

飞机租赁：产业链供需失衡下，兼具成长与价值的新趋势

摘要

飞机制造商产能受限，短期内飞机供需缺口难以扭转。飞机需求持续增长，波音和空客预测未来 20 年全球商用飞机需求将超过 4.2 万架，单通道飞机成为主要驱动力，且亚太地区飞机需求旺盛。受供应链及劳动力短缺等因素影响，飞机制造商产能受限、交付延迟，2024 年交付量仅为 1254 架，远低于 2018 年 1813 架的峰值。此外，新型发动机市场化测试不足，高维修需求无法满足，导致停机率变高，进一步加剧飞机供给的紧张态势。

供需失衡导致飞机价值、租金上涨，飞机租赁行业迎来新机遇。全球商用机队平均机龄持续上升，表明机队更新需求强劲。受供需失衡影响，飞机市场价值、飞机租金均上涨，新窄体机租金涨势显著，长途市场需求大幅抬升叠加新宽体机供应有限，宽体机租金上涨可期。目前飞机租赁已成为航空公司扩张机队的主流形式，便于航司引进新机型调整机队结构、节约流动资金。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。

全球航空市场持续回暖，亚太地区表现尤为亮眼。2024 年全球航空客运总需求同比增长 10.4%，较 2019 年增长 3.8%。亚太地区在全球航空市场份额占比最高，2024 年航空总需求和运力同比增速领先其他市场，其中国际航线客运量虽显著恢复，但仍不及 2019 年同期，未来增长潜力较大。

行业集中度较高，中资飞机租赁公司崛起。飞机租赁行业集中度较高，前十大飞机租赁公司持有的机队占全球飞机租赁公司管理飞机总数的 46%。得益于航空需求强劲以及政策引导扶持，我国飞机租赁行业蓬勃发展，目前中资飞机租赁公司已占据全球 Top20 的半壁江山。

总体来看，未来全球飞机需求将持续处于上升通道，飞机租赁行业将持续受益于飞机供需失衡带来的机遇。亚太地区航空市场增长潜力较大，将为中资飞机租赁公司提供更广阔的发展空间。对比美股上市飞机租赁公司而言，目前中资飞机租赁公司整体估值较低，中银航空租赁拥有更年轻的机队、融资成本相对较低，渤海租赁拥有最多的飞机订单。

风险提示：1) 飞机制造商产能恢复超预期；2) 宏观经济波动，航空需求恢复不及预期；3) 免签等便利政策落地速度和效果不及预期；4) 飞机安全事故风险。

评级：优于大市(首次)

麦高证券 研究发展部

分析师：钟奕昕

资格证书：S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

联系电话：15800464258

相关研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1. 飞机供给持续紧缺驱动价值提升	5
1.1 飞机制造商产能受限，飞机供给紧缺	5
1.2 飞机交付需求高，飞机供需缺口显著	7
1.3 供需错配下，飞机价值和租金持续抬升	8
2. 全球航空市场需求持续扩张，亚太有望成为增长引擎	10
3. 飞机租赁渗透率持续抬升，已成为主流飞机引进方式	12
4. 飞机租赁行业集中度高，中资租赁商崛起	15
4.1 飞机租赁行业集中度高，头部公司优势显著	15
4.2 相关标的：渤海租赁	17
4.3 相关标的：中银航空租赁	19
4.4 相关标的：中国飞机租赁	22
4.5 中资飞机租赁商机队机龄、飞机订单及估值具备优势	24
风险提示	27

图表目录

图表 1：全球各区域飞机交付量（架）	5
图表 2：波音飞机订单和交付数量（架）	6
图表 3：空客飞机订单和交付数量（架）	6
图表 4：2024-2043 年波音、空客全球飞机需求预期	7
图表 5：2023 年、2043 年商用飞机中各机型数量	7
图表 6：国内三大航、国际主要航司及前五大飞机租赁商已披露飞机订单数	8
图表 7：全球商用机队平均机龄（年）	8
图表 8：飞机机队加权平均市场价值与账面价值比率	9
图表 9：新窄体飞机租金	9
图表 10：新宽体飞机租金	9
图表 11：全球航空客运量（RPK）持续回升	10

图表 12: 全球及主要航线客座率 (%)	10
图表 13: 全球航空市场收入客公里、可用座公里及载客率同比变化	11
图表 14: 全球航空国内市场收入客公里、可用座公里及载客率同比变化	11
图表 15: 中国民航正班客座率	11
图表 16: 三大航收入客公里、可用座公里	11
图表 17: 经营租赁、融资租赁以及自购飞机的特点	12
图表 18: 全球商用机队飞机租赁及自有数量 (架, 左轴) 及租赁占比 (右轴)	13
图表 19: 经营租赁数量及占比情况	13
图表 20: AerCap 飞机租赁合同延期率逐年增高	13
图表 21: 海外重点航司机队情况	14
图表 22: 海外重点航司机队平均机龄	14
图表 23: 国内上市航司机队情况	14
图表 24: 飞机租赁公司资产价值排行	15
图表 25: 我国四大类飞机租赁公司主要特点	16
图表 26: 租赁公司对飞机折旧处理方式的差异	17
图表 27: 渤海租赁机队情况	17
图表 28: 渤海租赁机队组合、机龄及剩余租期	18
图表 29: 渤海租赁飞机及发动机账面净值 (亿元)	18
图表 30: 渤海租赁营业收入及同比增速	18
图表 31: 渤海租赁飞机租赁、销售毛利率显著抬升	18
图表 32: 渤海租赁收入结构	19
图表 33: 渤海租赁境外收入占比高	19
图表 34: 渤海租赁成本结构	19
图表 35: 渤海租赁负债结构及融资成本	19
图表 36: 中银航空租赁机队情况	20
图表 37: 中银航空租赁机队组合、机龄及剩余租期	20
图表 38: 中银航空租赁机队账面净值 (亿美元)	20
图表 39: 中银航空租赁飞机数量变动情况	21
图表 40: 中银航空租赁营业收入占比	21

图表 41: 中银航空租赁营业收入及同比增速	21
图表 42: 中银航空租赁成本结构	22
图表 43: 中银航空租赁飞机折旧及减值 (亿美元)	22
图表 44: 中银航空租赁负债结构及融资成本	22
图表 45: 中银航空贷款和票据占比	22
图表 46: 中国飞机租赁机队情况	23
图表 47: 中国飞机租赁机队组合、机龄及剩余租期	23
图表 48: 中国飞机租赁机队账面净值 (亿港元)	23
图表 49: 中国飞机租赁营业收入结构	24
图表 50: 中国飞机租赁营业收入及同比增速	24
图表 51: 中国飞机租赁成本结构	24
图表 52: 中飞租赁负债结构 (亿港元) 及融资成本	24
图表 53: 中资飞机租赁商自有飞机数量	25
图表 54: 中资飞机租赁商订单飞机数量	25
图表 55: 中资飞机租赁商平均剩余租期	25
图表 56: 中资飞机租赁商机队平均机龄	25
图表 57: 中资飞机租赁商租金收益率	26
图表 58: 中资飞机租赁商融资成本	26
图表 59: 中资与外资飞机租赁商机队组合、估值及盈利能力对比	26

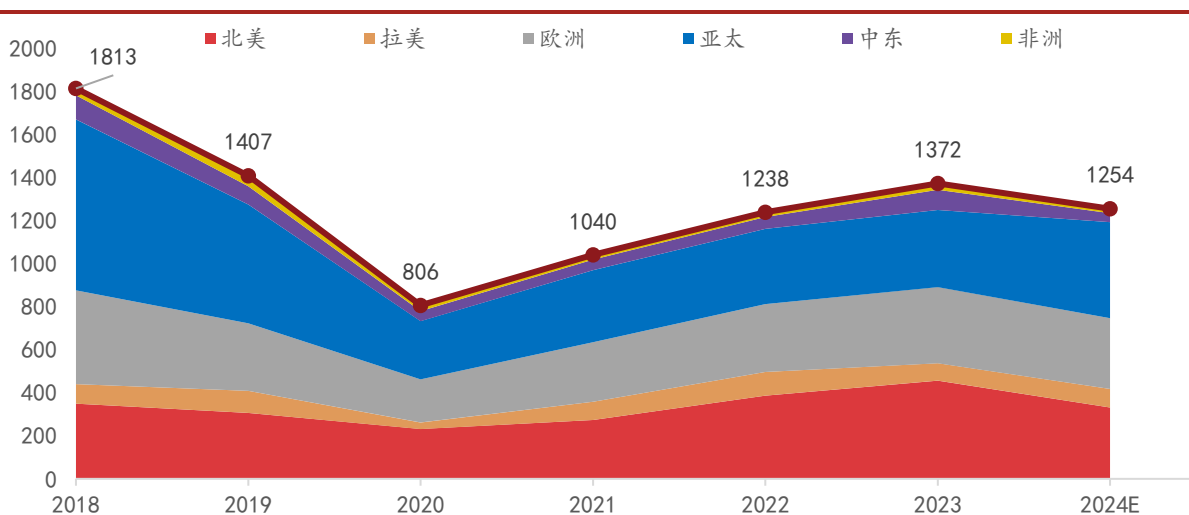
1. 飞机供给持续紧缺驱动价值提升

1.1 飞机制造商产能受限，飞机供给紧缺

受供应链等因素影响，飞机制造商产能严重受限。自 2020 年来，全球飞机交付量虽有所回升，但仍与 2018 年相差较多，飞机供给不足的情况将延续。从飞机交付量来看，虽然自 2020 年以来全球飞机交付量有所回升，但目前仍未恢复至 2018 年 1813 架的峰值水平。根据 IATA 数据，2024 年飞机交付量预计为 1254 架，较年初的预测少 30%。而对 2025 年，交付量预计将增至 1802 架，但也远低于此前预计的 2293 架。

从飞机交付的目的地分布来看，亚太地区占比整体维持在相对较高的水平，并从 2020 年以来飞机交付数量延续上升态势，2024 年占比为 29%，可见亚太地区对飞机的需求量较高。

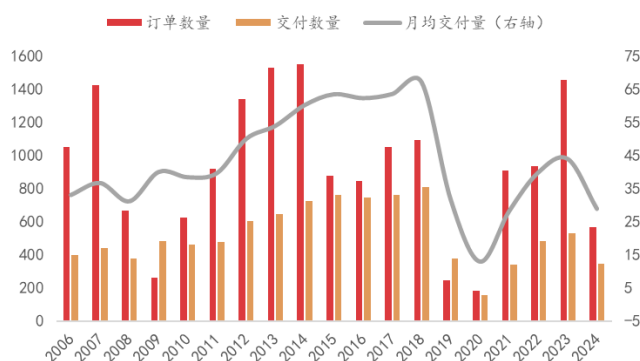
图表 1：全球各区域飞机交付量（架）



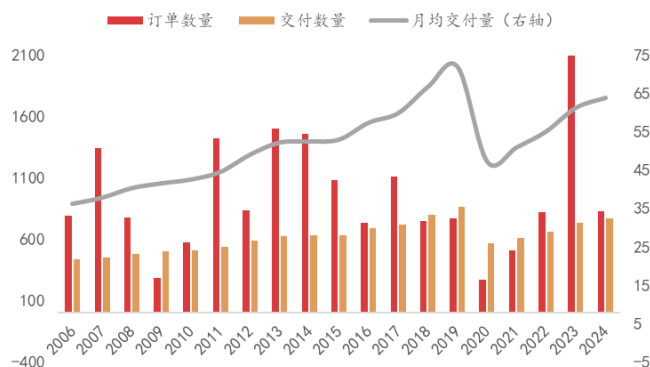
资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

飞机订单积压量创新高。根据 IATA 数据，目前新飞机累计未完成订单数已达到 1.7 万架，创历史新高，但按照目前的交付速度，将需要近 14 年才能完全交付。根据波音和空客官网披露的数据，两家主要飞机制造商的订单积压量也屡创新高，2025 年 1 月底订单积压量近 1.5 万架。

空客月均交付量持续抬升，波音产能仍有待恢复。全球最大的两家商用飞机制造商波音和空客，2024 合计飞机交付量为 1114 架，仅为 2018 年峰值的 70%。但两者的产能恢复情况存在一定差异，空客的月均交付量自 2020 年来持续回升，目前已恢复至疫情前的 90%，但波音月均交付量则仍在下行通道，主要受安全问题、员工罢工等因素影响。

