

中国船舶租赁 (03877.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

运营能力领先的船厂系租赁商，高分红属性凸显

投资逻辑

1) 多元的业务结构: 25H1 公司经营租赁、融资租赁、贷款借款、船舶经纪收入占比分别为 60%/27%/12%/1%。公司以长期租赁业务为主, 为未来收入增长带来确定性, 量方面: 公司船舶资产净值、应收租赁款规模 2020-2024 复合增速均为 20%, 价方面: 测算 2024 年经营租赁收益率及融资租赁收益率分别为 14.4%/7.8%。除了长期租约之外, 凭借专业的行业知识, 公司会将部分自营、合营船舶投入即期、短期市场运营, 带来弹性收入, 2021-2024 年短期运营对利润的贡献比例约 30%。

2) 领先的运营能力: 公司船队具备多元化、高价值、年轻化等特点, 25H1 末船队规模为 143 艘。根据克拉克森数据, 截至 25 年 9 月, 公司船舶资产价值在中国租赁公司中排名第 7、非银行系租赁公司中排名第 2, 中国航运租赁公司中覆盖所有船型的仅 4 家, 公司是其中之一。公司绿色化转型领先, 截至 25 年 9 月末, 节能型船舶数量占比 91%, 在船舶数量前十的租赁商中排名第 2。公司 25H1 末平均船龄为 4.13 年, 低于可比同业。新船普遍符合环保政策要求, 且维护成本更低, 对优质客户的吸引力强。

3) 较低的资金成本: 公司信用评级较高, 25H1 惠誉及标普评级均为 A-, 平均资金成本为 3.1%, 低于行业水平。2025 年美联储降息 3 次, 公司大部分负债以美元计价, 平均资金成本有望继续下行。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 年公司归母净利润为 21.6/23.0/24.8 亿港元, 同比增速为 3%/6%/8%。25 年利润增速较低主要因为部分融资租赁和贷款借款项目在 24H2 至 25H1 期间完结导致相关收入下降, 以及 25 年起追溯支柱二范本导致 25H1 计提税项开支 1.4 亿港元。公司具备逆周期投资能力、领先的运营能力、较低的资金成本、高分红属性 (股利支付率约 40%), 测算现价对应 26E 股息率约 7%, 给予 2026 年 1 倍 PB, 对应目标价 2.64 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

船舶行业景气度下行风险; 利率波动风险; 地缘政治风险。

非银组

分析师: 舒思勤 (执业 S1130524040001)

shusiqin@gjzq.com.cn

分析师: 洪希柠 (执业 S1130525050001)

hongxining@gjzq.com.cn

分析师: 方丽 (执业 S1130525080007)

fangli@gjzq.com.cn

市价 (港币): 2.200 元

目标价 (港币): 2.64 元



主要财务指标

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业总收入(百万港元)	3,745	4,441	4,155	4,338	4,576
营业总收入增长率	12%	19%	-6%	4%	5%
归母净利润(百万港元)	1,902	2,106	2,165	2,303	2,482
归母净利润增长率	13%	11%	3%	6%	8%
基本每股收益(港元)	0.31	0.34	0.35	0.37	0.40
每股净资产(港元)	2.07	2.29	2.47	2.64	2.82
ROE(归属母公司)	15.70%	15.66%	14.69%	14.57%	14.71%
P/B	1.06	0.96	0.89	0.83	0.78

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司概况：实力领先的船厂系租赁商	4
1.1 发展历程：船厂系租赁商，跻身行业前十	4
1.2 股权结构：大股东实力雄厚，持股 74.25%	4
1.3 高管团队：船舶业经验丰富，具备“懂船”基因	5
1.4 业绩概览：业绩稳健增长，高分红属性凸显	5
二、行业概况：船舶老龄化加剧、环保要求加强催生置换需求	7
2.1 环保政策、新老更替带来置换需求	7
2.2 船东对于租赁的需求及意愿有望增强	7
2.3 公司船舶资产价值跻身前十，盈利能力领先	8
三、核心优势：业务多元、运营能力强、资金成本低	9
3.1 核心优势一：多元的业务结构	9
3.2 核心优势二：领先的船队运营	11
3.3 核心优势三：较低的资金成本	12
四、盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 投资建议与估值	14
五、风险提示	14

