

渤海租赁 (000415)

全球租赁巨头二次启航

公司概况：股东债务危机解除，聚焦飞机、集装箱业务

渤海租赁原为产业系租赁公司，通过牌照布局、资产并购等方式迅速扩张，2014-2017 年期间分别收购 Seaco、Cronos、Avolon、CIT 等优质境外租赁资产，跻身全球租赁龙头。2022 年海航集团破产重整完毕，公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际控制人。公司聚焦租赁主业，大力开展经营性租赁，形成以飞机、集装箱业务为主的业务布局。从收入结构看，2023 年公司营业收入中约80%来自于飞机业务，近 20%来自于集装箱业务。

航空租赁：供需差加剧飞机紧缺，公司在手订单第一

航空租赁市场规模持续扩大，渗透率稳步提升。1980-2023 年全球机队从 2850 架扩张至 23561 架，经营租赁渗透率从 2.4%提升至 51.3%；行业长尾效应突出，前 20 家租赁商合计份额达 72.3%。2023 年末，Avolon 机队价值、规模分别 208.2 亿美元、576 架，分别位列全球第4、第 3。展望后市，全球客运需求已超 2019 年，但飞机产能跌至历史低位，飞机价值与租金有望延续上行；公司订单飞机达 458 架，位居行业首位，未来受益更加充分。

集装箱租赁：全球第三大租赁商，集运景气周期带动收益率提升

从行业来看，集装箱租赁渗透率有望持续提升，2023 年末，全球约 48.5% 的集装箱由租赁公司持有，预计 2027 年渗透率将达 52.6%；从格局来看，行业集中度较高，前五大集装箱租赁公司占据 84.8% 的市场份额。从公司自身来看，公司自有及管理箱队规模 408.7 万 CEU，是全球第三大集装箱租赁公司，服务客户超过 750 家，在全球范围内拥有 23 个运营中心、352 个合作堆场。展望后续，受益于集运景气周期，集装箱租赁业绩有望上行。

财务表现：租赁净利差走扩，公司业绩有望改善

从资产端来看，飞机供需差持续加剧，渤海租赁飞机租金及飞机价值均处于上行通道，且短期内趋势难以扭转。从负债端来看，公司境外负债占比较高，2023 年末境外负债占比超八成。而当前美国就业市场走弱且金融体系流动性压力较大，叠加通胀率较高点已明显下降，美联储后续降息概率较大。同时，公司资信水平良好，子公司评级积极，融资成本有望改善。资产负债两端推动下，公司租赁净利差有望走扩，带动公司整体业绩增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 359.18、378.99、398.57 亿元，同比增速分别为+6.66%、+5.51%、+5.17%，3 年 CAGR 为 5.78%。归母净利润分别为 15.44、18.47、21.34 亿元，同比增速分别为+20.50%、+19.64%、+15.50%，3 年 CAGR 为 18.53%。鉴于公司飞机租赁业务具备显著优势，受益于飞机供需差以及美联储降息预期，公司后续租赁利差有望走扩，公司基本面有望好转。当前可比公司2024 年 PB 均值为 0.85 倍，公司 PB 仅有0.53 倍，后续估值有望提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：利率上行，地缘政治，上游交付延期，债务展期风险，业务变动风险。

营业收入(百万元)	31922
增长率	19.15%
EB ITDA (百万元)	15966
归母净利润(百万元)	-1987
增长率(%)	-61.22%
EPS (元/股)	-0.32
市盈率 (P/E)	-8.0
市净率 (P/B)	0.6

业：非银金融/多元金融

投资评级：买入（首次）

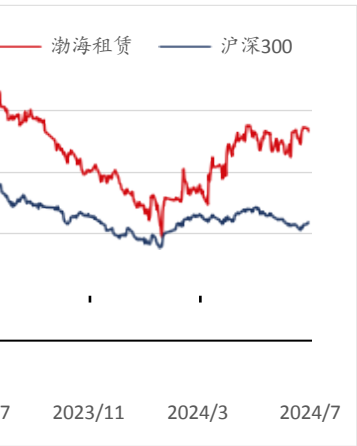
联系人：曾智星
邮箱：zengzhx@glsc.com.cn
联系人：陈昌涛
邮箱：chencht@glsc.com.cn

格：2.56 元

数据

流通股本(百万股)	6,184.52/5,392.74
总市值(百万元)	13,805.41
资产(元)	4.91
率(%)	82.20
高/最低(元)	2.94/1.80

相对走势



：刘雨辰
书编号：S0590522100001

相关报告

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 07 月 17 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司租赁业务聚焦飞机、集装箱领域，2023 年公司营业收入中约80%来自于飞机业务，近 20%来自于集装箱业务。（1）**飞机租赁业务**：2024 年 Q1 全球航空旅客运输周转量（RPK）已经超过 2019 年同期，2023-2043 年全球新机交付需求为 40850 架。2024 年 1-5 月，波音空客合计月均交付飞机 77 架，是 10 年来第二低水平。行业供需差加剧推动飞机租金以及飞机价值上行。公司在手订单位居行业首位，2023 年末公司在手订单达 458 架，远超同行，竞争优势有望扩大。（2）**集装箱租赁业务**：2023 年末公司自有及管理箱队规模 408.7 万 CEU，是全球第三大集装箱租赁公司，集运景气周期下，公司业绩有上行空间。

从负债端来看，公司主要资金来源于贷款与债券融资，截至 2023 年末，渤海租赁境外负债占比达到 81.52%。当前，美国通胀率快速下行、降息空间打开，2024 年 5 月美国失业率 4%，环比+0.10PCT，高于疫情前水平。叠加前期加息导致美国金融体系流动性压力较大，后续美联储降息概率较大。美联储降息将明显改善公司负债端成本，公司租赁利差有望走扩。

创新之处

我们通过对公司资产、负债的细致拆分得到公司四类细分业务收益水平，并由此测算出公司当前租赁业务利差水平。

核心假设

飞机租赁业务方面假设：（1）2024-2026 年飞机账面价值分别同比+2.80%、+5.20%、+4.00%。（2）2024-2026 年飞机租赁收益率分别为 12.00%、12.30%、12.50%。（3）2024-2026 年分别销售飞机 33、35、36 架。（4）2024-2026 年飞机折旧率均为 5%。