图表 2：波音飞机订单和交付数量（架）


资料来源：Boeing、麦高证券研究发展部

图表 3：空客飞机订单和交付数量（架）


资料来源：Airbus、麦高证券研究发展部

供应链及劳动力短缺等问题导致飞机制造商的产能受限、交付延迟。飞机制造供应链面临多重挑战，包括发动机、零部件和原材料的短缺，以及劳动力和工厂问题。这些问题相互交织，导致飞机制造商的产能受限，交付延迟。

发动机短缺：发动机是飞机制造的核心部件，其供应不足直接影响了飞机的总装进度和交付时间。全球最大的发动机制造商GE 航天航空在 2024 年前 9 个月仅交付 1392 台发动机，低于 2023 年同期。这一短缺现象严重制约了飞机制造商的产能，导致交付延迟。

零部件短缺：飞机制造需要大量的零部件，这些零部件来自全球各地的供应商，其供应情况直接影响了飞机的生产和交付。热交换器、客舱座椅、起落架等关键零部件的供应不足，导致飞机交付延期。例如，赛峰生产的商务舱座椅交付量大幅下降。此外，零部件供应商的上游环节（如机加工、铸锻件、电子件）产能恢复缓慢，导致整体零部件供应受限。

劳动力短缺：疫情期间的员工流失导致飞机制造业劳动力短缺，熟练劳动力短缺影响了生产效率和供应链恢复速度。此外，受安全事故拖累，生产能力未能充分发挥。例如，受生产质量问题、更严格的监管审查、供应链延迟以及为期七周的罢工的影响，波音的装配线速度明显减缓。

新型发动机市场化测试不足，高维修需求无法满足，进而引发停机率变高也值得关注。根据 IATA 数据，“停航”的飞机数量（约 5,000 架飞机）占机队总数（截至 2024 年 12 月为 35,166 架，包括俄罗斯制造的飞机）的 14%。虽然近期情况有所改善，但停航的飞机仍比疫情前水平高出 4 个百分点（约 1,600 架飞机）。其中，停航的 700 架（约占全球机队的 2%）需要进行发动机检查。预计这种情况将持续到 2025 年。

疫情导致市场化测试不足：新冠疫情的全球大流行对新型发动机的市场化测试造成了严重阻碍。由于疫情的影响，许多新型发动机在正式投入使用前，未能积累足够的实际运行小时数。这导致在后续的实际运营中，一些潜在问题逐渐暴露出来。根据 Cirium 的最新数据，目前全球范围内，共有 739 架空客和巴航工业的飞机因各种原因处于停飞状态，其中相当一部分与普惠 PW1000G 发动机的召回问题直接相关。这些停飞的飞机数量占全球搭载该型号发动机飞机总数的近三分之一，凸显了问题的严重性。

新一代发动机的高维修需求：疫情后，新一代发动机（如普惠 GTF 和 CFM International LEAP）的周转时间显著增加。与疫情前相比，周转时间增加了 150%，

这给全球的维护、修理和大修（MRO）供应商带来了巨大压力。高维修需求不仅延长了维修周期，还导致维修成本上升，进一步加剧了航空公司的运营负担。

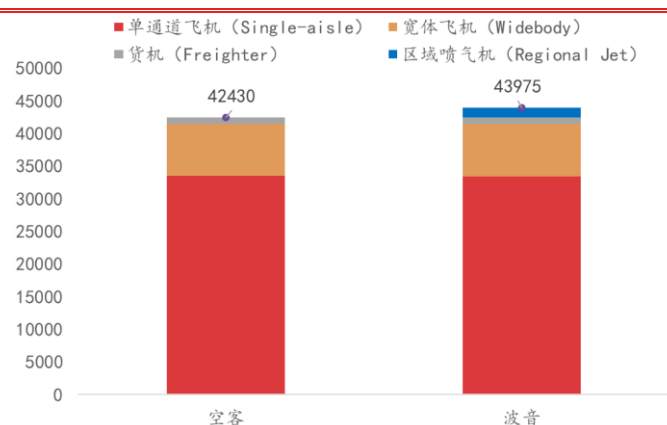
高停场率：由于维修周期长和供应链紧张，许多搭载新型发动机的飞机被迫停场。例如，使用普惠 PW1100G 发动机的 A320neo 机队，其停场率明显高于使用 CFM LEAP-1A 发动机的机队。这一现象不仅影响了航空公司的运营效率，也对乘客的出行计划造成了不便。

1.2 飞机交付需求高，飞机供需缺口显著

在飞机需求层面，波音、空客预期未来 20 年全球商用飞机需求超 4.2 万架，主要受单通道机驱动。空客、波音对于在 2024-2043 年间全球新商用飞机需求量的预测分别约 4.2 万架和 4.4 万架，其中包括规模扩张和更新换代。

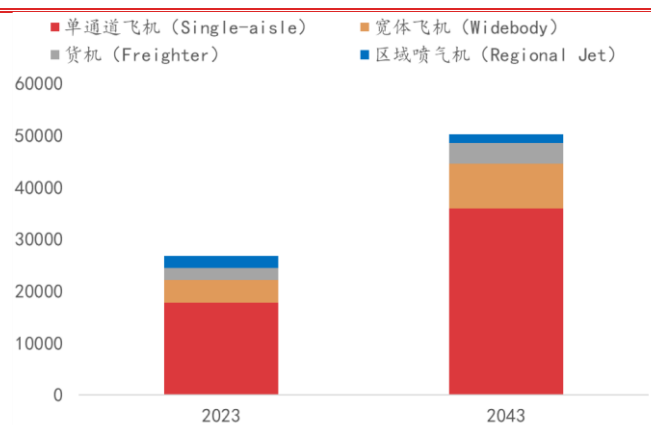
从类别来看，根据波音官网数据，目前全球机队中，单通道飞机占比为 66%，到 2043 年将升至 71%，而新增飞机预测中，增量的 75% 以上均为单通道飞机，可见未来飞机需求增量将主要由单通道飞机驱动，其市场份额也将进一步增加。

图表 4：2024-2043 年波音、空客全球飞机需求预期



资料来源：Boeing、Airbus、麦高证券研究发展部

图表 5：2023 年、2043 年商用飞机中各机型数量

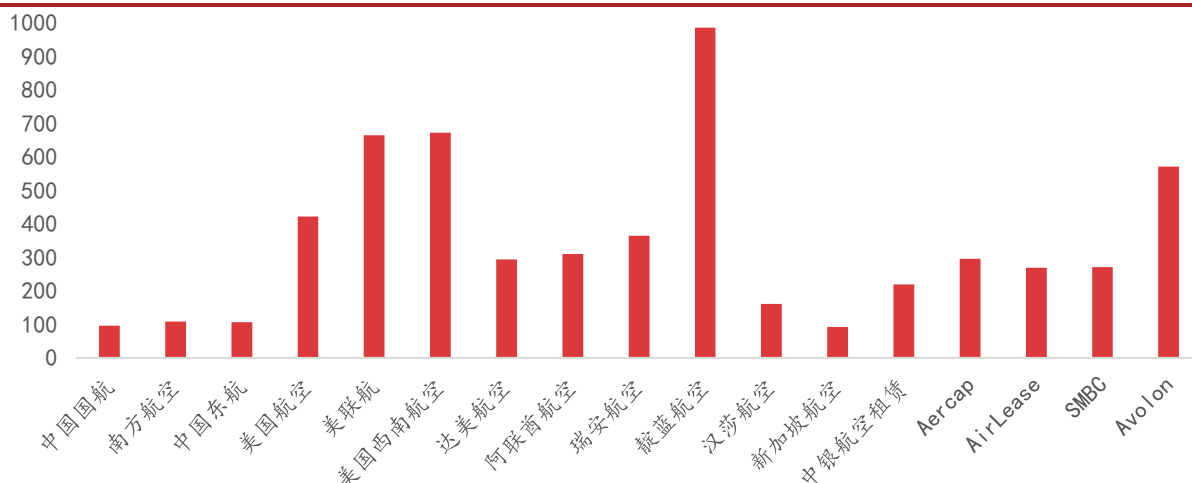


资料来源：Boeing、麦高证券研究发展部

根据 Cirium2024-2043 年机队预测报告显示，在未来 20 年间的商用飞机数量为（单通道+双通道+货机+区域喷气机）44160 架，与空客、波音的预期相近。

假设未来 20 年新飞机交付需要量为 43000 架，每年交付量需要到达 2150 架，按此前产能高点 2018 年的 1813 架也不能满足该需求，更何况目前受供应链等因素影响，产能远未恢复到此前高点，这也意味着未来飞机供给紧张态势仍将延续。

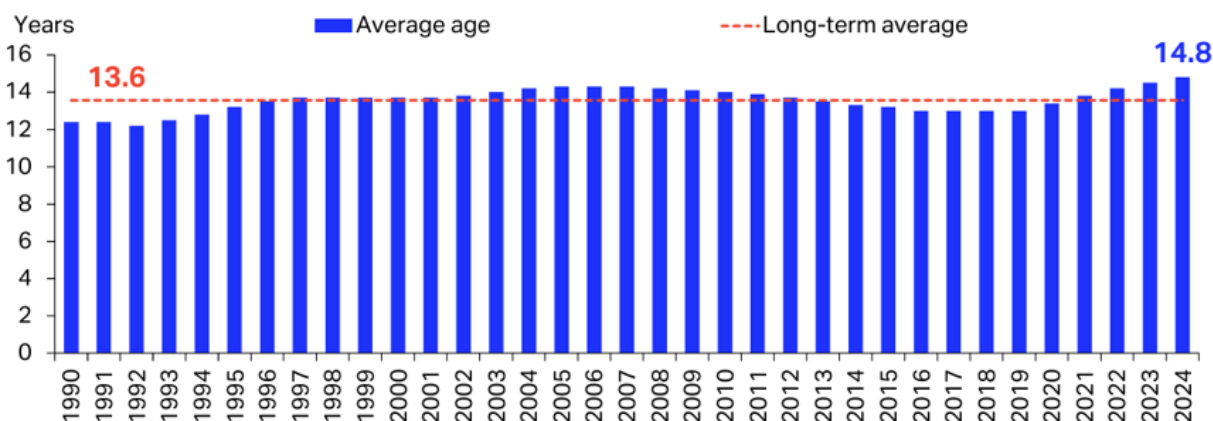
根据国内三大航、国际主要航司、前五大飞机租赁公司年报及官网披露的飞机引进计划来看，合计飞机订单量近 5900 架，假设未来 3-5 年年均交付量为 1400 架，则需要约 4.2 年。这也意味着仅上述主要航司及租赁公司的飞机订单计划就已占满未来近 5 年飞机制造商的交付量，若再加上其他相关企业的需求，飞机供给远不能满足订单需求，短期内飞机供需缺口难以扭转。

图表 6：国内三大航、国际主要航司及前五大飞机租赁商已披露飞机订单数


资料来源：各家公司官网及年报、麦高证券研究发展部

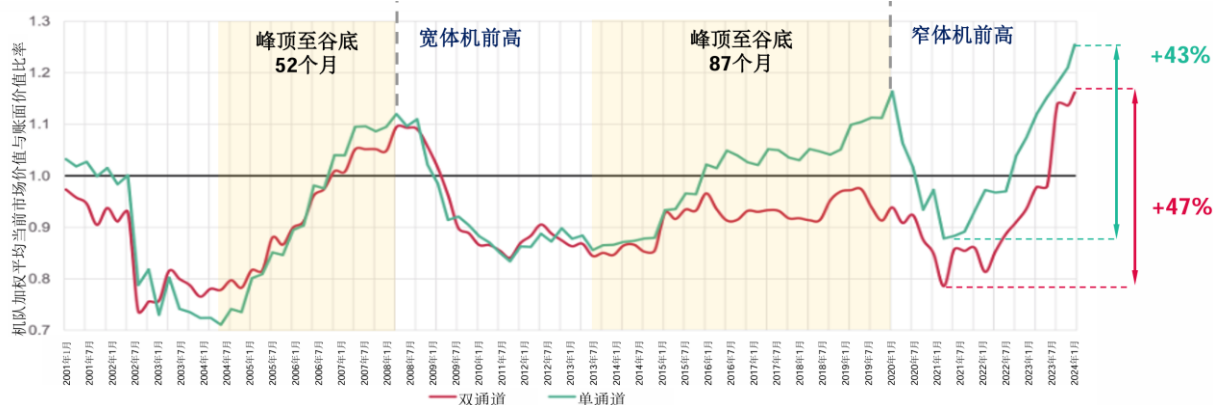
1.3 供需错配下，飞机价值和租金持续抬升

全球商用机队平均机龄升至 14.8 年，高于 1990 年以来长期平均机龄 13.6 年。上一轮全球商用机队平均机龄高点在 2006-2007 年，之后逐渐回落。疫情后由于飞机交付量下行，全球商用机队平均机龄持续抬升，自 2021 年以来再度超过长期平均机龄，并在逐渐迎来新一轮机龄高点，2024 年全球商用机队平均机龄与长期平均机龄（1990 年-2024 年间）之差较上一轮更甚，这也意味着机队更新需求更强。

