



渤海租赁 (000415.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球飞机租赁龙头再起航

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 12 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，平均到每年约 2,171 架需求，但 2025 年主要客机厂商交付数合计为 1,643 架，存在缺口。截至 2025 年末，波音、空客两大主要制造商均有大量在手订单积压，预计供不应求的状态将继续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、飞机行业景气度高，公司持有全球领先的飞机租赁商 Avolon70% 的股权，飞机租赁及飞机销售业务均受益。1) 飞机租赁业务：经营租赁收益率受益于行业因素带来的租金价格上行，自 2021 年的 9.3% 提升至 25H1 的 11.6%，供需失衡的关系或继续推动租赁收益率向上；2) 飞机销售：公司把握市场交易活跃契机，加大低收益资产处置力度，2024 及 25H1 分别处置了 55、53 架飞机，销售收入同比高速增长 61%/330%，预计 2026 年仍将保持较大的处置力度来优化飞机资产结构，出售飞机数量约 85 架。

3、债务压力减轻及美联储降息推动资金成本下行。1) 25H1，公司 94% 的收入来自境外。25H1 末，公司有息负债中约 82.89% 由境外子公司承担，美联储降息有望推动成本率下降。2) 根据公司公告，公司 25 年 12 月完成出售集装箱租赁子公司 GSCL100% 的股权，经调整交易价格约 16.32 亿美元，折合人民币约 117.52 亿元。出售子公司后公司资金得到补充，有望缓解部分债务压力，优化负债结构，降低平均资金成本率。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司归母净利润为 -3/21/29 亿元，同比增速为 -135%/780%/35%。25 年利润下降主要是因为出售子公司产生商誉减值。飞机行业供不应求有望推动飞机价值、租金价格上涨，公司出售子公司 GSCL 股权后聚焦景气度较高的飞机租赁业务，租赁收益率亦有望上行。此外，出售子公司获得的资金有望缓解债务压力，推动平均成本率与财务费用下行。给予 2026 年 1.1 倍 PB，对应目标价 5.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

航空需求恢复不及预期；利率上行风险；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）

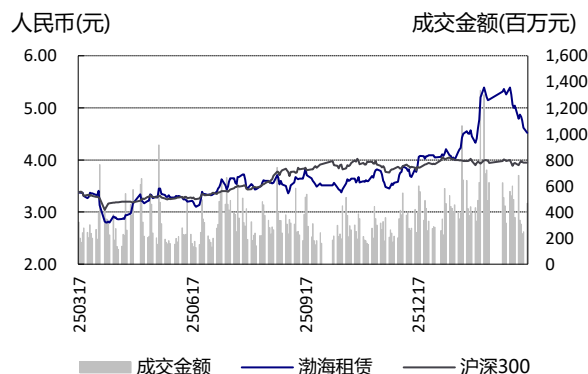
hongxining@gjzq.com.cn

分析师：方丽（执业 S1130525080007）

fangli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.52 元

目标价 (人民币)：5.75 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	33,675	38,431	48,564	40,987	37,535
营业收入增长率	5%	14%	26%	-16%	-8%
归母净利润(百万元)	1,281	904	(315)	2,143	2,902
归母净利润增长率	-164%	-29%	-135%	780%	35%
每股收益(元)	0.21	0.15	-0.05	0.35	0.47
每股净资产(元)	4.79	5.09	4.98	5.22	5.54
ROE(归属母公司)	4.47%	2.96%	-1.01%	6.79%	8.72%
P/B	0.94	0.89	0.91	0.87	0.82

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：飞机租赁龙头聚焦主业再起航	4
1.1 发展历程：全球领先的飞机租赁商	4
1.2 股东结构：海航资本为控股股东，公司无实控人	4
1.3 业绩概况：收入稳健增长，商誉减值导致利润波动	4
二、行业概况：供不应求推动飞机价值及租金增长	5
2.1 供需情况：飞机交付速度恢复缓慢，供给长期紧张	5
2.2 竞争格局：飞机租赁商集中度较高，公司全球排名领先	7
三、增长驱动：租赁收益率上行，债务压力有望缓释	9
3.1 飞机行业高景气度驱动租赁收益率上行	9
3.2 财务费用及资金成本有望下行	11
四、盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议与估值	14
五、风险提示	15

图表目录

图表 1： 公司通过收购持续扩张业务规模	4
图表 2： 公司股权结构（2025 年三季度末）	4
图表 3： 公司营业总收入自 2021 年来持续增长	5
图表 4： 公司归母净利润受地缘政治等因素影响出现波动	5
图表 5： 公司飞机销售及租赁收入占比较高	5
图表 6： 公司收入主要来自境外国家及地区	5
图表 7： 全球航空客运量超 2019 年同期	6
图表 8： 全球航空客运运力投入已修复至 2019 年水平	6
图表 9： 空客预测未来 20 年飞机需求体量较大	6
图表 10： 波音预测未来 20 年飞机需求超 4 万架	6
图表 11： 全球主要客机厂商交付情况（架）	7
图表 12： 空客、波音积压订单消化所需年数较长	7
图表 13： 各机型租金持续走强	7
图表 14： 宽体、窄体飞机市场价值持续上行	7
图表 15： 公司机队资产市值排名第四（截至 25Q3 末）	8
图表 16： 公司归母净利润规模偏低	8
图表 17： 公司 ROE 低于可比公司	8



图表 18: 公司资产负债率、资金成本率偏高	8
图表 19: 公司经营租赁收益率领先	8
图表 20: 公司自有机队全球分布	9
图表 21: 公司飞机销售及飞机租赁收入体现周期性	9
图表 22: 飞机租赁业务毛利率较高	9
图表 23: 公司飞机销售及交付数量	10
图表 24: 公司飞机资产账面净值保持稳定	10
图表 25: 公司飞机规模近 600 架	10
图表 26: 公司平均剩余租期维持在 6 年以上	11
图表 27: 公司平均机龄在可比公司中处于中间水平	11
图表 28: 除景气度极低期间, 公司出租率均在 99% 以上	11
图表 29: 公司经营租赁收益率小幅提升	11
图表 30: 公司成本、费用飞机销售及租赁成本、财务费用为主	12
图表 31: 公司折旧率维持在 3%-5% 左右	12
图表 32: 2020-2022 年计提资产减值损失较大	12
图表 33: 公司负债以长期借款和应付债券为主	13
图表 34: 公司负债以固定利率为主	13
图表 35: 公司平均资金成本有望下行	13
图表 36: 公司资产负债结构有望改善	13
图表 37: 公司主要项目预测 (百万元)	13
图表 38: 飞机、集装箱经营租赁收入预测 (百万元)	14
图表 39: 主要预测核心假设	14
图表 40: 可比公司估值表	15