集装箱租赁业务方面假设：（1）2024-2026 年集装箱账面价值同比增速分别为-2.00%、+2.00%、+3.00%。（2）2024-2026 年集装箱租赁收益率将维持在 16.90%的水平。（3）2024-2026 年集装箱销量同比分别+10.00%、+8.00%、+8.00%，单个售价分别为 11000 元、10000 元、10000 元。

投资看点

短期看，公司已经摆脱之前股东债务危机影响，风险基本出清。中长期来看，飞机租赁价格及飞机价值都有望上升，公司资产端收益率有望走高。与此同时，美联储降息有望大幅改善公司负债端成本，公司租赁净利差走扩，业绩有望迎来明显改善。

正文目录

1. 渤海租赁：租赁巨头二次启航	5
1.1 全球租赁巨头，股东风险解除	5
1.2 聚焦飞机、集装箱业务	6
2. 航空租赁：周期 β 与机位 α 共振	8
2.1 租赁渗透率提升，公司稳居全球龙头	8
2.2 供需差推高租金，在手订单行业第一	11
3. 集装箱租赁：受益于集运景气周期	14
3.1 行业高集中度，公司箱队全球第三	14
3.2 集运市场反复波动，带动业绩上行	15
4. 业绩表现：利差走扩带动业绩上行	17
4.1 业绩表现改善，盈利能力提升	17
4.2 飞机依旧供不应求，公司资产端收益有望延续上行	18
4.3 美联储降息未至但可期，公司负债成本有望改善	20
5. 盈利预测、估值与投资建议	23
5.1 盈利预测	23
5.2 投资建议：利差有望走扩，估值有望提升	24
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构（截至 2023 年底）	6
图表 3：渤海租赁子公司布局	6
图表 4：渤海租赁收入主要来源于飞机、集装箱业务	7
图表 5：渤海租赁境外收入占比较高	7
图表 6：公司主要以经营租赁方式展业	7
图表 7：飞机租赁、飞机销售毛利率均明显提升	8
图表 8：2023 年公司飞机租赁收入同比增长近 20%，飞机销售收入增速有所下滑	8
图表 9：集装箱租赁、集装箱销售毛利率有所下滑	8
图表 10：2023 年公司集装箱租赁、销售收入增速下行	8
图表 11：1980-2023 全球机队数量（架）、租赁飞机数量（架）及租赁渗透率 ...	9
图表 12：2023 年末全球头部租赁公司份额	9
图表 13：租赁商数量自 2016 年起保持稳定	9

图表 14: 2023 年末前 20 大租赁公司机队价值&机队规模	10
图表 15: 公司飞机租赁资产扩张历程	10
图表 16: Avolon 高管团队情况	10
图表 17: 截至 2023 年末前五大中资租赁商客户数对比	11
图表 18: 全球航空 RPK 较 2019 年 Q4 恢复率	11
图表 19: 2023-2042 年飞机交付量需求预测	11
图表 20: 2015-2024 年 5 月波音空客交付飞机 (架)	12
图表 21: 2019/2023 年实际在役飞机对比	12
图表 22: 新窄体机飞机价值变动 (百万美元)	12
图表 23: 新窄体机市场租金变动	12
图表 24: 新宽体机飞机价值变动 (百万美元)	13
图表 25: 新宽体机市场租金变动	13
图表 26: 2023 年末前 30 大租赁公司管理机队规模&订购飞机数量	14
图表 27: 2023 年前 9 大集装箱租赁公司集装箱规模 (万 TEU)	15
图表 28: 2023 年末公司各类集装箱万 CEU 及占比	15
图表 29: 集装箱租赁协议类型	15
图表 30: 2017-2024 中国出口集装箱运价综合指数	16

图表 31: 2017-2023 公司集装箱规模&出租率	16
图表 32: 2017-2023 公司集装箱业务收入 (亿元)	16
图表 33: 2020-2023 年公司集装箱租赁业务净利润 (亿元) 及净利率	17
图表 34: 渤海租赁营收增速回升	17
图表 35: 2024Q1 公司归母净利润同比增长近 60%	17
图表 36: 2023 年公司整体毛利率有所提升	18
图表 37: 公司盈利能力提升	18
图表 38: 渤海租赁扩表速度较为稳健	18
图表 39: 渤海租赁经营性租赁资产规模稳步增长	18
图表 40: 经营性租赁资产规模占比稳步提升	19
图表 41: 公司租赁收益率处于上行通道	19
图表 42: 渤海租赁负债以长期借款以及应付债券为主	19
图表 43: 渤海租赁境外负债占比较高	20
图表 44: 渤海租赁融资成本处于上行通道	20
图表 45: 美国通胀率快速下行	20
图表 46: 联邦基金利率处于高位	20
图表 47: 美国失业率走高	21
图表 48: 美国职位空缺数/失业人数比值走低	21
图表 49: 美联储 6 月议息会议点阵图表明降息概率较大	22
图表 50: 公司业务情况测算	24
图表 51: 可比公司情况	24

