装箱业务出售交割后，境外子公司有息负债中高成本部分将显著下降。

境外负债迎来利率拐点：美联储降息预期+Avolon 评级上调，推动负债成本拐点显现。

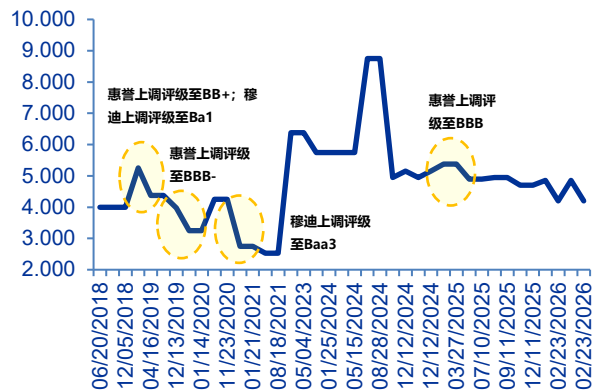
美联储降息：2025 年末-2026 年 3 月，实际利率路径已经下行。联邦基金利率上限从 2025 年 9 月 18 日的 4.25%，降至 2025 年 10 月 30 日的 4.00%，再降至 2025 年 12 月 11 日的 3.75%；有效联邦基金利率目前约为 3.64%，相较此前 5.33% 的高位实际已出现较明确的下行。**Avolon 评级上调：**1H25，惠誉将 Avolon 主体评级从 BBB- 上调至 BBB，穆迪将主体评级从 Baa3 上调至 Baa2，标普维持 BBB- 并将展望调升至积极。

图 32: 美联储货币政策和渤海租赁资金成本对比



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 33: Avolon 评级上调后发债利率明显下降 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3. 盈利预测及估值

3.1 盈利预测: 25 年业绩筑底, 26 年进入加速修复通道

核心假设: 公司未来将围绕飞机开展租赁业务, 因此资产端机队规模、成本端飞机成本将成为核心假设。我们通过假设自有飞机净增量和单机租赁收入预测租金收入, 通过假设飞机租赁毛利率和资金成本预测成本及费用。

收益拆分: 出售集装箱业务后, 公司飞机租赁业务贡献总收入将显著提升。**飞机租赁收入:** 我们预计 25-27 年自有飞机净增量分别为 44、48、30 架, 对应期末自有飞机数为 596、644、674 架, 航空客运需求不断恢复下飞机租赁单价尤其是窄体机租赁收入增长, 我们预计公司单机租赁收入将提升至 0.36、0.37、0.37 亿元。

成本拆分: 飞机成本 (折旧) 及财务费用合计贡献近 9 成。**1) 飞机成本: 减值计提回归常态, 飞机结构优化后毛利率有望提升。** 考虑到公司滞俄飞机已于 2022 年进行大规模减值计提, 同时于 2023 年保险赔付后资金收回, 目前该项风险已出清, 飞机减值计提回到正常水平, 驱动飞机租赁业务毛利率回升至 60% 以上, 同时 25 年公司持续优化飞机机队结构, 我们预测公司在 25-27 年飞机租赁毛利率分别为 61.5%、65%、62.6%, 对应飞机成本为 315、337、276 亿元。**2) 财务费用: 2026 年起有息负债和资金成本同比下行。** 25 年美联储开启降息, 且 GSCL 出售回笼资金替换部分高息旧债, 但是由于公司存量债务结构以长期负债为主, 因此我们保守预计公司 25 年资金成本 5.1%。2026-2027 年, 由于 Avolon 评级上调后新发债利率明显下移, 我们预计公司有息负债和资金成本同比下行至 4.6%、4.5%。

表 2: 渤海租赁盈利预测核心假设

收入端	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
期末自有飞机数量 (架)	563	552	596	644	674	704
自有飞机净增量 (架)	6	-11	44	48	30	30
单机租金 (亿元/年)	0.35	0.35	0.36	0.37	0.37	0.37

出租率 (%)	99%	100%	100%	100%	100%	100%
销售飞机 (架)	31	44	95	98	70	75
飞机出售单价 (亿元)	2.54	2.88	2.60	2.80	2.80	2.80
支出端	2024	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
飞机租赁毛利率 (%)	59.44%	61.47%	61.47%	65.00%	62.65%	63.04%
飞机销售毛利率 (%)	9.61%	5.94%	5.94%	7.16%	6.35%	6.48%
有息负债 (亿元)	1,936	2,129	2,342	1,838	1,928	2,055
融资成本 (%)	4.7%	5.0%	5.1%	4.6%	4.5%	4.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 3: 渤海租赁盈利预测 (亿元)