图表目录

图表 1：公司发展历程图	4
图表 2：公司股权结构集中度高	4
图表 3：公司高管具备“懂船”基因	5
图表 4：公司于造船价较低时下单较多	5
图表 5：2021-2024 年期间新造船价格显著提升	5
图表 6：公司营业总收入稳健增长	6
图表 7：25H1 归母净利润受“支柱二”影响同比下滑	6
图表 8：公司盈利能力稳定在 15%左右	6
图表 9：公司资产负债率逐步改善	6
图表 10：公司具备高分红属性	6
图表 11：IMO 发布的《2023 年船舶温室气体减排战略》与初版战略对比	7
图表 12：新造船价格上涨，LNG、LPG 船型造价高	7
图表 13：中国航运租赁公司排名	8



图表 14: 公司利润规模低于大型银行系金租公司	9
图表 15: 公司盈利能力在我国船舶租赁公司中领先	9
图表 16: 公司收入主要来源于经营租赁与融资租赁业务	9
图表 17: 融资租赁商业模式	10
图表 18: 经营租赁商业模式	10
图表 19: 公司船舶资产净值、应收租赁款稳步增长	10
图表 20: 公司经营、融资租赁收益率整体保持稳健	10
图表 21: 公司保留部分弹性业务所用船舶	10
图表 22: 公司弹性业务利润贡献约 30%	10
图表 23: 2021 年以来海运行业景气度上行	11
图表 24: 公司营运船队规模保持较高水平	11
图表 25: 公司船队结构多元化	11
图表 26: 公司节能型船舶数量占比领先	11
图表 27: 公司平均船龄在 4 年左右	12
图表 28: 公司平均船龄低于可比同业	12
图表 29: 公司的主要成本费用项为融资成本及折旧	12
图表 30: 公司负债以银行借款和债券为主	13
图表 31: 公司融资成本与美国国债走势接近	13
图表 32: 公司主要项目预测	13
图表 33: 主要预测核心假设	14
图表 34: 可比公司估值表	14

