

2025 年 02 月 27 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 27 日

收盘价（港元）	1.69
一年内最高/最低（港元）	1.89/1.28
总市值（百万港元）	10,459.83
流通市值（百万港元）	10,459.83
资产负债率（%）	68.79

资料来源：聚源数据

中国船舶租赁 (03877. HK)

——专业船舶租赁跨越周期，业绩稳健凸显红利属性

投资要点：

- 大中华区首家船厂系租赁公司，船舶租赁行业领头羊。**中国船舶租赁是中国船舶旗下控股公司，专营船舶租赁，其核心业务为融资租赁、经营租赁。公司自成立起便具有“懂船”基因，坚定执行“逆周期投资，顺周期运营”的跨周期战略，利用“固定+弹性收益”的经营模式平抑周期波动。
- 绿色转型加大融资需求，降息落地释放船东融资意愿。**国际共识 2050 年实现碳中和倒逼航运业绿色转型，合规压力叠加行业零碳倡议，推动老船加速出清。长期来看，大量零碳新造船才能满足紧迫的净零目标，新造船将成为船队绿色转型的主要选择。然而，绿色船舶造价高、运营贵等特征使得船舶融资成为市场性需求。美联储开启“降息通道”，未来 SOFR 有望回落，或将低于美国十年期国债收益率，刺激船东融资意愿。
- “懂船”基因筑牢船队优势，拔高行业理解深度。**中国船舶租赁是大中华区首家、也是唯一一家船厂系租赁公司，自成立起便具有“懂船”基因。因此，与中国船舶租赁行业 Top10 企业相比，公司船队结构更趋多元化、现代化、年轻化。公司早在 2015 年开始进入并部署清洁能源产业，船队结构优势叠加绿色布局成效，带动船队资产净值上升。同时，凭借“懂船”基因，公司更善于把握行业周期，能够顺应市场变化灵活调整运营策略，在明确的趋势中保持清醒，等待时机，逆势而上，抢占先机。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 21.56/23.83/26.48 亿港元，同比增速分别为 13.39%/10.52%/11.11%，当前股价对应的 PE 分别为 4.85/4.39/3.95 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。
- 风险提示：美联储降息不及预期；绿色转型及船舶合规不及预期；航运及造船市场波动；现金分红或不及预期。**

盈利预测与估值（港元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,208.24	3,626.15	3,836.81	4,123.78	4,501.22
同比增长率（%）	29.89%	13.03%	5.81%	7.48%	9.15%
归母净利润（百万元）	1,684.91	1,901.61	2,156.17	2,383.06	2,647.93
同比增长率（%）	24.66%	12.86%	13.39%	10.52%	11.11%
每股收益（元/股）	0.28	0.31	0.35	0.39	0.43
ROE（%）	14.63%	14.96%	15.20%	15.15%	15.22%
市盈率（P/E）	4.22	4.77	4.85	4.39	3.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

中国船舶租赁是全球领先的船舶租赁公司之一，拥有行业 Top10 中最年轻的船队，新能源布局优势明显。在绿色更新大周期叠加降息落地背景下，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 21.56/23.83/26.48 亿港元，同比增速分别为 13.39%/10.52%/11.11%，当前股价对应的 PE 分别为 4.85/4.39/3.95 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。

关键假设

1. 租赁服务：我们预计 2024 ~ 2026 年租赁服务收入分别同比+6%/+8%/+10%，为 31.71/34.25/37.67 亿港元；
2. 船舶经纪服务：我们预计 2024 ~ 2026 年船舶经纪服务收入分别同比+3%/+5%/+5%，为 0.29/0.31/0.32 亿港元；
3. 贷款借款：我们预计 2024 ~ 2026 年贷款借款收入分别同比+5%/+5%/+5%，为 6.36/6.68/7.02 亿港元。

投资逻辑要点

中国船舶租赁是全球领先的船舶租赁公司之一，拥有行业 Top10 中最年轻的船队，新能源布局优势明显。在绿色更新大周期叠加降息落地背景下，我们预计 2024–2026 年公司有望继续享受周期红利，具有较高的配置价值。

核心风险提示

美联储降息不及预期；绿色转型及船舶合规不及预期；航运及造船市场波动；现金分红或不及预期。

内容目录

1. 大中华区首家船厂系租赁公司	6
1.1. 公司情况	6
1.2. 商业模式	7
1.3. 船队规模	8
1.4. 经营表现与分红	10
2. 绿色转型加大融资需求，降息落地增加融资意愿	12
2.1. 脱碳压力与日俱增，绿色转型迫在眉睫	12
2.2. 脱碳压力推动船舶更新，绿色船舶特征加大融资需求	15
2.3. 降息落地或将增加船东融资意愿	16
3. “懂船”基因筑牢船队优势，拔高行业理解深度	18
3.1. 船队结构更趋多元、现代、年轻	18
3.2. “懂船”基因拔高行业理解深度	19
4. 盈利预测与评级	20
4.1. 核心假设	20
4.2. 盈利预测与投资	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 股权结构图 (截至 2024H1)	6
图表 2: 前十大中国租赁公司 (截至 2024 年 7 月)	7
图表 3: 中国租赁公司概况 (截至 2024 年 7 月)	7
图表 4: 融资租赁收入计算方式	8
图表 5: 融资租赁模式	8
图表 6: 经营租赁收入计算方式	8
图表 7: 经营租赁模式	8
图表 8: 公司在营船队数量变化 (艘)	9
图表 9: 公司在营船队组合 (按合同金额计)	9
图表 10: 截至 2024H1, 公司在建的 23 艘船舶 (艘)	9
图表 11: 公司融资租赁在营船队组合 (艘)	10
图表 12: 公司经营租赁在营船队组合 (艘)	10
图表 13: 2023 年公司弹性收益船队构成及其收益	10
图表 14: 2020-2024H1 总营业收入	11
图表 15: 2020-2024H1 主营业务收入	11
图表 16: 2020-2024H1 毛利润及毛利率	11
图表 17: 2020-2024H1 归母净利率及归母净利润	11
图表 18: 2019-2024H1 现金分红及股利支付率	12
图表 19: 《联合国气候变化框架公约》进程	12
图表 20: 联合国可持续发展目标	12
图表 21: EEDI 要求阶段性加严	13
图表 22: CII 评级要求逐年增严	13
图表 23: EU ETS 合规变化	14
图表 24: FuelEU Maritime 合规变化	14
图表 25: IMO 逐渐提升脱碳目标, 逐步推动航运脱碳	14
图表 26: IMO 与 EU 环保措施在 2023-2027 年接连实施, 船东脱碳压力持续增加	15
图表 27: 在中性假设场景下, 预计 2030 年环保法规会导致约 60% 的船舶退出合规市场	16
图表 28: 美国联邦基金利率及 CPI 同比增长率 (截至 2024 年 12 月)	17
图表 29: SOFR 和美国十年期国债收益率 (截至 2025 年 1 月 23 日)	17

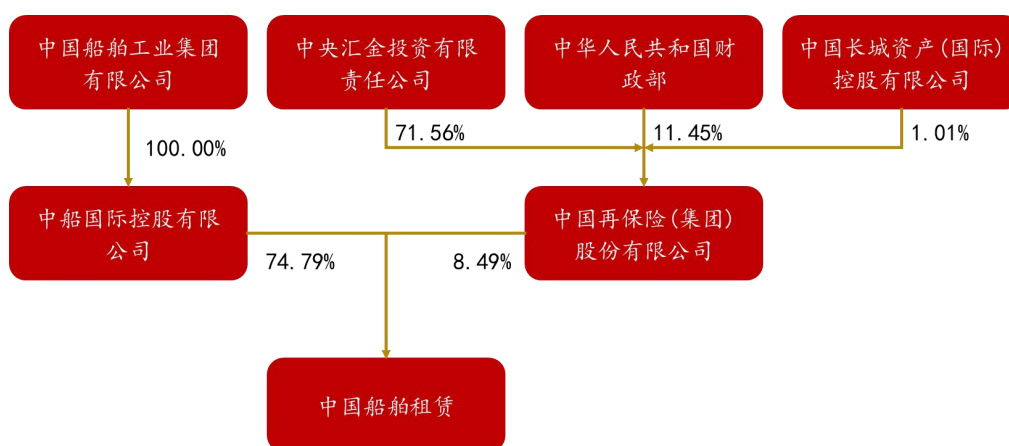
图表 30: 公司船队多元、现代化 (截至 2024 年 7 月)	18
图表 31: 公司船队年轻化 (截至 2024 年 7 月)	18
图表 32: 节能型船占船队比重 (截至 2024 年 7 月)	19
图表 33: LNG、LPG 占船队比重 (截至 2024 年 7 月)	19
图表 34: 周期阶段不同, 公司扮演的角色、采取的战略也会作出相应调整	20
图表 35: 中国船舶租赁估值模型核心假设	21

