

渤海租赁 (000415)

全球租赁巨头二次启航

行业：非银金融/多元金融
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：2.56元

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。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6,184.52/5,392.74
流通 A 股市值(百万元)	13,805.41
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	82.20
一年内最高/最低(元)	2.94/1.80

股价相对走势



作者

分析师：刘雨辰
 执业证书编号：S0590522100001
 邮箱：liuyuch@glsc.com.cn

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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31922	33675	35918	37899	39857
增长率	19.15%	5.49%	6.66%	5.51%	5.17%
EBITDA (百万元)	15966	21774	24513	26249	28035
归母净利润(百万元)	-1987	1281	1544	1847	2134
增长率(%)	-61.22%	164.50%	20.50%	19.64%	15.50%
EPS (元/股)	-0.32	0.21	0.25	0.30	0.34
市盈率 (P/E)	-8.0	12.4	10.3	8.6	7.4
市净率 (P/B)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

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

相关报告

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股份额.....	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

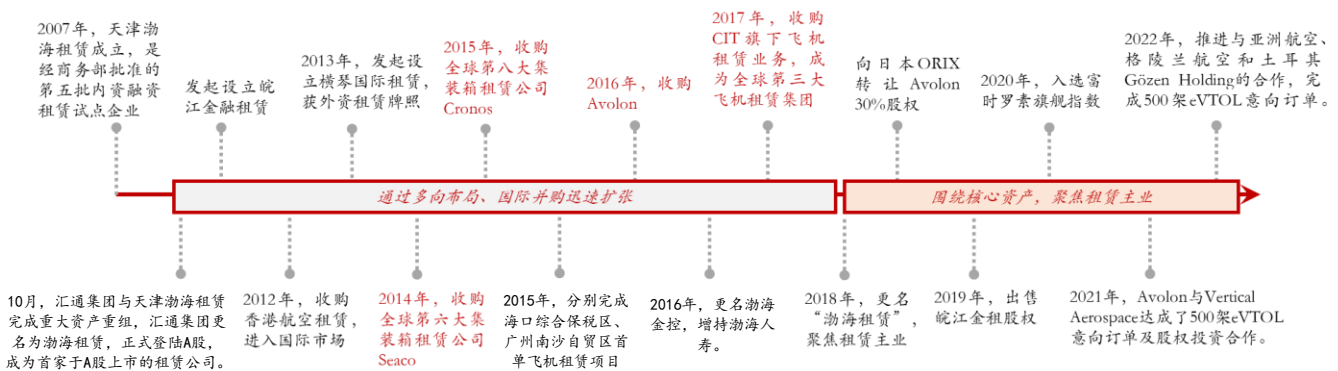
1. 渤海租赁：租赁巨头二次启航

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。

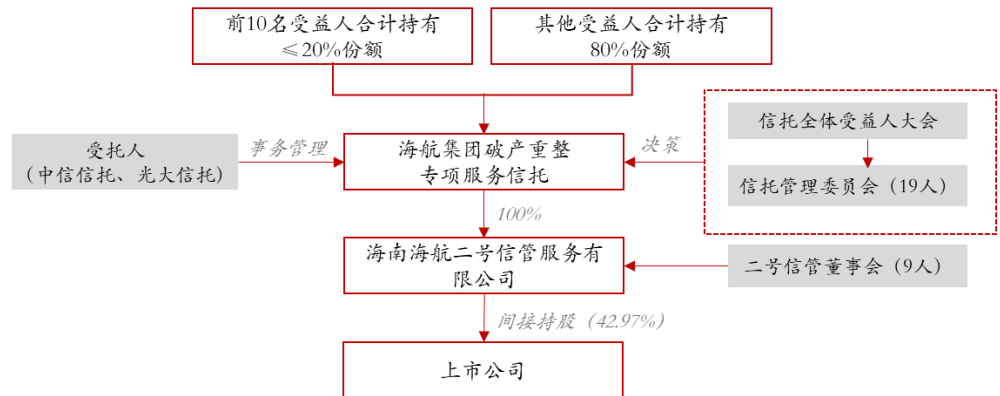
图表1：公司发展历程



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）

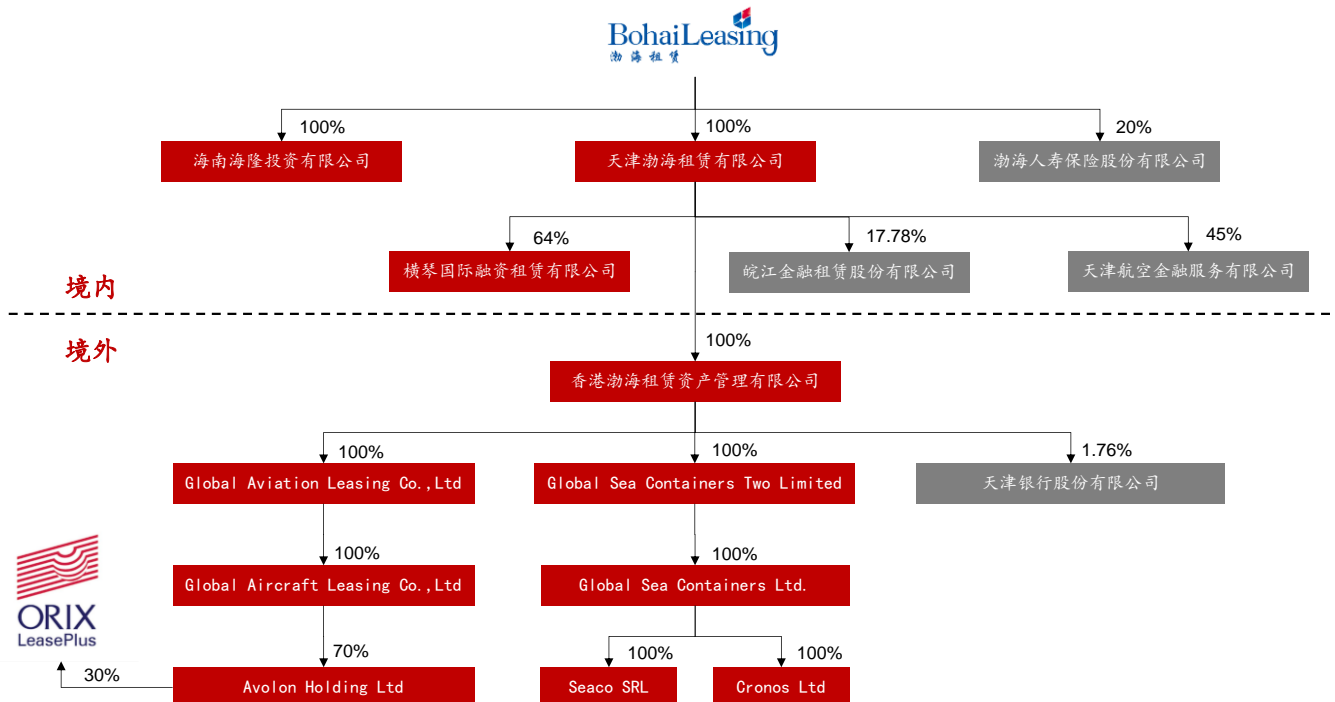


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 聚焦飞机、集装箱业务

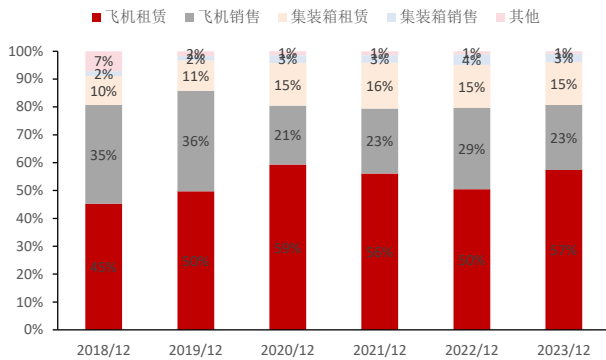
公司租赁业务聚焦飞机、集装箱资产，境外收入占比较高。当前公司旗下包括 Avolon、Seaco、Cronos 等世界领先的境外子公司，同时还包括天津航空金融服务、横琴国际融资租赁等境内公司。收入结构来看，公司营业收入中约 80%来自于飞机业务，近 20%来自于集装箱业务。境外子公司为渤海租赁飞机与集装箱业务的当前展业主体，2023 年渤海租赁境外营收占比达到 86.46%。

图表3：渤海租赁子公司布局



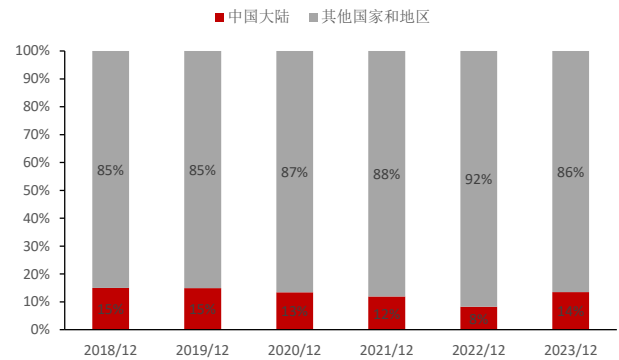
资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