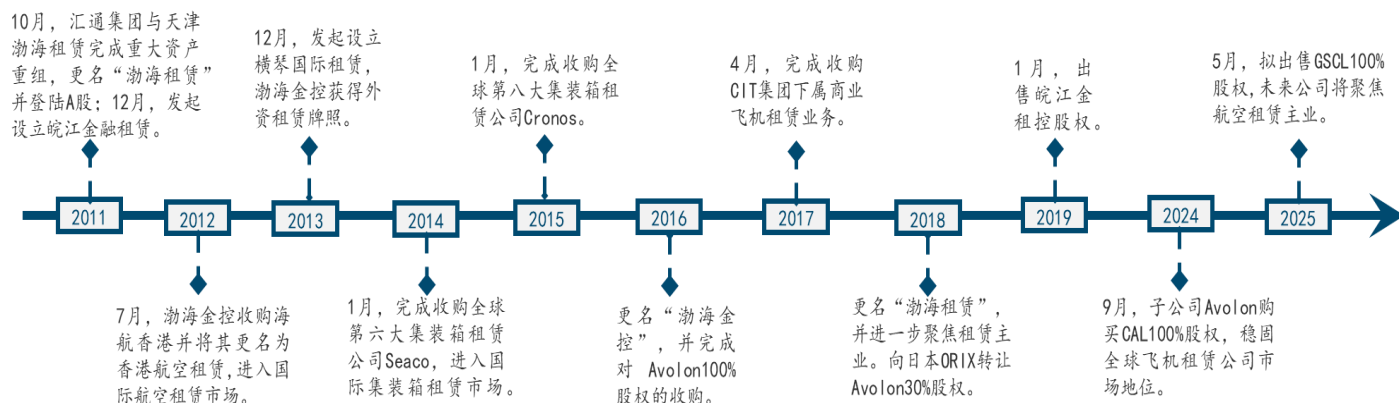


一、公司概况：飞机租赁龙头聚焦主业再起航

1.1 发展历程：全球领先的飞机租赁商

渤海租赁是 A 股最大的以经营租赁为主业的上市公司，通过设立公司获取牌照、外延收购等方式不断扩张。2011 年，汇通集团与天津渤海租赁完成重大资产重组，汇通集团更名为渤海租赁并正式登陆 A 股，成为国内首家上市租赁公司。2011、2013 年分别发起设立皖江金融租赁、横琴国际租赁，获得金融租赁及外资租赁牌照。2012、2014、2015、2016、2017 年分别收购海航香港（更名香港航空租赁）、全球第六大集装箱租赁公司 Seaco、全球第八大集装箱租赁公司 Cronos、全球领先的飞机租赁商 Avolon、CIT 集团下属商业飞机租赁业务。当前公司主营业务涵盖飞机租赁、基础设施租赁、大型设备租赁等，是全球领先的飞机租赁商。

图表1：公司通过收购持续扩张业务规模



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 股东结构：海航资本为控股股东，公司无实控人

公司控股股东为海航资本集团有限公司，无实际控制人。2022 年 4 月海航集团完成破产重整后，海航资本的控股股东由海航集团变更为海南海航二号信管。截至 25Q3 末，前三大股东为海航资本集团有限公司、天津燕山股权投资基金有限公司、广州市城投投资有限公司，持股比例分别为 28.02%/5.01%/4.26%。

图表2：公司股权结构（2025 年三季度末）

序号	股东名称	持股数量（亿股）	持股比例
1	海航资本集团有限公司	17.33	28.02%
2	天津燕山股权投资基金有限公司	3.10	5.01%
3	广州市城投投资有限公司	2.64	4.26%
4	上海贝御信息技术有限公司	2.64	4.26%
5	上海圣展云汇企业管理有限公司	2.14	3.46%
6	长春农村商业银行股份有限公司	1.64	2.65%
7	宁波梅山保税港区德通企业管理有限公司	1.33	2.14%
8	广发多因子灵活配置混合型证券投资基金	1.19	1.93%
9	廖国沛	0.95	1.53%
10	香港中央结算有限公司	0.94	1.52%

来源：wind，国金证券研究所

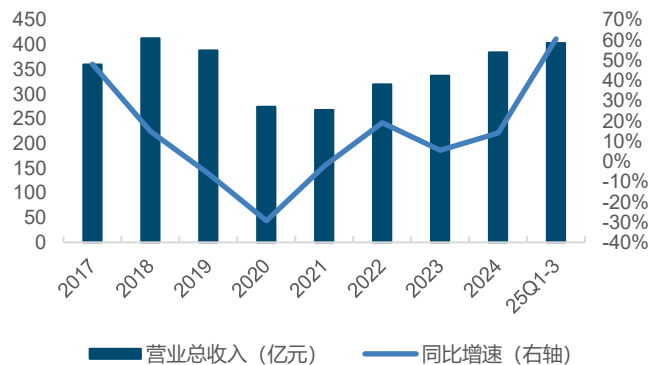
1.3 业绩概况：收入稳健增长，商誉减值导致利润波动

公司业绩受航空业景气度、地缘政治、股东债务危机等因素影响有所波动。2020 年，全球航空业景气度下行，公司营业总收入同比下降 29%。2020-2022 年归母净利润连续三年为负，主要是受俄乌冲突等因素影响，大幅计提减值损失所致。2022 年后，全球航空业持续复苏，公司业绩也开始改善，营业总收入连续增长，25Q1-3 营收同比增长 61%。2023-2024

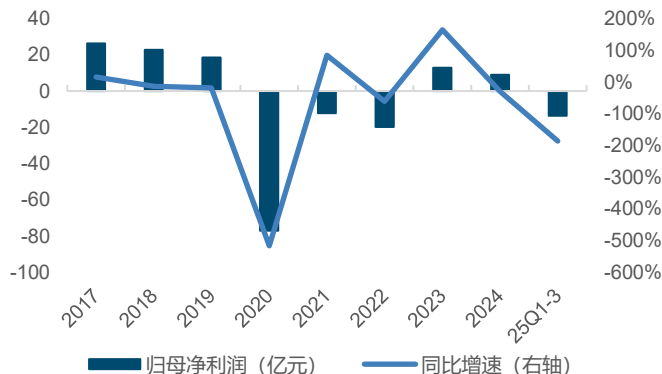


年公司归母净利润转正，25Q1-3 归母净利润为负的原因是出售子公司时根据交易价格及调整机制进行商誉减值约 32.77 亿元，剔除商誉减值影响后，25Q1-3 归母净利润为 19.04 亿元，同比增长 20%。根据公司发布的业绩预告，预计 2025 年亏损 2.5 至 5 亿元，剔除商誉减值影响后，预计归母净利润约为 28 亿元-30.5 亿元，同比增长 210%-237%。

图表3：公司营业总收入自 2021 年来持续增长



图表4：公司归母净利润受地缘政治等因素影响出现波动

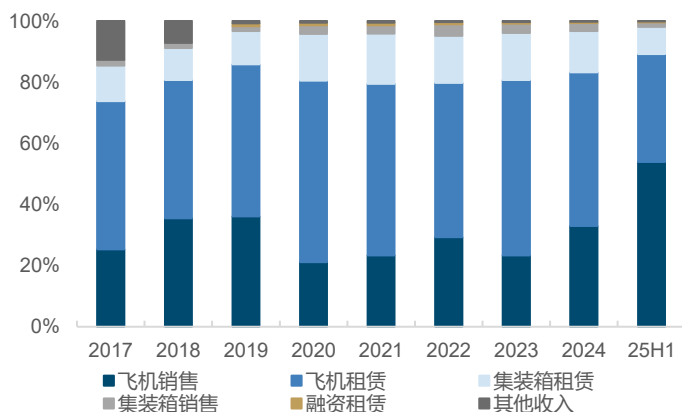


来源：公司财报，国金证券研究所

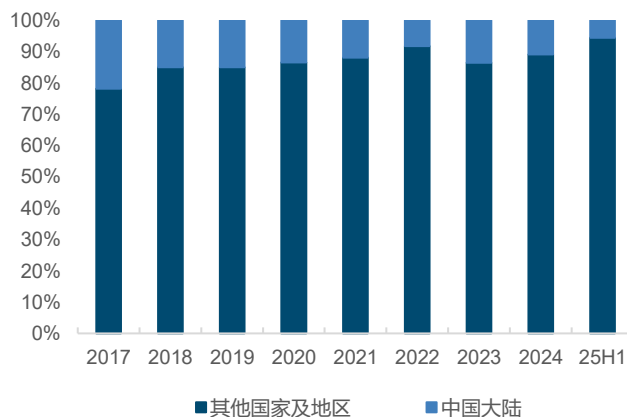
来源：公司财报，国金证券研究所

从业务结构来看，公司的主要业务包括飞机租赁业务、集装箱租赁业务、融资租赁业务。公司飞机销售及飞机租赁业务收入占比合计约 80%-90%，飞机租赁业务相关收入是最主要的收入来源。2025 年 5 月，公司发布公告称，拟转让做集装箱业务的子公司 GSCL100% 的股权，12 月交割已完成，公司未来将进一步聚焦飞机租赁主业。从区域结构来看，公司主要收入来源于境外，主要是因为公司通过境外子公司 Avolon 开展飞机租赁业务，25H1 境外、境内收入占比分别为 94%、6%。