图表 7：全球商用机队平均机龄（年）


资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

得益于强劲的客运需求，飞机市场价值在近年来大幅抬升。在 2020 年前，飞机价值经历了两轮较长时间的上涨：1) 自 2003Q4 起，飞机价值历经 52 个月的上涨，在 2008 年初达到了阶段性高点；2) 自 2012Q4 起，飞机价值经历了 87 个月上涨，在 2020 年初达到阶段性高点。在 2020 年后，受疫情影响大幅下行，在 2021 年初触底回升后，宽体机价值上行近 47%，窄体机上行近 43%。

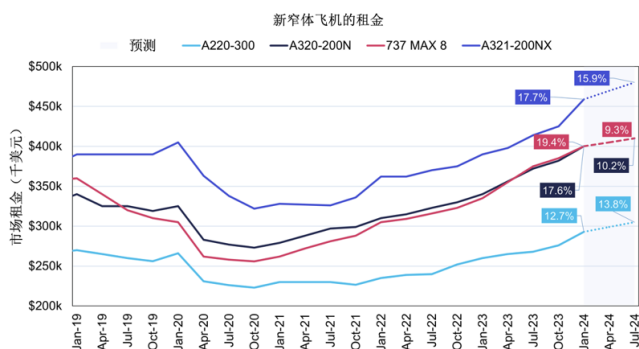
图表 8：飞机机队加权平均市场价值与账面价值比率


资料来源：BOC Aviation、麦高证券研究发展部

飞机租金超过疫情前水平，新窄体机租金涨势显著。受疫情冲击，全球飞机租金自 2019 年持续走低，于 2020 年触底，之后随着疫情影响逐渐减弱，航空需求逐渐恢复，全球飞机租金进入上升通道。新窄体飞机租金上升幅度显著，2024 年初主要型号新窄体飞机租金都超过疫情前水平，在 2024 年内稳中有升；而上一代窄体机租约延长趋势延续，租赁价格保持较高水平。

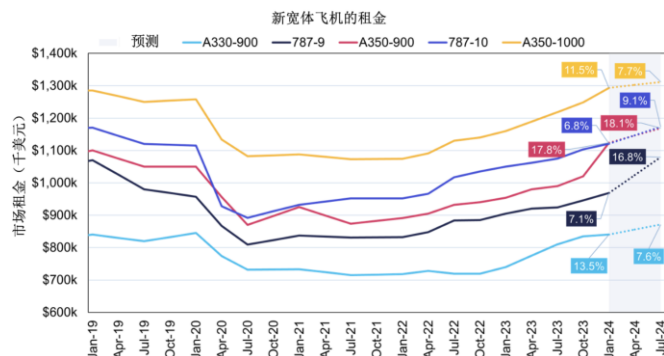
新一代宽体飞机供应稀缺，供需缺口有望进一步促进租金增长。新宽体飞机租金也呈现增长趋势，但整体增幅较窄体机略少。但由于新旧两代宽体飞机生产率低、市场上缺乏适航飞机以及维修和供应链问题，宽体机的市场价格在 2024 年展现出走强迹象，也与疫情后国际市场航运复苏滞后相印证。

随着商务和高级休闲旅行的复苏，长途市场前景向好，叠加新旧宽体机供应有限，大多数运营商选择延长租约，租赁延期率和飞机安置率稳中向好。截至 2024Q3，新宽体机租赁价格在过去 12 个月保持强劲，上一代宽体机租金同样呈现显著反弹的态势。

图表 9：新窄体飞机租金


资料来源：IBA Insight & IBA Research、麦高证券研究发展部

注：百分比代表与前 12 个月相比的价值变化

图表 10：新宽体飞机租金


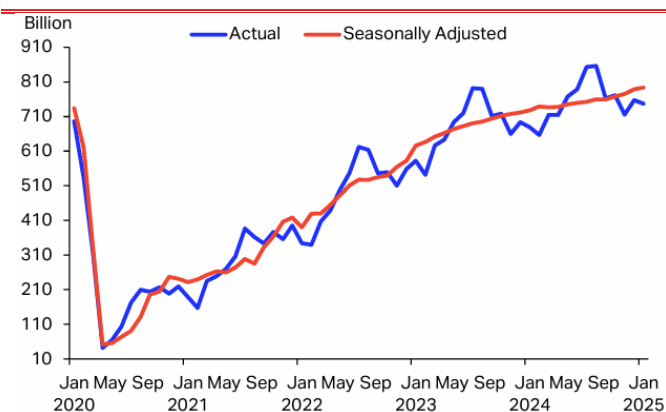
资料来源：IBA Insight & IBA Research、麦高证券研究发展部

2. 全球航空市场需求持续扩张，亚太有望成为增长引擎

全球航空市场持续恢复，航空客运需求和运力均显著抬升，客座率创新高。根据 IATA 数据，2024 年航空客运总需求（Revenue Passenger-Kilometer, RPK 收入客公里）同比增长 10.4%，较 2019 年高 3.8%。全年国际航空客运量同比增长 13.6%，超过 2019 年峰值 0.5%。2024 年全球航空总运力（Available Seat-Kilometer, ASK 可用座公里）同比增长 8.7%。全年国际航线航空总运力同比增长 12.8%，但较 2019 年下降 0.9%。2024 年全年航空载客率 83.5%，国际航空载客率上升 0.5pct 至 83.2%，均创历史新高。

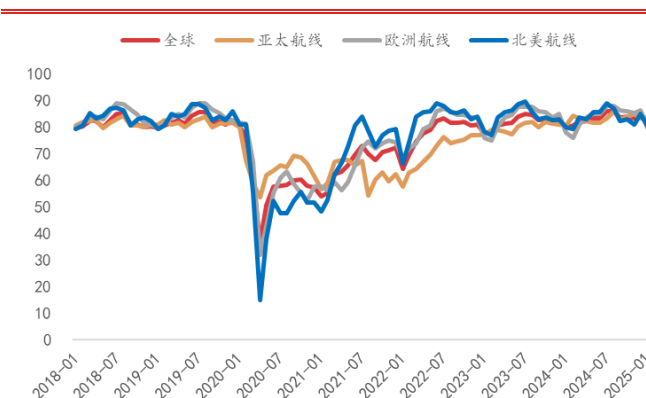
全球航空业继续扩张，亚太地区尤其是中国有望成为增长引擎。飞机租赁巨头 Avolon 发布的《2025 年展望报告》预测全球航空业在 2025 年收入将有望首次冲破 1 万亿美元大关，而其中亚太地区增长将成为主要驱动力，亚太地区将在 2025 年贡献全球新增座位容量的 50% 以上。

图表 11：全球航空客运量（RPK）持续回升



资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

图表 12：全球及主要航线客座率（%）



资料来源：麦高证券研究发展部

亚太航空市场份额占比高，客运需求增长强劲，且国际市场增长更为显著。根据 IATA 数据，亚太航空市场作为全球份额最高的市场（33.5%），2024 年亚太市场 RPK、ASK 同比增速均高于其他市场，分别为 16.9% 和 12.3%。在国际市场方面，2024 年亚太国际客运量同比增长 26.0%，在所有地区中增长最强劲，运力同比增长 24.7%，载客率上升 0.8pct 至 83.8%。但值得注意的是，亚太航空市场国际客运量仍未恢复至疫情前水平，比 2019 年低 8.7%，未来仍有进一步增长的空间。

全球国内航空需求及运力增长速率相对平缓，中国国内客运市场表现亮眼。2024 年，全球国内航空客运量同比增长 5.7%，运力同比增长 2.5%，相较于国际航空增速而言偏弱。2024 年，中国国内客运量表现亮眼，同比增长 12.3%，其他主要国内市场同比增速在 3-6% 区间；中国国内运力同比增长 3.1%，好于全球增速；载客率则上行 6.8pct 至 83.2%，表明中国居民出行热情显著改善。此外，印度国内航空市场载客率虽下降 0.6%，但仍达 86.4% 的较高水平，在所有国内市场中最高。

图表 13：全球航空市场收入客公里、可用座公里及载客率同比变化

	全球市场份额占比	2024年同比变化率			载客率
		收入客公里	可用座公里	载客率变化	
整体市场	100.00%	10.40%	8.70%	1.30%	83.50%
非洲	2.20%	13.20%	9.90%	2.20%	74.90%
亚太	33.50%	16.90%	12.30%	3.20%	83.40%
欧洲	26.70%	8.70%	8.10%	0.50%	84.80%
拉美	5.30%	7.80%	7.10%	0.60%	83.70%
中东	9.40%	9.50%	8.40%	0.80%	80.80%
北美	22.90%	4.60%	4.60%	0.00%	84.30%

资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

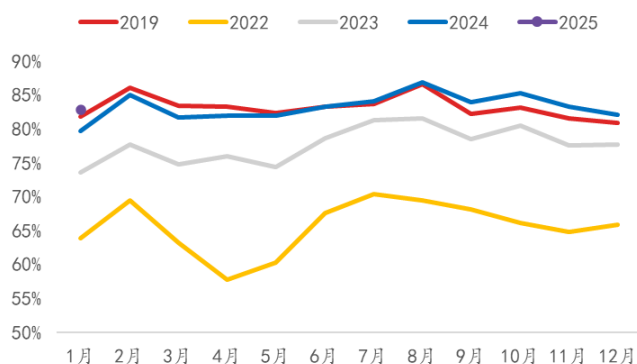
图表 14：全球航空国内市场收入客公里、可用座公里及载客率同比变化

	全球市场份额占比	2024年同比变化率			载客率
		收入客公里	可用座公里	载客率变化率	
国内市场合计	38.20%	5.70%	2.50%	2.50%	84.00%
澳大利亚	0.80%	3.60%	2.10%	1.10%	81.80%
巴西	1.10%	4.60%	3.00%	1.30%	81.90%
中国	11.30%	12.30%	3.10%	6.80%	83.20%
印度	1.70%	6.00%	6.80%	-0.60%	86.40%
日本	1.00%	3.20%	-0.30%	2.70%	78.00%
美国	14.40%	3.70%	3.30%	0.30%	84.10%

资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

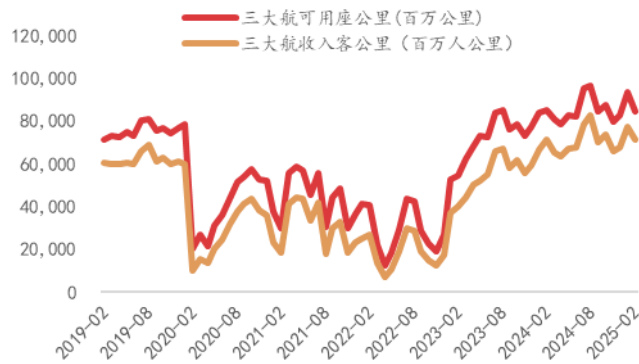
我国民航总运力和总需求持续恢复，居民出游热情延续。我国民航客座率 2024 年月度均值为 83.22%，已超过 2019 年同期的 83.16%。2025 年 1 月民航正班客座率为 82.8%，为 2019 年以来同期最高水平。此外，我国三大航总运力和运输量均已回升到疫情前水平。2025 年 1 月，我国三大航空公司中国国航、东方航空、南方航空合计可用座公里为 93,338 百万公里，较 2019 年同期高 24%；三大航合计收入客公里为 76,790 百万人公里，较 2019 年同期高 27%。

图表 15：中国民航正班客座率



资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 16：三大航收入客公里、可用座公里



资料来源：、麦高证券研究发展部

3. 飞机租赁渗透率持续抬升，已成为主流飞机引进方式

根据民航局发布的《引进民用运输飞机管理办法》，国内航空公司引进飞机需经民航总局和国家发改委审批，引进飞机的方式包括购买、融资租赁、经营租赁等。

融资租赁是指租赁公司按照航司的要求购置飞机给承租人使用，租期内航司定期交纳租金，并承担飞机所有权以外的所有经营责任包括飞机交易过程的纳税、使用期间的维修、保养以及保险等。到租期末，航司可以一定价格购买飞机。兼具“融资+融物”双重属性。