1. 大中华区首家船厂系租赁公司

1.1. 公司情况

中国船舶租赁是中国船舶旗下控股公司，专营船舶租赁。2012 年中国船舶租赁在香港注册，作为大中华区首家船厂系的租赁公司，公司自成立起便具有“懂船”基因，坚定执行“逆周期投资，顺周期运营”的跨周期战略，利用“固定+弹性收益”的经营模式平抑周期波动，2023 年经营业绩再创新高。

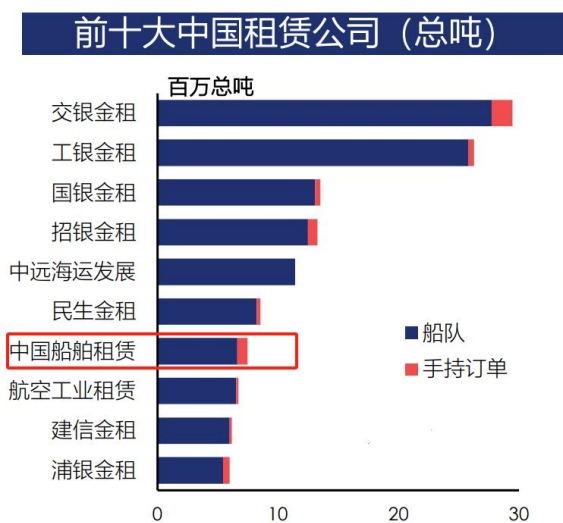
图表 1：股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：ifind，华源证券研究所

中国船舶租赁也是全球领先的船舶租赁公司之一，获得广泛认可。上市以来，公司连续五年获得惠誉 A 级、标普 A- 级的信用评级。作为我国首批“双百行动”综合改革试点企业，公司于 2021 年、2022 年、2023 年荣获国资委双百行动考核“标杆”评定，这是“双百行动”中最高级别的判定。根据弗若斯特沙利文报告，就收入而言，自 2018 年起，公司于全球非银行系船舶租赁行业排名第一，占市场份额的 14.8%。得益于良好的信用评级，公司融资渠道丰富，融资成本相对较低。公司持有于 2025 年到期的 4 亿美元及于 2030 年到期的 4 亿美元两项有担保债券，年利率分别为 2.5% 及 3.0%；公司持有于 2026 年到期的 5 亿美元绿色及蓝色双认证债券，票面年利率为 2.10%；公司于 2023 年 3 月（首次）及 9 月在中国境内发行以人民币计价的可持续挂钩熊猫债，发行规模分别为人民币 10 亿元、人民币 12 亿元，为期三年，票面年利率分别为 3.3% 及 3.1%，该票据均获 AAA 评级。2024 年 9 月 12 日，公司发行的 2024 年度第一期熊猫债，发行规模人民币 8 亿元，期限 5 年，票面年利率 2.36%，创下公司人民币融资成本和境内债券票面利率历史新低。

图表 2：前十大中国租赁公司（截至 2024 年 7 月）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 3：中国租赁公司概况（截至 2024 年 7 月）

中国租赁公司				存量船舶及手持订单			首笔船舶	新增租赁				
有海外客户的租赁公司				公司类型	成立年份	运营总部	数量	百万总吨	当前资产价值 (十亿美元)	租赁业务年份	2023	2024年6月
1	交银金租	银行系	2007	上海	393	29.47	27.39	2008	26	9		
2	工银金租	银行系	2007	北京	357	26.28	25.92	2007	11	2		
3	国银金租	银行系	1984	深圳	262	13.52	12.11	2009	2	7		
4	招银金租	银行系	2008	上海	214	13.29	13.81	2008	16	2		
5	中远海运发展	行业领先	2004	上海	147	11.44	7.67	2010	2	5		
6	民生金租	银行系	2008	北京	138	8.55	6.01	2008	13	2		
7	中国船舶租赁	船厂系	2012	香港	115	7.47	8.63	2012	7	5		
8	航空工业租赁	行业领先	1993	上海	158	6.72	5.72	2008	10	9		
9	建信金租	银行系	2007	北京	73	6.18	6.84	2007	1	6		
10	浦银金租	银行系	2012	上海	108	5.99	6.07	2018	13			
11	华融金租	投资公司系	2001	杭州	65	3.32	2.44	2005	10	6		
12	深圳租赁	合资系	2007	深圳	57	2.72	2.31	2011	11	5		
13	江苏金租	合资系	1985	南京	83	2.11	2.02	2006	24	4		
14	华夏金租	银行系	2013	北京	47	1.89	2.13	2017	12	9		
15	光大金租	银行系	2010	武汉	42	1.52	1.25	2021	22			
16	北银金租	银行系	2014	北京	14	1.36	0.82	2014	6	4		
17	招商租赁	行业领先	2016	深圳	33	1.16	1.50	2016	7			
18	浙银金租	银行系	2017	杭州	51	1.11	1.47	2017	18	4		
19	渤海经纪	船厂系	2016	北京	11	0.88	0.69	2016		1		
20	民生信托	投资公司系	1994	北京	15	0.69	0.45	2017				
21	兴业金租	银行系	2010	北京	16	0.40	0.55	2010	14	2		
22	中建投租赁	投资公司系	1989	北京	10	0.26	0.25	2016	1	1		
23	扬子江航运中心	船厂系	2012	江阴	6	0.22	0.16	2012				
24	交银/招银/建信/国银金租	银行系	2020	上海	1	0.15	0.46	2020				
有海外客户 的租赁公司 (24)					2,416	146.7	136.7		226	83		
在中国所有船舶租赁业务占比					88%	95%	92%		80%	67%		
在全球船队及手持订单占比					2.1%	7.9%	7.0%		0.2%	0.1%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

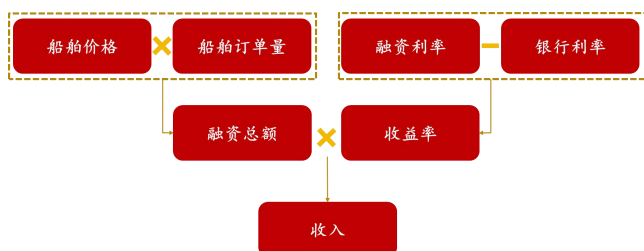
公司管理团队平均拥有 15 年的海事业从业经验，拥有全面而有效的风险管控管理体系。船舶租赁行业具有强金融属性，各类风险均会影响公司营收，公司秉承审慎原则，不断完善风险防控体系，以实现公司稳健营运，资产质量稳定。在周期风险管控上，公司制定了“逆周期投资，顺周期运营”的跨周期战略，利用“固定+弹性收益”的经营模式平抑周期波动。在项目风险管控上，公司参照《非银行金融机构资产风险分类指导原则》建立五类资产质量分类体系，不断优化资产组合，合理配置多元船型资产，同时通过建立客户信贷评级模式，评估客户履约风险，尽可能地控制风险。在流动性风险管理上，2023 年美元基准利率长时间处于 5.25%至 5.50%的历史高位，公司保持一贯的利率风险管控措施，采用利率掉期等手段对冲利率风险敞口，提前偿还以往所借的高息美元银行贷款，同时持续加大对人民币的融资力度，于 2024 年 6 月 30 日，锁定美元平均长期固定利率 1.47%，使融资成本与同业相比保持明显优势。截至 2024 年 6 月 30 日，公司并无核销任何因贷款在采取强制行动后仍合理预期无法收回的应收贷款及租赁款。

1.2. 商业模式

公司致力于通过航运综合服务及融资服务，为全球的船舶运营商、货主、贸易商提供灵活的船舶租赁解决方案。融资租赁和经营租赁是公司的两大核心业务，自 2021 年起连续三年，租赁服务营收占公司总营收 80%以上。

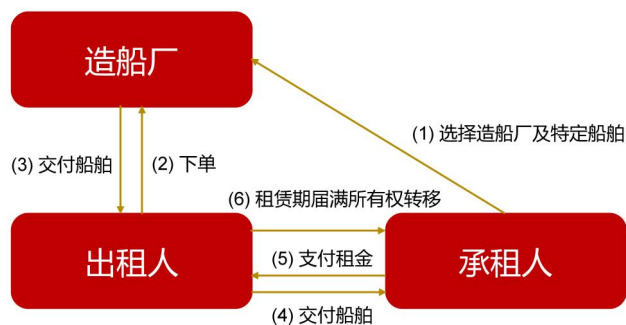
融资租赁是出租人根据承租人的选择，出资向船厂购买船只供承租人使用，由承租人定期支付租金，并在租赁期满、承租人正常履行合同的情况下赎回船舶，船舶所有权伴随船舶赎回从出租人转移到承租人手中的一种金融服务模式。在这个过程中，出租人赚取息差，承担船东违约风险及资产价值波动风险。由于出租人收取的融资利率与银行贷款利率之差比例固定，因此，船舶融资总额越高，出租人融资收益越大。