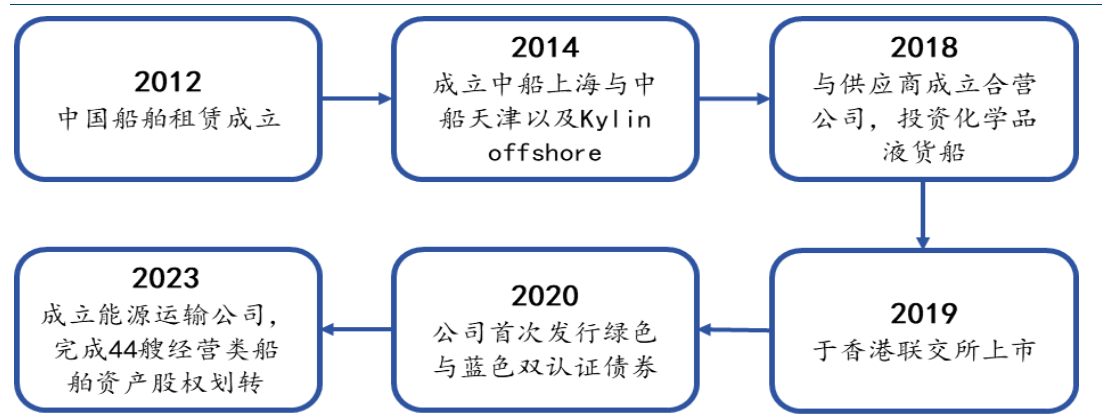


一、公司概况：实力领先的船厂系租赁商

1.1 发展历程：船厂系租赁商，跻身行业前十

公司于 2012 年成立，是大中华区首家船厂系租赁公司及全球领先的船舶租赁公司之一，凭借控股股东的产业背景及强大的海事业专业知识，为全球的船舶贸易商、货主、贸易商提供定制及灵活的船舶租赁解决方案。2014 年，公司设立中船融资租赁（上海）、中船融资租赁（天津）上海，并与一家独立第三方在新加坡注册成立 Kylin Offshore。2019 年，公司登陆港交所上市。25H1 末，公司船队扩展至 143 艘，包括运营船舶 121 艘及在建船舶 22 艘。根据克拉克森数据，截至 2025 年 9 月末，以船舶资产价值计算，公司在中国租赁公司中排名第 7、非银行系租赁公司中排名第 2。

图表 1：公司发展历程图

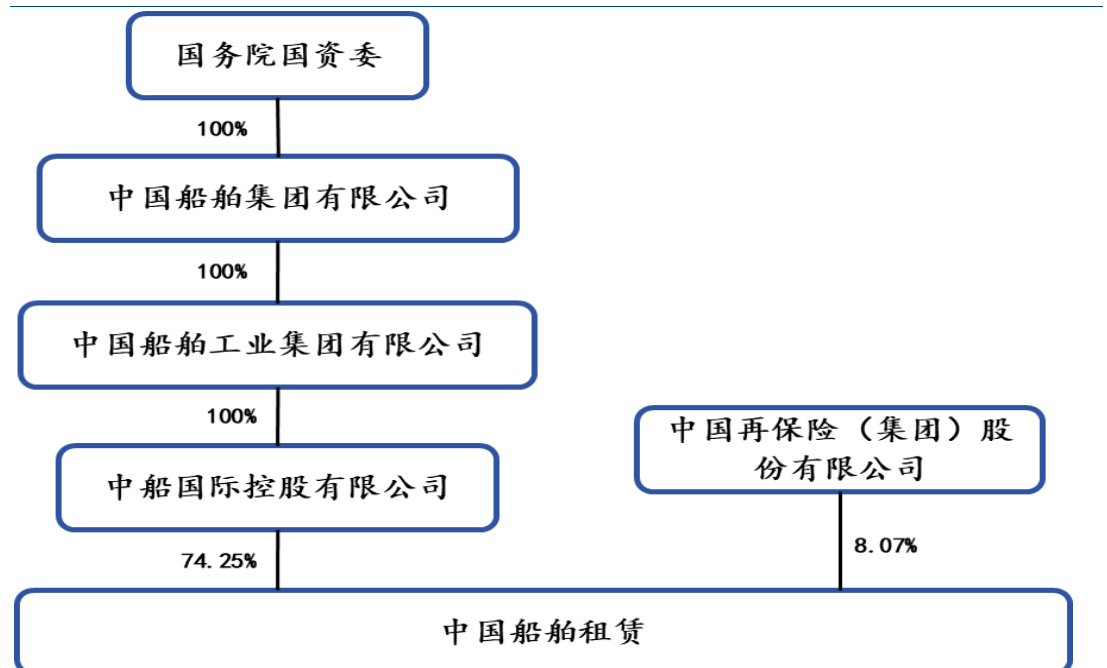


来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 股权结构：大股东实力雄厚，持股 74.25%

股权结构高度集中，背靠实力雄厚的中船集团。公司第一大股东为中国船舶集团有限公司，25H1 末持股比例 74.25%，因此公司是“船厂系”船舶租赁公司。中国船舶集团是特大型国有重要骨干企业，拥有我国最大的造修船基地和最完整的船舶及配套产品研发能力，是全球最大的造船集团，深厚的产业背景能够给公司提供产业资源及专业海事业知识。公司第二大股东为中国再保险集团，25H1 末持股比例 8.07%。