经营租赁是指租期内航司定期向租赁公司支付租金，并承担飞机所有权以外的所有经营责任包括飞机交易过程中的纳税、使用期间的维修、保养以及保险等，租赁期届满航司将飞机退还租赁公司，飞机所有权始终属于租赁公司，是租赁公司提供“融物”业务。

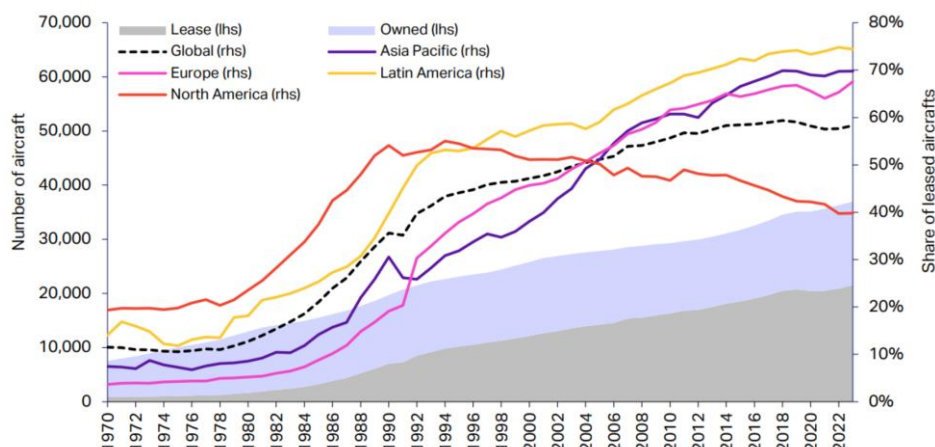
图表 17：经营租赁、融资租赁以及自购飞机的特点

特点	经营租赁	融资租赁	自购飞机
租赁/购买目的	短期使用飞机，灵活调整机队	中长期融资，最终获取飞机所有权	长期使用，完全拥有飞机所有权
飞机来源	出租人提供，在出租人提供的范围内进行选择	承租人选择，出租人提供资金购买	航空公司自行选择并购买
使用期限	相对较短（通常 5-8 年）	相对较长（通常 10-20 年）	长期使用，无固定期限
资金投入	无需大额资金投入，租金按期支付	需支付租金，以租金形式支付大部分的购机价款	需投入大额资金，交机时付完购机款
所有权	飞机归出租人所有	租赁期满后飞机可归承租人所有	飞机完全归航空公司所有
运营风险	出租人承担飞机残值等相关风险	承租人承担主要风险	航空公司承担全部运营和财务风险
灵活性	高，可随时调整机队规模	低，租赁期内需履行合同	低，需长期持有飞机
退出方式	租赁期满可续租或退租	租赁期满可续租、购买、退租	处理二手飞机或继续持有
财务处理（承租方）	不计入固定资产，租金计入当期损益	飞机计入固定资产，租金计入负债	飞机计入固定资产
税务处理	租金可在税前扣除	租金、飞机折旧可在税前扣除	飞机折旧可在税前扣除

资料来源：深圳市融资租赁行业协会、麦高证券研究发展部

全球飞机租赁渗透率持续抬升。飞机租赁行业始于上世纪 70 年代，目前已成为航司扩张机队的主流形式，租赁渗透率从 1970 年代的 10% 上升到 2023 年底的 58%。对航空公司而言，飞机租赁能够提高航司机队灵活性以及交付速度，便于引进更多新机型以调整机队结构；并且能够节约航司流动资金，优化报表结构。对飞机制造商而言，能够帮助制造商扩大销售，为制造商匹配航司的机队需求，有助于制造商快速回笼现金流。

图表 18：全球商用机队飞机租赁及自有数量（架，左轴）及租赁占比（右轴）

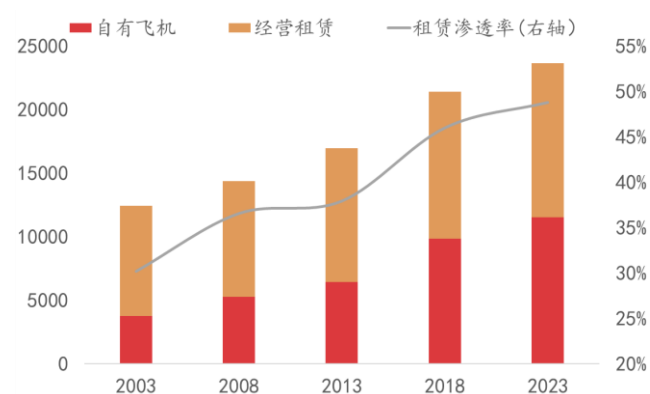


资料来源：IATA、麦高证券研究发展部

注：租赁飞机数量、自有飞机数量为左轴，全球以及各个地区租赁占比数据为右轴。

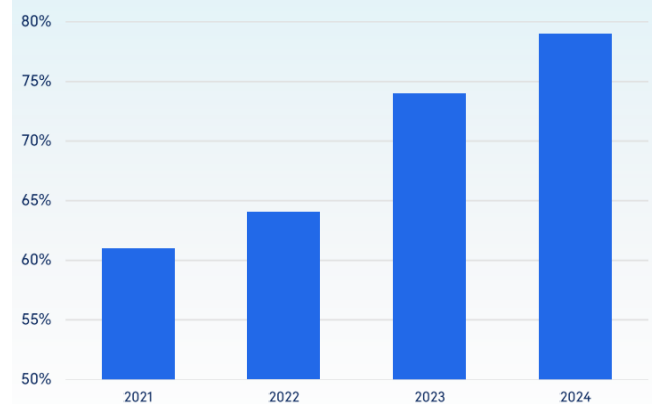
在新飞机供应紧张的背景下，航司对飞机租赁的需求将持续旺盛。全球航空市场经营租赁渗透率逐渐抬升，飞机租赁商的影响力显著增强。根据 Ascend 数据，经营租赁的渗透率自 1990（23%）以来持续抬升，于 2020 年达到 50%，在 2024 年进一步升至 52%。此外，AerCap 年报显示，其飞机租赁合同延期率逐年增高，预计在飞机供给紧张的背景下，航司对飞机租赁的需求将继续保持强劲态势。

图表 19：经营租赁数量及占比情况



资料来源：Ascend、AerCap、麦高证券研究发展部

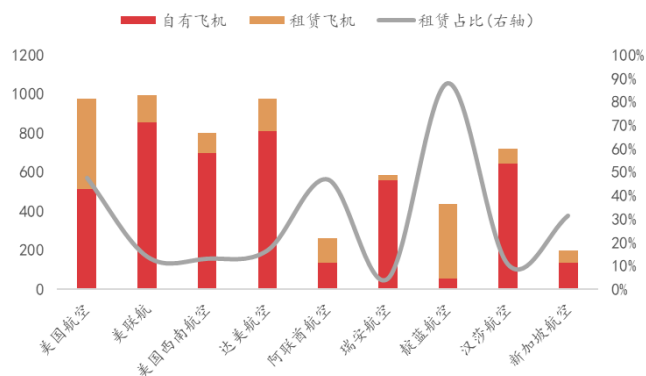
图表 20：AerCap 飞机租赁合同延期率逐年增高



资料来源：AerCap、麦高证券研究发展部

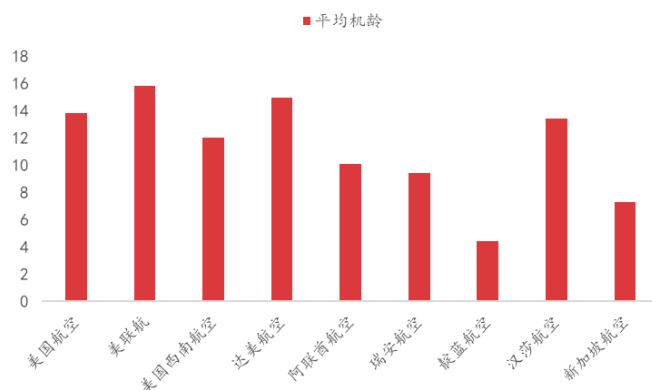
受航空市场成熟度、航空公司运营策略以及金融环境等因素影响，不同市场、航司之间飞机引进方式有显著的区别。北美和欧洲等成熟市场的航空业发展较为完善，航司拥有较强的资本实力以及稳定的市场需求，更倾向于自购飞机以长期持有，飞机租赁渗透率相对较低，且平均机龄较长。而亚太、中东和非洲等新兴市场航空业需求旺盛但资金相对有限，可通过租赁降低初始投资资本，新兴市场航司尤其是廉价航空公司更偏向于租赁飞机来扩充和调整机队，例如靛蓝航空租赁占比近 90%，平均机龄最小。

图表 21：海外重点航司机队情况



资料来源：航空公司官网、麦高证券研究发展部

图表 22：海外重点航司机队平均机龄

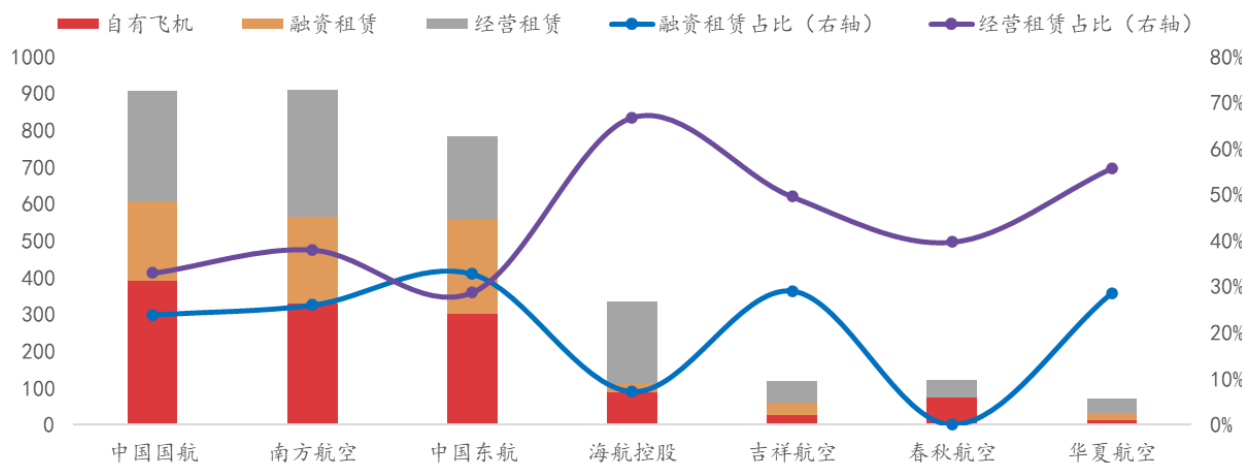


资料来源：航空公司官网、麦高证券研究发展部

经营租赁是国内航司主流引进方式。根据国内上市航司公布的机队情况来看，2023 年上市航司租赁飞机占比为 62%，其中经营租赁占比为 38%，融资租赁占比为 24%。

三大航自有飞机和融资租赁占比相对较高。由于各航司在财务状况、机队规划、目标机队灵活度等方面各有不同，因此在飞机引进方式上存在一定差异。国内三大航通过自购、融资租赁、经营租赁引进的飞机占比相对均衡，且三大航自有融资租赁公司，因此融资租赁飞机比例显著高于中小航司；而中小航司经营租赁比例显著高于三大航，主要得益于经营租赁具有低资本开支、高灵活性等优势，便于航司节省成本、灵活调整机队。

图表 23：国内上市航司机队情况



资料来源：、公司公告、麦高证券研究发展部

注：数据截至 2023 年末

4. 飞机租赁行业集中度高，中资租赁商崛起

4.1 飞机租赁行业集中度高，头部公司优势显著

飞机租赁行业集中度较高,前十大飞机租赁公司持有的机队数量共计超 6,100 架 (不含螺旋桨飞机及支线飞机), 约占全球飞机租赁公司管理飞机总数的 46%。

根据 Cirium 数据,截至 2024Q3, AerCap 机队价值达到 559.4 亿美元, 管理机队规模 1706 架, 头部优势显著, 机队价值和数量远超第二名 SMBC。

全球 Top20 的飞机租赁公司中, 中国飞机租赁公司已占据半数, 其中 Avolon (渤海租赁旗下)、中银航空租赁分别位列第四、第五, 机队价值分别为 217.4 亿美元、194.7 亿美元, 机队规模分别为 573 架、468 架。