图表 4：融资租赁收入计算方式



资料来源：华源证券研究所绘制

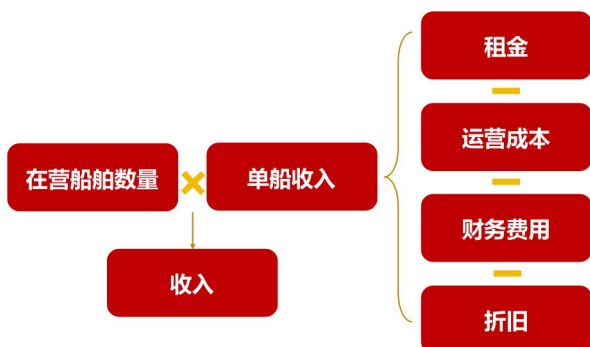
图表 5：融资租赁模式



资料来源：华源证券研究所绘制

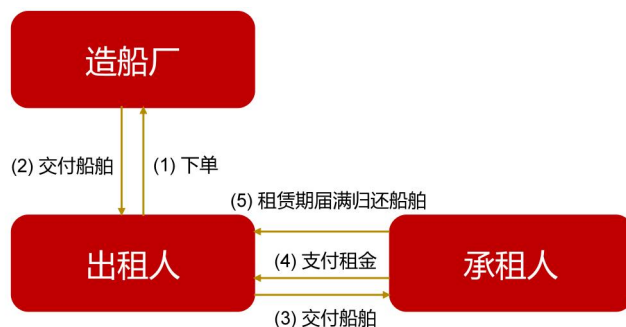
经营租赁与融资租赁的不同点在于，经营租赁期届满后，承租人不承担船舶的赎回义务，船舶所有权至始至终都在出租人手中，作为固定资产进行计提折旧。在这个过程中，出租人赚取租金，承担大部分的风险。

图表 6：经营租赁收入计算方式



资料来源：华源证券研究所绘制

图表 7：经营租赁模式



资料来源：华源证券研究所绘制

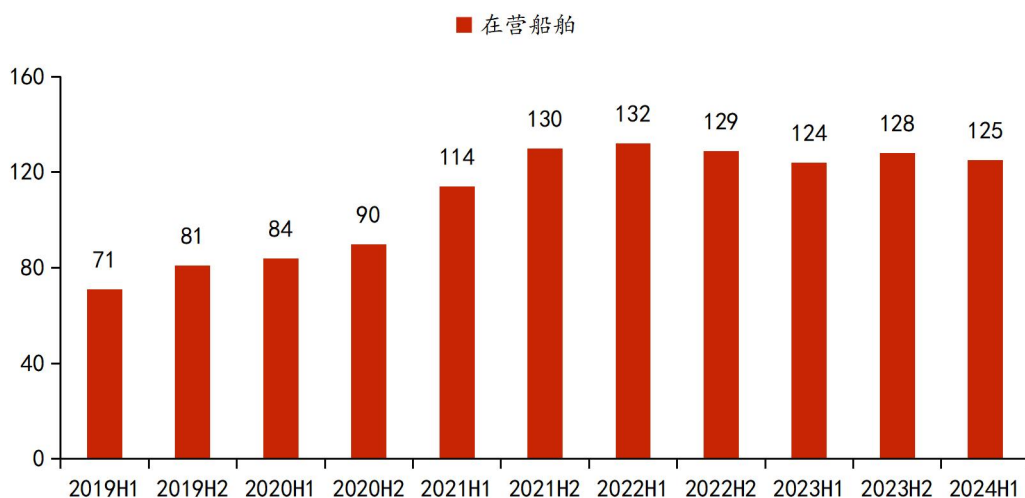
船舶租赁服务大大降低了大额融资担保难度。相对于现货市场，船舶融资成本过高，一般情况下难以通过现金流融资，特别是在商业银行青睐的 5-7 年内摊销贷款（参考《MARITIME ECONOMICS》），除非有定期租船合同，否则安排担保可能会很困难。

1.3. 船队规模

公司现有存量船队更趋多元化、现代化、年轻化。截至 2024 年 6 月 30 日，公司起租营运船舶 125 艘，23 艘正在建造，以初始投资额为准，公司在营船队组合中，海上清洁能源装备、集装箱船、散货船、特种船、液货船分别约占 36%、24%、15%、14%、10%。2024H1，

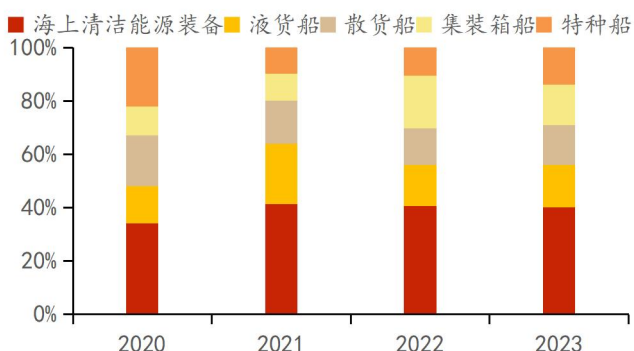
新造船价综合指数高位缓慢攀升，国内骨干船厂订单排期不断延长，船舶租赁市场竞争日趋激烈，公司凭借“懂船”基因，深入把握航运低碳转型的主流趋势，生效 2 艘 17.5 万立方米 LNG 运输船，使在建 LNG 运输船达到 7 艘，出售 2 艘 8 年多船龄 6.4 万吨散货船，贡献资产处置收益 0.56 亿港元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司运营船舶平均船龄约 3.73 年，光租及长期租约项目平均租约剩余年限为 8.79 年，在营 125 艘船，其中用于融资租赁业务船队共 56 艘，用于经营租赁业务船队共 69 艘，在建 23 艘，船队规模较去年同期减少 7 艘，存在存量船队萎缩风险，但经营性资产（应收租赁款及贷款与物业、厂房及设备总和）达到 375.07 亿港元，较 2023 年同期增长 1.6%。

图表 8：公司在营船队数量变化（艘）



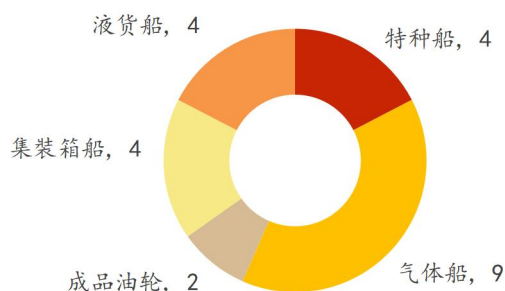
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司在营船队组合（按合同金额计）



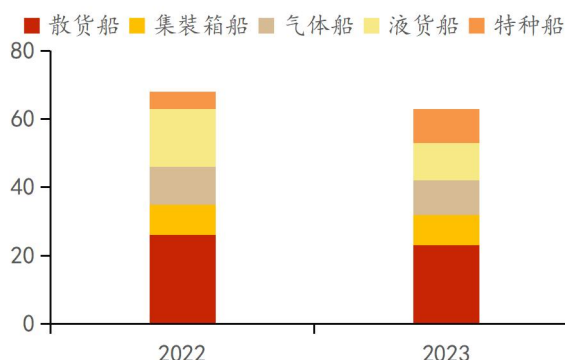
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：截至 2024H1，公司在建的 23 艘船舶（艘）



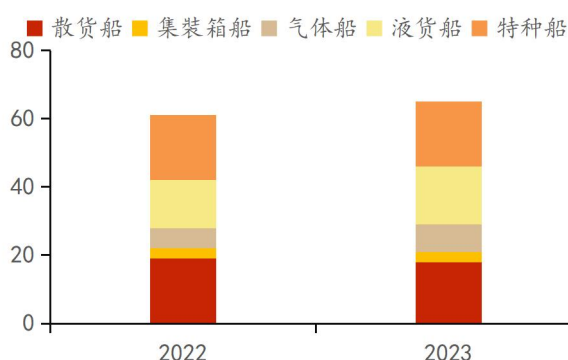
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司融资租赁在营船队组合（艘）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：公司经营租赁在营船队组合（艘）