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

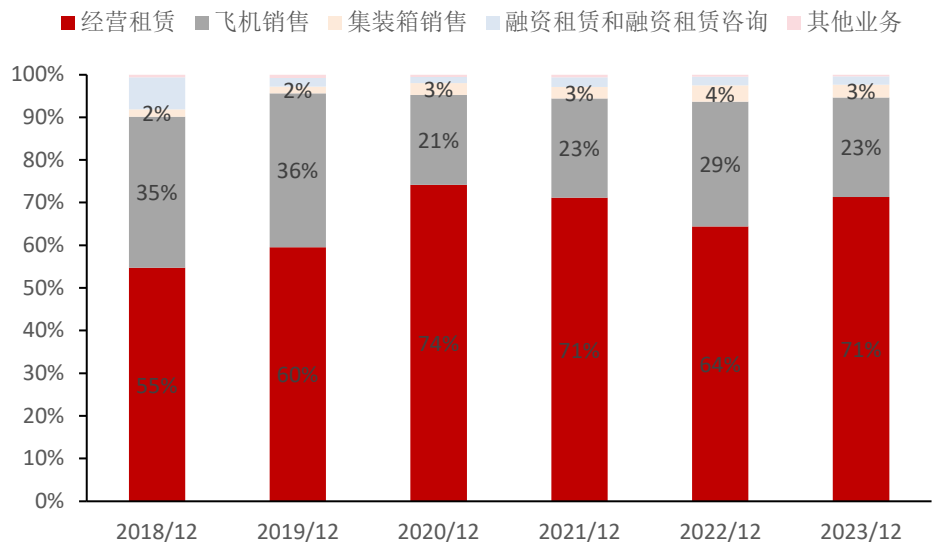
图表5：渤海租赁境外收入占比较高



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%。

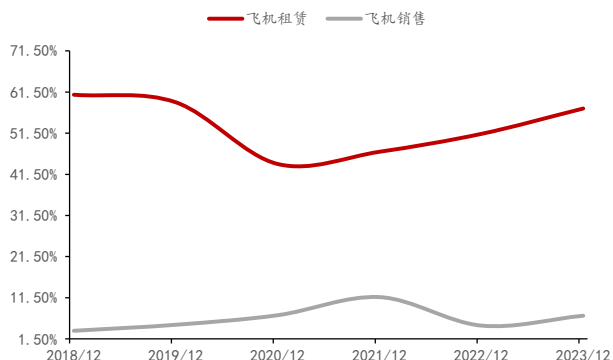
图表6：公司主要以经营租赁方式展业



资料来源：公司公告，国联证券研究所

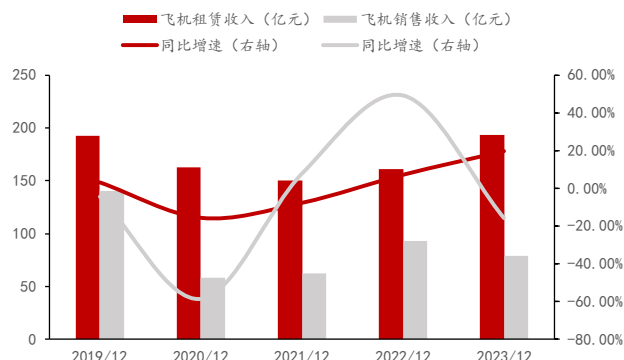
飞机业务方面，供不应求推动毛利率提升，租赁收入明显改善。疫后居民出行、旅游等逐步恢复，航空客运需求随之增长，供需不平衡推动渤海租赁租金上行，由此带动渤海租赁飞机租赁毛利率有所提升。2023年公司飞机租赁、飞机销售毛利率分别为57.50%、7.11%，较2022年末分别+6.17PCT、+2.40PCT。量和价的双重推动下，2023年公司飞机租赁收入、飞机销售收入分别为193.09、78.65亿元，同比分别+19.81%、-15.71%。

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

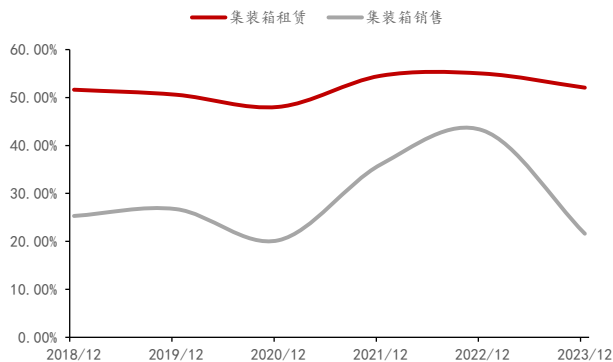
图表8：2023年公司飞机租赁收入同比增长近20%，飞机销售收入增速有所下滑



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

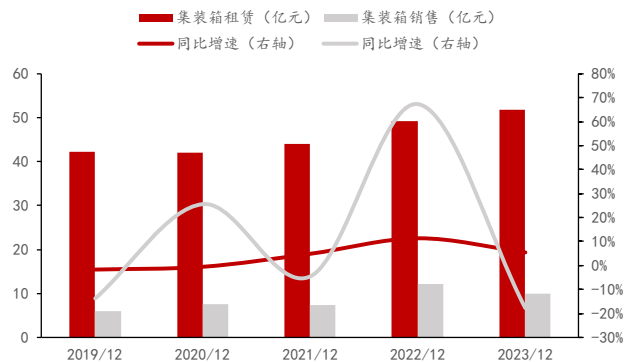
集装箱业务方面，2023年集装箱租金以及二手箱价格回落带动集装箱业务收入增速下行。2021-2022受到物流障碍、港口拥堵以及集装箱运力短缺等因素影响，集装箱租金及二手箱价格快速上行，2023年开始逐步回落。受此影响，2023年渤海租赁集装箱业务毛利率有所下滑。2023年公司集装箱租赁、集装箱销售毛利率分别为52.06%、21.61%，较2022年分别-2.95PCT、-21.54PCT。价格明显回落带动公司集装箱业务收入增速有所下滑。2023年公司集装箱租赁、集装箱销售收入分别为51.81、10.00亿元，同比分别+5.45%、-17.79%，增速较2022年分别-6.00PCT、-85.27PCT。

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



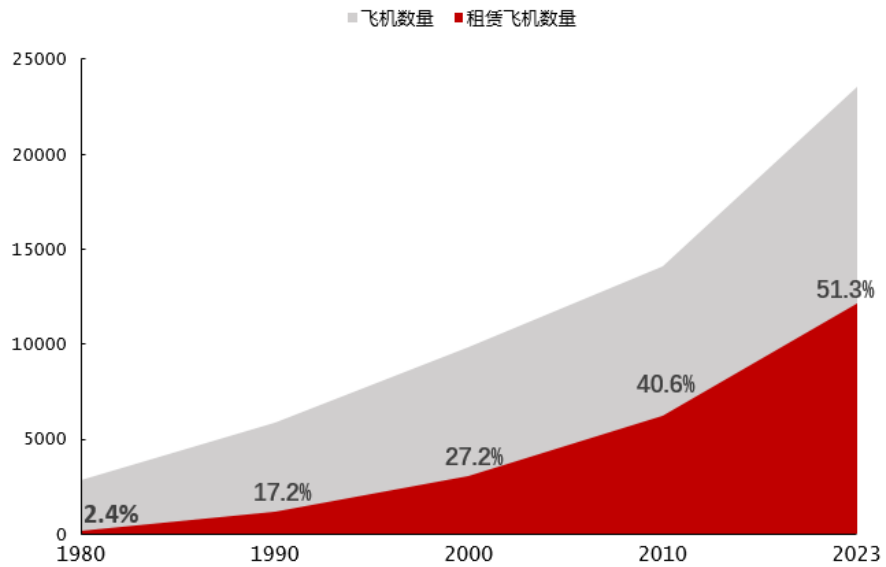
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

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。

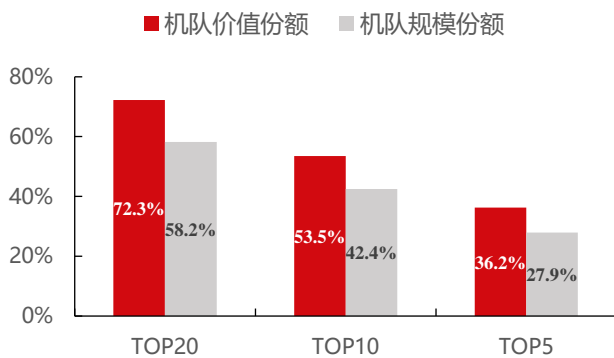
图表11：1980-2023 全球机队数量（架）、租赁飞机数量（架）及租赁渗透率



资料来源：ALC，国联证券研究所

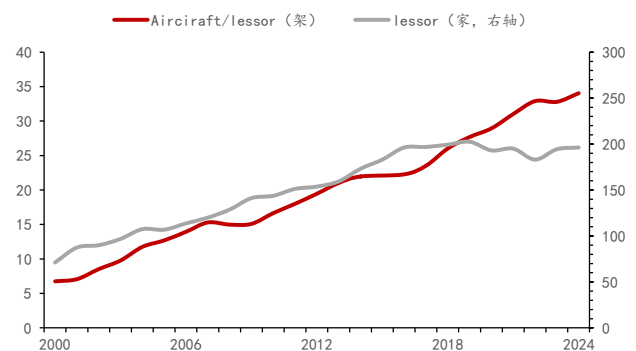
行业长尾效应，竞争格局趋于良性。根据 Cirium 数据，截至 2023 年末，全球飞机租赁商的机队规模为 14405 架，机队价值 4028 亿美元。其中前 20 家租赁商机队价值 2910.5 亿美元，合计份额达 72.3%，而前 5 家租赁商机队价值达 1459.1 亿美元，占前 20 大租赁商的一半。根据 IBA Insight，主流窄体机（租赁渗透率远高于宽体机）租赁商数量自 2016 年起几无增长、而平均机队规模持续增加，这主要由于近年来租赁商之间并购活跃，促进行业格局改善。

