

交通运输

证券研究报告

2024年01月16日

美元利率下降，船舶和飞机租赁有望受益

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《交通运输-行业专题研究:交运看经济:10月趋势复苏,假期增速波动》 2023-11-03
- 《交通运输-行业专题研究:菜鸟智慧物流:电商平台物流龙头公司,机遇与挑战并存》 2023-10-10
- 《交通运输-行业专题研究:客运向上,货运向下——交运2023年半年报分析》 2023-09-04

利率波动对盈利的弹性

如果美元利率下降,那么利率波动对盈利影响较大的公司受益。这些公司,往往美元市场利率对其利率的影响大(利率波动性高)、利息支出/利润总额高(利息重要性高)。前者通常美元有息负债占比高、浮动利率负债占比高、利率掉期或互换比例少等,后者通常资产负债率高、有息负债率高、ROA低等。此外,收入端稳定性越高,成本端的变化越重要。我们用这些指标,筛选出较受益于美元利率下降的公司。

交通设备租赁受益较大

筛选利率波动大、有息负债率高、ROA低的行业,发现主要是租赁、产业地产、航空运输、金融控股等行业,中远海发、渤海租赁、中国东航等公司。中远海发有大量的船舶和集装箱租赁业务,渤海租赁有大量的飞机和集装箱租赁业务。飞机、船舶、集装箱等租赁主要是长期租约、租金收入比较稳定。租赁公司往往有息负债率较高,利率波动对利息支出的影响较大。大型交通设备租赁往往以美元计价,为了收入与成本匹配,租赁公司美元负债占比较高。美元融资利率通常采用基准利率加点模式,浮动利率负债较多。因此,美元利率波动对租赁公司利息支出影响较大。租赁公司的有息负债率较高、ROA较低,所以利率波动对利润的弹性较大。

中远海发的盈利弹性较大

截止2023年6月30日,中远海发的有息负债中,美元负债占68%,浮动利率负债占59%;若利率下降100个基点,将使利润总额增加5.78亿元,占2023H1的46.9%。渤海租赁、中银航空租赁、中国飞机租赁的浮动利率负债占比偏低,且使用利率掉期、互换等工具对冲利率波动风险,若利率下降100个基点,各自增加的税前利润占2023H1利润总额的26.5%、14.2%、12.3%。

航空也受益,但弹性偏小

航空公司的有息负债率较高、ROA较低,所以利率下行对利润也有较大影响。截止2023年6月30日,若利率下降100个基点,中国东航、南方航空、中国国航各自增加的税前利润占2019H1利润总额的35.2%、17.4%、16.5%。但是三家航司的有息负债中,美元负债占比不足20%,如果仅仅是美元利率下降100个基点,那么增加的利润总额将更少。

风险提示:美元利率上升,人民币汇率波动,航空需求下滑,海运需求下滑

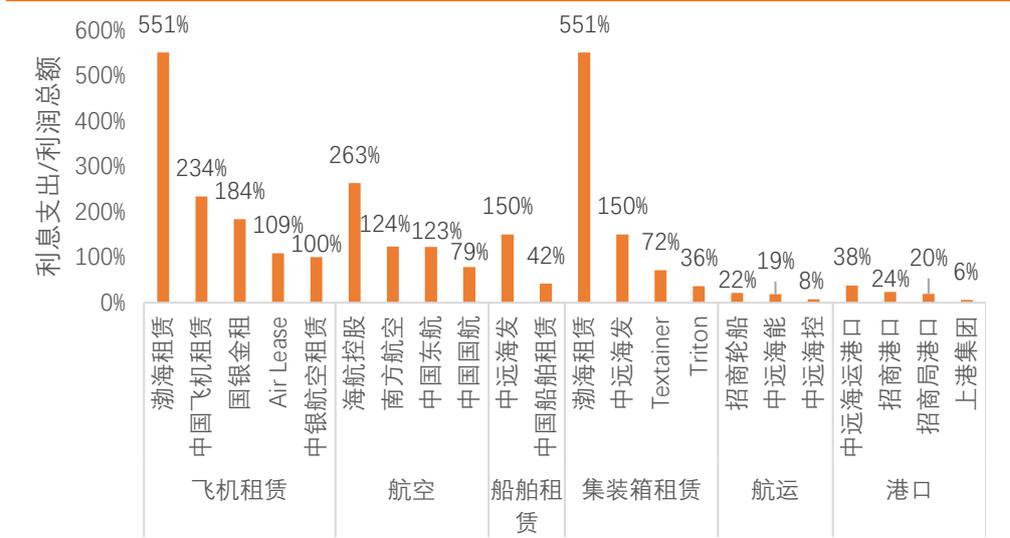
重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-01-15	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601866.SH	中远海发	2.43	买入	0.29	0.16	0.27	0.37	8.38	15.19	9.00	6.57