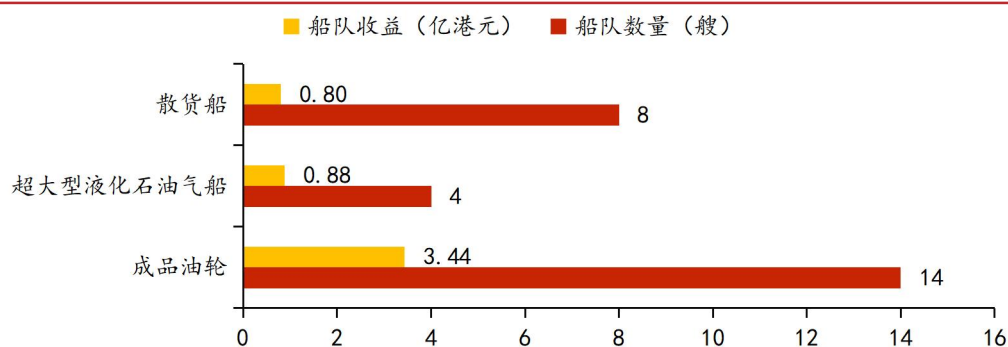


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.4. 经营表现与分红

公司为客户提供航运综合服务及融资服务，以经营租赁和融资租赁为核心业务，2023 年公司融资租赁业务营业收入增幅达 49.37%，归母净利润增长 12.86%。公司实行“固定+弹性收益”的经营模式。在固定收益方面，公司赚取基点利差，得益于 23 年美联储持续实施收紧货币和加息政策，3M-LIBOR 及 SOFR 的利率于 23 年年内维持在 5.4%左右，带动融资租赁业务和贷款借款利息收入上升，增幅分别为 49.4%、15.7%。同时，公司创新业务模式，主动锁定长租约，2023 年公司持有的 1 年期以上租约平均租约剩余年限为 7.29 年。在弹性收益方面，2023 年公司弹性收益由 26 艘自主经营的全资和合资船队构成，约为 5.12 亿港元，与 2022 年实现的 6.32 亿港元总收益相比，同比下降 19.0%，主要原因是 2023 年全球航运市场波动，克拉克森海运指数全年均值为 23629 美元/天，同比下降 36.6%。

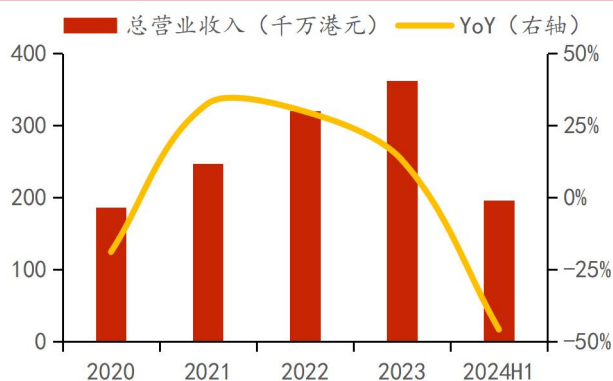
图表 13：2023 年公司弹性收益船队构成及其收益



资料来源：公司公告，华源证券研究所

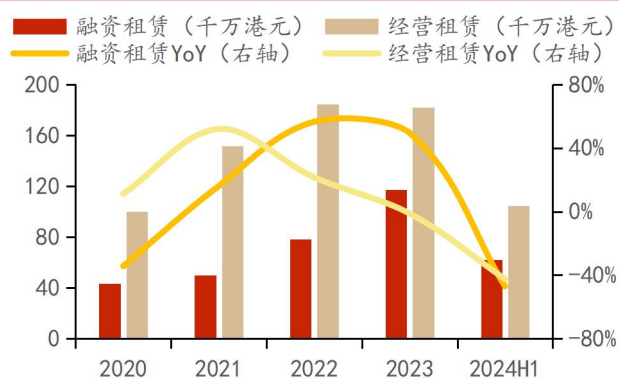
2023 年，公司实现归母净利润 190.16 千万港元，同比增长 12.86%，实现总营收 362.61 千万港元，同比增长 13.03%，其中融资租赁业务实现总收入 117.18 千万港元，经营租赁业务实现总收入 181.99 千万港元。此外，2023 年公司毛利达 331.53 千万港元，毛利增速 14.11%，销售毛利率、销售净利率分别为 91.43%、52.72%，分别维持在 90%、50%以上。

图表 14：2020-2024H1 总营业收入



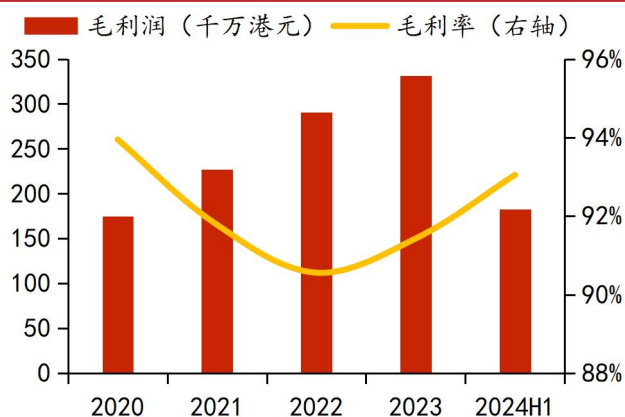
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 15：2020-2024H1 主营业务收入



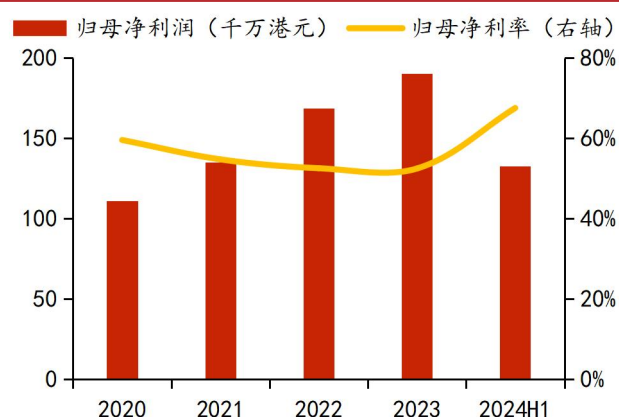
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：2020-2024H1 毛利润及毛利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

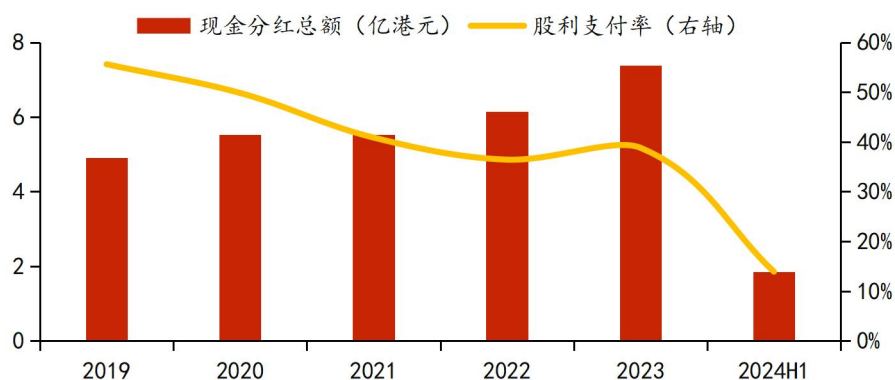
图表 17：2020-2024H1 归母净利润率及归母净利润



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司上市以来，分红总额持续增加，2023 年分红总额达 7.38 亿港元，较 2022 年年均增长 20.2%。由于公司业绩持续增长，公司分红率逐年降低，从 2019 年的 55.6% 下降至 2022 年的 36.4%，2023 年回升至 38.8%，可见公司分红率有一定上升空间。

图表 18：2019-2024H1 现金分红及股利支付率



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 绿色转型加大融资需求，降息落地增加融资意愿

2.1. 脱碳压力与日俱增，绿色转型迫在眉睫

继 1992 年《联合国气候变化框架公约》、1997 年《京都议定书》之后，2015 年签署的《巴黎协定》是《公约》下第二个具有法律约束力的协定，要求将全球气温保持在比工业化前水平高出 2℃ 以内，并努力将升温限制在 1.5℃ 之内，形成了 2020 年后的全球气候治理格局。同年（2015 年），193 个国家通过《2030 年可持续发展议程》及其 17 项可持续发展目标，基于发展必须平衡社会、经济和环境的可持续性的考虑，发出了到 2030 年消除贫困，实现可持续发展，使世界更美好的普遍行动呼吁。为实现《巴黎协定》减排目标，各国纷纷提出碳中和目标，谋求零碳转型，根据《2024 年全球碳中和年度进展报告》，截至 2024 年 5 月，全球已有 151 个国家提出碳中和目标。

图表 19：《联合国气候变化框架公约》进程



资料来源：中国外交部官网，华源证券研究所

图表 20：联合国可持续发展目标



资料来源：IMO，华源证券研究所

为呼应《巴黎协定》所设定的长期目标，2018 年，世界海事组织（IMO）在 MEPC72 通过船舶温室气体减排初步战略，要求温室气体排放放在 2050 年前相较于 2008 年至少减少 50%，碳强度在 2030 年前至少减少 40%，在 2050 年前至少减少 70%。2021 年，IMO 在 MEPC76 进一步通过两个强制性指标，即 EEXI 和 CII，使减排措施从新造船向所有现有适用船普及。其中，CII 要求每年加严，对于评级为 E 或连续三年评级为 D 的船舶将难以在市场上流动。

图表 21：EEDI 要求阶段性加严

$$EEDI = \frac{\text{Vessel's theoretical impact on the environment}}{\text{Vessel's positive contribution to world trade}} = \frac{\text{Grams of CO}_2 \text{ emitted}}{\text{Tonne miles of capacity carried}}$$

Phase	0	1	2	3
Vessel Construction Date	1 Jan 2013 – 31 Dec 2014	1 Jan 2015 – 31 Dec 2019	1 Jan 2020 – 31 Dec 2024	1 Jan 2025 onwards
Reduction from Phase 0 Limits	0%	10%	20%*	30%
Reduction Factor (X)	0	0.1	0.2*	0.3

Table 1. *Phase 2 reduction is 15% (X = 0.15) for Reefers and Small Dry.