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

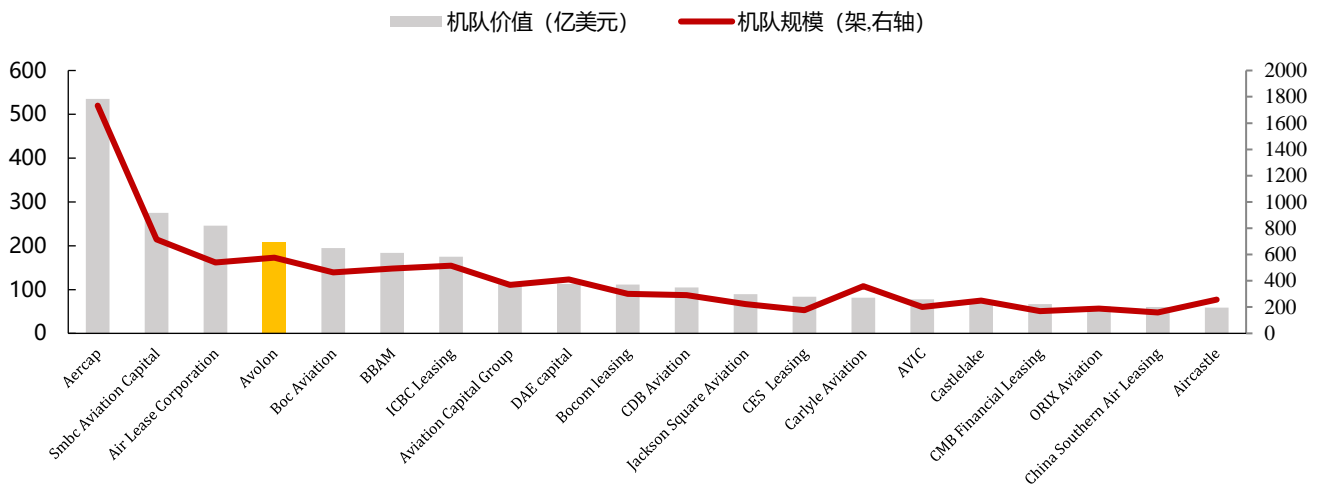
图表13：租赁商数量自 2016 年起保持稳定



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



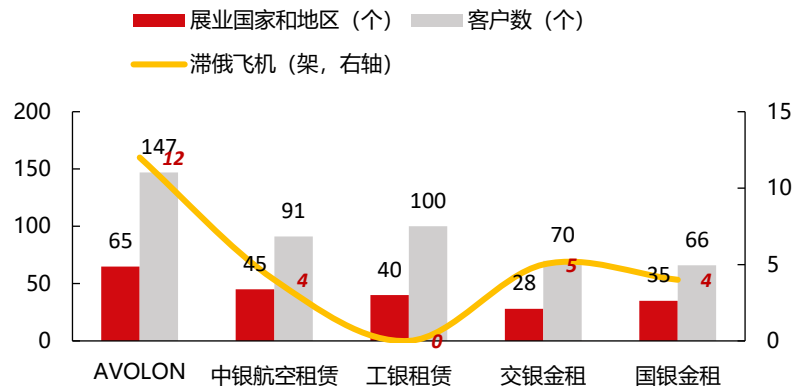
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

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

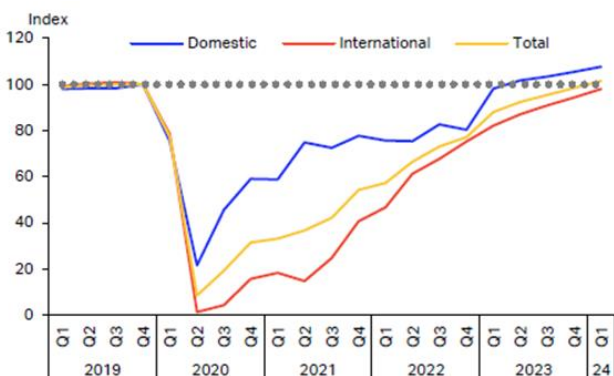


资料来源: 公司公告、公司官网、Cirium, 国联证券研究所

2.2 供需差推高租金, 在手订单行业第一

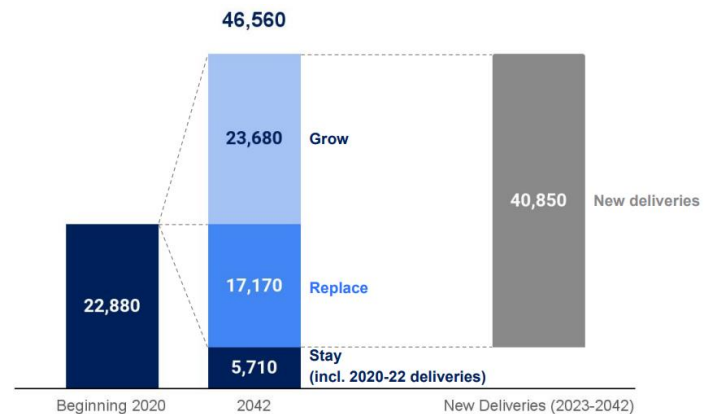
需求端看, 机队新增+替换需求超 2000 架/年。根据国际航协 (IATA), 2024 年 Q1 全球航空业旅客运输周转量 (RPK) 已经超过 2019 年同期, 增长趋势仍在延续; 2023 年机队较 2019 年仅增长 3%, 当前机队规模难以满足需求增长; 除扩充需求外, 存量机龄拉长也促进替换需求的增长。根据空客预测, 2023-2043 年, 全球新机交付需求为 40850 架, 其中 17170 架用于产能替换, 23680 架是新增需求, 以上年均分别为 2150/903/1246 架。而波音/Cirium 预测至 2042 的交付需求比空客更高, 分别为 42595/46260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

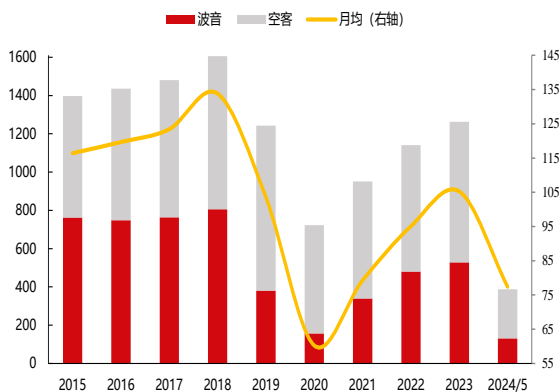


资料来源: 空客官网, 国联证券研究所

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

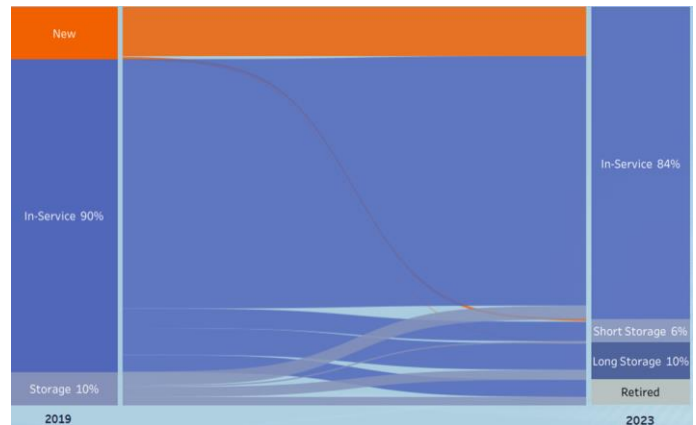
产能。此外，当前机队在役率偏低导致实际供给进一步短缺。据波音数据，2019 年全球机队有 10% 离场、90% 实际服役，而 2023 年离场飞机达 16%，实际在役飞机仅 84%。我们预计供应链短期难以恢复，2030 年前新机位绝大部分已被锁定、交付仍可能进一步推迟。

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

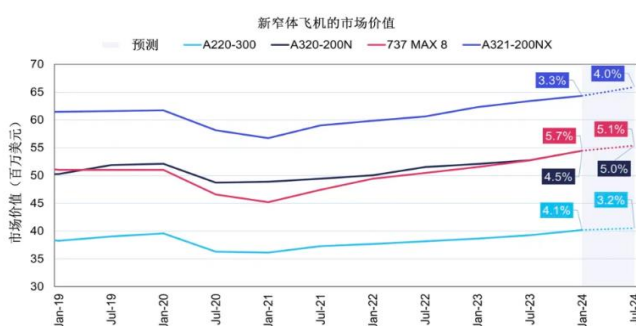
图表21：2019/2023 年实际在役飞机对比



资料来源：波音官网，国联证券研究所

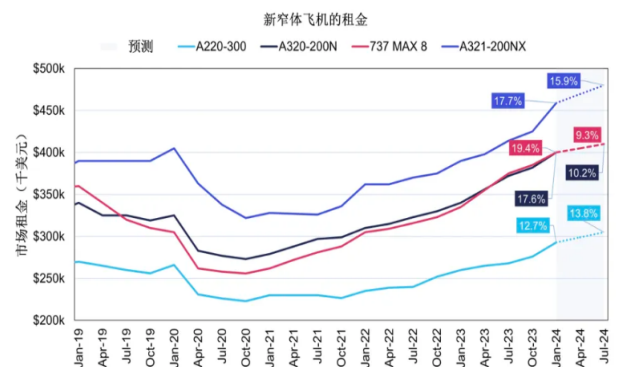
供需差持续加剧，飞机价值与租金不断上涨。据 IBA Insight，截至 2024 年 1 月，新一代窄体机价值与租金都已经超过 2019 年同期，主流机型 A320neo 和 737max 租金同比涨幅达 18%/19%、高于飞机价值涨幅；宽体机飞机价值涨幅高于窄体机、租金涨幅则小于窄体机，其中空客宽体机变动显著高于波音。