资料来源:Wind,天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS

附录

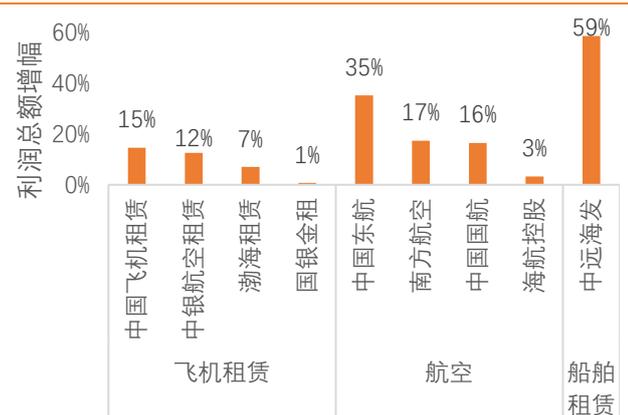
图 1：2023 年上半年，租赁和航空公司的“利息支出/利润总额”较高



注：航空公司采用 2019 年上半年利润总额计算，其他公司采用 2023 年上半年利润总额计算

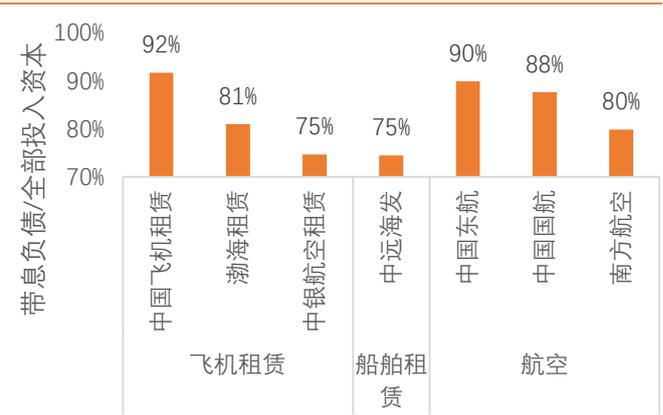
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：若利率下降 100 个基点，利润总额较 2019H1 增幅



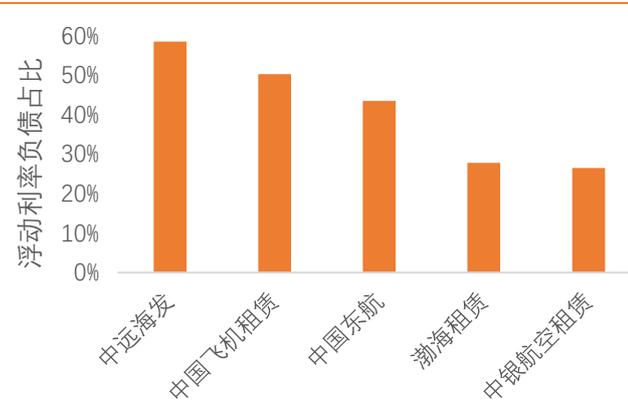
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：截止 2023 年 6 月 30 日，带息债务/全部投入资本较高