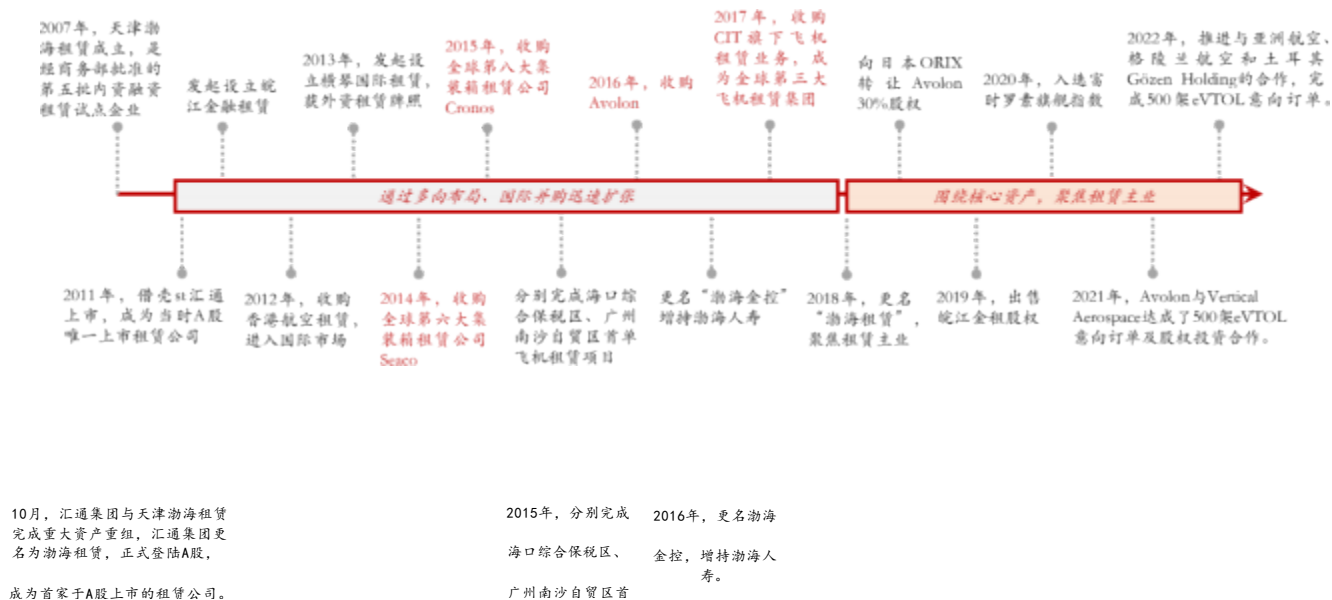
1. 渤海租赁：租赁巨头二次启航

1.1 全球租赁巨头，股东风险解除

公司原是产业系租赁公司，是原海航集团的重要金融平台。2007 年，天津渤海租赁成立，2011 年 10 月，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，正式登陆 A 股，成为首家于 A 股上市的租赁公司。此后，公司通过牌照布局、资产并购等方式迅速扩张，于 2014-2017 年分别收购 Seaco、Cronos、Avolon、CIT 航空租赁等优质境外租赁资产，跻身全球租赁龙头；同时还布局包括银行、保险、证券、多元金融在内的多个业务板块。

受原股东债务危机影响，公司自 2018 年起业务布局收缩，聚焦租赁主业。2019-2022 年，海航集团破产重整、行业周期下行、外部冲击（俄乌冲突）等极端事件对公司经营造成不利影响，但截至目前，公司飞机租赁、集装箱租赁业务仍分别居全球前三；随着风险出清，公司有望发挥竞争优势、二次启航。

图表1：公司发展历程

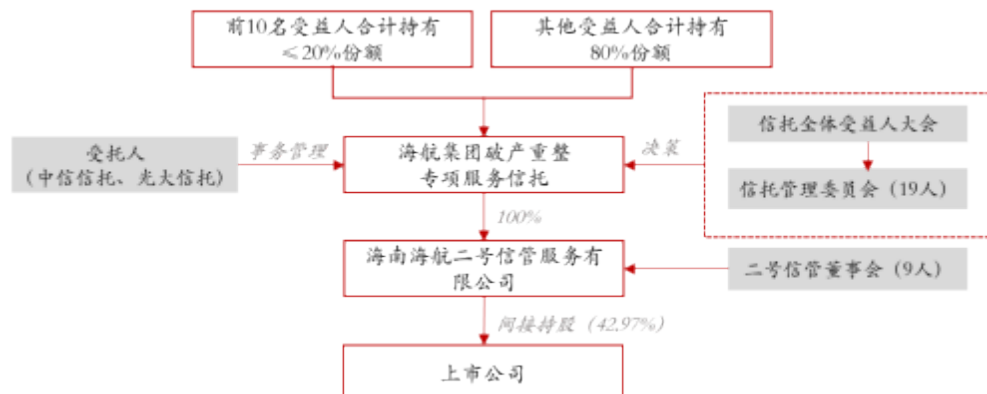


资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司母公司为海航资本集团有限公司（简称“海航资本”），原实际控制人为海南省慈航基金会。2022 年 4 月，海南省高院裁定包括海航资本在内的 321 家海航集团公司已执行完毕“重整计划”，海航资本的控股股东由海航集团变更为破产重整专项信托计划项下的二号信管，导致公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际

控制人。截至 2023 年底，信托计划间接持有公司 42.97%股份；由于信托计划受益人高度分散，可能影响上市公司决策的机构（受托受益人大会、信托管理委员会、信管董事会）不被任何主体控制或施加重大影响。