图表22：新窄体机飞机价值变动（百万美元）



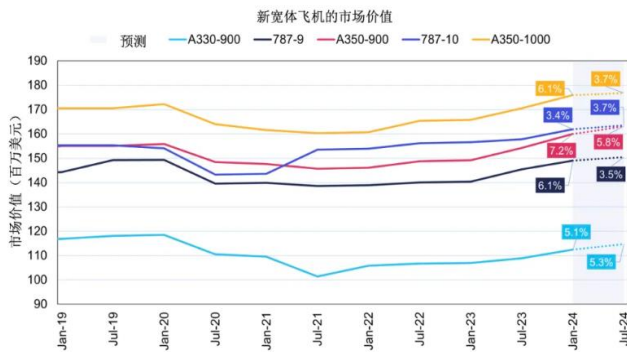
资料来源：IBA Insight，国联证券研究所

图表23：新窄体机市场租金变动



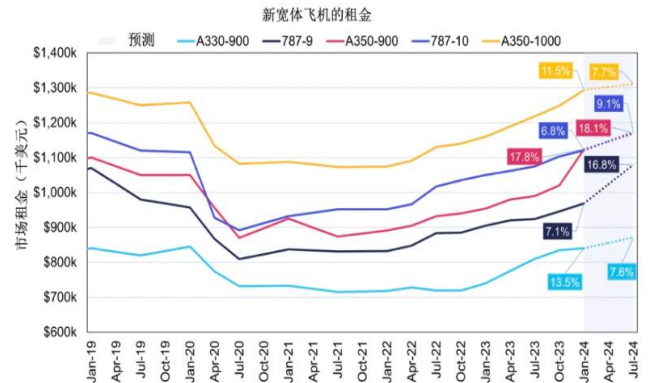
资料来源：IBA Insight，国联证券研究所

图表24: 新宽体机飞机价值变动 (百万美元)



资料来源: IBA Insight, 国联证券研究所

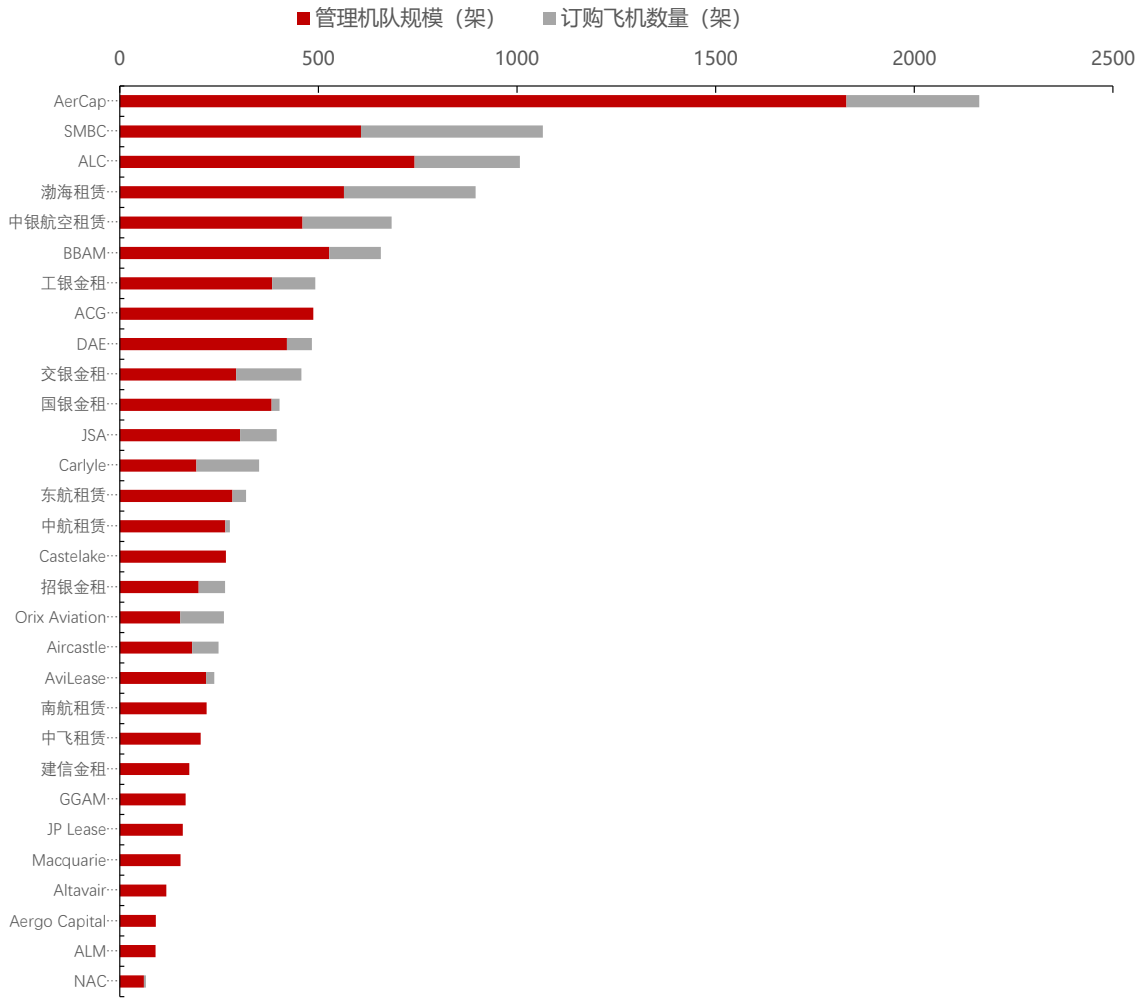
图表25: 新宽体机市场租金变动



资料来源: IBA Insight, 国联证券研究所

“一机难求”下，公司在手订单行业首位。2023年，公司达成200架飞机采购协议（包括20架A330neo、100架A321neo、80架737MAX飞机），是公司成立以来单年最大的飞机采购订单，均为当前受市场欢迎的新一代节能机型。截至2023年末，公司在手订单达458架，远超同行。公司订单数在前30大租赁商中占比17%，以机队与订单飞机数之和计，则超过SMBC和ALC，排名第2。尽管飞机价值与美国利率水平处于高位，但得益于当前飞机高紧俏度环境，购机成本很容易转嫁给承租人；在“一机难求”背景下，公司掌握业务主动权，竞争优势有望扩大。

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



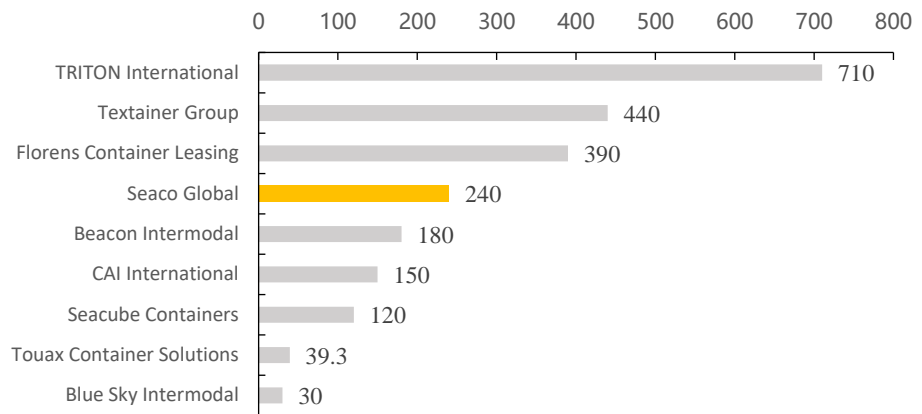
资料来源：公司公告、Cirium，国联证券研究所

3. 集装箱租赁：受益于集运景气周期

3.1 行业高集中度，公司箱队全球第三

行业渗透率仍有望提升。集装箱租赁业务模式是从制造商采购集装箱，以经营租赁、融资租赁等方式出租给船运公司。据 Drewry 数据，截至 2023 年末，全球约 48.5% 的集装箱由租赁公司持有，预计 2027 年渗透率有望达到 52.6%。据 QYR 数据，2023 年全球集装箱租赁市场销售额达 428 亿元，预计到 2030 年将达到 578 亿元。预计未来五年，CAGR 为 4.3%。集装箱租赁行业的集中度高，行业前五大的集装箱租赁公司占据 84.8% 的行业份额，前十大集装箱租赁公司占比总和为 92.7%。