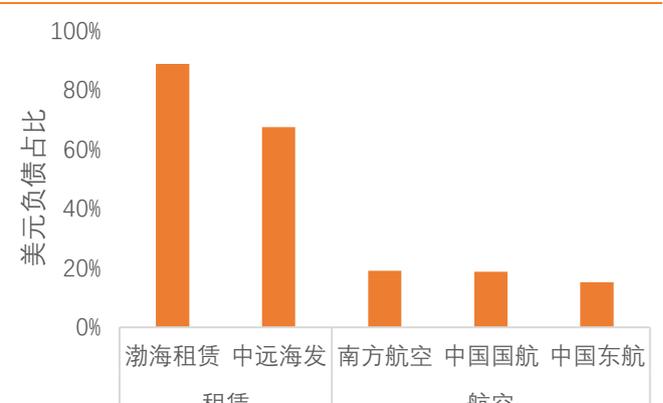
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：截止 2023 年 6 月 30 日，带息负债中浮动利率负债占比



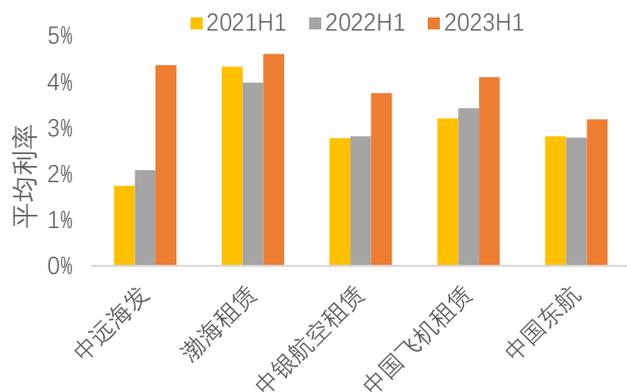
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：截止 2023 年 6 月 30 日，带息债务中美元债务占比差距大



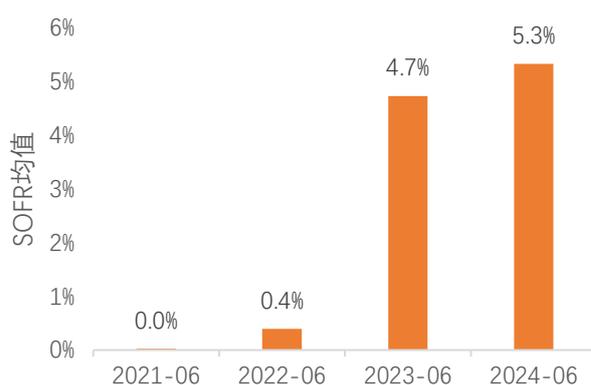
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2023H1，中远海发等公司的平均利率大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2022 年以来，美国担保隔夜融资利率大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：中远海发的船舶租赁主要是固定价格长期租赁

船型	数量艘	租赁对象	租赁期限年	租金形式	2023H1 租金收入亿元
纸浆船	10	中远海特	15	固定	1.61
干散货船	16	中远海散	10	固定	3.18
集装箱船	74	中远海运集运	20	固定	4.59
其他船舶	40+				3.04
合计	144+				12.41

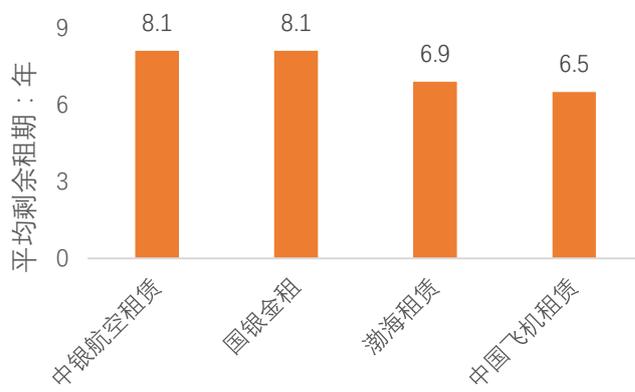
资料来源：中远海发公司公告，天风证券研究所

图 8：2020 年以来，集装箱长期租赁占比达到 90%左右



资料来源：Drewry，天风证券研究所

图 9：2022 年国内主要上市飞机租赁公司的租期较长



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com