

# 航空租赁龙头业绩稳健增长

华泰研究

2024年3月15日 | 中国香港

年报点评

租赁

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

78.00

研究员

SAC No. S0570521010001  
SFC No. AWF297

李健, PhD

lijian@htsc.com  
+(852) 3658 6112

联系人

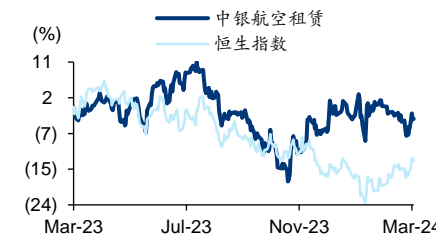
SAC No. S0570122070171 cheniyuxuan020827@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

陈宇轩

## 基本数据

目标价(港币)	78.00
收盘价(港币 截至3月14日)	57.15
市值(港币百万)	39,663
6个月平均日成交额(港币百万)	22.74
52周价格范围(港币)	47.15-66.70
BVPS(美元)	8.28

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 航空租赁龙头业绩稳健增长, 2023年净租赁收益率基本稳定

2023年中银航空租赁(BOCA)录得总收入/归母净利润24.6/7.64亿美元,基本符合我们此前归母净利润7.58亿美元的预测。2023年全球航空出行需求持续复苏,航司经营状况逐步好转。供应链压力和劳动力短缺在供给端压制租赁商和航司的扩张,但持续推升租赁费率和飞机价值。2023年公司的资金成本在海外高息环境下提升,拖累净租赁收益率。我们预计供需不匹配短期仍会推升租赁费率,航司对飞机租赁的需求仍会保持强劲,海外高息压力释放有望减轻公司负债端压力,融资租赁合约有望支撑公司业绩增长。我们轻微调整2024/2025年归母净利润预测7.3/8.2亿美元(前值:7.1/8.1亿美元),并引入2026年归母净利润预测9.1亿美元,维持目标价78港币,基于1.10x 2024年预测PB(2019年历史PB约1-1.5x),“买入”评级。

## 2024年净租赁收益率有望改善

2023年净租赁收益率小幅提升至7.1%(2022:7.0%),租赁费率升至10%(2022:9.2%),负债成本升至4.1%(2022:3.1%)。租赁费率提升主要由于航空业供需修复的不匹配;海外高息叠加公司融资需求推升负债成本,拖累净租赁收益率修复。飞机产能短缺造成的延迟交付同样压制公司净租赁收益率的提升。2024年公司交付65架飞机,出售20架飞机,承诺购买95架飞机,自有机队数量升至426架,剩余租期8.1年,平均机龄4.6年。公司与多家航司签署融资租赁合约。我们认为,2024年飞机供需的不匹配仍将存在并推升租赁费率,但海外可能的降息有望缓解公司负债端压力,叠加强劲的订单簿和融资租赁合约,公司净租赁收益率和核心ROE有望提升。

## 全球航空业持续修复,租赁需求维持强劲

根据IATA,2024年1月全球RPK修复至2019年同期的99.6%,其中国内市场是2019年同期106.7%,国际市场是2019年同期的95.7%,亚太地区国际市场RPK是2019年同期的83.7%,仍有修复空间。IATA测算2023年全球航空业净税后收益达到230亿美元(2022:-40亿美元),并预测2024年将达到260亿美元。航司经营状况好转推升公司2023年收款率达到101.3%(2022:100.8%)。当前航空业对于新飞机交付的融资需求超过1,000亿美元,同时资金供给并不充裕,我们预计租赁需求仍会保持强劲。