图表 24: 飞机租赁公司资产价值排行

排名	租赁公司	机队价值 (十亿美元)	机队规模 (架)
1	Aercap	55.94	1706
2	SMBC Aviation Capital	29.13	742
3	Air Lease	25.52	550
4	Avolon (渤海租赁控股)	21.74	573
5	中银航空租赁	19.47	468
6	BBAM	18.56	495
7	工银金租	17.53	514
8	DAE Capital	12.05	409
9	Aviation Capital Group	11.82	362
10	交银金租	10.99	301
11	国银航空金融租赁	10.79	298
12	Jackson Square Aviation	9.39	232
13	Carlyle Aviation Partners	8.72	348
14	东航租赁	7.93	158
15	中航国际租赁	7.87	203
16	Castlelake	7.48	248
17	招银金融租赁	7.45	174
18	建信金融租赁	6.99	176
19	南航租赁	6.67	168
20	ORIX Aviation	6.60	200

资料来源: Cirium、麦高证券研究发展部

随着经济的快速增长, 我国航空业快速发展。对于飞机的需求也与日俱增, 但由于我国早期飞机制造能力较弱且飞机租赁业务起步晚于欧美国家, 在 2009 年之前, 国内航空公司大多通过国际租赁公司引进飞机。

2009 年, 工银租赁完成了中国首单飞机租赁业务, 从美国引进两架波音飞机, 打破了国际租赁公司在中国飞机租赁市场上的垄断。

自 2011 年以来，我国相继出台的一系列政策措施引导并鼓励飞机租赁行业的快速发展。2013 年底国务院出台《关于加快飞机租赁业发展的意见》，明确加大融资力度、完善财税政策等七项政策措施的实施以加快我国飞机租赁业发展。

随着自贸区的设立为中国飞机租赁业提供政策支持，空中管制的放宽进一步提升了航空运输的效率，优化航空市场环境，为中国飞机租赁业的发展提供了更多的支持和机会。国内飞机租赁公司崛起，使国内航司的飞机采购、租赁成本明显下降。

飞机租赁行业门槛高，需要庞大的资本投入以及具有丰富机队运营管理经验的团队，同时还需要具备与飞机制造商和航空公司建立长期合作关系的资源和条件，我国四大类飞机租赁公司各有特色。

图表 25：我国四大类飞机租赁公司主要特点

主要类型	主要特点	代表企业
银行系金融租赁公司	背靠母行资源，品牌实力强，资金实力雄厚 融资渠道丰富，融资成本较低 信用评级较高，风险管理能力较强	中银航空租赁、工银租赁、交银租赁、国银租赁
航空公司附属租赁公司	依托航空公司，飞机来源和租约有保障 机队管理经验丰富，管理和运营效率高 专业性强，机队规划和资源管理可借鉴母航经验	东航租赁、南航租赁
飞机制造商附属租赁公司	与飞机制造商紧密合作，在飞机采购价格、残值管理上优势较强 制造商销售飞机的重要渠道	中航租赁
独立飞机租赁公司	独立于银行、航空公司和飞机制造商，自主运营的租赁公司 具有较高的灵活性和市场适应性	中国飞机租赁

资料来源：澎湃新闻、Law Insider、21 世纪经济报道、麦高证券研究发展部

从飞机租赁公司的收入结构来看，主要包括租金收入、设备资产处置收入、融资租赁利息收入及其他利息和手续费收入。在成本方面，利息支出和折旧成本（主要是经营租赁飞机）是主要支出，此外还有人事费用、销售费用等。

值得注意的是，各家上市公司在飞机折旧处理上会有所差异。飞机账面价值因折旧方法不同而有所差异，下述 5 家航空租赁公司的折旧方式主要区别在于残值率不同，折旧年限均为 25 年。

渤海租赁、AerCap、AirLease 三家租赁公司的飞机折旧方式类似，均为 25 年线性折旧，残值率 15%，飞机账面价值差异不大。

中银航空租赁前 12 年折旧方式与上述公司类似，但后 13 年按残值率 0% 线性折旧，会导致每年折旧的金额更多，飞机账面价值偏小；

中国飞机租赁按残值率 5%-15%，残值率低于 15% 时会导致飞机账面价值偏小。

图表 26：租赁公司对飞机折旧处理方式的差异

租赁公司	折旧方式
中银航空租赁	前 12 年按 25 年线性折旧，残值率 15% 后 13 年按剩余价值线性折旧，残值率 0%
渤海租赁	25 年线性折旧，残值率 15%
中国飞机租赁	25 年线性折旧，残值率 5-15%
AerCap	25 年线性折旧，残值率 15%
Air Lease	25 年线性折旧，残值率 15%

资料来源：公司公告、麦高证券研究发展部

4.2 相关标的：渤海租赁

渤海租赁股份有限公司是中国 A 股市场最大的以经营租赁为主业的上市公司，业务范围覆盖全球六大洲。目前已形成以飞机租赁为主，集装箱租赁、境内融资租赁为辅的业务格局。其中飞机和集装箱租赁主要通过境外子公司 Avolon、GSCL (Seaco、Cronos) 开展，融资租赁主要通过境内子公司天津渤海、横琴租赁开展。

截至 2024 年 6 月 30 日，渤海租赁自有机队 571 架，以空客 A320 系列、波音 737 系列等飞机资产价值相对稳定的主流单通道窄体客机为主。

公司订购飞机 447 架，包括 A320NEO、波音 787MAX，符合市场对于主流机型选择趋势。

图表 27：渤海租赁机队情况

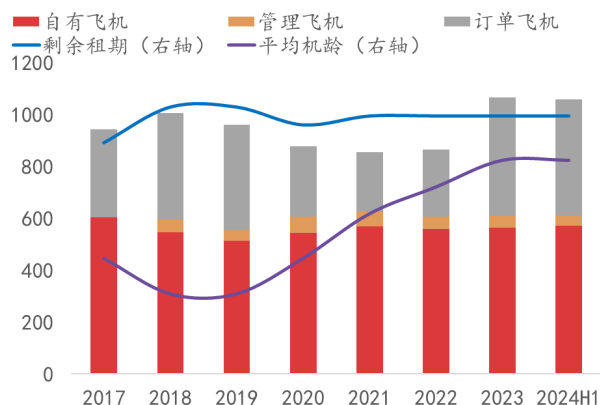
机队类型	自有飞机	管理飞机	订单飞机	总数
空客 A320CEO 系列	174	15	0	189
空客 A320NEO 系列	112	3	279	394
空客 A330-200/300	46	8	0	54
空客 A330NEO	27	1	47	75
空客 A350-900	25	0	0	25
波音 737NG 系列	105	13	0	118
波音 737MAX 系列	25	0	116	141
波音 777/777F	3	0	2	5
波音 787-8/9	30	0	2	32
E190/195	24	0	1	25
合计	571	40	447	1,058

资料来源：渤海租赁 2024 半年报、麦高证券研究发展部

渤海租赁机队稳步扩张。2017 年至 2024H1，渤海租赁自有飞机数量从 602 架小幅缩减至 571 架，平均机龄从此前 4.9 年的低位抬升至目前 6.4 年，而剩余租期相对稳定，2024H1 为 6.9 年。在疫情期间公司取消了原定于 2020-2023 年交付的 100 架飞机订单，控制成本，在 2023 年新增 200 架飞机订单。

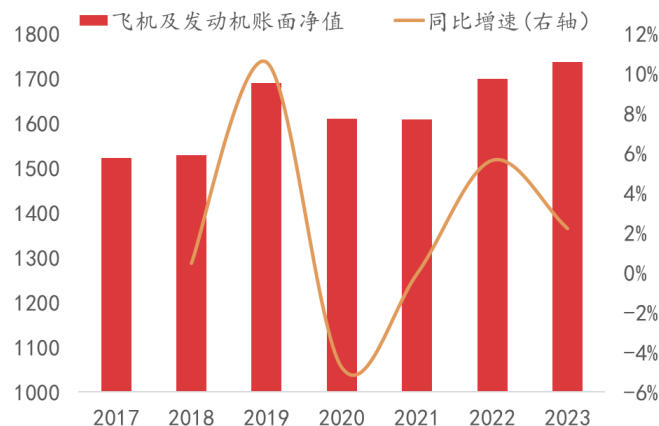
渤海租赁机队账面净值于疫情期间缩减，疫情后稳步恢复。疫情后公司机队账面净值持续恢复，于 2022 年超过 2019 年的前高，2023 年公司机队账面净值为 1736.49 亿元，同比增长 2.2%。

图表 28：渤海租赁机队组合、机龄及剩余租期



资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 29：渤海租赁飞机及发动机账面净值（亿元）

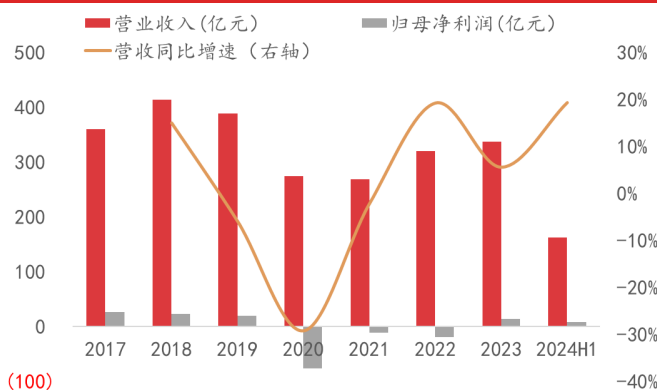


资料来源：、麦高证券研究发展部

渤海租赁营收快速修复，供需缺口下飞机租赁、销售毛利率显著改善。渤海租赁营收自疫情后持续恢复，租赁收入明显改善，营收同比增速显著抬升，2024H1 同比增速超 19%。

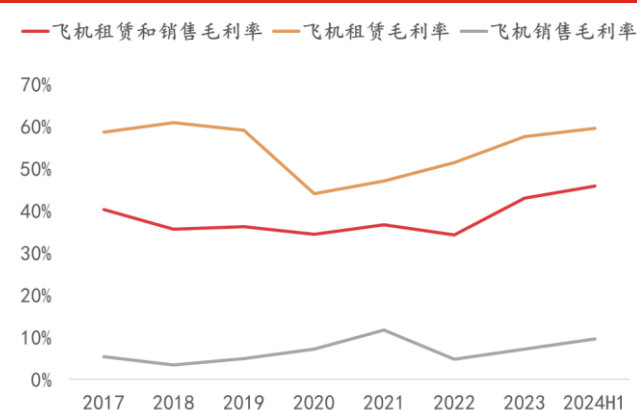
飞机业务方面，飞机供不应求带动租金和飞机价值抬升，渤海租赁飞机租赁和销售毛利率持续回升。2024H1 公司飞机租赁和销售毛利率升至 45.8%，为 2017 年以来最高水平，其中，飞机租赁、飞机销售毛利率分别为 59.4%、9.6%，均已回升至 2019 年水平。

图表 30：渤海租赁营业收入及同比增速



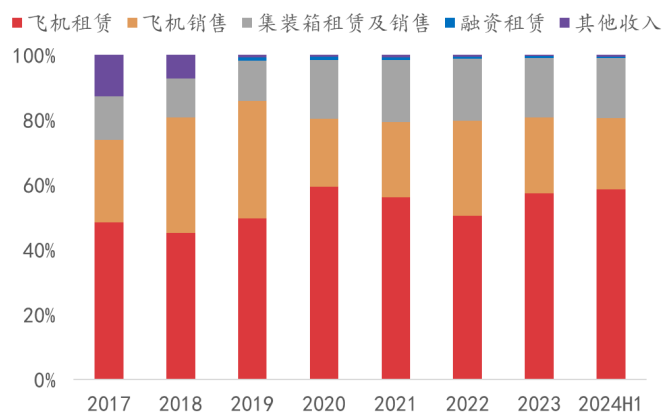
资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 31：渤海租赁飞机租赁、销售毛利率显著抬升

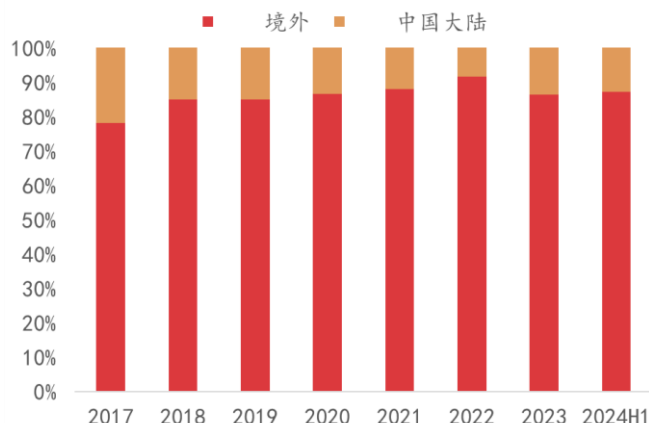


资料来源：、麦高证券研究发展部

在收入端，聚焦飞机租赁和销售、集装箱业务，境外收入占比高。从营收结构来看，公司营业收入中 80%左右来自飞机业务，公司业务主要以经营租赁方式展开，其中飞机租赁收入占比持续抬升，2024H1 为 59%，飞机销售收入占比在 2022 年达到 29%的高位，之后有所回落，2024H1 为 22%；集装箱业务收入占比约 20%；融资租赁和其他收入占比较少，约 1%。从地区分布来看，由于渤海租赁主要通过境外子公司开展租赁业务，境外营收占比超 85%。