图表5：公司飞机销售及租赁收入占比较高



图表6：公司收入主要来自境外国家及地区



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

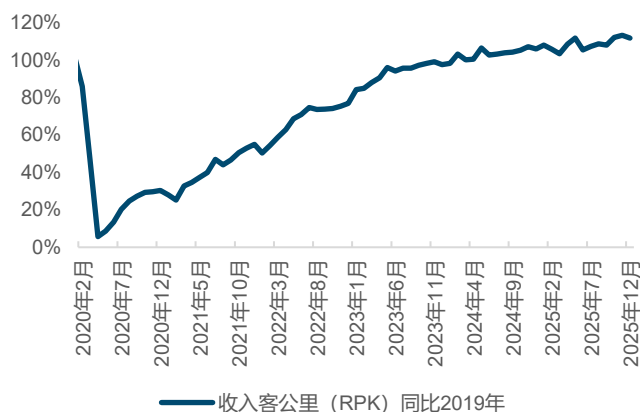
二、行业概况：供不应求推动飞机价值及租金增长

2.1 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 12 月全球航空业 RPK（收入客公里，反映客运量）同比增长 5.6%，为 2019 年 12 月的 112%。需求复苏推动航空公司同步加大运力投入，2025 年 12 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 5.9%，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7：全球航空客运量超 2019 年同期



图表8：全球航空客运运力投入已修复至 2019 年水平

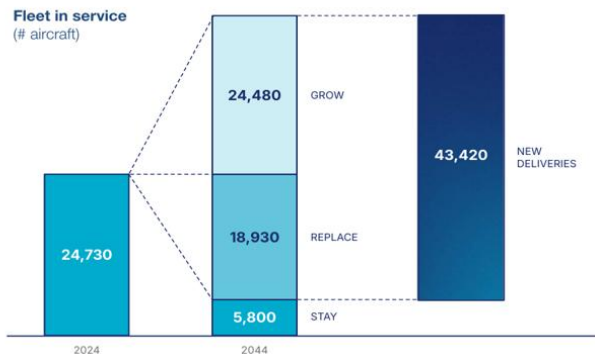


来源：IATA，国金证券研究所

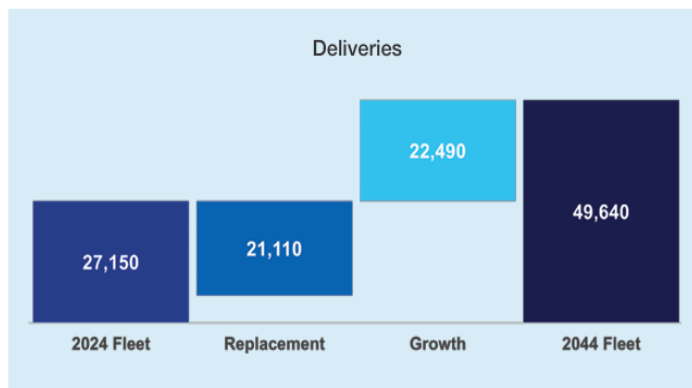
来源：IATA，国金证券研究所

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 年行业会新增约 43,420 架飞机需求，其中替换、新增需求分别约 18,930 架、24,480 架。波音对未来 20 年航空业飞机需求的预测为 43,600 架，包括 21,110 架新增及 22,490 架替换。

图表9：空客预测未来 20 年飞机需求体量较大



图表10：波音预测未来 20 年飞机需求超 4 万架



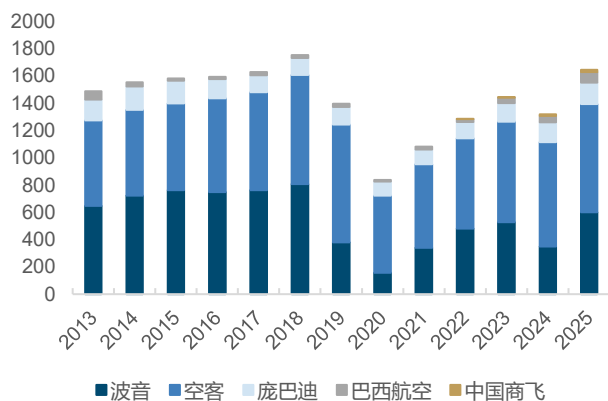
来源：空客全球航空业市场预测，国金证券研究所 注：空客预测的需求数据按整十来四舍五入。

来源：波音 2025-2044 年商业航空市场展望报告，国金证券研究所

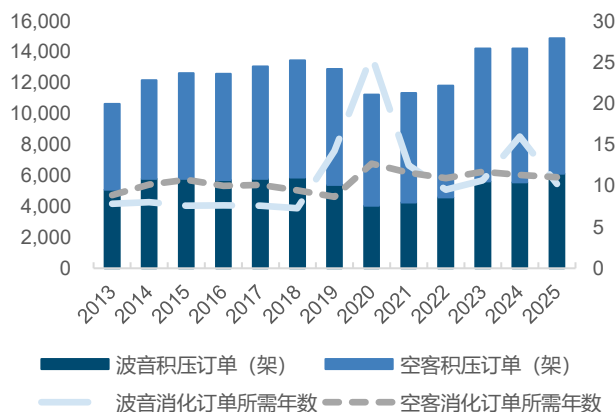
(2) 从供给端来看，飞机交付速度恢复缓慢，供给水平在历史上属于偏低位。受 2019 年波音 737MAX 停飞及新机暂停交付、空客 A320NEO 系列飞机延迟交付等因素影响，当年飞机交付量较 2018 年显著下降。2020 年，新一代客机交付出现大面积推迟。2024 年 1 月，美国阿拉斯加航空波音 737 MAX 9 机型发生“掉门”事件，导致该型号全球停飞及后续交付延缓。空客预测的未来 20 年 43,420 架飞机需求平均到每年是 2,171 架需求，但 2025 年主要客机厂商交付数合计为 1,643 架，存在缺口。截至 2025 年末，波音、空客两大主要制造商均有大量在手订单积压，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11：全球主要客机厂商交付情况（架）