图表2：公司股权结构（截至 2023 年底）

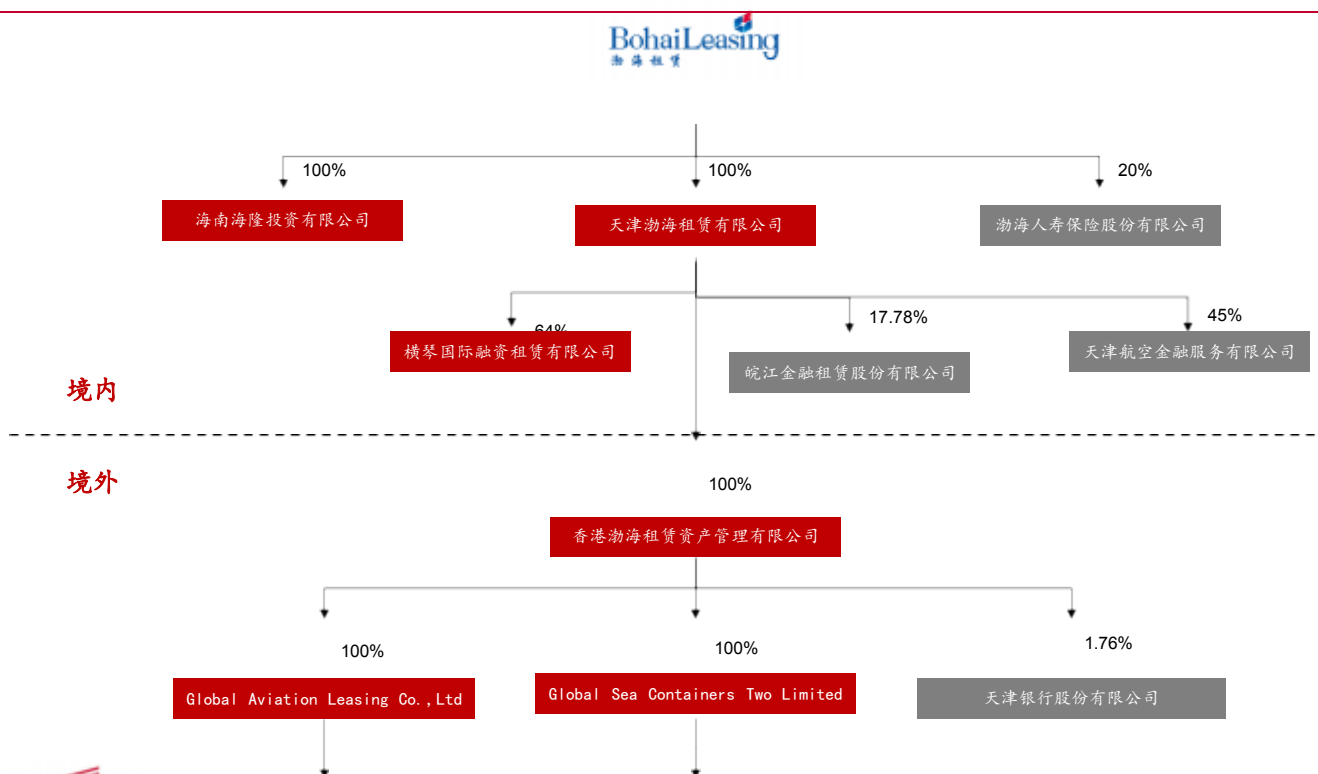


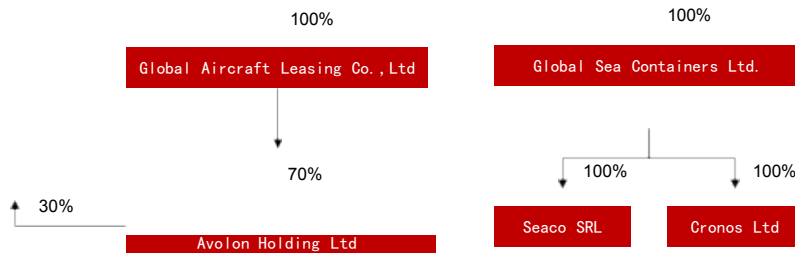
资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 聚焦飞机、集装箱业务

公司租赁业务聚焦飞机、集装箱资产，境外收入占比较高。当前公司旗下包括 Avolon、Seaco、Cronos 等世界领先的境外子公司，同时还包括天津航空金融服务、横琴国际融资租赁等境内公司。收入结构来看，公司营业收入中约 80%来自于飞机业务，近 20%来自于集装箱业务。境外子公司为渤海租赁飞机与集装箱业务的当前展业主体，2023 年渤海租赁境外营收占比达到 86.46%。

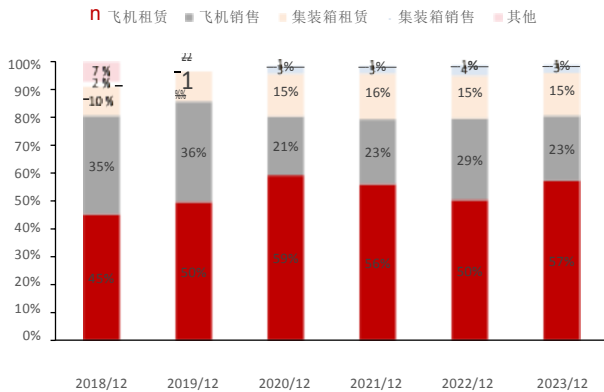
图表3：渤海租赁子公司布局





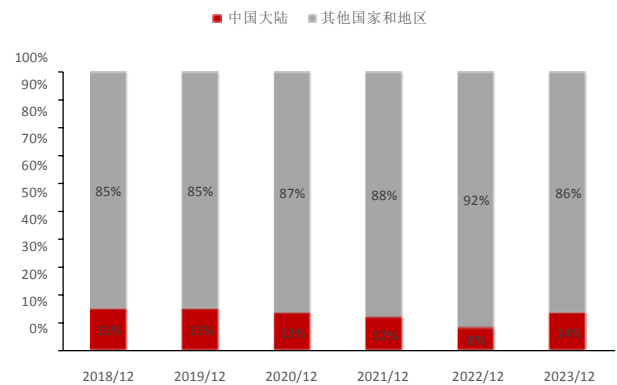
资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

图表4：渤海租赁收入主要来源于飞机、集装箱业务



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

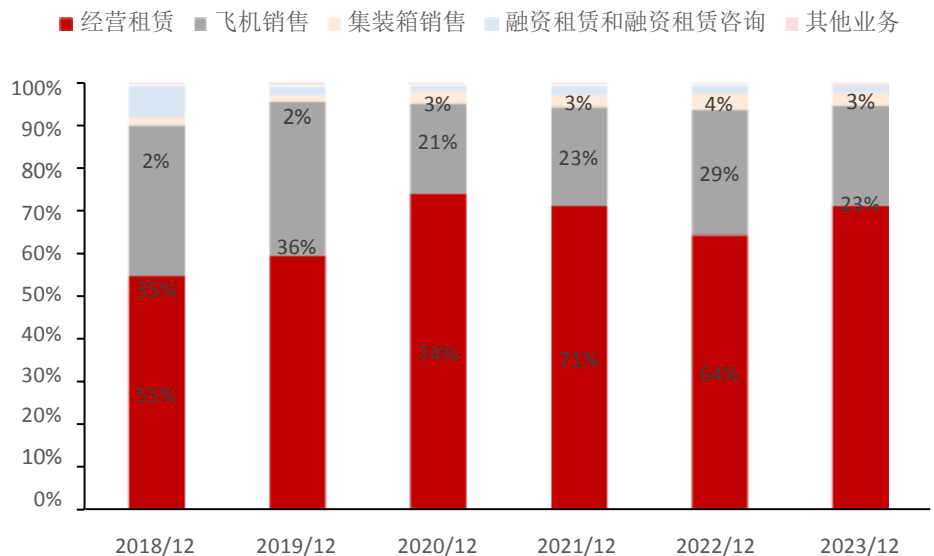
图表5：渤海租赁境外收入占比较高



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

公司主要以经营租赁方式开展业务。从分产品的收入结构来看，公司经营租赁收入占总营收的七成左右，飞机销售占比约 2 成。以 2023 年为例，2023 年渤海租赁经营租赁、飞机销售、集装箱销售、融资租赁和融资租赁咨询服务分别占营收的 71.30%、23.36%、2.97%、1.96%。