资料来源：VesselsValue，华源证券研究所

图表 22：CII 评级要求逐年增严

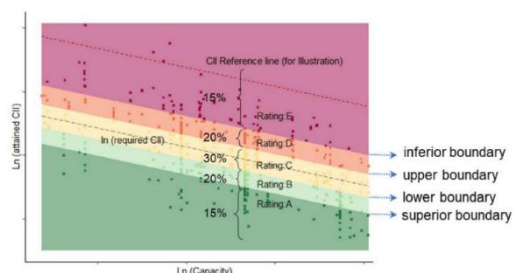


Figure 1: Operational energy efficiency performance rating scale

Based on 2019 Global fleet performance

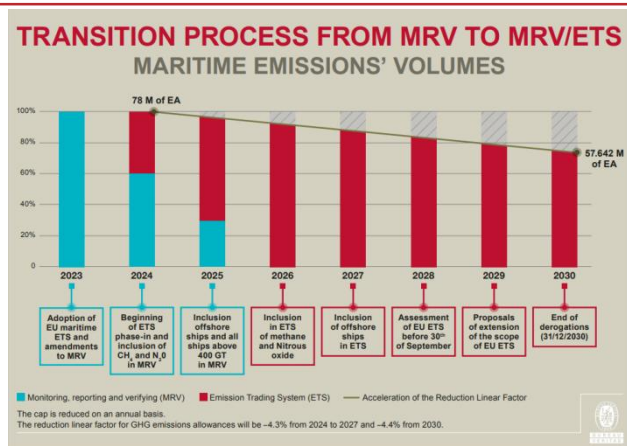
资料来源：VesselsValue，华源证券研究所

随着气候危机的紧迫性不断升级，转向净零排放已成为实现《巴黎协定》设定的雄心勃勃目标的当务之急，在此背景下，欧盟首先迈出了绿色航运第一步。欧盟践行低碳发展理念 30 年来，在目标制定与顶层框架设计方面始终走在全球前沿，为全球政策推广提供经验。2021 年，欧盟委员会公布“Fit for 55”一揽子计划，涉及 12 项内容，从气候、能源、交通、社会等方面进行改进，以期实现其 2030 年底温室气体排放量较 1990 年减排 55% 的目标。其中，EU ETS 及 FuelEU Maritime 均为一揽子计划的一部分。

2023 年 4 月欧盟理事会正式通过了实现 2030 年气候目标的 5 项关键立法，航运排放首次纳入欧盟排放交易体系 EU ETS 的范围。自 2024 年 1 月 1 日起，所有进出欧盟和欧洲经济区港口的 5000GT 以上船舶必需报告其二氧化碳排放数据并为碳排放行为买单，涉及欧盟航线的单船如未能在截止日期（2025 年 9 月 30 日）前缴纳碳配额，将影响整个船队的合规性。至 2026 年，400–5000GT 的普通货运和近海船舶将被再次评估是否纳入体系内，同时，被纳入体系内的温室气体将不仅包括二氧化碳，甲烷和氮氧化物都将被纳入 ETS。

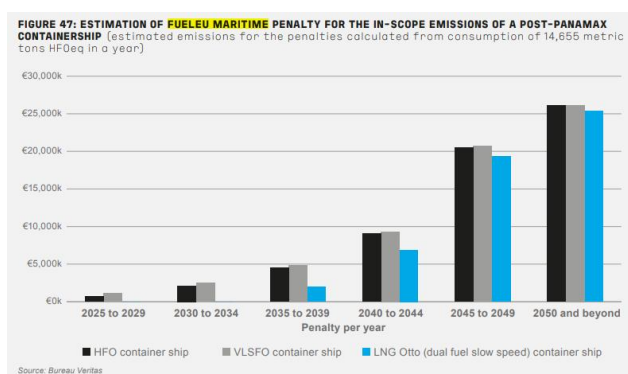
2023 年 7 月 FuelEU Maritime 法规正式通过，该法规以航运公司全年平均燃料温室气体强度为衡量标准，设定船舶使用燃料的年平均温室气体强度合规目标，与 2020 年水平相比，从 2025 年强制性减少 2%，到 2050 年减少 80%，每 5 年逐步下降温室气体强度，并逐渐加大处罚的力度。

图表 23: EU ETS 合规变化



资料来源: BV, 华源证券研究所

图表 24: FuelEU Maritime 合规变化



资料来源: BV, 华源证券研究所

2023 年 7 月 MEPC 80, IMO 紧跟欧盟, 修改于 2018 年制定的国际海运温室气体减排初步战略, 要求温室气体排放从本世纪净零前置到 2050 年左右净零, 并计划着手制定包括技术要素和经济要素的一揽子中期措施, 以实现净零减排目标。其中, 其经济性和技术性措施框架与欧盟的 EU ETS 与 Fuel EU 的政策组合有相似之处。

图表 25: IMO 逐渐提升脱碳目标, 逐步推动航运脱碳

2018年IMO船舶温室气体减排初步战略 (MEPC72)

- 温室气体排放 (TtW): 2050年前至少减少50%;
- 零碳燃料: 无要求;
- 碳强度: 2030年前至少减少40%; 2050年前至少减少70%;
- 短期措施: 现有船舶能效指数 (EEXI), 船舶营运碳强度指标 (CII)。

2023年IMO船舶温室气体减排战略 (MEPC80)

- 温室气体排放 (WtW): 2030年前至少减少20% (力争30%); 2040年前至少减少70% (力争80%); 2050年前后实现净零排放;
- 零碳燃料: 2030年前至少占比5% (力争占比10%);
- 碳强度: 2030年前至少减少40%;
- 一揽子中期措施: 包括“技术要素 (基于目标的船用燃料标准)”与“经济要素 (船舶GHG排放定价机制)”。

注: 与 2018 年的数值相比

数据来源: IMO, DNV, UN, CCS, CRCLASS, 华源证券研究所

图表 26：IMO 与 EU 环保措施在 2023-2027 年接连实施，船东脱碳压力持续增加



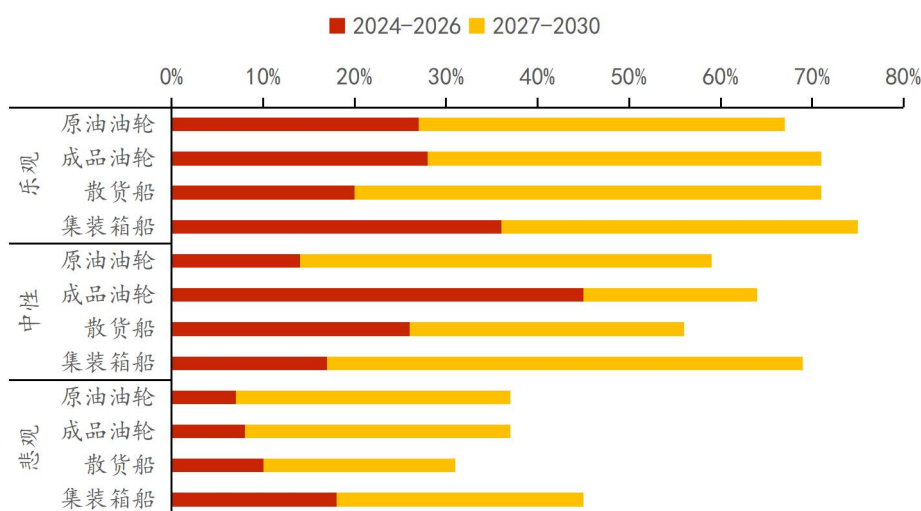
数据来源：IMO，DNV，欧盟理事会，华源证券研究所

行业零碳倡议金融先行，推动航运业绿色转型。在全球海事论坛主持下，2019 年 6 月，11 家大型航运银行机构发起《波塞冬原则》框架倡议，承诺将气候因素纳入贷款决策，以期通过新原则促进绿色环保航运。截至 2024 年 12 月，该原则的缔约成员已增至 35 家，覆盖全球近 80% 的航运融资总额。早在 IMO 前置碳排放净零前，波塞冬原则主席 Michael Parker 在格拉斯哥举行的“航运零排放”会议上表示，很可能会在 2022 年提高碳减排目标，即 2050 年减排 50% 改为净零排放，以响应其他联盟和组织的努力。Parker 在会议上说：“如果国际海事组织不响应几个国家政府的各种呼吁，提高与巴黎协定保持一致的雄心，我们就不会等了！”。2023 年，IMO MEPC 80 通过《2023 年 IMO 船舶温室气体减排战略》，决定将温室气体净零目标前置到 2050 年。