图表27：2023 年前 9 大集装箱租赁公司集装箱规模（万 TEU）

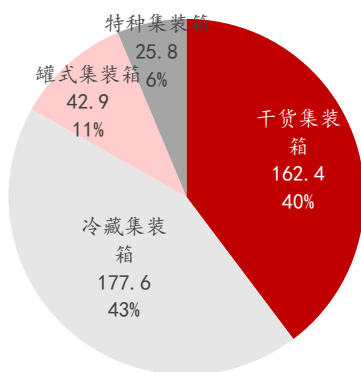


资料来源：艾世捷，国联证券研究所

公司行业积累长达 50 年。Seaco 是公司旗下运营集装箱租赁业务的公司，总部位于新加坡，成立于 1965 年，2011 年被海航集团收购；2015 年公司收购 Cronos，并入 Seaco。公司在集装箱租赁行业有 50 年以上的经验积累，服务于全球超过 750 家租赁客户，集装箱分布于全球 47 个国家的 189 个港口，在全球范围内拥有 23 个运营中心、有 352 个合作堆场，以 CEU 计、是全球第三大集装箱租赁公司。

业务布局全面，长租占比超九成。截至 2023 年末，公司自有及管理箱队规模 408.7 万 CEU，平均箱龄 6.9 年；公司箱队结构多元化，以干货集装箱、冷藏集装箱为主，罐式和特种集装箱等作为补充；租赁期限以长期租赁为主（占比超过 91%）、短期租赁为辅；租赁方式以经营租赁为主、融资租赁为辅。

图表28：2023 年末公司各类集装箱万 CEU 及占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：集装箱租赁协议类型

协议	租期	维护和维修	还箱地点
主租赁	可变	租赁公司	限定
长期租赁	5-8 年	承租人	极受限制
短期租赁	6 个月以上	承租人	极受限制
单程租赁	可变	承租人	托运人的意愿

资料来源：艾世捷，国联证券研究所

3.2 集运市场反复波动，带动业绩上行

与产业景气度高度联动。2019 年以前，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）长期在 600-1400 区间波动，2020 年起疫情、堵港、地缘冲突等黑天鹅事件对供给端造成冲击，推高运价和对运力需求。2022 年第三季度起，供应链紧张局面缓解，集

装箱租金水平及二手箱销售价格回归长期均衡区间。但 2023 年 12 月红海危机开始并持续蔓延，导致部分地区集装箱周转不畅，集装箱航运市场短期内再次陷入供给紧张。逆全球化背景下，为灵活应对航运市场的波动，托运人和货运代理或更倾向于租赁而不是购箱。

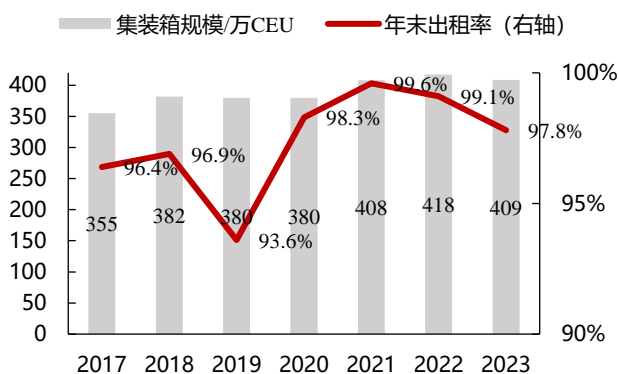
图表30：2017-2024 中国出口集装箱运价综合指数



资料来源：wind, 国联证券研究所

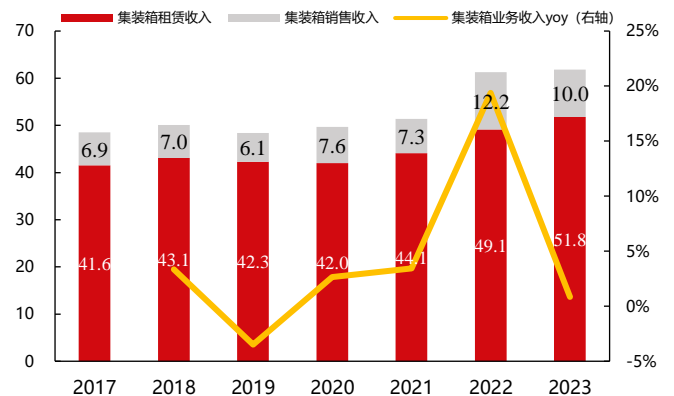
复盘公司 2017-2023 年集装箱业务：(1) 箱队规模：2018、2021 两年有所扩张，整体波动不大。(2) 出租率：2020-2023 分别达 98.3%/99.6%/99.1%/97.8%，连续保持在历史高位。(3) 利润端：2021-2022 年受租金与二手箱售价上涨拉升明显，2023 年同比增速回落。长期看，由于集运供给较宽松、公司集装箱业务盈利能力或随集运供需回归长期均衡区间而有所回落，但预计 2024 年仍将从集运市场短期波动受益。

图表31：2017-2023 公司集装箱规模&出租率



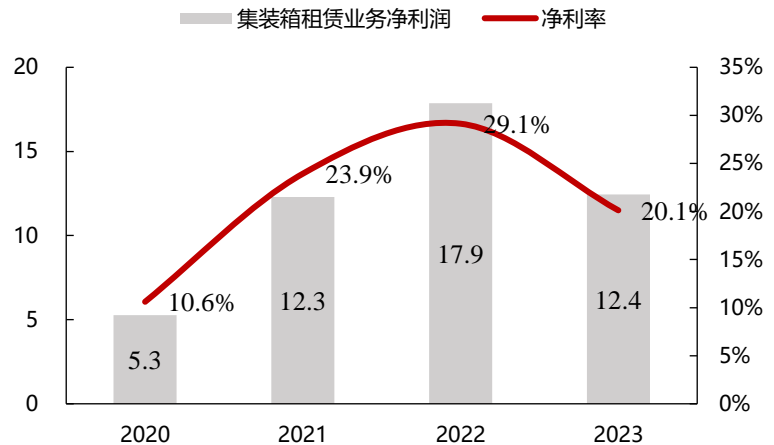
资料来源：公司公告, 国联证券研究所

图表32：2017-2023 公司集装箱业务收入 (亿元)



资料来源：公司公告, 国联证券研究所

图表33：2020-2023 年公司集装箱租赁业务净利润（亿元）及净利率



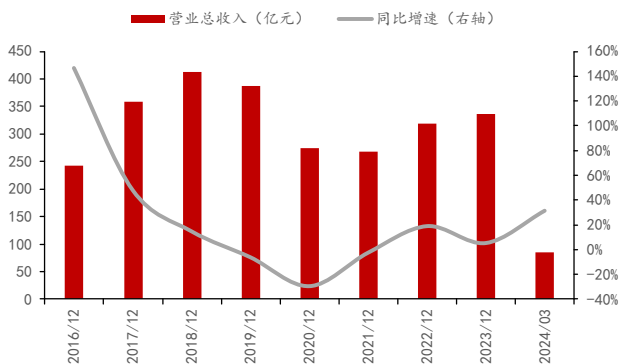
资料来源：ifind, 国联证券研究所

4. 业绩表现：利差走扩带动业绩上行

4.1 业绩表现改善，盈利能力提升

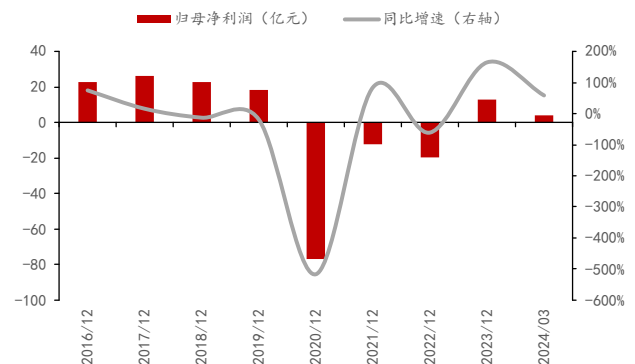
业绩表现有所改善，营收增速明显回升。过去几年受疫情、股东债务危机等因素影响，渤海租赁整体经营业绩有所承压，2020-2022 年公司累计亏损超 100 亿元。2023 年以来经济逐步修复，带动公司经营业绩改善，2023 年公司实现扭亏为盈。2024Q1 公司营业总收入、归母净利润分别为 85.66、3.89 亿元，同比分别+31.58%、+58.21%。

图表34：渤海租赁营收增速回升



资料来源：Wind, 公司公告, 国联证券研究所

图表35：2024Q1 公司归母净利润同比增长近 60%

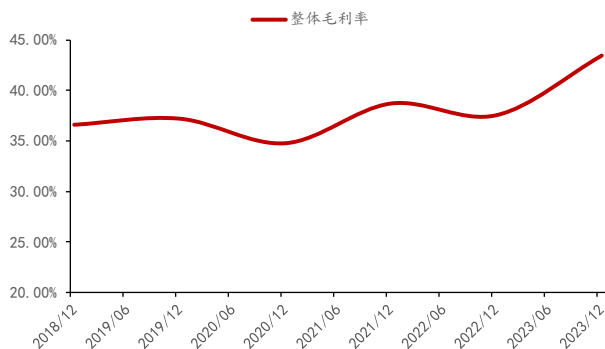


资料来源：Wind, 公司公告, 国联证券研究所

毛利率提升叠加业务结构改善带动公司盈利能力有所提升。从毛利率角度来看，公司各项业务毛利率排序从高到低为：飞机租赁>集装箱租赁>集装箱销售>飞机销售。2023 年全球航空业旅客运输周转量 (RPK) 已经超过 2019 年同期，需求快速修复背景下飞机产能有限，供需差推动飞机价值及租金都处于上行通道，由此带动飞机租赁毛利率提升。另一方面，公司业务结构也有明显改善。2023 年飞机租赁收入占整体