图表6：公司主要以经营租赁方式展业

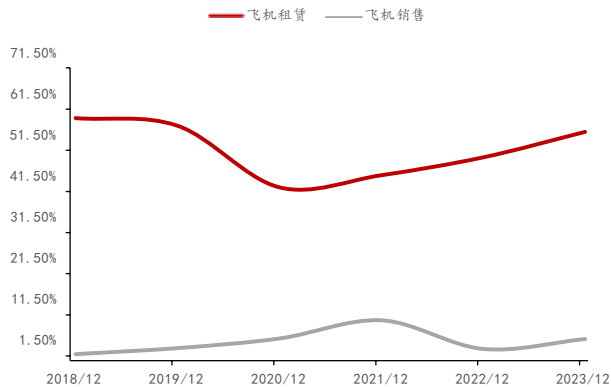


资料来源：公司公告，国联证券研究所

飞机业务方面，供不应求推动毛利率提升，租赁收入明显改善。疫后居民出行、旅游等逐步恢复，航空客运需求随之增长，供需不平衡推动渤海租赁租金上行，由此带动渤海租赁飞机租赁毛利率有所提升。2023 年公司飞机租赁、飞机销售毛利率分别为 57.50%、7.11%，较 2022 年末分别+6.17PCT、+2.40PCT。量和价的双重推动下，

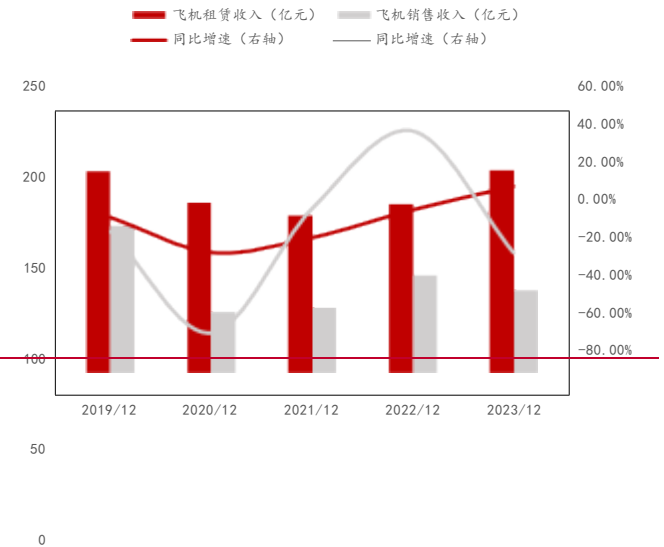
2023 年公司飞机租赁收入、飞机销售收入分别为 193.09、78.65 亿元，同比分别 +19.81%、-15.71%。

图表7：飞机租赁、飞机销售毛利率均明显提升



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

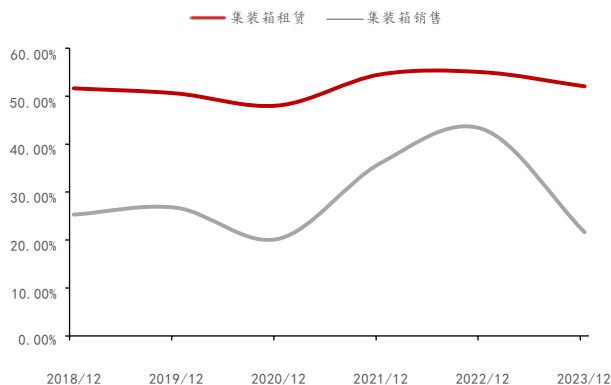
图表8：2023 年公司飞机租赁收入同比增长近 20%，飞机销售收入增速有所下滑



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

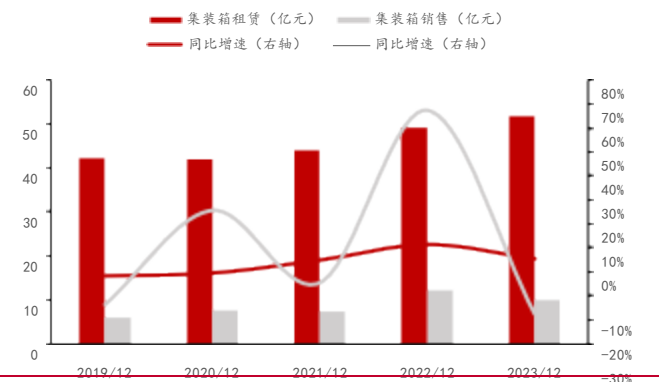
集装箱业务方面，2023 年集装箱租金以及二手箱价格回落带动集装箱业务收入增速下行。2021-2022 受到物流障碍、港口拥堵以及集装箱运力短缺等因素影响，集装箱租金及二手箱价格快速上行，2023 年开始逐步回落。受此影响，2023 年渤海租赁集装箱业务毛利率有所下滑。2023 年公司集装箱租赁、集装箱销售毛利率分别为 52.06%、21.61%，较 2022 年分别-2.95PCT、-21.54PCT。价格明显回落带动公司集装箱业务收入增速有所下滑。2023 年公司集装箱租赁、集装箱销售收入分别为 51.81、10.00 亿元，同比分别+5.45%、-17.79%，增速较 2022 年分别-6.00PCT、-85.27PCT。