图表12：空客、波音积压订单消化所需年数较长

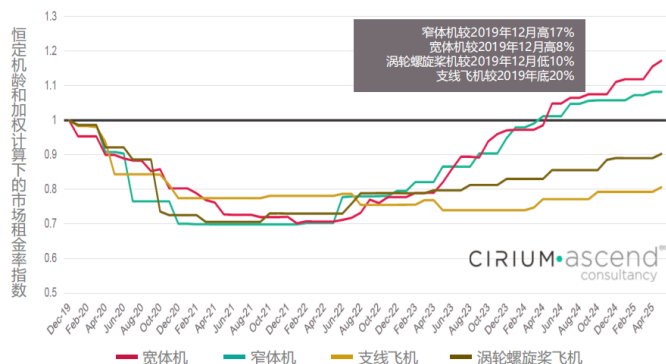


来源：各公司财报，国金证券研究所 注：仅包含窄体、宽体客机。

来源：各公司财报，国金证券研究所

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13：各机型租金持续走强



图表14：宽体、窄体飞机市场价值持续上行



来源：中国飞机租赁业绩推介材料，Cirium，国金证券研究所

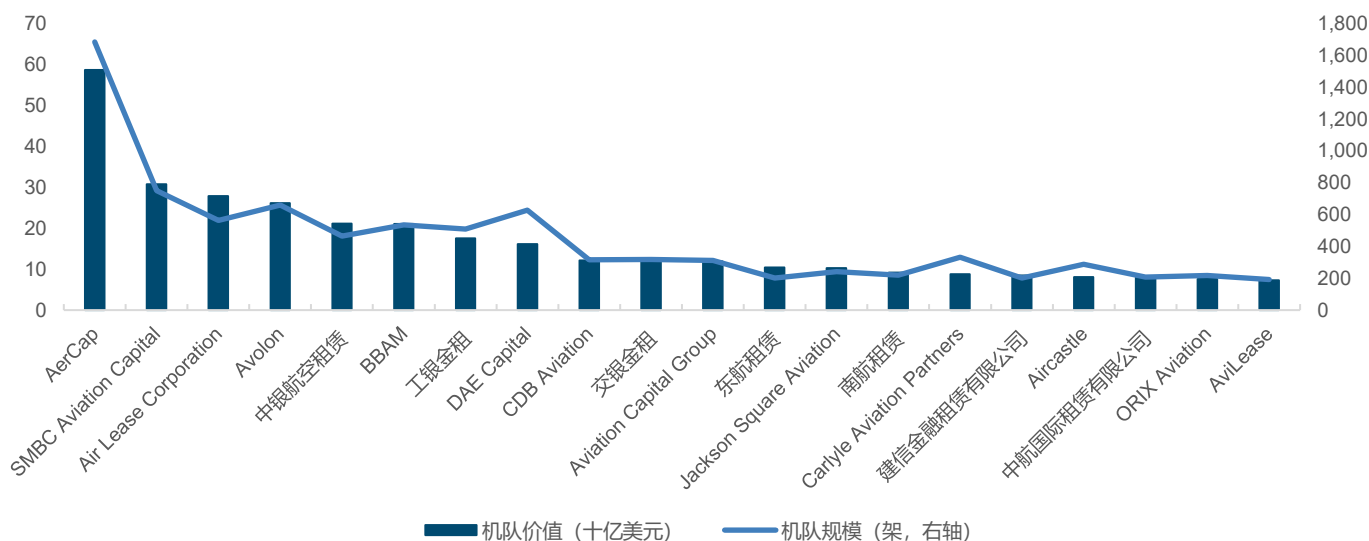
来源：中银航空租赁业绩推介材料，Cirium，国金证券研究所

2.2 竞争格局：飞机租赁商集中度较高，公司全球排名领先

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 25Q3 末，全球飞机租赁商机队价值、机队规模 CR5 分别为 34%、30%。公司子公司 Avolon 的机队资产市值排名第四，机队规模（架）排名第三。



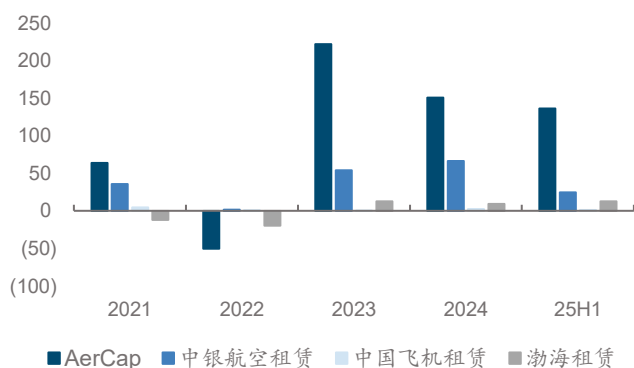
图表15：公司机队资产市值排名第四（截至 25Q3 末）



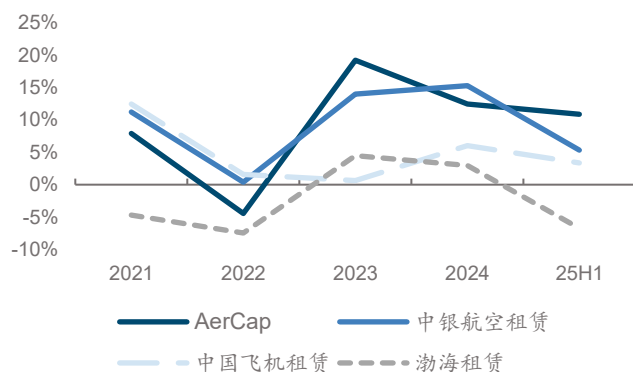
来源：Cirium，国金证券研究所

公司的利润规模低于 AerCap、中银航空租赁，高于中国飞机租赁。盈利能力方面，公司 ROE 弱于其他三家公司，主要是因为公司平均资金成本率高于可比公司，以及出售子公司 GSCL 带来商誉减值。根据测算数据，公司经营租赁收益率优于可比同业，但负债率、资金成本率偏高。

图表16：公司归母净利润规模偏低



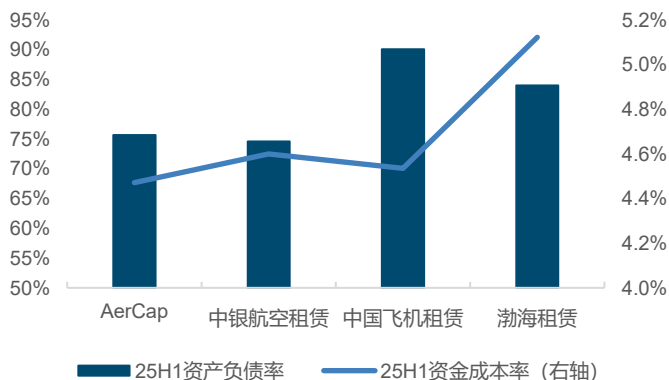
图表17：公司 ROE 低于可比公司



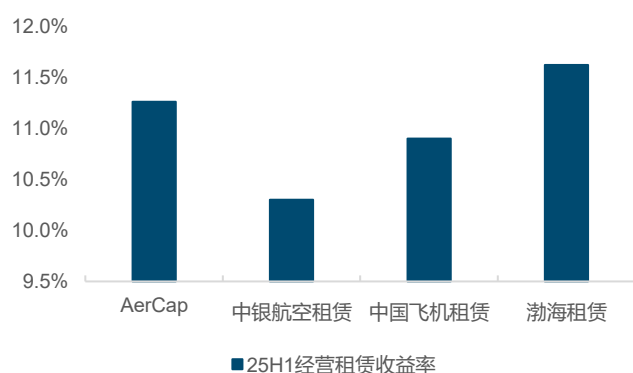
来源：wind，国金证券研究所 注：人民币亿元，渤海租赁 25H1 归母净利润为扣非口径。