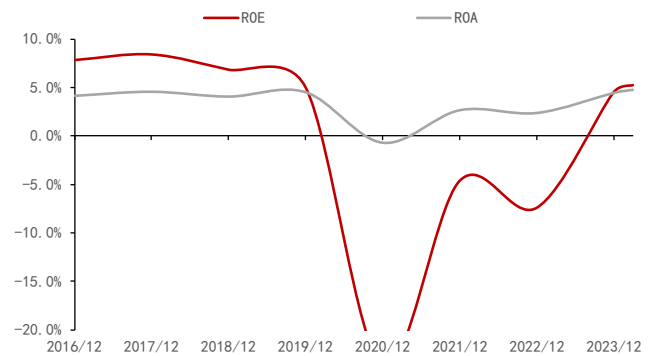
收入的 57.34%，占比较 2022 年末+6.85PCT。毛利率提升叠加业务结构改善带动公司整体毛利率提升，2023 年公司毛利率为 43.48%，较 2022 年+5.93PCT。受益于毛利率提升，公司 ROA、ROE 水平也有所改善。2024Q1 渤海租赁年化 ROA、ROE 分别为 4.75%、5.20%，较 2023 年分别+0.32PCT、+0.73PCT。

图表36：2023 年公司整体毛利率有所提升



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表37：公司盈利能力提升



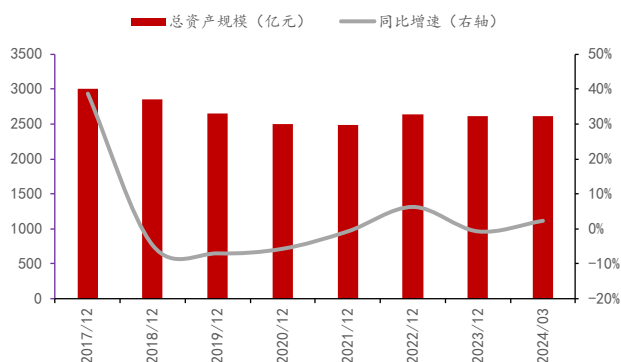
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

4.2 飞机依旧供不应求，公司资产端收益有望延续上行

经营性租赁资产规模稳步增长，资产结构持续优化。从资产规模来看，渤海租赁扩表速度较为稳健。截至 2024Q1 末，渤海租赁总资产规模达到 2615.69 亿元，同比+2.24%。从资产结构来看，经营性租赁资产规模稳步增长，2023 年末达到 2001.30 亿元，同比+3.73%。受益于经营性租赁资产规模扩张，经营性租赁资产占总资产比持续提升。截至 2023 年末，渤海租赁经营性租赁资产规模占总资产比达到 76.52%，较 2022 年末+3.34PCT。

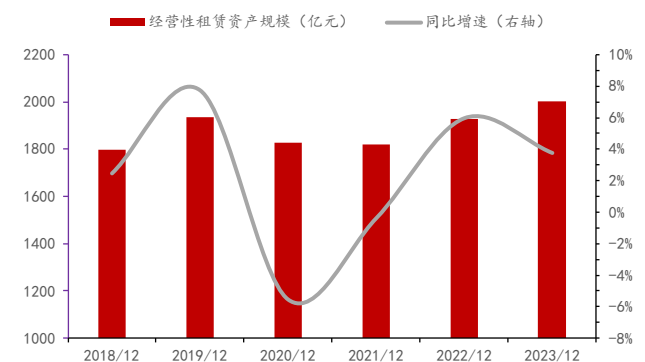
资产端租赁收益率稳步提升。从价格因素来看，渤海租赁飞机以及集装箱租赁业务收益率均处于上行通道。2023 年渤海租赁飞机租赁收益率、集装箱租赁收益率分别为 11.52%、17.92%，较 2022 年分别+1.38PCT、+0.73PCT。

图表38：渤海租赁扩表速度较为稳健



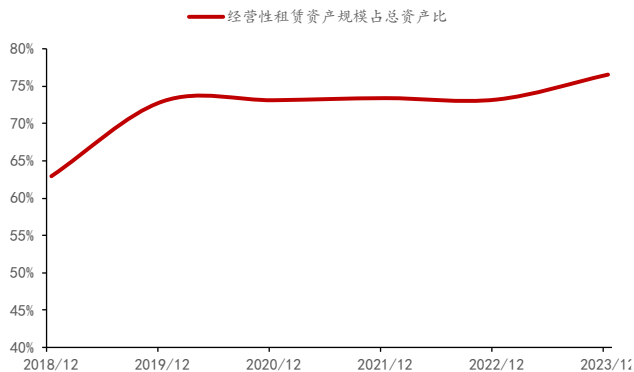
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表39：渤海租赁经营性租赁资产规模稳步增长



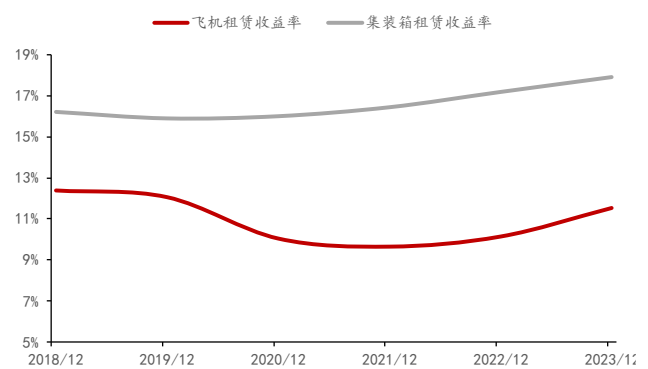
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表40：经营性租赁资产规模占比稳步提升



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表41：公司租赁收益率处于上行通道

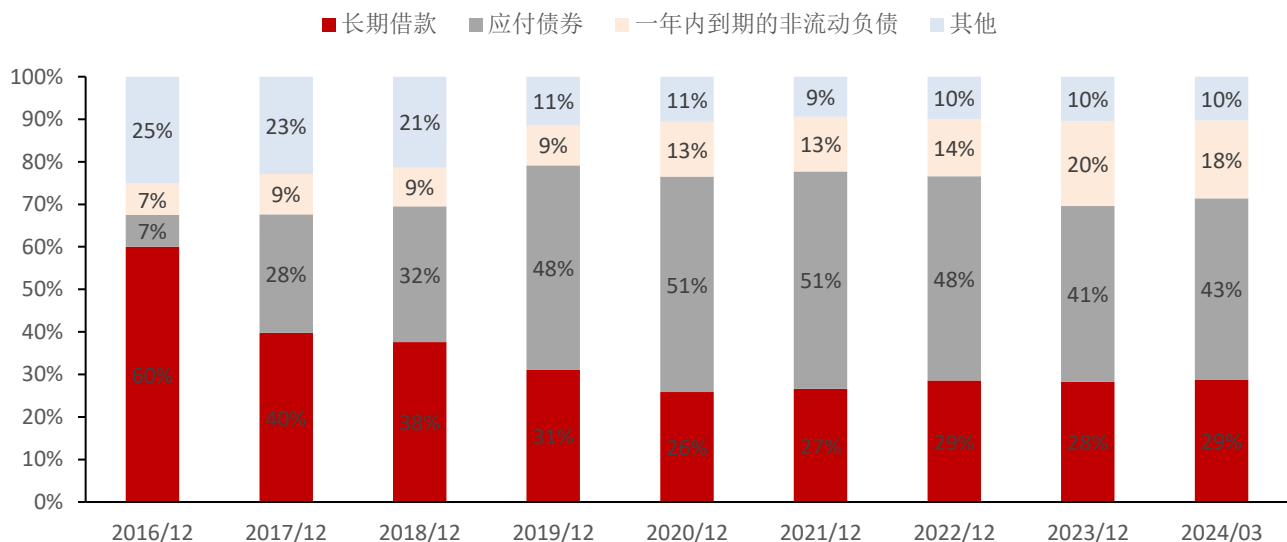


资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所；注：租赁收益率为租赁业务收入/租赁资产平均账面净值。

公司主要资金来源于贷款与债券融资，且境外负债占比较高。从公司负债结构来看，渤海租赁最主要的资金来源为信贷以及债券融资。截至 2024Q1 末，渤海租赁长期借款、应付债券占总负债的比分别为 28.79%、42.59%，占比较 2023 年末分别 +0.53PCT、+1.22PCT。从区域结构来看，由于渤海租赁飞机租赁以及集装箱业务都是通过境外子公司展业，因此境外负债占比相对较高。截至 2023 年末，渤海租赁境外负债占比达到 81.52%，占比较 2022 年末-0.45PCT。

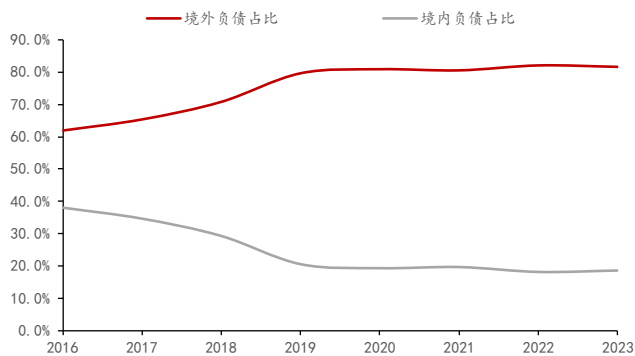
受海外加息周期拖累，公司负债成本有所提升。由于公司负债以长期借款以及应付债券为主，因此长期借款成本以及应付债券成本决定公司负债端整体成本。而渤海租赁境外负债较多，2022 年以来美国为了压制通胀持续加息，由此导致公司负债端成本均有所上行。2023 年渤海租赁长期借款、应付债券的融资成本分别约为 4.89%、4.95%，较 2022 年分别+37BP、+16BP。