图表 32：渤海租赁收入结构


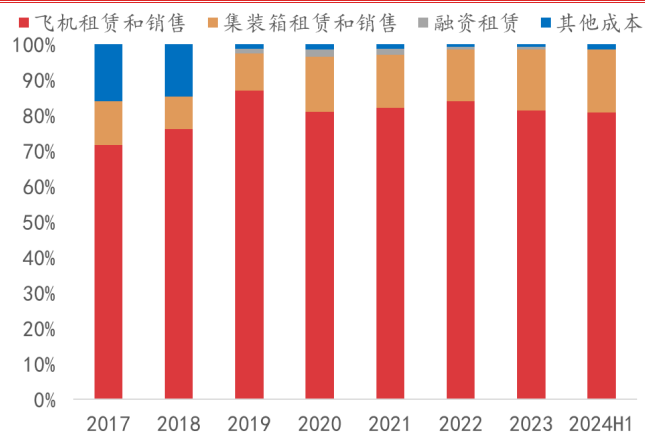
资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 33：渤海租赁境外收入占比高


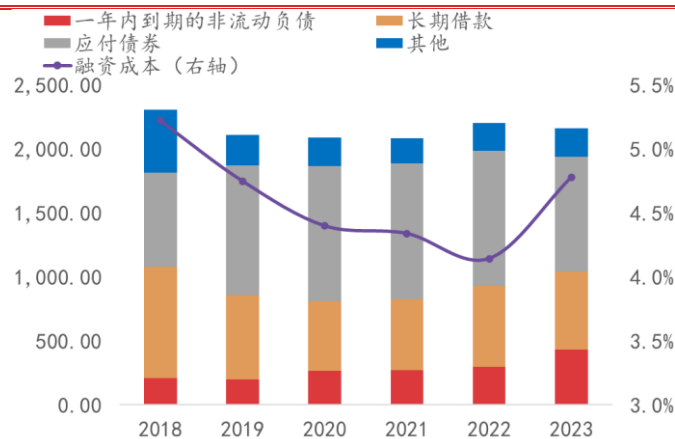
资料来源：、麦高证券研究发展部

在成本端，资产折旧及财务成本占比较高，融资成本有所上行。渤海租赁成本以资产折旧和财务费用为主，分行业来看，成本中 50%左右与飞机租赁和销售相关，集装箱行业成本占比约 11%；财务费用也是另一大主要支出，占比约 30%，管理及销售费用占比约 6%。

渤海租赁负债结构以长期借款和应付债券为主，2023 年合计占比约 70%，一年内到期非流动负债占比 20%，由于公司有息负债 80%以上由境外子公司承担，2022 年以来在海外加息周期拖累下公司负债成本有所提升，2023 年融资成本上行 0.64pct 至 4.78%。

图表 34：渤海租赁成本结构


资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 35：渤海租赁负债结构及融资成本


资料来源：、麦高证券研究发展部

注：融资成本=利息支出/计息负债

4.3 相关标的：中银航空租赁

中银航空租赁是全球领先的飞机经营性租赁公司，1993 年成立于新加坡，2006 年 12 月中国银行收购，成为其全资附属公司。

截至 2024 年底，中银航空租赁自有机队 445 架，以窄体机空客 A320 系列、波音 737 系列为主要机型，符合市场需求，现有机队中 80%是最新技术飞机。

公司订购飞机 232 架,订购机型 100%是新技术机型,包括 A320NEO、B737-8/9、波音 787,符合市场对于主流机型选择趋势。

图表 36: 中银航空租赁机队情况

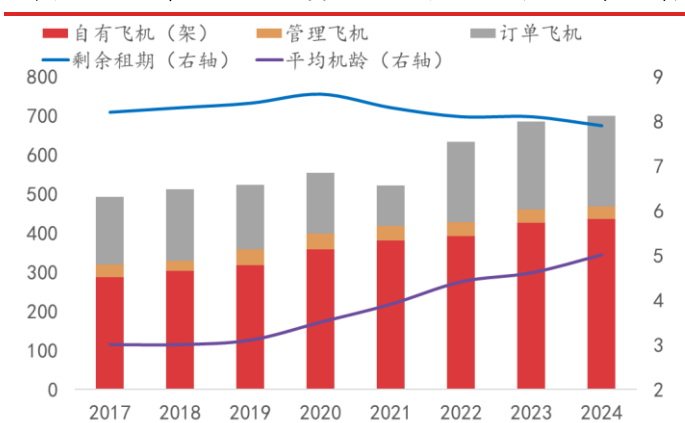
飞机类型	自有飞机	管理飞机	订购飞机	总计
空客 A220 系列	23	0	0	23
空客 A320CEO 系列	68	13	0	81
空客 A320NEO 系列	140	0	129	269
空客 A330CEO 系列	8	1	0	9
空客 A330NEO 系列	6	0	0	6
空客 A350 系列	9	0	0	9
波音 737NG 系列	57	13	0	70
波音 737-8/9	69	0	96	165
波音 777-300ER	22	3	0	25
波音 787 系列	28	1	7	36
货机	5	1	0	6
发动机	10	0	0	10
总计	445	32	232	709

资料来源: 中银航空租赁 2024 年报、麦高证券研究发展部

中银航空租赁机队规模稳步增长,主要布局亚太市场,订单飞机充足。2017 年至 2024,中银租赁自有飞机数量从 287 架增长至 435 架,CAGR 约 6.1%。公司在 2022 年签订 120 架飞机订单,目前订单飞机数量为 232 架。

随着飞机价值的稳步提升以及精细化机队管理,公司 2024 年资产总额为 251 亿美元,同比增长 3.7%。公司在亚太地区飞机账面净值占比约 40%,为公司业务主要布局区域。未来伴随亚太航空市场进一步恢复,对飞机租赁需求有望进一步抬升。

图表 37: 中银航空租赁机队组合、机龄及剩余租期

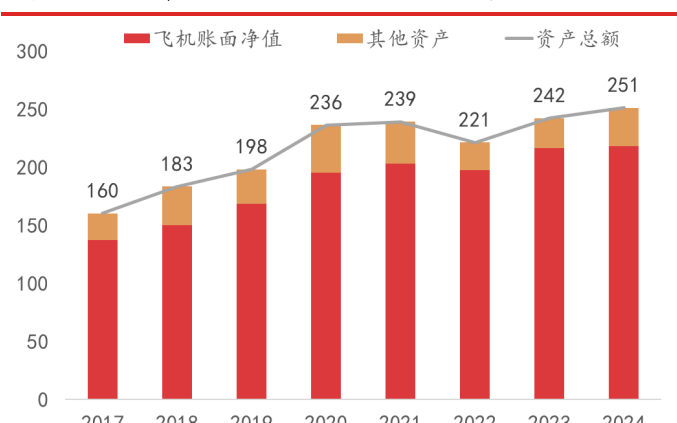


资料来源: 、BOC Aviation、麦高证券研究发展部

中银航空租赁拥有较强的机队管理能力,通过投资策略调整有效抵御航空业周期性风险。

航空业强周期时增加飞机出售、自购订单扩张机队:2015 年至 2019 年间,全球航空业持续向好,低油价促进航司盈利增强刺激飞机需求,飞机交易市场保

图表 38: 中银航空租赁机队账面净值(亿美元)

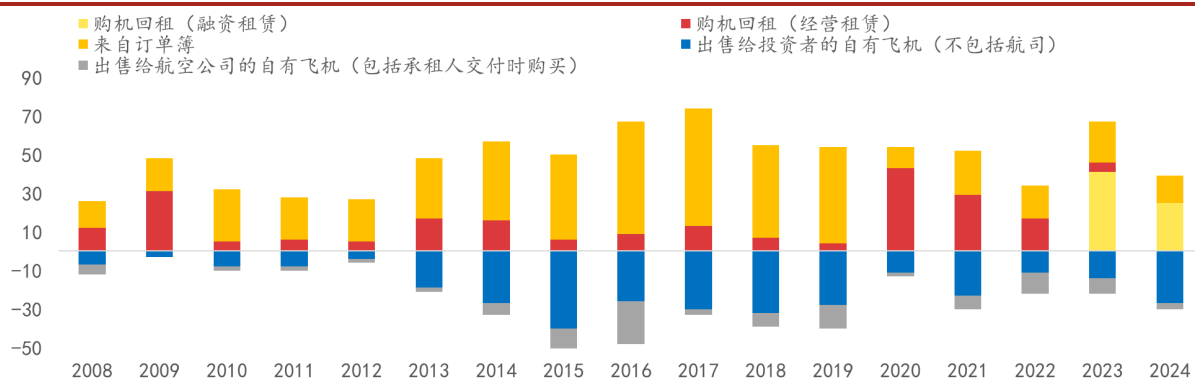


资料来源: 、BOC Aviation、麦高证券研究发展部

持活跃，在此期间，中银租赁增加飞机出售以补充资金，并通过自购订单飞机交付扩张机队。

航空业弱周期时增加购机回租逆势扩张机队：疫情影响下航空需求放缓，飞机交易的市场活跃度下行，飞机制造商交付量大幅下行，中银租赁自 2020 年以来，主要通过增加购机回租来弥补订单交付的缺口，逆势扩张机队，同时也为航司缓解资金压力。

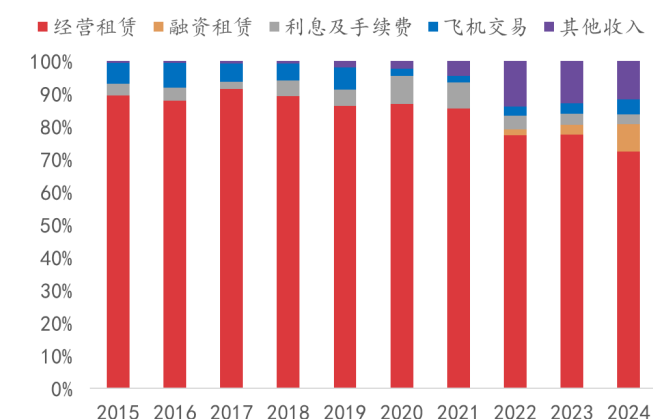
图表 39：中银航空租赁飞机数量变动情况



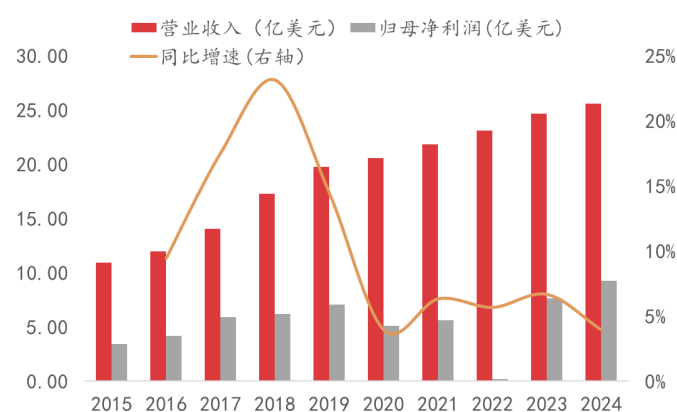
中银航空租赁盈利能力持续恢复，经营租赁租金贡献核心收入。中银航空租赁营业收入自 2020 年以来持续恢复，期间虽受俄乌冲突影响有所波折，但目前已基本消化，2024 营业收入 25.58 亿美元。

从营收结构来看，以经营租赁租金收入为主，2015 年以来占比中枢为 85%，2022-2023 年受俄乌冲突影响占比下行至 77%，2024 年占比为 72%；2022 年以来融资租赁收入有所抬升，2024 年达 8.5%；此外，飞机交易收入占比约 4.6%。