来源：wind，国金证券研究所 注：25H1 为未年化值。

图表18：公司资产负债率、资金成本率偏高



图表19：公司经营租赁收益率领先



来源：wind，各公司财报，国金证券研究所 注：中银航空租赁平均资金成本为

来源：各公司财报，国金证券研究所 注：中银航空租赁经营租赁收益率为披露



公司披露，其余公司平均资金成本根据财务费用及计息负债规模测算。

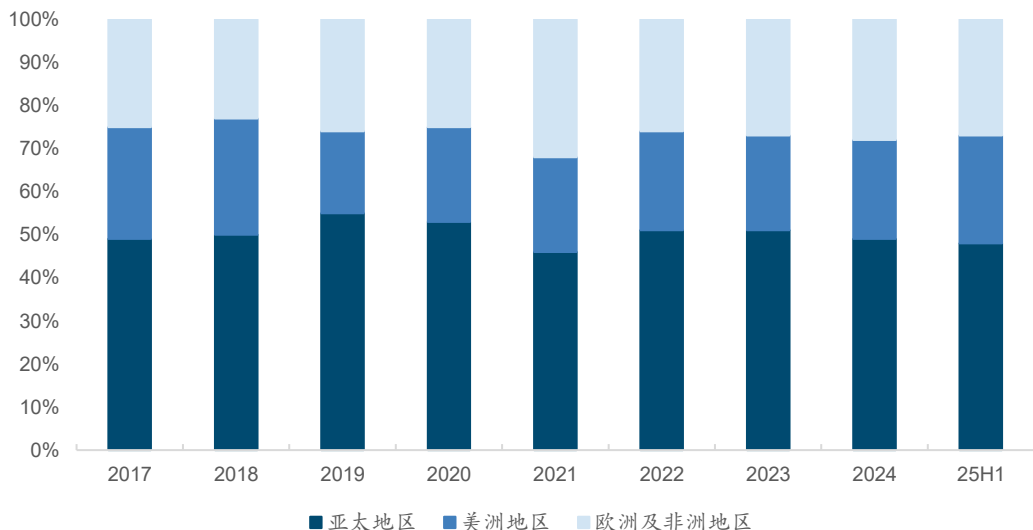
值，其余公司根据经营租赁收入及飞机资产净值测算。

三、增长驱动：租赁收益率上行，债务压力有望缓释

3.1 飞机行业景气度驱动租赁收益率上行

公司通过控股子公司 Avolon（持有 70% 的股权）开展飞机租赁业务，Avolon 总部设在爱尔兰，在中国、迪拜、新加坡、美国设立地区办事处。公司的业务布局在飞机租赁需求增长较为旺盛的亚太地区有所倾斜，全球其他地区保持相对均衡。以自有机队统计，25H1 亚太地区占比达到 48%，欧洲及中东、非洲地区占比为 27%，美洲地区为 25%。

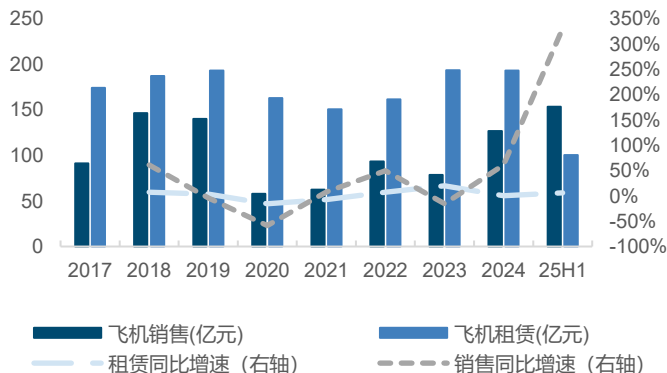
图表20：公司自有机队全球分布



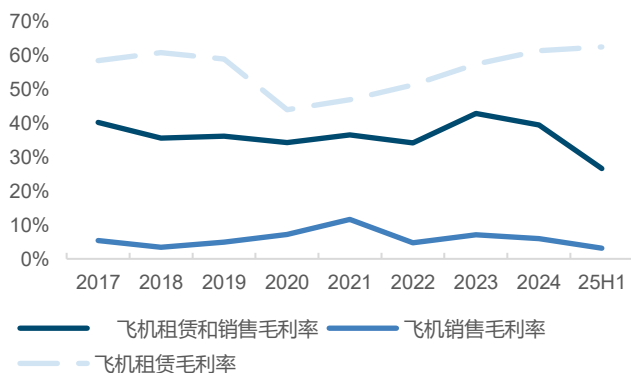
来源：公司财报，国金证券研究所

公司飞机租赁收入从 2017 年的 174 亿元稳步增长至 2019 年的 193 亿元，2020-2022 年受航空业景气度下行影响有所回落。行业景气度逐步恢复后，2024 年飞机租赁收入恢复到 2019 年水平，25H1 租赁收入继续小幅增长 6%。飞机销售业务方面，2018 年公司为了打造年轻化、现代化的机队，处置了 88 架飞机，飞机销售收入同比增长 61% 至 146 亿元；2020-2022 年，飞机市场价值、租金水平等受到负面影响，出售飞机数量减少；2024、25H1 公司抓住飞机交易市场活跃的契机加大低收益资产处置力度，优化机队，分别处置了 55、53 架飞机，销售收入同比增长 61%/330%。公司飞机租赁毛利率长期处于较高水平，除 2020、2021 年以外均在 50% 以上，25H1 达 62.5%；飞机销售业务毛利率偏低，25H1 回落至 3%。

图表21：公司飞机销售及飞机租赁收入体现周期性



图表22：飞机租赁业务毛利率较高

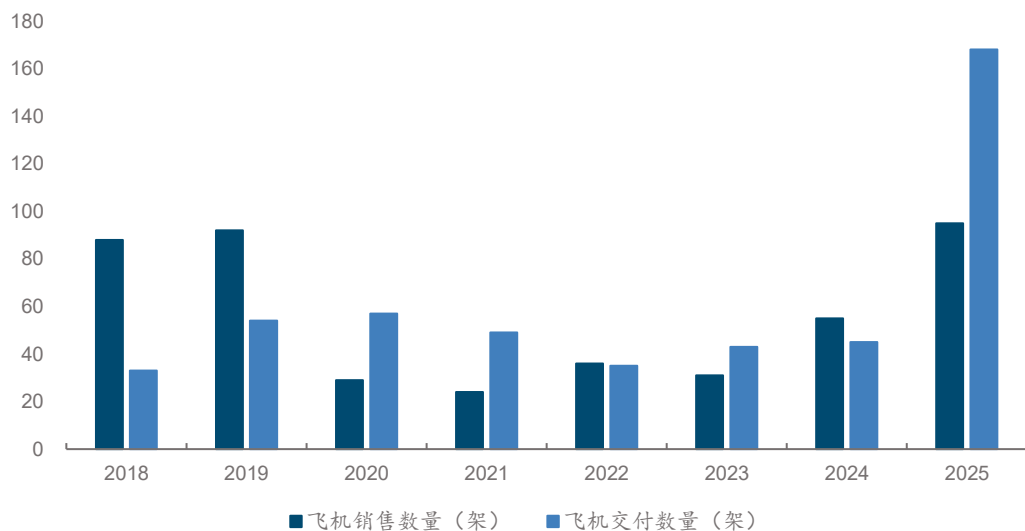


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所



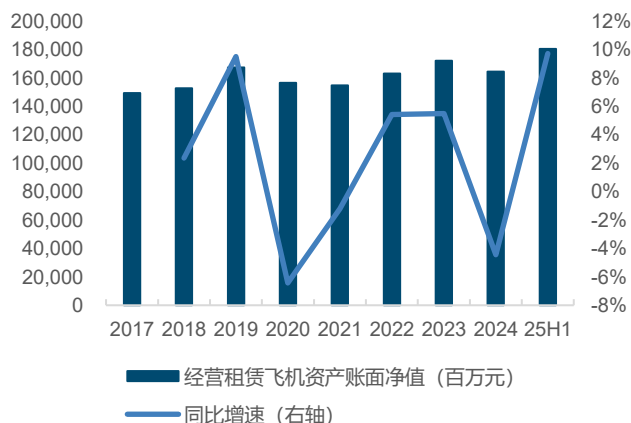
图表23: 公司飞机销售及交付数量



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 2025 年交付数据包括收购 CAL 持有的 106 架飞机。

公司机队规模随外部变化与战略布局动态调整, 2020 年, 子公司 Avolon 为强化风险管控与现金流管理, 取消 2020-2023 年交付的 100 架飞机订单, 机队规模阶段性收缩; 2023 年公司抢抓行业复苏与运力需求, 签订 200 架高科技节能型飞机采购协议(含 20 架 A330neo、100 架 A321neo、80 架 737MAX), 创公司成立以来最大的单年订单纪录; 2024 年把握市场整合机遇, 收购 CAL100%股权, 交易完成后机队规模扩张至 2024 年末的 1,158 架。2025 年末, 公司自有飞机共 596 架, 另有代管 36 架、订单飞机 500 架, 25Q3 末公司在手订单数超越 AerCap、ALC、中银航空租赁等可比公司。公司飞机资产账面净值与机队变化一致, 整体规模保持稳定, 2020-2022 年低景气度区间飞机资产净值偏低, 2023 年后小幅扩张。