## 关注公司配置价值

公司股价当前交易于0.81x 2024E PB,考虑到航空业仍将持续修复、海外高息压力有望缓解、公司强劲的订单簿和经营实力,建议关注配置价值。

风险提示:1)航空业修复缓慢;2)债务融资成本快速上升;3)飞机供应持续受到扰动;4)经济衰退;5)美元流动性收紧。

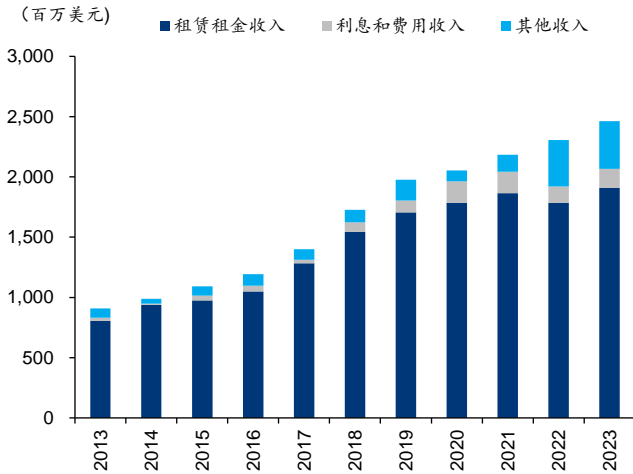
## 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入及其他收益(美元百万)	2,307	2,461	2,541	2,816	2,957
+/-%	5.67	6.68	3.25	10.83	4.98
归属母公司净利润(美元百万)	20.06	763.90	725.15	817.37	905.78
+/-%	(96.43)	3,708	(5.07)	12.72	10.82
EPS(美元,最新摊薄)	0.03	1.10	1.05	1.18	1.31
PE(倍)	278.07	6.95	6.99	6.20	5.60
PB(倍)	1.11	0.92	0.81	0.73	0.67
ROE(%)	0.38	13.95	12.04	12.38	12.50
股息率(%)	3.19	5.04	5.00	5.66	6.26

资料来源:公司公告、华泰研究预测

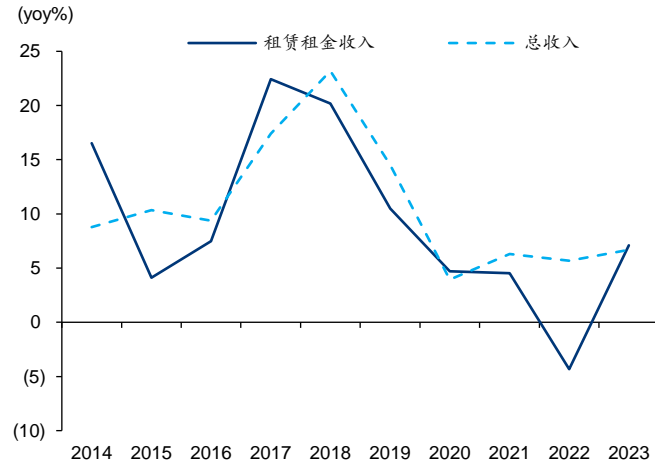
重要图表

图表1: 中银航空租赁: 收入



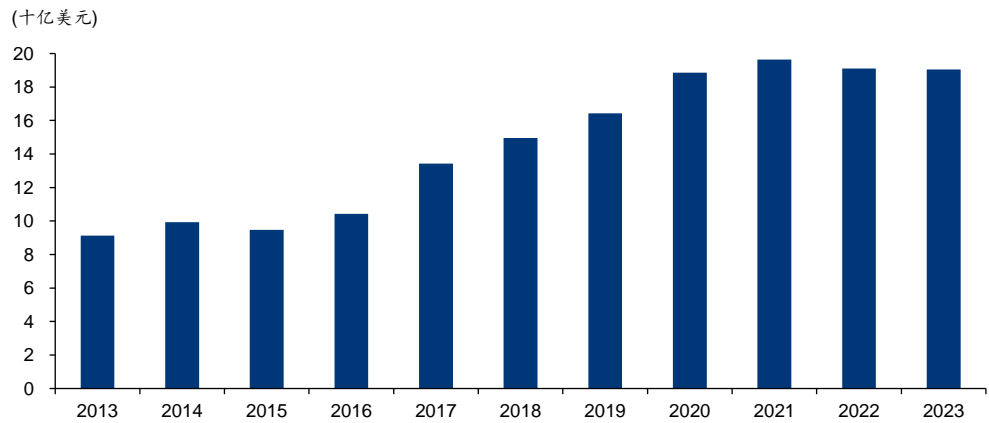
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 中银航空租赁: 收入增速