图表42：渤海租赁负债以长期借款以及应付债券为主



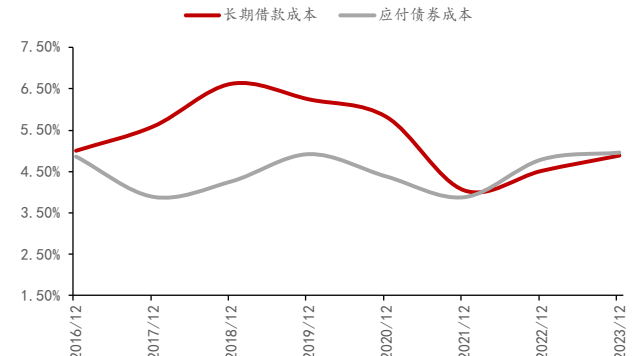
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表43：渤海租赁境外负债占比较高



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表44：渤海租赁融资成本处于上行通道



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

4.3 美联储降息未至但可期，公司负债成本有望改善

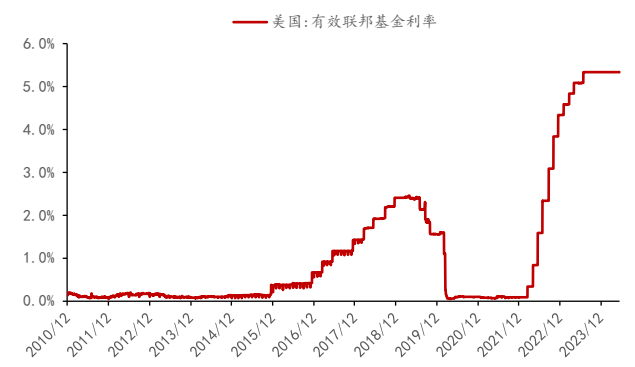
降息可行性：美国通胀率持续下行。2020年受疫情等影响美国经济骤然滑坡，失业率急升。为维持经济增长，2020年3月美联储宣布重启“零利率+量化宽松”组合，引发M2高增，进而推动美联储通胀率快速抬升。美国CPI与核心CPI自2020年5月0.10%、1.20%的低点一路上行至2022年中的高点，美国CPI与核心CPI分别达到9.10%、6.60%的高位。为缓解通胀压力，2022年3月美联储开始加息，联邦基金利率从0.08%的低点一路上行至5.33%的高点，加息幅度达到525BP。而随着经济逐步修复以及加息影响逐步显现，美国通胀率开始下行。截至2024年5月，美国CPI与核心CPI分别为3.30%、3.40%，环比分别-0.10PCT、-0.20PCT。虽然当前通胀率距离2%的目标仍有距离，但通胀率从高点大幅回落，打开了美联储降息空间。

图表45：美国通胀率快速下行



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表46：联邦基金利率处于高位

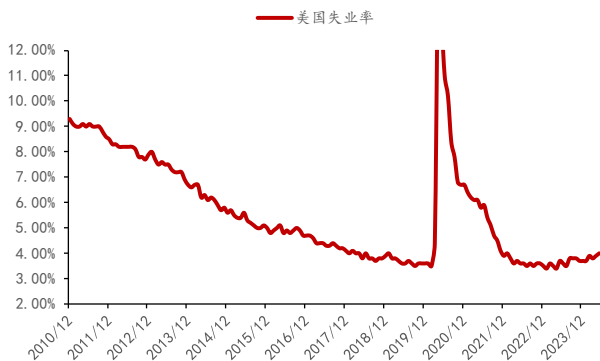


资料来源：Wind，国联证券研究所

降息必要性一：美国就业市场表现走弱。从就业市场来看，当前美国就业环境逐渐转弱。截至2024年5月，美国失业率为4%，环比+0.10PCT，当前失业率绝对水平已经高于疫情前水平。从职位空缺数/失业人数比值来看，截至2024年4月末，美国职位空缺数/失业人数比值达到1.24，环比-4.48%，绝对水平基本与疫情前持平。整

体来看，当前美国就业市场或已摆脱“过热”，整体表现有所走弱。

图表47：美国失业率走高



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表48：美国职位空缺数/失业人数比值走低

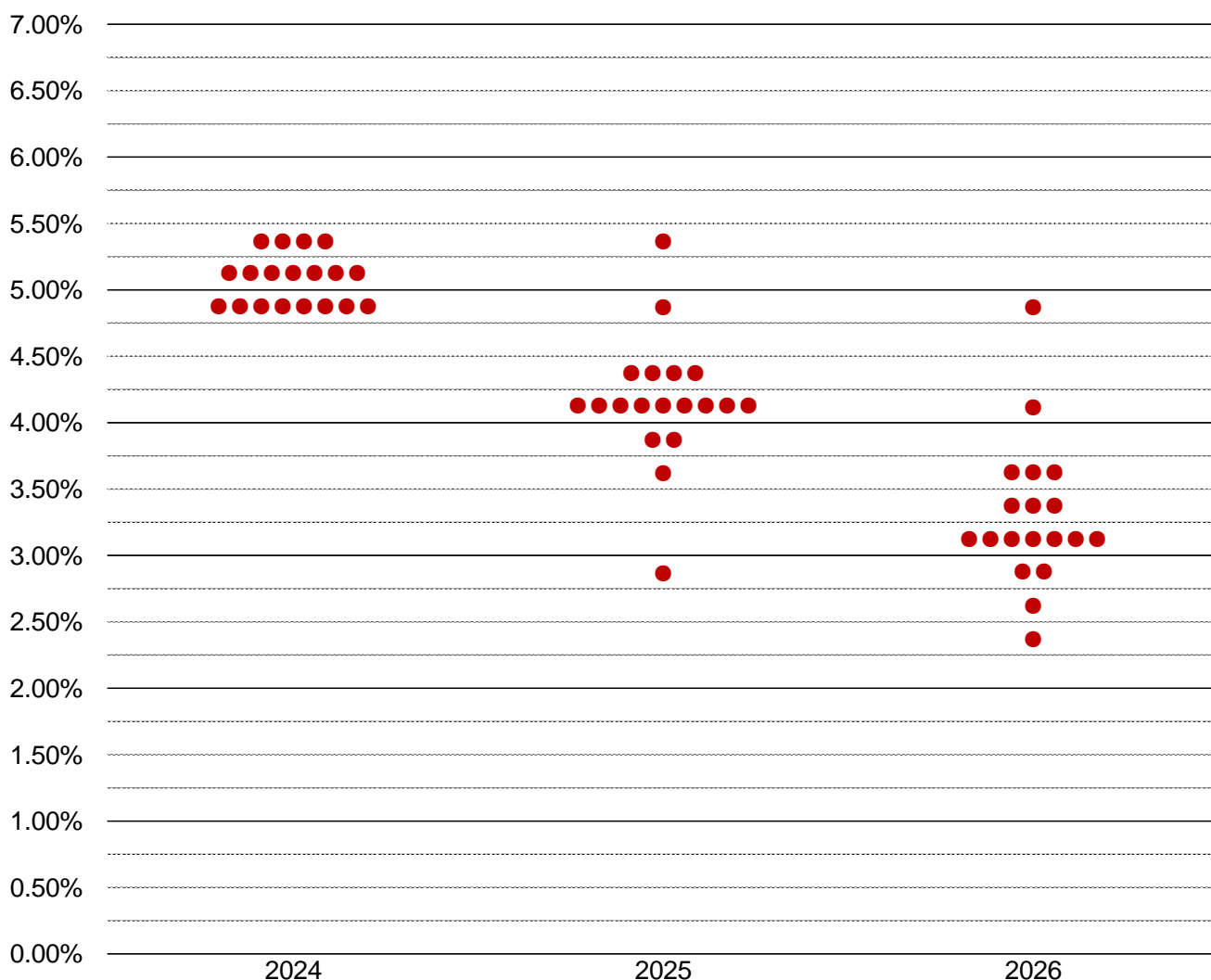


资料来源：Wind，国联证券研究所

降息必要性二：高利率水平导致美国金融机构流动性压力较大，积累了较多风险。前期由于美联储持续加息导致硅谷银行等金融机构出现风险。以硅谷银行事件为例，过高利率水平导致金融机构流动性压力明显增大：1) 加息推高资金成本，故初创类企业提取存款用于经营的需求较大；2) 利率上升导致美国国债等资产价格快速下行，金融机构持有的债券资产将出现较大规模浮亏。基于此，当前加息周期后美国金融机构整体流动性压力较大，需要通过适度降息来控制整体金融体系风险，避免引发系统性风险。

美联储降息未至但可期。当前美国就业、经济等整体表现一般，通胀尚未达到合意水平。在此背景下，美联储需要在通胀与就业等之间做出权衡。从最新的点阵图来看，降息预期较为一致。2024年19位美联储委员中15位认为应该降息，2025年美国联邦基金利率合意区间为4.00-4.25%，当前美国联邦基金利率仍处于5.33%的高位，预计2024-2025年降息将会落地。