盈利预测输出	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	336.8	384.3	517.8	512.6	445.2	470.3
飞机租赁和销售(行业)	271.7	319.8	461.6	509.5	442.0	467.0
集装箱租赁和销售(行业)	61.8	61.6	53.1	0.0	0.0	0.0
融资租赁(行业)	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0
其他 (重组前)	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
营业总成本 (亿元)	298.1	342.8	473.1	452.1	376.3	389.1
营业成本	190.3	227.8	344.6	340.0	277.9	293.9
飞机租赁和销售(行业)	155.1	193.6	315.0	337.0	275.5	291.4
集装箱租赁和销售(行业)	32.7	32.3	26.6	0.0	0.0	0.0
融资租赁(行业)	1.5	1.1	1.7	1.7	1.4	1.5
其他 (重组前)	1.1	0.9	1.3	1.3	1.0	1.1
税金及附加	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
销售费用	1.6	1.7	2.3	2.3	2.0	2.1
管理费用	15.9	17.0	22.9	22.7	19.7	20.8
其中: 职工薪酬	8.9	9.6	13.0	12.8	11.1	11.8
财务费用	90.0	95.9	102.7	86.6	76.3	71.8
其中: 利息费用	92.5	101.0	114.0	96.1	84.7	79.6
加: 其他收益	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	12.81	9.04	-3.7	29.9	35.6	42.2

资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.2 可比公司估值法下公司目标价 6.14 元

渤海租赁作为一家以飞机经营性租赁为主业的上市公司, 我们选取业务模式相似的**美股上市**的 AERCAP (AER.N)、**美股上市**的 Air Lease (AL.N)、**港股上市**的中银航空租赁 (2588.HK)、**港股上市**的中国飞机租赁 (1848.HK) 为可比公司。

AERCAP (AER.N): 是航空租赁所有领域的行业领导者, 专注于以有吸引力的价格收购需求的飞行设备, 为航司提供广泛的飞机租赁资产, 包括窄体和宽体飞机、支线飞机、货机、发动机和直升机, 其主营业务中租赁租金收入占比超 90%。根据 Cirium4Q25 末排名, AERCAP 飞机资产价值排名行业第 1。

Air Lease (AL.N)：是一家领先的飞机租赁公司，该公司主要从事购买最新、最节能的商用喷气式飞机，并将这些飞机租赁给全球各地的航空公司，以期产生良好的股权回报。除了租赁业务外，该公司还将其机队中的飞机出售给第三方，包括其他租赁公司、金融服务公司、航空公司和其他投资者。其运营业绩由机队的增长、租赁条款、债务利率和债务总额驱动，并通过飞机销售和管理费获得收益。其主营业务中飞行设备租赁收入占比超 85%，飞机销售买卖占比 11%。**根据 Cirium4Q25 末排名，AERCAP 飞机资产价值排名行业第 3。**

中银航空租赁 (2588.HK)：是一家新加坡的飞机经营性租赁公司，该公司专注于直接从飞机制造商处购买新型、省油且需求旺盛的飞机，为这些飞机采购提供有效融资，并将飞机与多元化客户群进行长期经营性租赁。其主营业务中租赁租金收入占比超 70%，飞机出售收益 8%。**根据 Cirium4Q25 末排名，AERCAP 飞机资产价值排名行业第 6。**

中国飞机租赁 (1848.HK)：是致力于为全球航空公司客户提供飞机全生命周期一站式解决方案的供货商。中飞租赁旗下业务及成员公司覆盖「新飞机租赁」及「飞机后市场服务」两个主要版块，业务范畴既包括飞机经营性租赁、购后租回、飞机资产包交易和资产管理等常规业务，也涵盖机队规划、机队升级、中老年飞机资产管理、飞机维护维修、飞机拆解及航材销售等增值服务。2014 年 7 月，中飞租赁在中国香港上市，是亚洲第一家上市的飞机租赁公司，**根据知名航空咨询公司 ICF International 的资料，中飞租赁凭借机队及订单量资产总值，跻身全球十大飞机租赁商之一。**