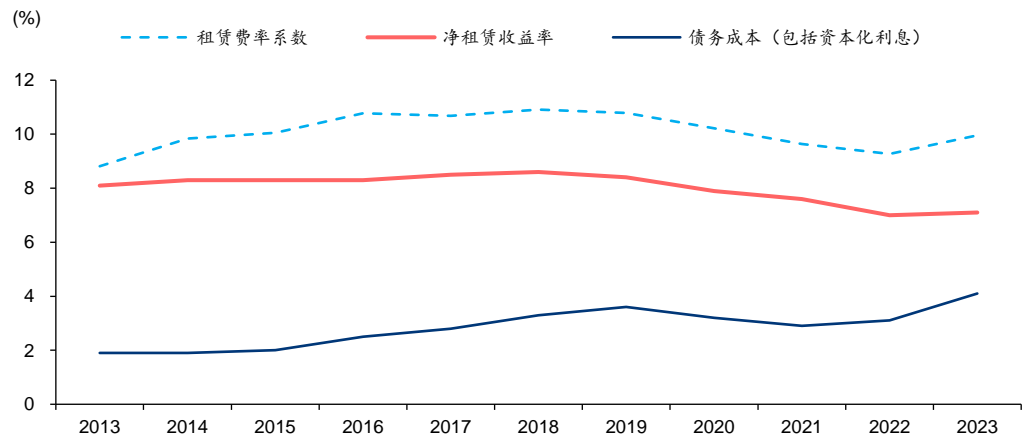
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 中银航空租赁: 飞机账面净值 (NBV)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 中银航空租赁: 净租赁收益率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 估值方法

我们的目标价 78 港币，基于 1.10 倍 2024 年预测 PB，2024 年 BVPS 预测 9.08 美元，以及美元兑港币汇率 7.8236。

我们认为，2024 年飞机供需的不匹配仍将存在并推升租赁费率，但海外可能的降息有望缓解公司负债端压力，叠加强劲的订单簿和融资租赁合约，公司净租赁收益率和核心 ROE 有望提升。考虑到公司历史估值（2019 年 1-1.5x PB）及全球航空业的复苏态势，估值有望回升至 1.10 倍 2024 年预测 PB。