图表24: 公司飞机资产账面净值保持稳定



图表25: 公司飞机规模近 600 架



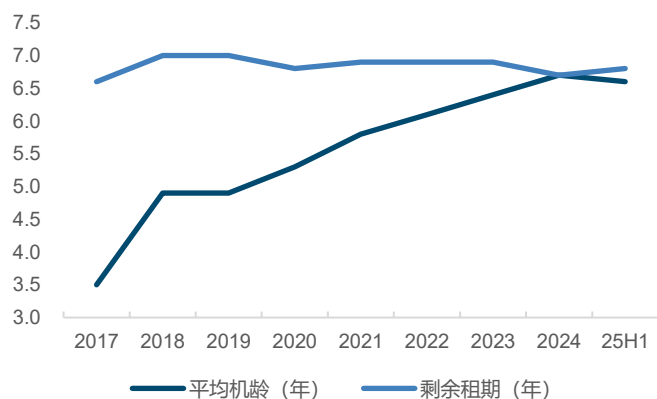
来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所。

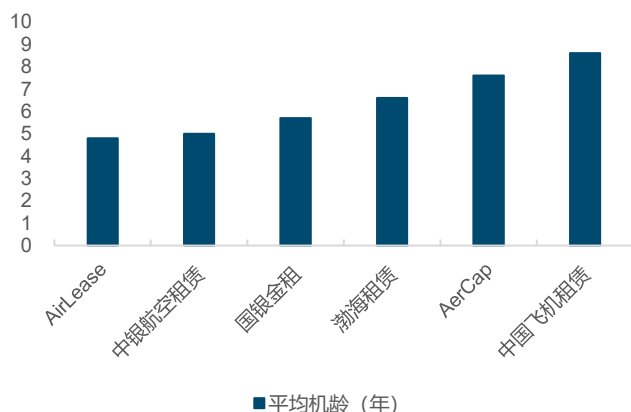
从机队运营指标看, 平均机龄呈渐进抬升趋势, 由 2017 年的 3.5 年逐步增至 2024 年的 6.7 年, 25H1 末小幅回落至 6.6 年; 剩余租期长期维持在 6.6-7 年, 25H1 末为 6.8 年, 未来业绩可持续性较强。公司机队出租率长期处于高位区间, 2017 年达 100%后小幅波动, 除 2020-2022 年疫情期间, 其余年份出租率均在 99%以上。25H1 末, 出租率维持 100%, 且未来 24 个月待交付的订单飞机中 98%已达成出租安排, 业绩可持续性较强。



图表26：公司平均剩余租期维持在6年以上



图表27：公司平均机龄在可比公司中处于中间水平

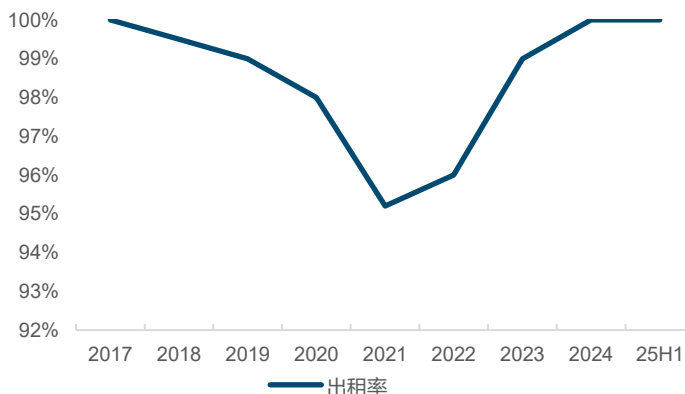


来源：公司财报，国金证券研究所

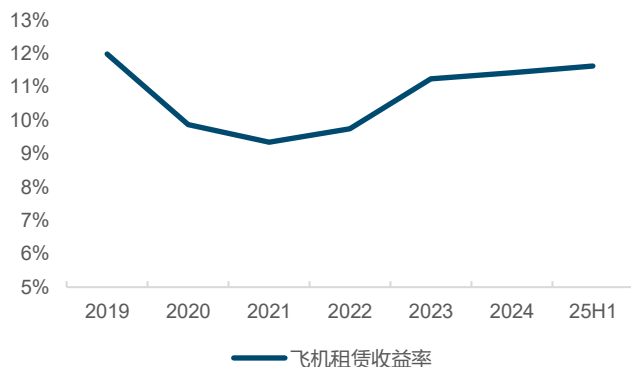
来源：各公司财报，国金证券研究所

飞机租赁收益率已出现小幅回升趋势。2020-2022 年全球航空业运行低迷，公司租赁收益率有所下滑，2022 年起已开始小幅提升，25H1 租赁收益率为 11.6%，较 2021 年的低点 9.3% 已提高 2.3pct。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。

图表28：除景气度极低期间，公司出租率均在99%以上



图表29：公司经营租赁收益率小幅提升



来源：公司财报，国金证券研究所

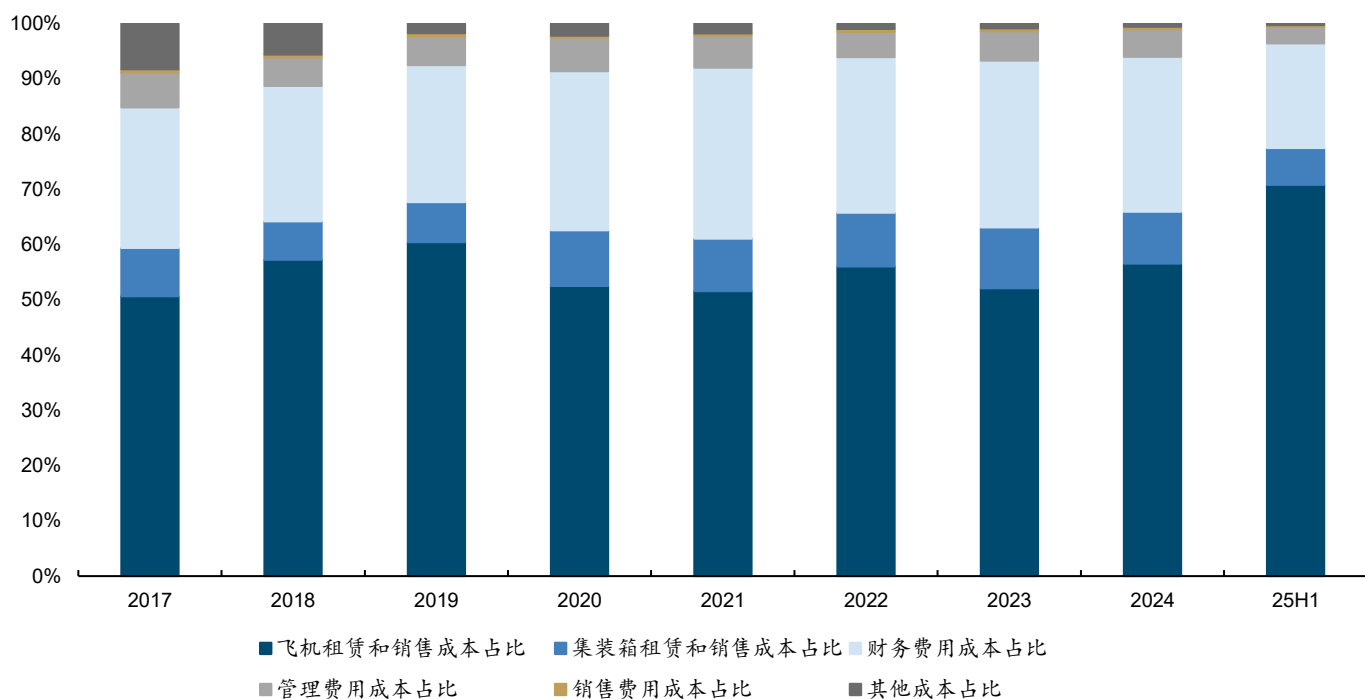
来源：公司财报，国金证券研究所

3.2 财务费用及资金成本有望下行

公司营业成本及费用主要由飞机租赁和销售营业成本、集装箱租赁和销售营业成本、财务费用、管理费用、销售费用等项目构成。其中，飞机租赁与销售营业成本、财务费用是占比最高的两项，25H1 占比分别为 71%/19%。