图表49：美联储6月议息会议点阵图表明降息概率较大



资料来源：美联储，国联证券研究所

渤海租赁资信水平良好，子公司评级积极。2023年6月，国际评级机构惠誉再次确认了 Avolon 的投资级评级，信用评级为“BBB-”，评级展望由“稳定”提高至“积极”。目前，国际三大评级机构均确认 Avolon 保持“投资级”信用评级（其中穆迪：Baa3、标普：BBB-）。标普对 GSCL 于 2021 年度发行的 ABS 给出了 A、BBB+ 的投资级评级。良好的资信水平将有助于公司降低融资成本，优化资产负债结构，提升财务灵活性及公司盈利能力。

行业降息叠加公司评级积极，渤海租赁融资成本有望改善。公司负债中 80% 以上都为境外负债，负债成本与美联储利率密切相关。一方面，考虑到配合美国经济软着陆，美联储后续降息概率较大。以 2025 年为例，当前合意利率区间为 4.00-4.25%，当前利率水平与合意利率区间的差距达到 125BP。另一方面，公司子公司评级积极，国际三大评级机构均确认 Avolon 保持“投资级”信用评级，有助于进一步压降公司融资成本。

资产负债两端改善，租赁利差有望走扩。一方面，当前公司飞机租赁业务受益于

供需关系，飞机租金及飞机价值均处于上行通道。另一方面，公司融资成本有望受益于美联储降息得到明显改善。当前公司负债成本预计在5%左右，而2023年飞机、集装箱租赁收益率分别为11.52%、17.92%，飞机、集装箱租赁净利差预计分别为6.5%、13%左右。随着后续负债端成本的进一步改善，租赁净利差有望再次走扩。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

飞机租赁&销售：截至2023年，渤海租赁订单簿飞机共458架，处在全球飞机租赁公司首位，未来订单飞机将逐步交付。故我们假定2024-2026年公司飞机账面价值分别同比+2.80%、+5.20%、+4.00%。由于当前飞机产能有限，因此预计飞机价值以及飞机租赁租金均将处于上行通道。**飞机租赁方面**，我们假定2024-2026年飞机租赁收益率分别为12.00%、12.30%、12.50%。**飞机销售方面**，由于公司订单飞机较多且为新型飞机，预计后续公司飞机出售将维持在较高水平。我们预计2024-2026年公司分别销售飞机33、35、36架。**折旧方面**，从历史情况来看，公司折旧政策较为一致，飞机折旧率普遍处于4-5%的区间，因此假定2024-2026年公司飞机折旧率均为5%。

集装箱租赁&销售：2021-2022年多方因素推动集装箱租金与二手箱售价明显上涨，公司当时集装箱规模扩张也处于较快水平。2023年以来，集装箱租金与二手箱售价逐步回归正常水平，因此公司也在逐步处置部分集装箱资产。因此我们假定2024-2026年公司集装箱账面价值同比增速分别为-2.00%、+2.00%、+3.00%。**集装箱租赁方面**，由于当前集装箱租赁价格逐步回落至正常水平，我们假定2024-2026年公司集装箱租赁收益率将维持在16.90%的水平。**集装箱销售方面**，我们假定2024-2026年公司集装箱销售数量同比增速分别为+10.00%、+8.00%、+8.00%，集装箱单个售价分别为11000元、10000元、10000元。

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%。

图表50：公司业务情况测算

百万元/%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
飞机账面价值	160,840	169,902	173,649	178,511	187,794	195,306
yoy	-0.10%	5.60%	2.20%	2.80%	5.20%	4.00%
飞机租赁收益率	9.65%	10.14%	11.52%	12.00%	12.30%	12.50%
飞机租赁租金收入	15,027	16,116	19,309	21,130	22,528	23,944
yoy	-7.64%	7.25%	19.81%	9.43%	6.62%	6.29%
销售飞机(架)	24	36	31	33	35	36
单架销售额	260	259	254	258	260	262
飞机销售收益净额	6,243	9,331	7,865	8,504	9,100	9,432
yoy	7.90%	49.46%	-15.71%	8.12%	7.01%	3.65%

百万元/%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
集装箱账面价值	28,437	30,768	29,411	28,823	29,399	30,281
yoy	5.70%	8.20%	-4.40%	-2.00%	2.00%	3.00%
集装箱租赁收益率	16.44%	17.19%	17.92%	16.90%	16.90%	16.90%
集装箱租赁租金收入	4,409	4,913	5,182	4,921	4,920	5,043
yoy	4.87%	11.45%	5.46%	-5.03%	-0.02%	2.50%
集装箱销售数量(个)	72,700	73,000	86,000	94,600	102,168	110,341
单个销售额(元)	9,994	16,670	11,633	11,000	10,000	10,000
集装箱销售收益净额	727	1,217	1,000	1,041	1,022	1,103
yoy	-4.53%	67.48%	-17.79%	4.02%	-1.82%	8.00%

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

5.2 投资建议：利差有望走扩，估值有望提升

公司租赁利差走扩，后续业绩有望改善。公司核心业务为飞机租赁业务，收益端受益与飞机供不应求，后续租金有望持续提升。负债端以境外负债为主，美国当前基准利率处于高位，后续美联储大概率会降息，不确定的唯有降息时点。若后续美联储降息，叠加公司自身资信水平改善，公司负债成本也有望改善。基于此，公司租赁利差有望走扩，在当前国内金融机构利差普遍收窄的情况下优势凸显。随着利差走扩，公司经营业绩也有望好转，我们预计2024-2026年公司ROE可分别达到5.14%、6.03%、6.83%。

参考同业可比公司，当前飞机租赁公司PB估值位于0.5-1.1倍的区间。渤海租赁当前ROE水平较低，主要受前期股东债务危机以及疫情等因素影响，后续公司ROE将步入上行通道。考虑到公司当前基本面改善预期较强，估值中枢有望进一步提升。过去5年公司PB均值在0.52倍，当前可比公司2024年PB均值为0.85倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表51：可比公司情况

代码	公司	总市值(亿元)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	ROE	PB
AER.N	AERCAP	1,410.4012	485.8959	222.1199	19.18%	1.17
AL.N	AIR LEASE	396.2243	190.1689	40.5783	8.90%	0.77
1848.HK	中国飞机租赁	19.8590	41.3702	0.2561	0.63%	0.50
2588.HK	中银航空租赁	397.5828	157.8230	54.1049	13.95%	0.97

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所；图中业绩数据为2023年数据，市值及PB则为截至2024/7/16数据。

6. 风险提示

利率上行。利率上行，公司融资成本上升。宏观利率上行可能导致债务利息成本维持高位，公司相较同业有较高的资产负债比例，可能存在展期压力。

地缘政治。若地缘政治冲突风险大幅提升，可能导致公司飞机产生减值，从而导致相应减值项目波动较大。

上游交付延期。机队扩张不及预期，上游交付延期，上游供应商交付不及时将影响公司承诺的资本支出按时落地，影响资产负债表扩张。2023 年增订较大的订单可能影响后续成本。

债务展期风险。截至 2023 年底，公司有 413 亿元的境内债务，其中部分债务可能有临近到期日还本付息的流动性风险，且海外宏观利率维持高位，可能拉升财务费用。

业务变动风险。据 6 月 14 日公司在投资者接待日披露，为调整公司负债结构，公司或有出售海外资产计划，但目前尚未达成确定性买卖约定。如部分业务板块出售，长期来看，有助于公司减轻境内负债压力、业务聚焦，但短期内可能削弱营收利润规模，同时交易对价如不及预期，有计提大额商誉减值风险。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7064	7341	3592	15104	20994
应收账款+票据	1927	1839	1961	2070	2177
预付账款	40	60	64	68	71
存货	42	171	79	82	85
其他	3076	6048	5193	5479	5762
流动资产合计	12149	15459	10889	22802	29088
长期股权投资	921	549	449	349	249
固定资产	201269	204291	206619	209348	212436
在建工程	0	1	1	1	0
无形资产	34	37	67	56	44
其他非流动资产	49271	41208	41856	41850	41850
非流动资产合计	251496	246086	248993	251603	254579
资产总计	263644	261545	259882	274405	283668
短期借款	1084	0	835	0	0
应付账款+票据	432	476	502	522	538
其他	35376	49817	42647	44417	45932
流动负债合计	36892	50293	43985	44939	46470
长期带息负债	169248	150861	154382	166605	172781
长期应付款	1500	1374	1374	1374	1374
其他	12731	13404	13404	13404	13404
非流动负债合计	183480	165639	169160	181383	187559
负债合计	220372	215932	213144	226321	234030
少数股东权益	15544	16011	16672	17464	18378
股本	6185	6185	6185	6185	6185
资本公积	17100	17114	17114	17114	17114
留存收益	4444	6304	6767	7321	7961
股东权益合计	43273	45613	46738	48084	49638
负债和股东权益总计	263644	261545	259882	274405	283668

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31922	33675	35918	37899	39857
营业成本	19936	19034	20052	20844	21501
营业税金及附加	9	29	31	33	34
营业费用	148	162	160	168	177
管理费用	1382	1587	1693	1786	1879
财务费用	8410	8995	9464	9939	10458
资产减值损失	-4627	-1751	-1796	-1895	-1993
公允价值变动收益	156	-274	-200	100	100
投资净收益	824	890	800	600	600
其他	-447	-4	-164	-156	-154
营业利润	-2058	2729	3159	3778	4362
营业外净收益	-7	-10	-8	-8	-8
利润总额	-2065	2719	3151	3770	4354
所得税	305	900	945	1131	1306
净利润	-2370	1819	2206	2639	3048
少数股东损益	-384	538	662	792	914
归属于母公司净利润	-1987	1281	1544	1847	2134

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

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