图表9：集装箱租赁、集装箱销售毛利率有所下滑



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表10：2023 年公司集装箱租赁、销售收入增速下行



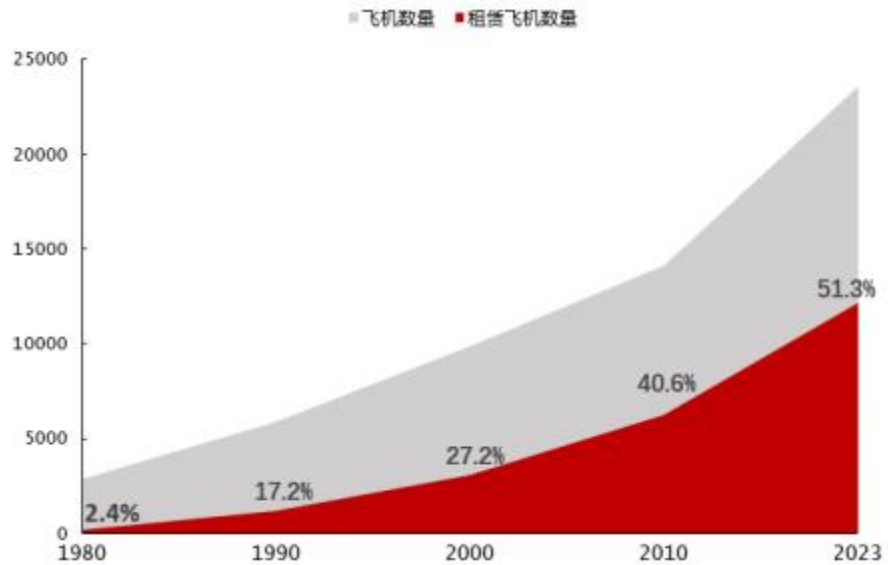
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

2. 航空租赁：周期 β 与机位 α 共振

2.1 租赁渗透率提升，公司稳居全球龙头

机队扩张&租赁渗透率提升，行业规模扩大。1980-2023 年，全球机队规模从 2850 架扩张至 23561 架，同时，航空租赁渗透率从 2.4%提升至 51.3%。43 年间，全球机队规模增长了 7 倍多，而租赁机队增长了93 倍，租赁成为航空公司引进飞机的主流渠道，行业规模快速扩大。

图表11：1980-2023 全球机队数量（架）、租赁飞机数量（架）及租赁渗透率

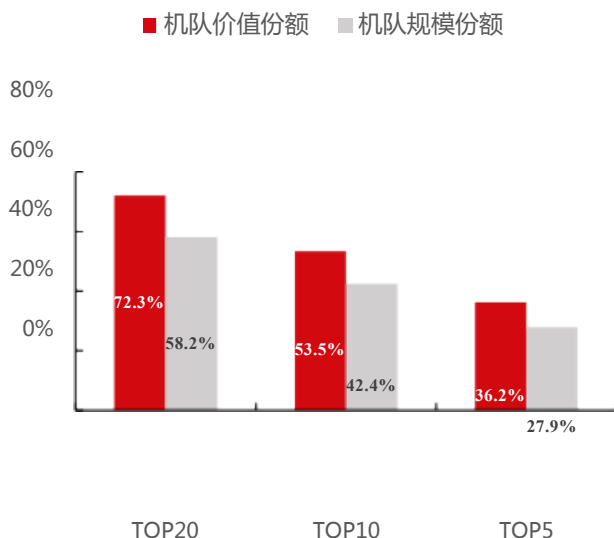


资料来源：ALC，国联证券研究所

行业长尾效应，竞争格局趋于良性。根据 Cirium 数据,截至 2023 年末,全球飞机租赁商的机队规模为 14405 架,机队价值 4028 亿美元。其中前 20 家租赁商机队价值 2910.5 亿美元,合计份额达 72.3%,而前 5 家租赁商机队价值达 1459.1 亿美元,占前 20 大租赁商的一半。根据 IBA Insight,主流窄体机(租赁渗透率远高于宽体机)租赁商数量自 2016 年起几无增长、而平均机队规模持续增加,这主要由于近年来租赁商之间并购活跃,促进行业格局改善。

