

2025 年 09 月 10 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 09 日

收盘价（港元） 1.93
一年内最高/最低（港元） 2.40/1.41
总市值（百万港元） 11,964.50
流通市值（百万港元） 11,964.50
资产负债率（%） 65.16

资料来源：聚源数据

中国船舶租赁 (03877.HK)

——25H1 点评：税制调整影响业绩，不改中长期增长

投资要点：

- **事件：**中国船舶租赁（03877.HK）发布 2025 年半年度报告，公司上半年实现营收 20.18 亿港元，同比增长 2.7%；实现经营溢利 11.67 亿港元，同比增加 5.61%；实现归母净利润 11.06 亿港元，同比下降 16.7%；半年度分红率达 28.03%，同比提升 14.1pct。
- **航运景气度回升，税制调整影响短期业绩。**2025 上半年受美国关税政策频繁变动及伊以冲突等影响，国际航运市场整体费率呈反弹上涨趋势，但波动加剧。克拉克森海运指数上半年均值为 24191 美元/天，同比、环比分别下滑 4.9%、1.1%。公司 2025 年上半年营收小幅增长但盈利承压。2025 年上半年，公司实现归母净利润 11.06 亿港元，同比下降 16.7%，主要原因是计税方式的变化和合营公司租金减少。公司由二零二五年一月一日起追溯应用经合组织支柱二范本规则，导致计提税项开支为 13.77 亿港元，同比增加 1.18 亿港元；同时，公司应占合营公司业绩于 25H1 减少 50.2%，同比减少 1.33 亿港元，原因是 2 艘化学品 MR 油轮于 2024 年下半年已出售，以及成品油及化学品运输船的日租金较去年同期下降。
- **环保政策降息周期双轮驱动，“懂船”基因支撑长期增长。**2025 年下半年全球航运环保政策预计进一步落实，推动老船加速出清。一方面，受船队老化和环保管控导致运力紧张，叠加绿色新造船造价高、运营贵，船东自有资金承压，有望推动租赁需求扩大，清洁能源装备船供需缺口可观。另一方面，下半年美国或将进入新一轮降息周期，预计融资成本下降将刺激船东融资意愿，有利于公司新项目开展。此外，公司保持船队结构多元化以分散航运周期风险，并且早在 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。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，或长期利好公司盈利。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 21.44/24.16/27.20 亿港元，同比增速分别为 1.80%/12.70%/12.62%，当前股价对应的 PE 分别为 5.58/4.94/4.39 倍。鉴于公司业绩成长性较好和较高股息率，维持“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）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	3,626.15	4,034.37	4,477.31	4,896.43	5,439.26
同比增长率（%）	13.03%	11.26%	10.98%	9.36%	11.09%
归母净利润（百万港元）	1,901.61	2,105.66	2,143.54	2,415.69	2,720.47
同比增长率（%）	12.86%	10.73%	1.80%	12.70%	12.62%
每股收益（港元/股）	0.31	0.34	0.35	0.39	0.44
ROE（%）	14.96%	14.85%	13.84%	14.31%	14.81%
市盈率（P/E）	4.77	5.26	5.58	4.94	4.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：港币(百万)					单位：港币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,034	4,477	4,896	5,439	货币资金	1,774	1,713	1,429	1,214
增长率	11.3%	11.0%	9.4%	11.1%	应收款项	252	917	1,068	1,131
营业成本	311	403	416	457	存货	0	0	0	0
%销售收入	7.7%	9.0%	8.5%	8.4%	其他流动资产	21,577	22,635	24,227	25,510
毛利	3,724	4,074	4,480	4,982	流动资产	23,603	25,265	26,724	27,855
%销售收入	92.3%	91.0%	91.5%	91.6%	权益性投资	1,818	2,237	2,648	3,058
其他收入	0	40	31	24	固定资产	16,394	16,494	16,584	16,664
%销售收入	0.0%	0.9%	0.6%	0.4%	无形资产	12	10	9	7
销售费用	483	515	563	626	非流动资产	20,318	20,943	21,542	22,131
%销售收入	12.0%	11.5%	11.5%	11.5%	资产总计	43,921	46,207	48,266	49,986
管理费用	599	645	695	761	应付款项	0	0	0	0
%销售收入	14.9%	14.4%	14.2%	14.0%	短期借款	27,587	29,087	29,587	29,587
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,035	1,475	1,590	1,768
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	29,623	30,562	31,177	31,355
财务费用	1,042	806	837	852	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	25.8%	18.0%	17.1%	15.7%	其他长期负债	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	3,222	3,183	3,546	3,936	非流动负债	0	0	0	0
%销售收入	79.9%	71.1%	72.4%	72.4%	负债总计	29,623	30,562	31,177	31,356
投资收益	478	359	430	473	归属母公司股东权益	14,181	15,485	16,879	18,365
%税前利润	21.9%	15.1%	15.9%	15.3%	少数股东权益	117	161	210	265
除税前利润	2,180	2,377	2,709	3,084	负债股东权益合计	43,921	46,207	48,266	49,986
利润率	54.0%	53.1%	55.3%	56.7%					
所得税	25	190	244	308					
所得税率	1.2%	8.0%	9.0%	10.0%					
净利润(含少数股东损益)	2,155	2,187	2,465	2,776					
少数股东损益	49	44	49	56					
归属于母公司的净利润	2,106	2,144	2,416	2,720					
增长率	10.7%	1.8%	12.7%	12.6%					
净利率	52.2%	47.9%	49.3%	50.0%					
现金流量表					比率分析				
单位：港币(百万)						2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,106	2,144	2,416	2,720	每股指标				
少数股东损益	49	44	49	56	每股收益	0.34	0.35	0.39	0.44
营运资金变动	4,407	-1,269	-60	100	每股净资产	2.29	2.50	2.73	2.97
其他变动	206	992	960	935	每股经营现金净流	1.09	0.31	0.54	0.62
经营活动现金流量净额	6,768	1,910	3,365	3,811	每股股利	0.13	0.14	0.17	0.20
资本开支	-1,032	-599	-599	-599	回报率				
投资	-1,075	-1,533	-2,079	-1,778	净资产收益率	14.85%	13.84%	14.31%	14.81%
其他	530	351	430	473	总资产收益率	4.79%	4.64%	5.00%	5.44%
投资活动现金流量净额	-1,577	-1,781	-2,248	-1,904	投入资本收益率	7.60%	6.55%	6.91%	7.35%
股权募资	65	0	0	0	增长率				
债权募资	-3,577	1,500	500	0	营业收入增长率	11.26%	10.98%	9.36%	11.09%
其他	-820	-1,708	-1,919	-2,139	EBIT增长率	7.97%	-1.21%	11.40%	11.01%
筹资活动现金流量净额	-4,332	-208	-1,419	-2,139	净利润增长率	10.73%	1.80%	12.70%	12.62%
现金净变动	836	-61	-284	-215	总资产增长率	-2.71%	5.21%	4.46%	3.56%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	—	—	—	—
					存货周转天数	—	—	—	—
					应付账款周转天数	—	—	—	—
					固定资产周转天数	1,455.5	1,322.2	1,216.0	1,100.3
					偿债能力				
					流动比率	0.80	0.83	0.86	0.89
					速动比率	0.80	0.83	0.86	0.89
					净负债/股东权益	180.54%	174.97%	164.78%	152.29%
					EBIT利息保障倍数	3.1	3.7	4.0	4.4
					资产负债率	67.45%	66.14%	64.59%	62.73%

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）。