2.2. 脱碳压力推动船舶更新，绿色船舶特征加大融资需求

净零挑战下现有船队绿色挑战严峻，老船加速出清。随着时间推移，船队合规压力与日俱增。就 EEXI 和 CII 而言，基于中性假设（即 2024 年至 2026 年，CII 评级为 E 的船舶逐步淘汰，评级为 D 的船舶至 2026 年淘汰 1/3，其余在 2015 年前的新造船减速 5% 以达标 EEXI；2027 年至 2030 年，淘汰 20 年船龄及以上的船，其余在 2015 年前的新造船，一半淘汰，一半减速 20%，2015 年至 2019 年的新造船减速 10%，2020 年至 2023 年造的船减速 5%，以满足 EEXI 要求），我们预计 2030 年环保法规会导致约 60% 的船舶退出合规市场。

图表 27：在中性假设场景下，预计 2030 年环保法规会导致约 60% 的船舶退出合规市场



资料来源：克拉克森，华源证券研究所整理

与此同时，全球船队老龄化严重。根据克拉克森数据，截至 2024 年 11 月，全球船队平均船龄达 13.1 年，其中，散货船船队的平均船龄为 12.4 年，油轮平均船龄达 13.6 年，集装箱船队平均船龄仍处 13.8 年高位。为达成 IMO 二氧化碳净零排放目标，全球船队绿色转型或减速航行，或进行绿色改装。然而，目前全球运力紧张，船舶减速航行进一步减少有效运力，船舶改装则受改装对象、改装产能及改装成本等因素限制，改装效果有限。考虑到现有船队平均船龄较高及船舶零碳绿色改造限制，长期来看，大量零碳新造船才能满足紧迫的净零目标，新造船将成为船队绿色转型的主要选择，老船出清或是必然选择。

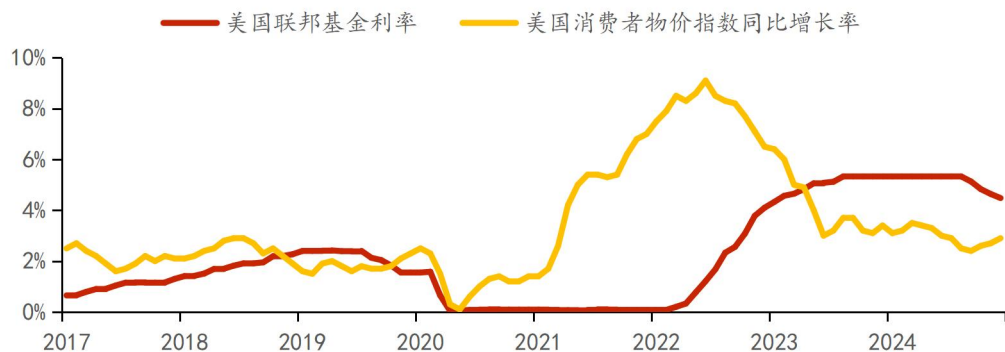
船舶融资是市场性需求，绿色船舶造价高、运营贵等特征加大融资需求。不同于住房，船舶投资总量大、回报期长、风险高，近年来船舶大型化、现代化、绿色化趋势进一步加大投资总量，提高了个人筹集资金难度，即使自有资金充足，当前现金成本低于融资成本，订单排期长叠加船舶制造周期，以自有资金进行船舶融资很大可能会导致自有资金流动困难。其次，对于绿色新造船而言，船舶造价普遍较高，在不变的首付款比例下，绿色新造船的首付款总额大大提高，资本开支规模进一步扩大。以 LNG 船为例，17.4 万立方米 LNG 运输船 2024H1 均价 2.6 亿美元；以 2.2 万/2.4 万 TEU 集装箱新造船为例，甲醇双燃料船与常规燃料船近一年平均价差为 22.1 百万美元。此外，绿色燃料与传统石化燃料之间存在较大的价格差距，两者间差价高达 3-4 倍，大大提高了绿色船舶的运营成本，增加了自有资金融资对现金流造成的压力。因此，通过定期租赁合同为船东提供担保的船舶融资方式成为新船融资的不二之选，船东普遍通过船舶融资购买绿色新船。

2.3. 降息落地或将增加船东融资意愿

美联储加息提高船舶融资成本，通胀压力减小叠加就业压力增加落地降息。2021 年 3 月以来，美国 CPI 从 2.6% 一路飙升至 2022 年 3 月的 8.5%，美联储自 2022 年 3 月开始激

进加息，并开启新一轮加息周期。周期内，基准利率累计上调 11 次，区间从 0.00%–0.25% 上升至 5.25%–5.50%，以期压制美国严重通胀。

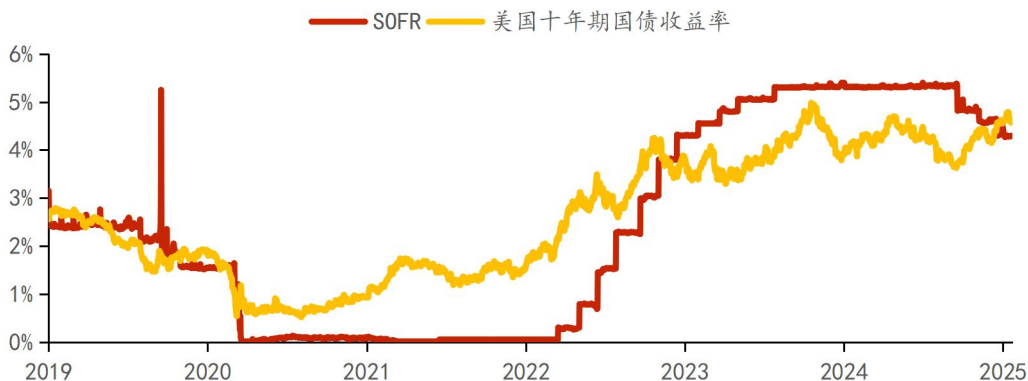
图表 28：美国联邦基金利率及 CPI 同比增长率（截至 2024 年 12 月）



资料来源：FRED，ifind，华源证券研究所

受此影响，SOFR 和美国十年期国债收益率双双上涨，于 2022 年 11 月 SOFR 超过美国十年期国债收益率，于 2023 年 5 月达到 5.0%，于 2023 年 7 月稳定在 5.3% 浮动，融资成本显著大于现金成本，一定程度上抑制了船东融资意愿。

图表 29：SOFR 和美国十年期国债收益率（截至 2025 年 1 月 23 日）



资料来源：ifind，华源证券研究所

经过一轮加息周期，美国通胀压力大幅下降，CPI 从 9.1% 的高峰回落，2024 年 8 月，美国 CPI 回落至 2.5%。然而，通胀压力下降的同时，美国就业市场疲软。就业方面，根据美国劳工部数据，2023 年 4 月至 2024 年 3 月，美国新增非农就业人数初步下修 81.8 万人，实际非农就业增长较最初报告的 290 万人减少近 30%；失业方面，美国失业率 2024 年 7 月增至 4.3%，达到 2021 年 10 月以来的最高水平。2024 年 9 月 18 日，美联储正式将联邦基金利率的目标区间下调 50 个基点至 4.75%–5% 区间。4 年多来的首次降息终于落地。

SOFR 有望回落，并低于美国十年期国债收益率，或将刺激船东融资意愿。受美联储加息影响，两年来 SOFR 和美国十年期国债收益率双双上涨，SOFR 高于美国十年期国债收益率并维持高位，使得融资成本显著大于现金成本，一定程度上抑制了船东融资意愿。进入本轮降息周期，SOFR 有望缓慢回落至 2020 年至 2022 年水平，并低于美国十年期国债收益率，在一定程度加强船东融资意愿。

3. “懂船”基因筑牢船队优势，拔高行业理解深度

3.1. 船队结构更趋多元、现代、年轻

公司船队更趋多元、现代、年轻。根据克拉克森数据，在中国航运融资租赁行业 Top10 的租赁公司中，仅有 4 家公司的船队全覆盖所有船舶种类，中国船舶租赁是其一。在船队构成中，公司新能源布局优势明显，LNG 运输船占比超过行业 Top10 平均（8%），比肩行业头部公司，LPG 运输船占比更是远超行业 Top10 平均水平（2%）。此外，公司存量船平均船龄仅为 4.6 年，属行业 Top10 中最年轻的船队。