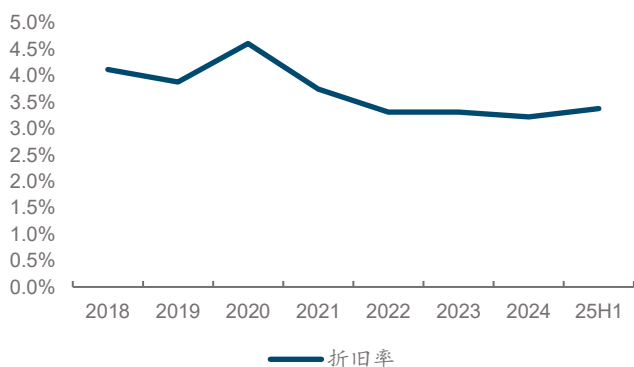
图表30：公司成本、费用飞机销售及租赁成本、财务费用为主



来源：公司财报，国金证券研究所

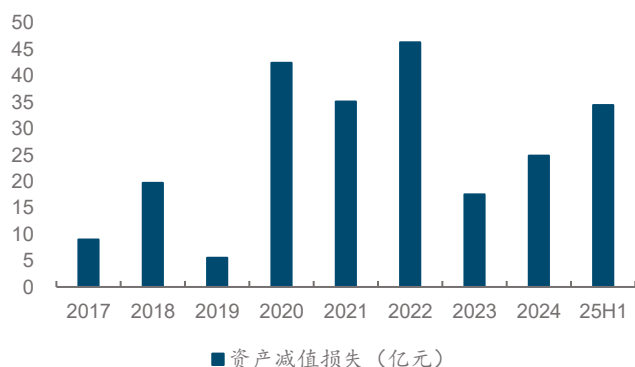
折旧方面，公司采用年限平均法计提，25H1 公司财报披露的飞机及发动机资产年折旧率的范围在 2.84%-10.46%，从实际折旧率来看，测算飞机及发动机资产平均折旧率维持在 3%-5%左右。减值方面，2020-2022 年受涉俄飞机、美元加息等多重因素影响计提减值较多，25H1 资产减值损失中有 33 亿元来自于出售子公司产生的商誉减值。

图表31：公司折旧率维持在 3%-5%左右



来源：公司财报，国金证券研究所

图表32：2020-2022 年计提资产减值损失较大



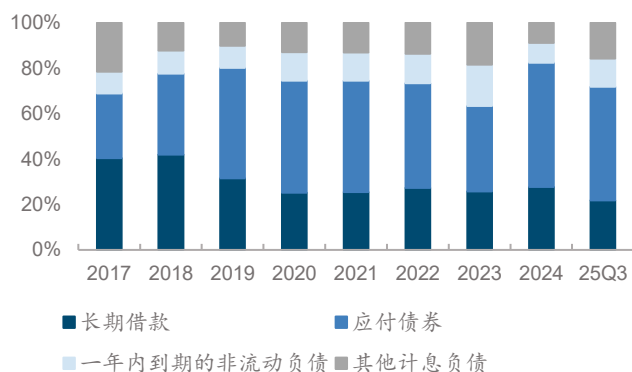
来源：公司财报，国金证券研究所

公司计息负债以长期借款和应付债券为主，25Q3 末占比分别为 25%/57%。其中，固定利率负债占比较高，25H1 末为 83%。公司资信水平较高，25H1 标普、穆迪、惠誉对 Avolon 的评级分别为 BBB-、Baa2、BBB 级，均为“投资级”信用评级，但历史高息债务导致平均资金成本率较高，25Q3 为 5.3%（可比公司中银航空租赁 25H1 为 4.6%）。

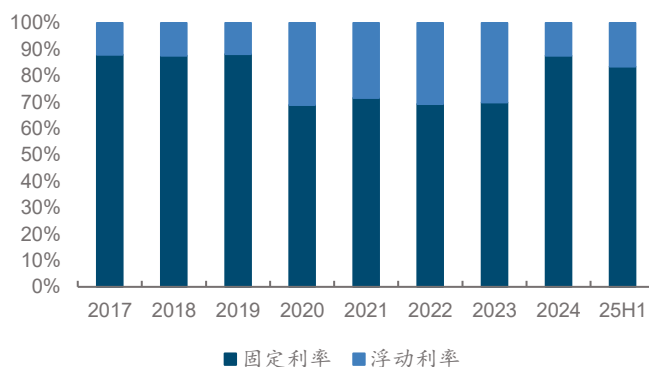
25H1 末，公司有息负债中约 82.89%由境外子公司承担，美联储降息有望推动成本率下行。公司资产负债率较高，25Q3 末为 84%，出售集装箱租赁子公司 GSCL 后公司资金得到补充，有望缓解部分债务压力，优化资产负债结构，推动平均资金成本下行。



图表33：公司负债以长期借款和应付债券为主



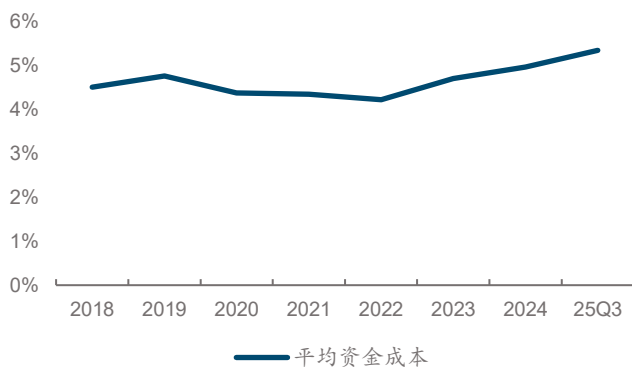
图表34：公司负债以固定利率为主



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35：公司平均资金成本有望下行



图表36：公司资产负债结构有望改善



来源：公司财报，国金证券研究所 注：平均资金成本根据计息负债及利息支出测算。

来源：公司财报，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 486/410/375 亿元，同比增速分别为 26%/-16%/-8%；归母净利润分别为-3/21/29 亿元，同比增速分别为-135%/780%/35%。2026、2027 年营业总收入下降主要是因为集装箱业务剥离以及 2025、2026 年是飞机销售力度较大，后续或逐步回归常态化。2025 年公司亏损主要是因为出售 GSCL 而大规模计提减值损失，2026、2027 年公司飞机租赁主业收入平稳增长、财务费用下降，推动净利润增长。主要项目预测如下：

图表37：公司主要项目预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机销售	7,865	12,669	22,101	19,579	15,271
YoY	-16%	61%	74%	-11%	-22%
经营租赁	24,011	23,944	24,904	20,649	21,473
YoY	17%	0%	4%	-17%	4%
集装箱销售	1,000	974	680	-	-
YoY	-18%	-3%	-30%	NA	NA
融资租赁	659	714	743	616	640
YoY	-1%	8%	4%	-17%	4%
营业总收入	33,675	38,431	48,564	40,987	37,535



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
YoY	5%	14%	26%	-16%	-8%
归母净利润	1,281	904	-315	2,143	2,902
YoY	-164%	-29%	-135%	780%	35%