图表 40：中银航空租赁营业收入占比

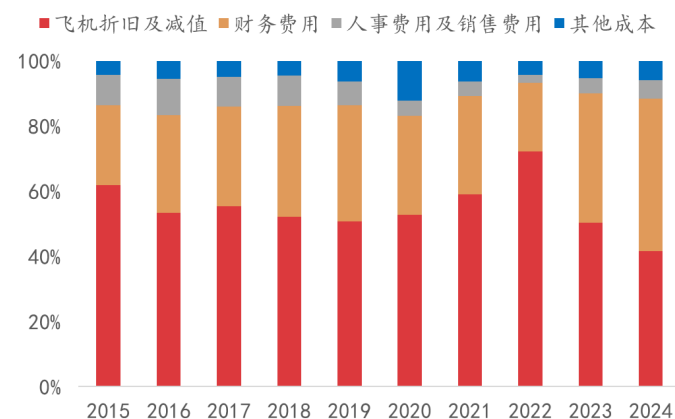


图表 41：中银航空租赁营业收入及同比增速

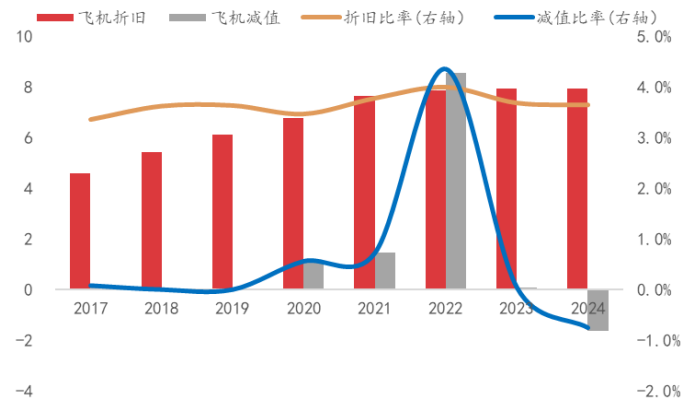


中银航空租赁营业成本以飞机成本和财务费用为主。根据 2024 年年报，飞机折旧及财务费用合计占比约 88%，其中财务费用占比约 46%，是最主要支出项；飞机折旧及减值占成本比重约 42%，由于公司折旧率相对稳定，飞机成本逐年上涨主要由于机队扩张；此外，管理及销售费用占比约 6%。

飞机成本包括折旧及减值损失，其中公司折旧率长期以来基本保持平稳，2024 年机队折旧率为 3.6%；减值受外部环境有所波动，例如 2022 年俄乌冲突影响下滞俄飞机减值较多，2022 年飞机减值比率约 4%，但目前影响已基本消化完毕。

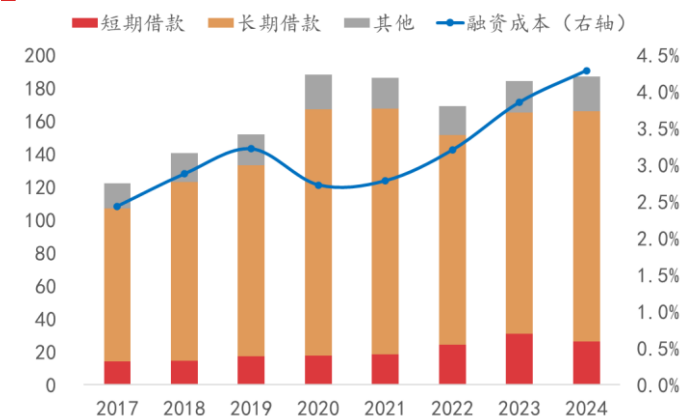
图表 42：中银航空租赁成本结构


资料来源：、麦高证券研究发展部

图表 43：中银航空租赁飞机折旧及减值（亿美元）


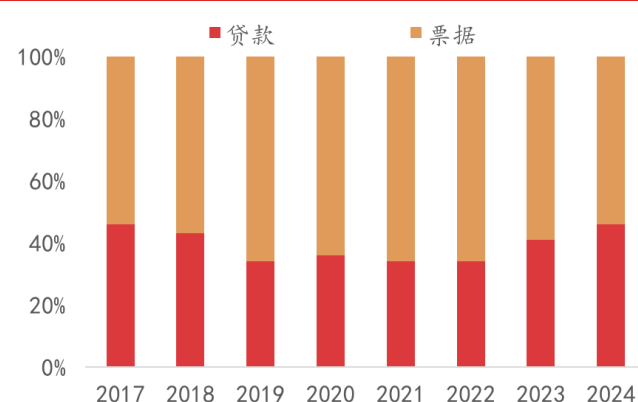
资料来源：、麦高证券研究发展部

中银航空租赁负债结构以无抵押长期借款和短期借款为主，资金获取能力较强，2024 年合计占比约 90%，其中贷款和中期票据分别占 46%和 54%。在融资成本方面，受海外加息周期影响，公司负债成本有所提升，2024 年融资成本为 4.28%。从利率类型来看，公司负债以固定利率负债为主，2024 年固定利率债务占比为 73%，浮动利率负债占比为 27%。

图表 44：中银航空租赁负债结构及融资成本


资料来源：、麦高证券研究发展部

注：融资成本=利息支出/计息负债

图表 45：中银航空贷款和票据占比


资料来源：、麦高证券研究发展部

4.4 相关标的：中国飞机租赁

中国飞机租赁成立于 2006 年，总部设于香港，是中国首家经营性飞机租赁商，现为国内最大的独立飞机租赁商。业务覆盖新飞机采购及租赁、飞机交易及资产管理，发动机租赁及交易、以及飞机拆解再循环等主要板块。

截至 2024H1，中国飞机租赁自有机队规模达 172 架，订单簿飞机数 129 架，机队组合中窄体机占比达到 90%，具备较强的配租能力。

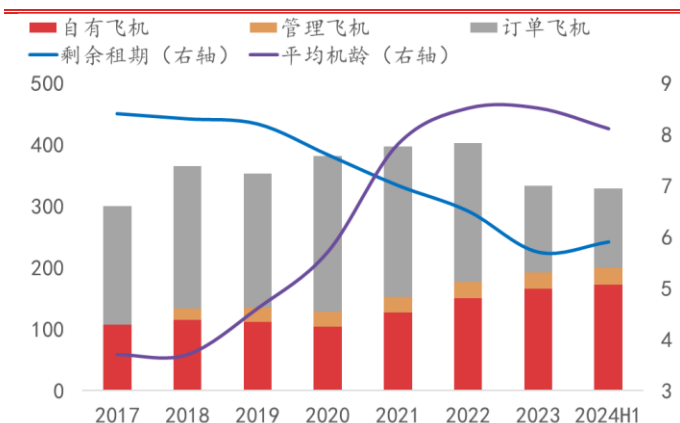
图表 46：中国飞机租赁机队情况

飞机类型	自有飞机	订购飞机	总计
空客 A320 CEO 系列	80		80
空客 A320 NEO 系列	54	102	156
空客 A330 CEO 系列	13		13
波音 B737 NG 系列	19		19
波音 B737 MAX 系列	2		2
波音 B787	1		1
中国商飞 ARJ21 系列	3	27	30
总计	172	129	301

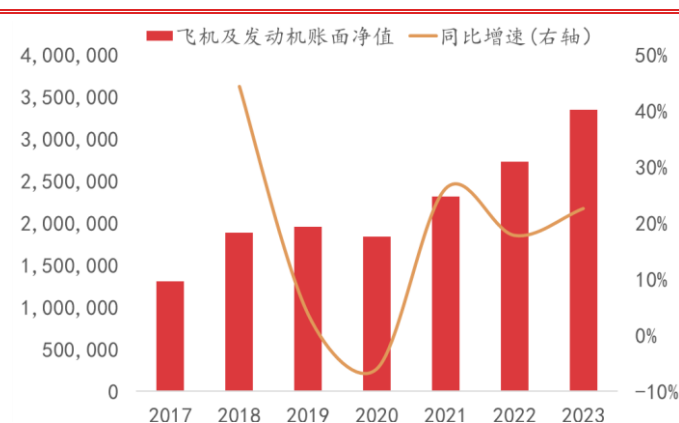
资料来源：中国飞机租赁 2024 半年报、麦高证券研究发展部

中国飞机租赁机队账面净值稳步抬升，但机龄相对偏高。2017 年至 2024H1，中国飞机租赁中国飞机租赁自有飞机数量 107 从架增加至 172 架，平均机龄从此前 3.7 年的低位抬升至目前 8.1 年，而剩余租期也有所回落，2024H1 为 5.9 年。

在机队账面净值方面，疫情后公司机队账面净值持续恢复，于 2021 年超过 2019 年的前高，2023 年公司机队账面净值为 334.27 亿元，同比增长 22.6%。

图表 47：中国飞机租赁机队组合、机龄及剩余租期


资料来源：、麦高证券研究发展部

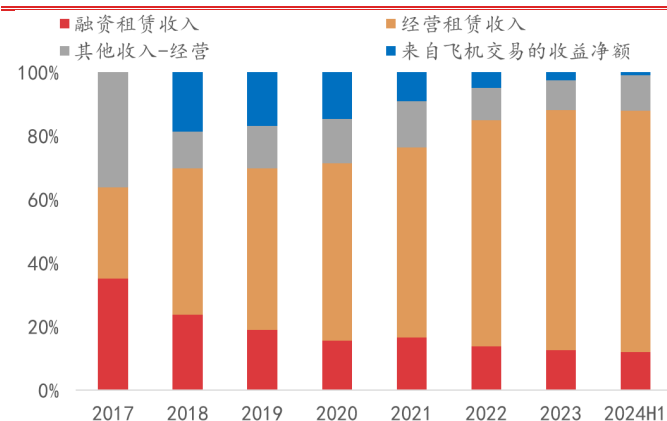
图表 48：中国飞机租赁机队账面净值（亿港元）


资料来源：、麦高证券研究发展部

中国飞机租赁营业收入疫情后持续恢复，2022 年、2023 年公司营收大幅改善，同比分别增长 27%、14%，2024H1 同比增速约 9%。

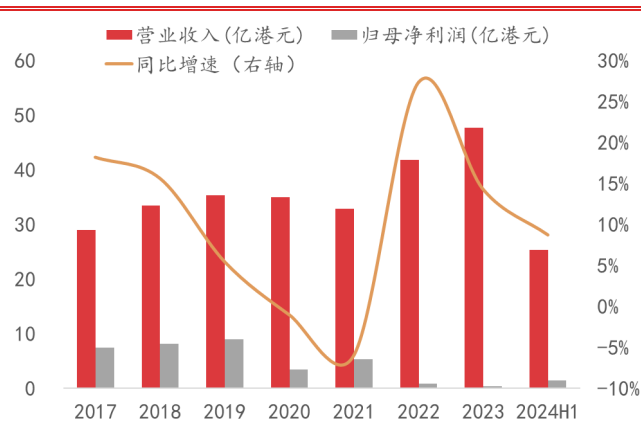
从营收结构来看，公司经营租赁租金收入占比持续抬升，从 2017 年的 28.7% 逐渐上升至 2023 年的 75.5%，2024H1 为 76%；与此同时，融资租赁收入持续回落，从 2017 年的 35.2% 降至 2023 年的 12.6%，2024H1 为 11.9%；此外，飞机交易收入占比变动相对较大，2023 年占比为 2.6%，其他经营收入占比近年来稳定在 10% 左右。

图表 49：中国飞机租赁营业收入结构



资料来源： 、麦高证券研究发展部

图表 50：中国飞机租赁营业收入及同比增速

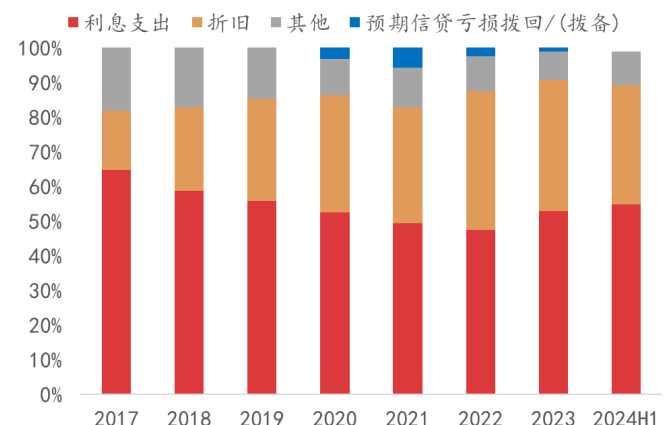


资料来源： 、麦高证券研究发展部

中国飞机租赁营业成本以折旧和利息支出为主，合计占比超 80%。其中 50% 左右为利息支出，折旧支出占比伴随机队规模扩张而持续抬升，2020 年以来折旧支出占比超过 30%，2023 年折旧支出占比为 38%。其他经营支出占比约 10%。