图表 30：公司船队多元、现代化（截至 2024 年 7 月）

中国租赁公司船队构成

中国租赁公司	存量船舶及手持订单				租赁公司船队构成（以总吨计）									
	百万总吨	在中国船舶租赁业务占比	在全球船队及手持订单占比	散货船	原油油轮	成品油轮及化学品船	集装箱船		LNG 运输船	LPG 运输船	海工船	其他		
							<11,999 TEU	12,000+ TEU						
1 交银金租	29.5	19.0%	1.6%	35%	6%	6%	21%	16%	8%	2%	1%	5%		
2 工银金租	26.3	16.9%	1.4%	46%	13%	5%	15%	5%	13%	1%	1%	2%		
3 国银金租	13.5	8.7%	0.7%	61%	11%	11%	4%	13%				1%		
4 招银金租	13.3	8.6%	0.7%	23%	11%	13%	25%	13%	12%	2%		1%		
5 中远海运发展	11.4	7.4%	0.6%	24%	4%	3%	35%	32%	1%			1%		
6 民生金租	8.6	5.5%	0.5%	21%	21%	12%	36%	9%			0%			
7 中国船舶租赁	7.5	4.8%	0.4%	26%	11%	15%	26%	1%	11%	6%	1%	3%		
8 航空工业租赁	6.7	4.3%	0.4%	67%	11%	12%	5%	4%	1%			1%		
9 建信金租	6.2	4.0%	0.3%	23%	15%	8%	37%	1%	4%	7%	2%	2%		
10 浦银金租	6.0	3.9%	0.3%	24%	19%	4%	19%	21%	5%	6%		3%		
前10家租赁公司	128.9	83.0%	6.9%	37%	10%	8%	22%	11%	8%	2%	1%	2%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 31：公司船队年轻化（截至 2024 年 7 月）

中国租赁公司		存量船舶及手持订单			
		数量	在中国船舶租赁业务占比	在全球船队及手持订单占比	平均船龄^
1	交银金租	393	14.4%	0.3%	7.2
2	工银金租	357	13.1%	0.3%	6.1
3	国银金租	262	9.6%	0.2%	6.6
4	招银金租	214	7.8%	0.2%	8.4
5	航空工业租赁	158	5.8%	0.1%	6.9
6	中远海运发展	147	5.4%	0.1%	11.2
7	民生金租	138	5.0%	0.1%	11.0
8	中国船舶租赁	115	4.2%	0.1%	4.6
9	浦银金租	108	4.0%	0.1%	5.3
10	江苏金租	83	3.0%	0.1%	8.4

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

绿色布局领先同行，船队资产净值高。公司早在 2015 年开始进入并部署清洁能源产业，并把清洁能源产业战略作为公司业务投放的核心战略之一。根据克拉克森数据，在中国航运融资租赁行业 Top10 的租赁公司中，节能型船占公司船队的 89%，稳居行业 Top10 首位，这意味着面对 CII、EEXI 合规要求，船队合规压力较小，公司绿色布局成效明显。在船队构成中，公司新能源布局优势明显，LNG 运输船、LPG 运输船比例均超过行业 Top10 平均水平。根据克拉克森数据，17.4 万立方米 LNG 运输船 2023 年新造船均价为 2.6 亿美元，4 万立方米 LPG 运输船 2023 年新造船均价为 6.3 千万美元。由于公司船队更趋多元、现代、年轻的结构，大大带动船队资产净值上升。

图表 32：节能型船占船队比重（截至 2024 年 7 月）

中国租赁公司	存量船舶及手持订单				中国租赁公司船舶环保应用（数量）					
	数量	在中国船舶租赁业务占比	在全球船队及手持订单占比	平均船龄 ^A	节能型船占比		燃料类型（不包含燃料）			
					存量船舶	手持订单	常规燃料	LNG	LPG	
1 交银金租	393	14.4%	0.3%	7.2	73%	37%	17%	82%	16%	2%
2 工银金租	357	13.1%	0.3%	6.1	75%	40%		86%	13%	
3 国银金租	262	9.6%	0.2%	6.6	79%	22%		94%	6%	
4 招银金租	214	7.8%	0.2%	8.4	72%	27%	46%	85%	13%	1%
5 航空工业租赁	158	5.8%	0.1%	6.9	65%	20%		96%	4%	
6 中远海运发展	147	5.4%	0.1%	11.2	48%	29%		96%	1%	
7 民生金租	138	5.0%	0.1%	11.0	60%	24%		99%	1%	
8 中国船舶租赁	115	4.2%	0.1%	4.6	89%	30%	27%	80%	14%	6%
9 浦银金租	108	4.0%	0.1%	5.3	70%	35%		89%	7%	1%
10 江苏金租	83	3.0%	0.1%	8.4	35%	10%		95%	2%	

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 33：LNG、LPG 占船队比重（截至 2024 年 7 月）

中国租赁公司	存量船舶及手持订单				租赁公司船队构成（以总吨计）										租赁类型占比	
	百万 总吨	在中国船 队及手持 订单占 比	在全球船 队及手持 订单占 比	数据源	原油 油轮	成品油 轮及化 学品船	<11,999 TEU	12,000+ TEU	LNG 运输船	LPG 运输船	海工 船	其他	经营性 租赁	融资性 租赁		
1 交银金租	29.5	19.0%	1.6%	33%	6%	6%	21%	16%	8%	2%	1%	5%	34%	66%		
2 工银金租	26.3	16.9%	1.4%	46%	13%	5%	15%	5%	13%	1%	1%	2%	32%	68%		
3 国银金租	13.5	8.7%	0.7%	61%	11%	11%	4%	4%	13%	1%	1%	1%	69%	31%		
4 招银金租	13.3	8.6%	0.7%	23%	11%	13%	25%	13%	12%	2%	1%	1%	34%	66%		
5 中远海运发展	11.4	7.4%	0.6%	24%	4%	3%	35%	32%	1%			1%	76%	24%		
6 民生金租	8.6	5.5%	0.5%	21%	21%	12%	3%	9%				0%	43%	57%		
7 中国船舶租赁	7.5	4.8%	0.4%	26%	11%	15%	24%	1%	11%	6%	1%	1%	3%	43%	57%	
8 航空工业租赁	6.7	4.3%	0.4%	67%	11%	12%	5%	4%	1%			1%	12%	88%		
9 建信金租	6.2	4.0%	0.3%	23%	15%	8%	37%	1%	4%	7%	2%	2%	3%	97%		
10 浦银金租	6.0	3.9%	0.3%	24%	19%	4%	19%	21%	5%	6%		3%	12%	88%		
前10家租赁公司	128.9	83.0%	6.9%	37%	10%	8%	22%	11%	8%	2%	1%	2%	36%	64%		

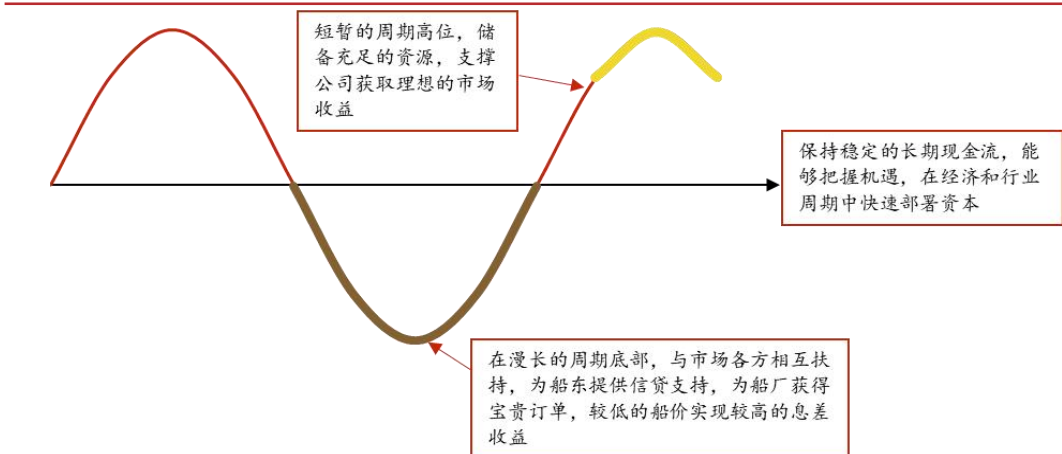
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

3.2. “懂船”基因拔高行业理解深度

中国船舶租赁是大中华区首家、也是唯一一家船厂系的租赁公司，自成立起便具有“懂船”基因。凭借对行业的深入理解，公司 2019 年上市以来连续 5 年保持 10%或以上的年利润增长。2023 年公司实现利润总额 19.12 亿港元，同比上升 10.2%。

善于把握行业周期，运营策略适时而变。2023 年，全球航运业波动发展，公司坚持以更长的周期视角管控周期波动，保持长期稳健收益，因此在投资策略上，公司更偏向资产配置收益的 β ，更注重资产价值对未偿本息的安全保障。作为一家船舶租赁公司，公司既是船厂与船东的衔接者，也是船厂与船东的支持方。身处航运业，公司在不同的周期阶段扮演着不同的角色，从而影响公司发展战略。在当今周期较高位，公司以储备充足资源、支撑理想的市场收益为目标，2023 年秋，把握 VLGC 大涨的趋势，为一艘原本跑程租的 VLGC 签订 5 年期租约，锁定未来收益；联合投资 2+2 艘 LNG 运输船，以稳定的长租约保障投资收益。周期终有下行之时，公司始终保持清醒的专业化头脑，严格管控未来风险，针对存量项目大量提前回购，公司根据市场化原则与承租人积极协商，保障信贷类资产总体稳定，同时适当增加二手船投放规模，在严控风险同时增厚中短期收益。公司专注于船舶租赁市场，能够从项目出发，通过定制化的服务最大匹配客户需求，同时，公司背靠中船集团，自成立起便拥有“懂船”基因，与兄弟船厂和行业一线交流密切，能够顺应市场变化灵活调整运营策略。