飞机租赁行业盈利核心影响因素 1) 飞机机队规模；2) 机型及机龄；3) 资金成本。可比公司 2026E PB 均值为 1.06x，考虑到公司机队规模同业中排名第 2；公司 2025 年业绩筑底后 26 年迎来基本面修复；同时公司为 A 股纯正的飞机租赁上市标的，因此我们以可比公司 PB 均值作为渤海租赁目标 PB，计算得到公司目标价较 6.14 元。考虑到公司出清集装箱业务后聚焦中期景气度高的飞机租赁行业，收入端资产收益率和成本端财务费用均有明确改善趋势，且公司将成为 A 股纯正的飞机租赁公司，具备一定稀缺性，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值法下渤海租赁 26E 目标价 6.14 元 (收盘日 4 月 15 日)

代码	可比公司	最新收盘价	飞机机队规模 (架)	BPS-2024	BPS-2025	BPS-2026E	PB-2026E
AER.N	AerCap	149.0	3500	92.0	118.4	122.9	1.21
AL.N	AIR LEASE	65.0	490	67.6	75.6	72.5	0.90
2588.HK	中银航空租赁	84.5	834	9.2	9.9	83.2	1.01
1848.HK	中国飞机租赁	4.3	151	5.7	-	3.8	1.11
均值							1.06
000415.SZ	渤海租赁收盘价	4.50	1,132	5.1	-	5.8	1.06
	渤海租赁目标价	6.14					

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：Aercap 和 Air Lease 币种为美元；中银航空租赁、中国飞机租赁币种为港元；渤海租赁币种为人民币

注：由于各家收盘价、BPS 的币种一致，PB=P/BPS，因此各家 PB 可直接对比，无需汇率切换

合并利润表 (亿元)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	336.75	384.31	517.78	512.58	445.22	470.27
飞机租赁和销售(行业)	271.74	319.75	461.56	509.46	442.01	466.96
集装箱租赁和销售(行业)	61.82	61.61	53.12	0.00	0.00	0.00
融资租赁(行业)	1.80	1.65	1.74	1.82	1.91	2.01
其他(重组前)	1.39	1.30	1.37	1.30	1.30	1.30
营业总成本	298.07	342.80	473.05	452.07	376.34	389.06
营业成本	190.34	227.84	344.61	340.01	277.90	293.95
飞机租赁和销售(行业)	155.13	193.56	315.00	337.01	275.45	291.36
集装箱租赁和销售(行业)	32.68	32.27	26.58	0.00	0.00	0.00
融资租赁(行业)	1.49	1.15	1.73	1.71	1.40	1.48
其他(重组前)	1.05	0.86	1.30	1.28	1.05	1.11
税金及附加	0.29	0.39	0.52	0.52	0.45	0.47
销售费用	1.62	1.69	2.27	2.25	1.96	2.07
管理费用	15.87	17.02	22.93	22.70	19.72	20.83
财务费用	89.95	95.87	102.71	86.60	76.32	71.75
拨备前利润	7.98	4.05	-38.89	54.85	69.57	83.72
资产减值损失	-19.31	-21.40	-45.05	-6.15	-3.12	-2.35
营业利润	27.29	25.45	6.15	61.00	72.69	86.07
营业外收支	0.10	12.65	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	27.19	38.02	6.17	61.00	72.69	86.07
所得税	9.00	14.35	2.33	18.30	21.81	25.82
净利润	18.19	23.67	3.84	42.70	50.88	60.25
少数股东损益	5.38	14.63	7.57	12.81	15.26	18.07
归属于母公司所有者的净利润	12.81	9.04	-3.73	29.89	35.62	42.17

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

4. 风险提示

1. 汇率波动风险。公司披露境外收入占比较高，旗下海外资产以美元计价，合并报表以人民币列示，存在显著的汇率折算风险；人民币兑美元变动将直接影响净资产与净利润口径。

2. 美联储降息不及预期。考虑到公司负债结构中大部分来自海外负债，若美联储降息不及预期，则会影响到公司海外贷款、新发债利率水平，影响整体资金成本，进而推高财务费用，侵蚀部分业绩。

3. 承租人违约与信用风险。承租人受宏观、竞争与流动性等多因素影响，若不能履约将影响租金与资产处置；公司已建立“持续跟踪—保证金—应对方案”等机制，但外部环境超预期变化仍可能导致信用损失。

4.上游交付延期与扩表不达预期风险。制造端瓶颈可能延宕交付，上游供应商交付不及时将影响公司资本开支落地与机队扩张节奏，进而影响租金确认与资产周转。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法依规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。