图表5：中银航空租赁 PB 估值

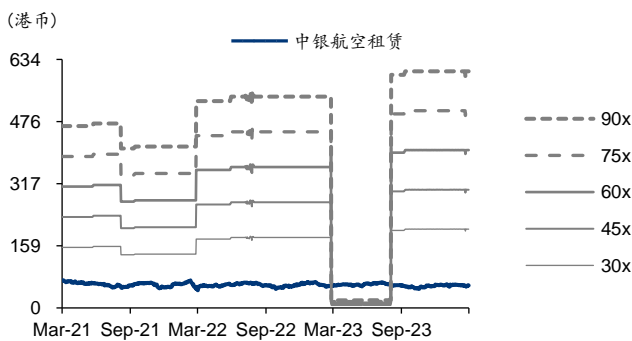


资料来源：Bloomberg，华泰研究

### 风险提示

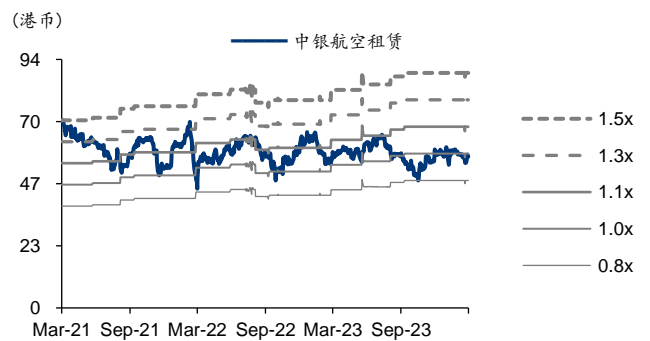
我们的盈利预测和目标价面临的主要风险包括：1) 航空业修复缓慢，可能影响飞机需求，从而影响新签定租约的租金费率；2) 债务融资成本快速上升，可能挤压公司净租赁收益率，影响公司盈利能力；3) 飞机供应持续受到扰动，可能造成飞机延迟交付，从而影响公司机队扩张和租金收入增长速度；4) 经济衰退可能导致部分航空公司拖欠租金甚至破产，可能影响飞机估值；5) 美元流动性收紧，可能影响债务融资成本和飞机交易活跃度。

图表6：中银航空租赁 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
核心业务收入	1,784	1,911	2,142	2,383	2,474
投资收益净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入	522.59	550.24	399.11	433.46	482.47
<b>收入及其他收益</b>	<b>2,307</b>	<b>2,461</b>	<b>2,541</b>	<b>2,816</b>	<b>2,957</b>
雇员及相关费用	(49.12)	(67.74)	(63.77)	(75.83)	(78.94)
资讯技术支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他运营支出	(932.07)	(80.34)	(76.08)	(84.42)	(88.61)
<b>EBITDA</b>	<b>1,326</b>	<b>2,313</b>	<b>2,401</b>	<b>2,656</b>	<b>2,789</b>
折旧及摊销	(812.70)	(816.27)	(865.78)	(951.19)	(1,042)
<b>营运利润</b>	<b>513.16</b>	<b>1,497</b>	<b>1,536</b>	<b>1,705</b>	<b>1,747</b>
融资成本	(483.66)	(636.36)	(718.98)	(784.42)	(727.42)
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
<b>税前利润</b>	<b>29.50</b>	<b>860.56</b>	<b>816.56</b>	<b>920.46</b>	<b>1,020</b>
税项	(9.44)	(96.66)	(91.41)	(103.09)	(114.23)
净利润	20.06	763.90	725.15	817.37	905.78
少数股东应占净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>20.06</b>	<b>763.90</b>	<b>725.15</b>	<b>817.37</b>	<b>905.78</b>

### 每股数据

会计年度 (美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股股息	0.27	0.39	0.37	0.41	0.46
EPS	0.03	1.10	1.05	1.18	1.31
EPS (最新摊薄)	0.03	1.10	1.05	1.18	1.31
每股净资产	7.50	8.28	9.08	9.96	10.92

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	396.87	392.48	408.33	424.83	441.99
金融资产	807.84	2,624	2,471	2,327	2,193
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	20,867	21,153	22,518	24,586	27,243
<b>总资产</b>	<b>22,071</b>	<b>24,169</b>	<b>25,398</b>	<b>27,338</b>	<b>29,878</b>
保证金	818.04	879.61	996.85	1,114	1,180
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	15,122	16,510	17,048	18,238	20,010
其他负债	929.58	1,031	1,053	1,075	1,109
<b>总负债</b>	<b>16,869</b>	<b>18,421</b>	<b>19,098</b>	<b>20,428</b>	<b>22,299</b>
股东股本权益	5,202	5,748	6,300	6,910	7,579
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股本权益总额</b>	<b>5,202</b>	<b>5,748</b>	<b>6,300</b>	<b>6,910</b>	<b>7,579</b>

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (倍)	278.07	6.95	6.99	6.20	5.60
PB (倍)	1.11	0.92	0.81	0.73	0.67
ROE	0.38	13.95	12.04	12.38	12.50
ROA	0.09	3.30	2.93	3.10	3.17
股息率	3.19	5.04	5.00	5.66	6.26

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李健, 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。

### 一般声明及披露

本报告由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, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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](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。

**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），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

**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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司