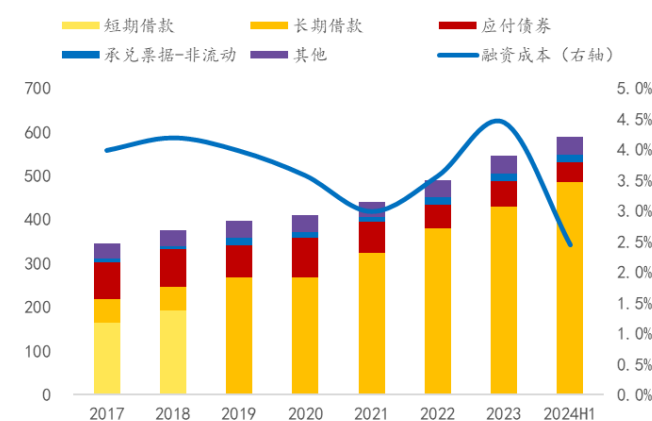
中国飞机租赁负债结构以长期借款为主，且近年来占比持续抬升，2023 年长期借款占比为 78.5%，应付债券占比为 10.9%，负债比率（计息债务/资产总额）稳定在 80% 以上。海外加息周期影响下公司负债成本有所提升，2023 年融资成本上行 0.87pct 至 4.44%。

图表 51：中国飞机租赁成本结构



资料来源： 、麦高证券研究发展部

图表 52：中飞租赁负债结构（亿港元）及融资成本



资料来源： 、麦高证券研究发展部

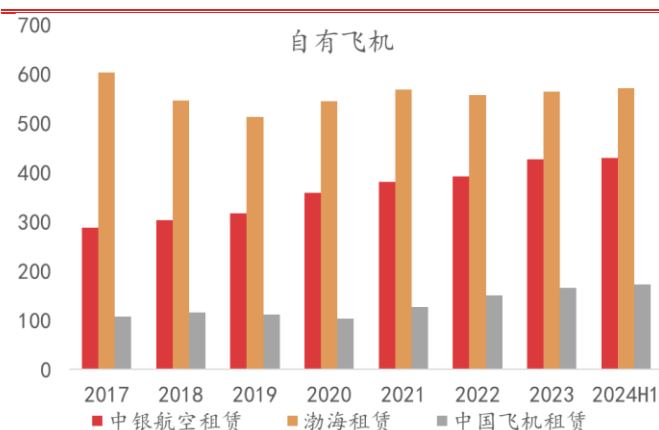
注：融资成本=利息支出/计息负债

4.5 中资飞机租赁商机队机龄、飞机订单及估值具备优势

在自有飞机数量方面，渤海租赁自有飞机数量最多（571 架），整体飞机数量自 2017 年以来维持在 560 架左右；中银租赁自有机队近年来维持在 420 架左右，中飞租赁自有机队数量相对较少，仅为 172 架。

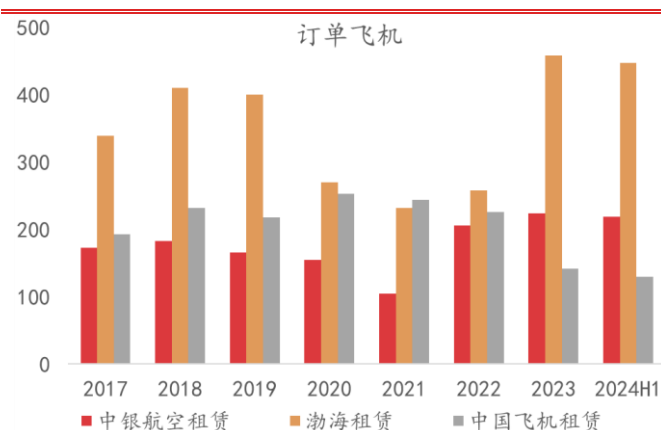
在飞机订单方面，渤海租赁拥有最多的飞机订单（447 架），其在 2023 年订购 200 架新一代节能型飞机；中银航空租赁在 2022 年订购 120 架新一代节能型飞机，目前订单飞机数量为 219 架；中飞租赁订单飞机数量相对较少，为 129 架。

图表 53：中资飞机租赁商自有飞机数量



资料来源： 、麦高证券研究发展部

图表 54：中资飞机租赁商订单飞机数量

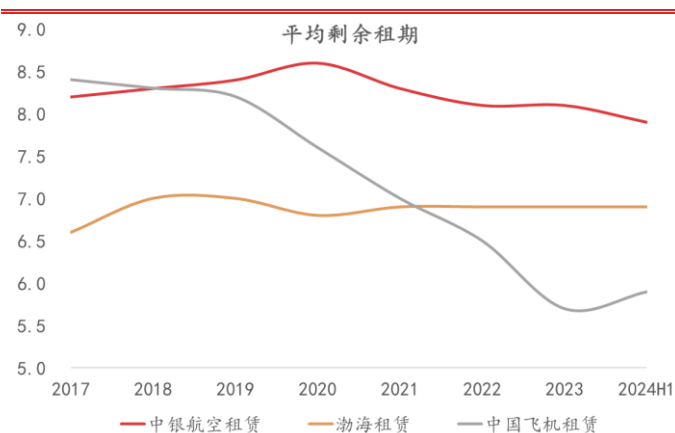


资料来源： 、麦高证券研究发展部

在机队平均机龄方面，中银租赁拥有相对更年轻的机队，2024H1 机队平均机龄为 4.9 年；渤海租赁机队平均机龄为 6.4 年；中飞租赁机队平均机龄自 2019 年以来持续抬升，目前为 8.1 年，相对其他两家租赁公司而言更高。

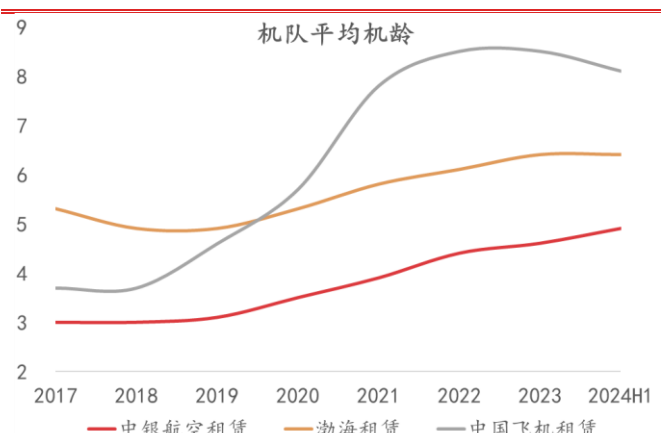
在平均剩余租期方面，中银租赁平均剩余租期相对较长，2017 年以来中枢为 8.2 年，保证公司租约的长期稳定性；渤海租赁近 4 年来平均剩余租期稳定在 6.9 年；中飞租赁平均剩余租期自 2019 年以来持续下滑，2024H1 为 5.9 年。

图表 55：中资飞机租赁商平均剩余租期



资料来源： 、麦高证券研究发展部

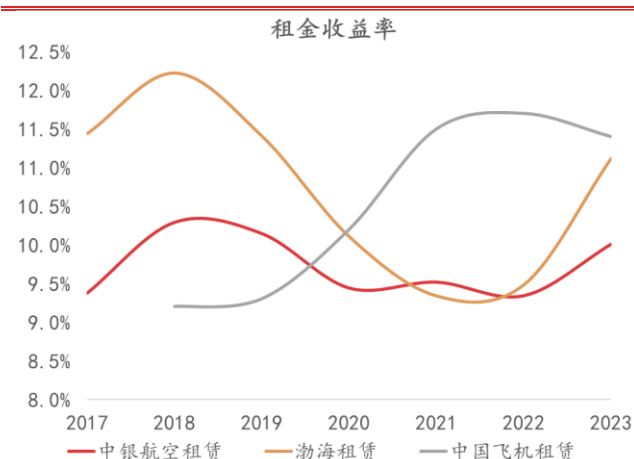
图表 56：中资飞机租赁商机队平均机龄



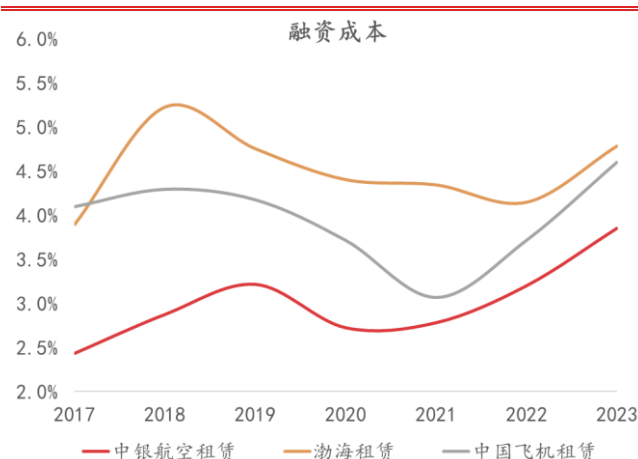
资料来源： 、麦高证券研究发展部

飞机租金上涨带动租赁公司租金收益率提高。随着疫情后航空业需求走强，飞机租金持续上涨，飞机租赁公司的租金收益率持续改善。（租金收益率=租金收入/飞机账面净值。）

受海外加息周期影响，飞机租赁公司融资成本有所抬升。中银航空租赁融资成本相对较低，主要得益于母公司支持、资产质量较高。（融资成本=利息支出/有息负债。）

图表 57：中资飞机租赁商租金收益率


资料来源： 、麦高证券研究发展部

图表 58：中资飞机租赁商融资成本


资料来源： 、麦高证券研究发展部

从中资与外资飞机租赁商的机队组合、估值及盈利能力对比来看，**中资租赁商在订单飞机弹性、机队年龄以及估值层面具备一定优势**。从机队组合来看，虽然 AerCap 和 AirLease 机队数量上有一定的优势，但渤海租赁拥有最多的飞机订单数量，并且中资飞机租赁商订单飞机与自有飞机比值均超过 50%，未来收入弹性更高。从机队平均年龄来看，中银航空租赁机龄优势显著，渤海租赁机队平均机龄也高于 AerCap，更加年轻的机队也更倾向于获取更高的租金，中银航空租赁的 ROE、ROA 均高于外资飞机租赁商。从估值水平来看，中银航空租赁 PE 较外资租赁商更低，渤海租赁 PB 相对更低，具备一定估值优势。

图表 59：中资与外资飞机租赁商机队组合、估值及盈利能力对比

	中银航空租赁	渤海租赁	中国飞机租赁	AerCap	AirLease
自有飞机	435	571	172	1462	489
管理飞机	32	40	27	172	60
飞机订单	232	447	129	296	269
机队合计	699	1058	328	1930	818
订单/自有飞机	53%	78%	75%	20%	55%
机队平均机龄	5	6.4	8.1	7.4	4.6
平均剩余租期	7.9	6.9	5.9	7.4	7.2
PE (TTM)	6.05	10.12	11.02	9.10	14.14
PB	0.88	0.67	0.67	1.11	0.70
ROE (2024H1)	7.59%	2.32%	3.08%	6.18%	2.88%
ROA (2024H1)	1.90%	0.46%	0.21%	1.48%	0.69%

资料来源： 、麦高证券研究发展部

总体来看，未来全球飞机需求大概率将持续处于上升通道，飞机租赁行业有望持续受益于飞机供需失衡带来的机遇。亚太地区航空市场增长潜力巨大，将为中资飞机租赁公司提供更广阔的发展空间。对比美股上市飞机租赁公司而言，目前中资飞机租赁公司整体 PB 估值较低，中银航空租赁拥有更年轻的机队、融资成本相对较低，渤海租赁拥有最多的飞机订单。

风险提示

- 1、**飞机制造商产能恢复超预期**：供应链短缺等制约因素超预期缓解，飞机交付量超预期回升。
- 2、**宏观经济波动，航空需求恢复不及预期**：受宏观经济波动等因素，航空业整体需求释放趋缓、恢复速度不及预期。
- 3、**政策风险**：免签等出游相关利好政策落地速度和效果不及预期，国际旅行恢复放缓。
- 4、**飞机安全事故风险**：航空需求受安全相关重大事故影响，出行恢复速度放缓，需求增速不及预期。

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

我们在此提醒您，不同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。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在15%以上；

增持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在5%到15%之间；

中性：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

减持：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来6个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在5%以上；

同步大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到5%之间；

弱于大市：未来6个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com
罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com