来源：公司财报，国金证券研究所

(1) 飞机销售收入：25、26 年公司根据规划出售部分租约价格较低的飞机资产，处置飞机力度较大，预计 27 年开始处置力度将回归常态化，因此假设 25-27 年飞机销售数量为 95/85/65 架。

(2) 经营租赁收入：飞机行业景气度上行，预计公司飞机资产账面净值稳健增长，经营租赁收益率受租金价格上涨影响而提升，假设 25-27 年公司飞机资产账面净值分别为 1,740/1,754/1,819 亿元，经营租赁收益率分别为 11.6%/11.8%/12.0%。预计 2025 年末集装箱资产账面净值、集装箱经营租赁收益率分别为 284 亿元、18.3%，26-27 年因出售 GSCL，集装箱业务不再计入公司报表。

图表38：飞机、集装箱经营租赁收入预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机租赁收入	19,309	19,307	19,665	20,649	21,473
集装箱租赁收入	5,181	5,187	5,238	-	-

来源：公司财报，国金证券研究所 注：飞机租赁、集装箱租赁收入历史数据既包括经营租赁收入也包括融资租赁收入，但因融资租赁收入极少，以租赁收入近似代替经营租赁收入来结合资产净值计算经营租赁收益率，并使用基于历史测算数据来预测的 25-27E 经营租赁收益率乘以资产净值来推算经营租赁收入。

(3) 集装箱销售收入：预计 25 年集装箱销售数量为 6 万个，26-27 年因出售 GSCL，集装箱业务不再计入公司报表。

(4) 财务费用：根据公司公告，GSCL100%股权的经调整交易价格约 16.32 亿美元，折合人民币约 117.52 亿元，已于 25 年 12 月完成交割。公司得到资金补充，将部分程度上缓解公司债务压力，预计债务规模及平均资金成本率将下行，假设 25-27 年负债规模分别为 1,969/1,866/1,847 亿元，平均资金成本率为 5.0%/4.5%/4.3%，财务费用分别为 94/79/73 亿元。

图表39：主要预测核心假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机资产账面净值（百万元）	173,649	164,438	174,005	175,360	181,893
飞机租赁收益率	11.2%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%
飞机销售数量（架）	31	55	95	85	65
集装箱资产账面净值（百万元）	29,412	28,985	28,379	-	-
集装箱租赁收益率	17.2%	17.8%	18.3%	-	-
集装箱销售数量（个）	86,000	86,000	60,000	-	-
计息负债（百万元）	194,094	213,388	196,939	186,599	184,692
平均资金成本率	4.7%	5.0%	5.0%	4.5%	4.3%
财务费用（百万元）	8,995	9,587	9,388	7,886	7,275

来源：公司财报，国金证券研究所 注：收益率、折旧率、资金成本率、单机销售额、单个集装箱销售额等数据为测算值。

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、中银航空租赁、江苏金租等从事专业租赁业务的公司作为可比公司，可比公司 26 年平均 PB 为 1.13 倍。

飞机行业供不应求有望推动飞机价值、租金价格上涨，公司出售 GSCL 股权后聚焦景气度较高的飞机租赁业务，租赁收益率亦有望上行。此外，出售 GSCL 获得的资金有望缓解债务压力，推动平均成本率与财务费用下行。我们给予公司 2026 年 1.1 倍 PB，对应目标价 5.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。


图表40：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)
AER.N	AERCAP	133.04	81.92	92.00	111.43	121.70	133.19	1.19	1.09	1.00
2588.HK	中银航空租赁	76.20	8.28	9.17	9.81	10.61	11.50	0.99	0.92	0.85
600901.SH	江苏金租	6.57	4.12	4.17	4.46	4.80	5.18	1.47	1.37	1.27
平均值								1.22	1.13	1.04
000415.SZ	渤海租赁	4.52	4.79	5.09	4.98	5.22	5.54	0.91	0.87	0.82

来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所 注：AERCAP 收盘价截至 3 月 13 日，其余公司收盘价截至 2026 年 3 月 16 日，中银航空租赁收盘价单位为港元，AERCAP 收盘价单位为美元，江苏金租、渤海租赁收盘价单位为人民币。AERCAP、中银航空租赁 BPS 单位为美元，江苏金租、渤海租赁 BPS 单位为人民币。除 AERCAP 的 BPS 为 bloomberg 一致性预期外，其余均为国金证券研究所预测。

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、利率上行风险：3 月 5 日，伊朗禁止美以欧船只通过霍尔木兹海峡，能源运输受阻，原油价格从 3 月初的 78.32 美元/桶迅速上升，3 月 11 日为 91.74 美元/桶。若长期维持此状态，可能导致通胀加剧，从而存在加息可能。公司财务费用占收入比重较高，若市场利率上行，则可能带来负债成本率上行、财务费用增加的压力。
- 3、地缘政治风险：美国与以色列对伊朗发起军事打击后，中东地区多个国家宣布关闭领空，三个主要航空枢纽完全或部分停止运行，对全球航班秩序产生影响，若长时间维持现状，可能导致相关航线的客流量降低，从而对航空公司、飞机租赁公司的业务产生负面影响。此外，若飞机资产长时间停留他国无法起飞，也会引发资产减值，影响公司净利润。


附录：报表预测摘要

资产负债表 (人民币百万元)						损益表 (人民币百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期应收款	9,117	11,823	17,734	19,507	21,458	营业收入	33,675	38,431	48,564	40,987	37,535
其他权益工具投资	1,061	1,095	1,149	1,207	1,267	营业成本	(19,034)	(22,783)	(32,047)	(26,971)	(23,046)
其他非流动金融资产	2,073	2,742	1,800	1,890	1,985	销售费用	(162)	(169)	(213)	(180)	(165)
固定资产	203,764	193,438	174,016	175,368	181,896	管理费用	(1,587)	(1,702)	(2,151)	(1,815)	(1,662)
货币资金	7,341	26,545	20,304	19,289	18,325	财务费用	(8,995)	(9,587)	(9,388)	(7,886)	(7,275)
持有待售资产	2,671	9,467	8,762	6,663	5,350	减值损失	(1,931)	(2,140)	(4,786)	(1,125)	(1,197)
其他资产	35,517	41,289	38,615	40,642	42,779	营业利润	2,729	2,545	718	3,552	4,824
资产合计	261,545	286,399	262,381	264,566	273,060	营业外收支	(10)	1,257	45	50	54
长期借款	61,015	64,699	59,523	53,571	52,499	利润总额	2,719	3,802	763	3,602	4,878
应付债券	89,320	127,941	112,588	106,959	104,819	所得税费用	(900)	(1,435)	(114)	(540)	(732)
预收款项	2,110	2,028	2,069	2,110	2,152	净利润	1,819	2,367	648	3,061	4,146
一年内到期的非流动负债	43,234	20,288	24,345	25,562	26,840	少数股东损益	(538)	(1,463)	(964)	(918)	(1,244)
其他负债	20,253	22,673	14,871	24,977	32,448	归母净利润	1,281	904	(315)	2,143	2,902
负债合计	215,932	237,629	213,395	213,179	218,760						
股本	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185	主要比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资本公积	17,114	17,049	17,017	17,232	17,522	营业收入同比增速	5%	14%	26%	-16%	-8%
归母股东权益	29,602	31,471	30,820	32,314	34,273	归母净利润同比增速	-164%	-29%	-135%	780%	35%
少数股东权益	16,011	17,300	18,165	19,073	20,027	每股净收益	0.21	0.15	-0.05	0.35	0.47
权益合计	45,613	48,771	48,985	51,387	54,300	每股净资产	4.79	5.09	4.98	5.22	5.54
负债及权益合计	261,545	286,399	262,381	264,566	273,060	ROE	4.47%	2.96%	-1.01%	6.79%	8.72%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	6	9
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：北京市东城区建国内大街 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