图表 34：周期阶段不同，公司扮演的角色、采取的战略也会作出相应调整



资料来源：ifind，华源证券研究所

在变动中把握航运脱碳主趋势，在明确趋势中保持清醒。2023 年，IMO 修改国际海运温室气体减排战略，要求温室气体排放从本世纪净零前置到 2050 年。作为一家专注于船舶租赁及运营管理的公司，公司早在 2015 年开始进入并部署清洁能源产业，并把清洁能源产业战略作为公司业务投放的核心战略之一。净零挑战叠加船队合规压力，直面船队绿色挑战。针对 CII、EEXI 合规要求，公司在 2021 年对公司自主管理的 30 余艘船舶开展合规性评测，对欠佳的船舶提前制定改装或处置计划，最大化降低了合规政策带来的负面影响。此外，虽然航运绿色转型势在必行，然而，绿色政策执行细则变数之大，难以通过建模得出一个具有指导意义的前瞻性预测，公司凭借“懂船”基因，以把握总体趋势为目标，梳理重要变量，一旦出现标志性事件便能迅速行动，抢占先机。

广泛的国际关系帮助企业迅速掌握行业信息，广阔的国际视野支撑企业发展。公司一直以建设成为国际一流的船舶租赁与投资运营企业作为长期奋斗目标，密切跟踪国际前沿热点问题，与一大批国际海事以及金融机构建立了紧密的合作关系，定期开展交流合作。作为一个具有国际视野的船舶租赁公司，公司一直致力于与船东与船厂构建互信互惠的伙伴关系，扮演好船厂与船东的衔接者和支持方，在周期高位，公司以衔接者的身份为短期运营资产签订中长期租赁合约，固化理想的未来收益，为日后可能面对的困难做好准备，在行业低谷，公司以支持方的角色，为船东提供信贷支撑，为船厂签订宝贵的订单，为自身储备充足的资源，等待时机，逆势而上。

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心假设

1. 租赁服务：我们预计 2024 ~ 2026 年租赁服务收入分别同比+6%/+8%/+10%，为 31.71/34.25/37.67 亿港元；

2. 船舶经纪服务：我们预计 2024 ~ 2026 年船舶经纪服务收入分别同比+3%/+5%/+5%，为 0.29/0.31/0.32 亿港元；

3. 贷款借款：我们预计 2024 ~ 2026 年贷款借款收入分别同比+5%/+5%/+5%，为 6.36/6.68/7.02 亿港元。

图表 35：中国船舶租赁估值模型核心假设

亿港元	2024E	2025E	2026E
营业收入	38.37	41.24	45.01
yoy	5.81%	7.48%	9.15%
租赁服务	31.71	34.25	37.67
yoy	6.00%	8.00%	10.00%
船舶经纪服务	0.29	0.31	0.32
yoy	3.00%	5.00%	5.00%
贷款借款	6.36	6.68	7.02
yoy	5.00%	5.00%	5.00%
归母净利润	21.56	23.83	26.48
yoy	13.39%	10.52%	11.11%

资料来源：ifind，华源证券研究所

4.2. 盈利预测与投资

中国船舶租赁是全球领先的船舶租赁公司之一，拥有行业 Top10 中最年轻的船队，新能源布局优势明显。在绿色更新大周期叠加降息落地背景下，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 21.56/23.83/26.48 亿港元，同比增速分别为 13.39%/10.52%/11.11%，当前股价对应的 PE 分别为 4.85/4.39/3.95 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 美联储降息不及预期：美联储降息决策对全球经济有重要影响。受美联储加息周期影响全球货币流动性和经济复苏，也会影响船舶融资。

2) 绿色转型及船舶合规不及预期：短期内法规弱约束，中期法规制定推后，不利于推升老旧运力出清和新造船订单下单。

3) 航运及造船市场波动：航运作为船舶的下游产业，受到外界多重因素影响。若航运景气度不及预期可能降低新接造船订单。

4) 现金分红或不及预期：公司盈利下滑或分红率调整可能影响股东回报。

附录：财务预测摘要

损益表 (百万港币)					资产负债表 (百万港币)				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,626	3,837	4,124	4,501	货币资金	938	2,367	3,168	3,243
增长率	13.0%	5.8%	7.5%	9.2%	应收款项	1,189	703	844	982
营业成本	311	345	345	365	存货	0	0	0	0
%销售收入	8.6%	9.0%	8.4%	8.1%	其他流动资产	24,460	25,371	26,368	27,960
毛利	3,369	3,491	3,779	4,136	流动资产	26,587	28,441	30,381	32,184
%销售收入	92.9%	91.0%	91.6%	91.9%	权益性投资	1,567	1,961	2,379	2,790
其他收入	53	30	30	30	固定资产	16,227	16,558	17,072	18,153
%销售收入	1.5%	0.8%	0.7%	0.7%	无形资产	23	19	15	12
销售费用	0	0	0	0	非流动资产	18,556	19,419	20,447	22,035
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	45,144	47,860	50,828	54,220
管理费用	599	614	660	720	应付款项	0	0	0	0
%销售收入	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%	短期借款	31,333	32,333	33,680	35,278
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	979	1,209	1,263	1,368
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	32,313	33,543	34,943	36,645
财务费用	1,041	932	931	955	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	28.7%	24.3%	22.6%	21.2%	其他长期负债	1	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,984	3,127	3,360	3,657	非流动负债	1	0	0	0
%销售收入	82.3%	81.5%	81.5%	81.2%	负债总计	32,314	33,543	34,943	36,646
投资收益	396	392	393	405	归属母公司股东权益	12,712	14,182	15,730	17,398
%税前利润	20.4%	17.9%	16.2%	15.0%	少数股东权益	118	135	155	176
除税前利润	1,944	2,196	2,429	2,702	负债股东权益合计	45,144	47,860	50,828	54,220
利润率	53.6%	57.2%	58.9%	60.0%	比率分析 (百万港币)				
所得税	32	22	27	32	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
所得税率	1.7%	1.0%	1.1%	1.2%	每股指标				
净利润(含少数股东损益)	1,912	2,174	2,402	2,669	每股收益	0.31	0.35	0.39	0.43
少数股东损益	10	17	19	21	每股净资产	2.07	2.29	2.54	2.81
归属于母公司的净利润	1,902	2,156	2,383	2,648	每股经营现金净流	-0.07	0.67	0.59	0.65
增长率	12.9%	13.4%	10.5%	11.1%	每股股利	0.12	0.12	0.13	0.16
净利率	52.4%	56.2%	57.8%	58.8%	回报率				
现金流量表 (百万港币)					净资产收益率	14.96%	15.20%	15.15%	15.22%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	4.21%	4.51%	4.69%	4.88%
净利润	1,902	2,156	2,383	2,648	投入资本收益率	6.65%	6.64%	6.70%	6.84%
少数股东损益	10	17	19	21	增长率	6.65%	5.73%	5.62%	5.51%
营运资金变动	-2,630	678	-71	-56	营业收入增长率	13.03%	5.81%	7.48%	9.15%
其他变动	266	1,290	1,347	1,417	EBIT 增长率	21.05%	4.78%	7.45%	8.83%
经营活动现金流量净额	-452	4,142	3,678	4,030	净利润增长率	12.86%	13.39%	10.52%	11.11%
资本开支	-2,626	-997	-1,197	-1,797	总资产增长率	11.41%	6.02%	6.20%	6.67%
投资	-70	-1,367	-1,533	-2,079	资产管理能力				
其他	163	293	331	337	应收账款周转天数	—	—	—	—
投资活动现金流量净额	-2,533	-2,071	-2,399	-3,539	存货周转天数	—	—	—	—
股权募资	1	26	0	0	应付账款周转天数	—	—	—	—
债权募资	3,366	1,000	1,347	1,598	固定资产周转天数	1,596.0	1,538.1	1,467.9	1,408.6
其他	-640	-1,667	-1,824	-2,014	偿债能力				
筹资活动现金流量净额	2,727	-641	-478	-417	流动比率	0.82	0.85	0.87	0.88
现金净变动	-243	1,429	801	74	速动比率	0.82	0.85	0.87	0.88
					净负债/股东权益	236.91%	209.30%	192.08%	182.29%
					EBIT 利息保障倍数	2.7	3.3	3.4	3.5
					资产负债率	71.58%	70.09%	68.75%	67.59%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究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建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。