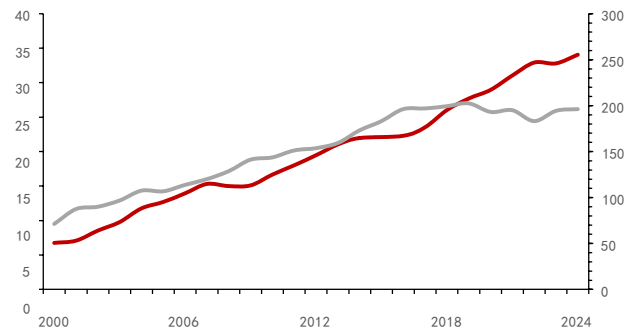
图表12：2023 年末全球头部租赁公司份额

资料来源：Cirium，国联证券研究所



图表13：租赁商数量自 2016 年起保持稳定

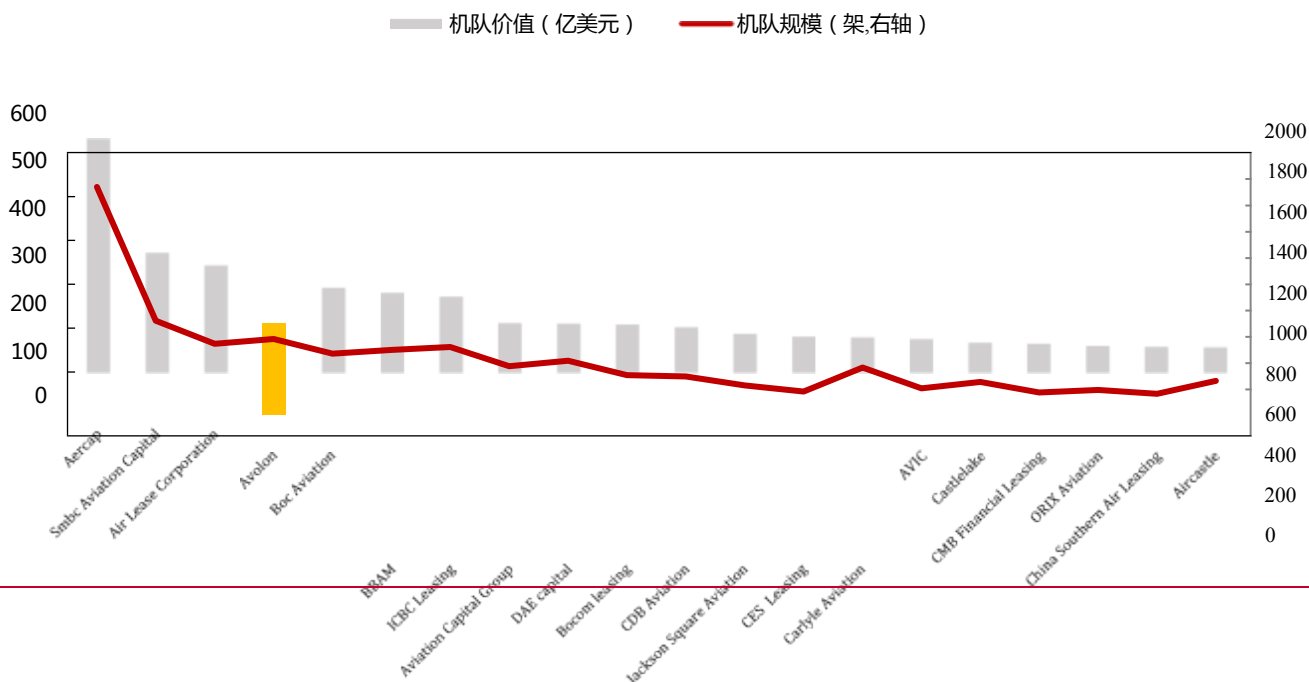
— Aircraft/lessor (架) — lessor (家, 右轴)



资料来源：IBA Insight, 国联证券研究所

公司占全球份额超过 5%。购机议价能力、资产管理能力和融资能力是租赁公司核心竞争力，龙头公司通过规模效应放大上述优势。根据 Cirium 数据，截至 2023 年末，Avolon 机队价值、机队规模分别 208.2 亿美元、576 架，全球市场份额分别达 5.2%、4%，分别位列第 4、第 3。按机队价值计，前 10 大飞机租赁商中，还有中银航空租赁、工银租赁、交银金租 3 家中资公司上榜，分别位列第 5、7、10 位。

图表 14：2023 年末前 20 大租赁公司机队价值&机队规模



资料来源：Cirium，国联证券研究所

爱尔兰租赁基因，业务全球布局。 (1) 公司不断并购国际优质资产。Avolon 于 2010 年在爱尔兰成立，2014 年收购 ILFC；2016 年被渤海租赁收购，与渤海租赁旗下的香港航空租赁平台 HKAC 整合后，机队规模达全球第 8，在股东布局下，先后收购 Gecas 飞机资产包和 CIT 的飞机租赁业务，机队规模跃升至全球前 3。(2) **核心高管由创始团队担任。**航空产业周期性明显，峰谷判断对租赁公司资产扩/缩表决策至关重要，管理团队的专业性、资深与否对租赁公司发展具有深刻影响。Avolon CEO 与总裁均为原创始团队，6 名高管加入公司分别达 14/14/3/13/8/7 年，业务决策主要依靠管理团队的专业能力和经验、股东干涉较少。(3) **全球化程度高：**以自有飞机投放量计，公司亚太、欧洲与非洲、美洲地区占比分别为 51%、27%、22%；基于国际化视野与先天基因，截至 2023 年末，Avolon 展业的国家和地区、客户数量远高于其他中资租赁商。

图表 15：公司飞机租赁资产扩张历程



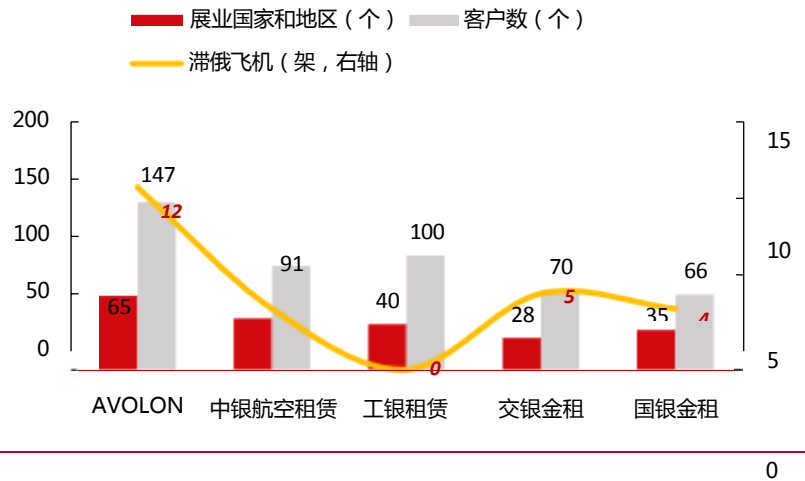
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表16：Avolon 高管团队情况

职务	人员	加入公司时间
CEO	Andy Cronin	2010
President&CCO	Paul Geaney	2010
CPO(人力总监)	Ciara Ruane	2021
CFO	Ross O'Connor	2011
COO	Felipe Campos	2016
CRO	Jim Morrison	2017
公司成立时间		2010

资料来源：Avolon 官网，国联证券研究所

图表17：截至 2023 年末前五大中资租赁商客户数对比

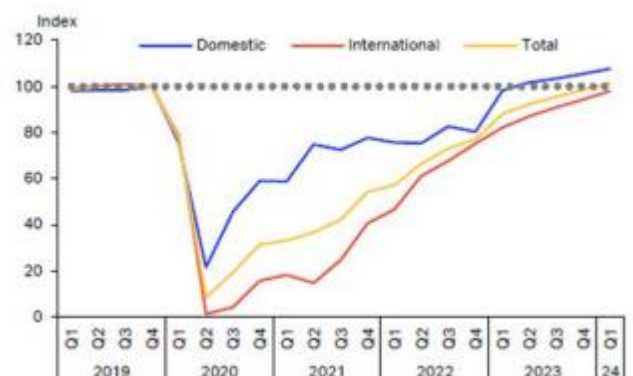


资料来源：公司公告、公司官网、Cirium，国联证券研究所

2.2 供需差推高租金，在手订单行业第一

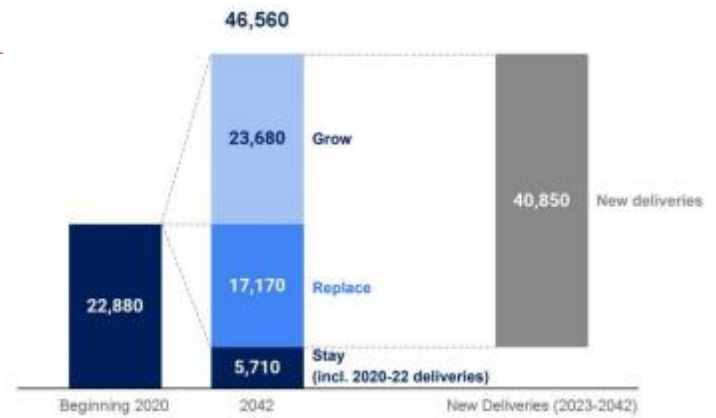
需求端看，机队新增+替换需求超 2000 架/年。根据国际航协（IATA），2024 年 Q1 全球航空业旅客运输周转量（RPK）已经超过 2019 年同期，增长趋势仍在延续；2023 年机队较 2019 年仅增长3%，当前机队规模难以满足需求增长；除扩充需求外，存量机龄拉长也促进替换需求的增长。根据空客预测，2023-2043 年，全球新机交付需求为 40850 架，其中 17170 架用于产能替换，23680 架是新增需求，以上年均分别为 2150/903/1246 架。而波音/Cirium 预测至 2042 的交付需求比空客更高，分别为 42595/46260 架。

图表18：全球航空 RPK 较 2019 年 Q4 恢复率



资料来源：IATA，国联证券研究所

图表19：2023-2042 年飞机交付量需求预测



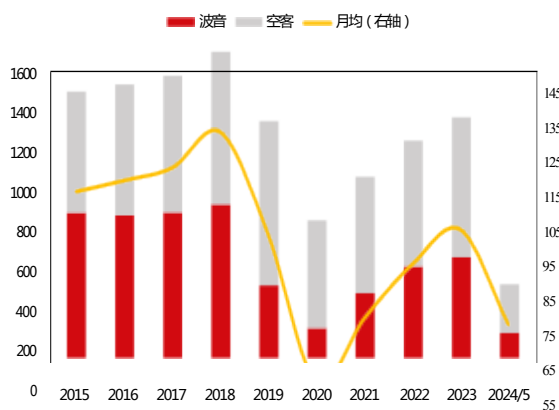
资料来源：空客官网，国联证券研究所

供给端看，OEM 产能跌至历史低位。2024 年 1-5 月，波音空客合计月均交付飞机 77 架，是 10 年来第二低水平，仅高于疫情期的 2020 年，相当于产能峰值 2018 年 57%。2024 年供应链并未如期修复，受到多方面因素影响：（1）疫情期间离职潮造成 OEM/MRO 技术断层尚未恢复；（2）飞机供应链长且全球化、近期上游环节频繁暴露问题；（3）波音受到监管调查，扩产受影响；（4）2023 年 PW 发动机问题造成维修挤占

产能。此外，当前机队在役率偏低导致实际供给进一步短缺。据波音数据，2019 年全球机队有 10% 停场、90% 实际服役，而 2023 年停场飞机达 16%，实际在役飞机仅 84%。

我们预计供应链短期难以恢复，2030 年前新机位绝大部分已被锁定、交付仍可能进一步推迟。

图表20：2015-2024 年 5 月波音空客交付飞机（架）



资料来源：波音官网、空客官网，国联证券研究所

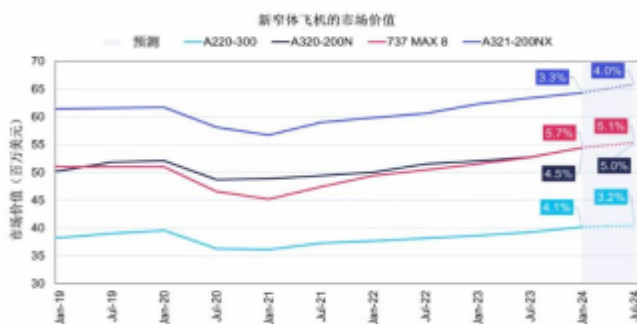
图表21：2019/2023 年实际在役飞机对比



资料来源：波音官网，国联证券研究所

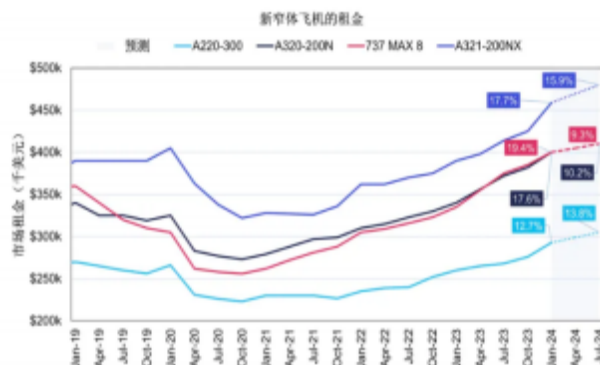
供需差持续加剧，飞机价值与租金不断上涨。据 IBA Insight，截至 2024 年 1 月，新一代窄体机价值与租金都已经超过 2019 年同期，主流机型 A320neo 和 737max 租金同比涨幅达 18%/19%、高于飞机价值涨幅；宽体机飞机价值涨幅高于窄体机、租金涨幅则小于窄体机，其中空客宽体机变动显著高于波音。

图表22：新窄体机飞机价值变动（百万美元）



资料来源：IBA Insight，国联证券研究所

图表23：新窄体机市场租金变动



资料来源：IBA Insight，国联证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/448071004051006116>