图表 2：公司股权结构集中度高



来源：公司财报，国金证券研究所



1.3 高管团队：船舶业经验丰富，具备“懂船”基因

公司董事长、总经理均具备丰富的船舶行业管理经验，核心管理团队来自中国船舶集团体系，具备船舶建造、技术研发、航运运营、金融租赁等多领域专业知识，形成独特的“懂船+懂金融”复合型优势，“懂船”基因强于银行系、第三方系船舶租赁公司。截至2024年末，公司共有83名员工，其中98%拥有学士及以上学位，37.35%位于香港，团队兼具国际化视野与产业深耕能力，为公司跨周期经营与全球化业务拓展提供核心支撑。

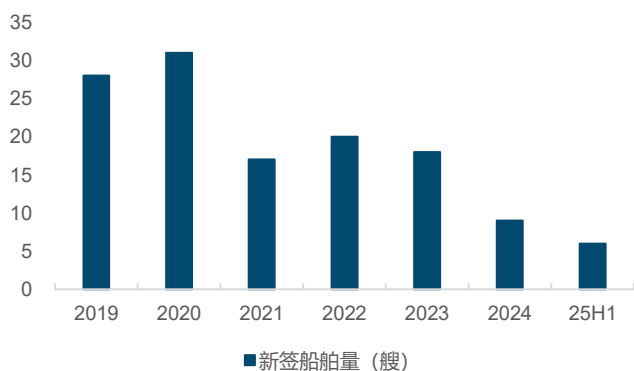
图表3：公司高管具备“懂船”基因

姓名	职务	简历
李洪涛	董事会主席，首席执行官， 执行董事	硕士学历，任本公司董事会主席兼执行董事，同时任首席执行官。在船舶行业拥有资深管理经验，此前曾长期在中国船舶工业贸易公司及其关联企业担任总经理、董事长等高级管理职务。
刘辉	总经理，执行董事	硕士学历，任本公司执行董事、总经理，长期于船舶行业担任财务管理及高级管理职务。历任广州文冲船厂有限责任公司办公室主任助理、财务部经理助理、副经理，中船黄埔文冲船舶有限公司财务部经理、副总会计师，广船国际有限公司总会计师、总法律顾问、首席合规官，中船邮轮科技发展有限公司董事、总经理。
吴爱军	副总经理	本科学历，任公司副总经理，负责业务拓展及船舶运营等。长期在中国船舶工业贸易公司任职，曾担任该公司副总经理等多项管理职务。
丁唯淞	副总经理	硕士学历，任公司副总经理（分管资产、风控）。曾任中国船舶工业贸易公司任项目经理。历任公司信贷及结构性金融部副总经理、总经理、风险管理部总经理、总法律顾问兼风险管理部总经理、董事会办公室总经理。
滕飞	副总经理	硕士学历，任公司副总经理（分管业务），负责监督若干特殊目的公司的整体管理及策略规划。曾任中国船舶工业贸易公司船舶三部、船舶一部副总经理。

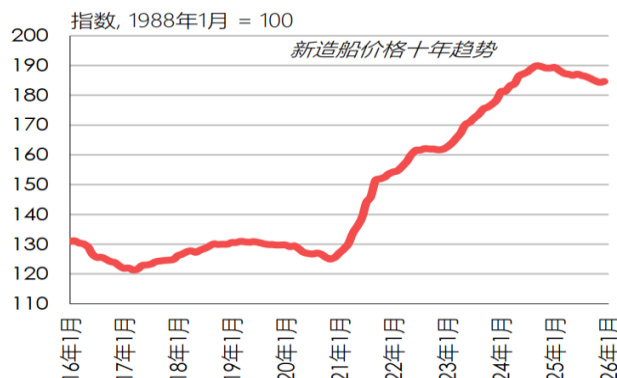
来源：公司财报，wind，国金证券研究所

在战略发展方面，公司始终坚持“逆周期投资、顺周期运营”的跨周期经营战略。比如，2019-2020年新造船价格指数处于低谷期，公司在造价低时新下单船舶数量较多，2021年起造船价格开始回升，公司新签船舶数量则顺应趋势有所下行。

图表4：公司于造船价较低时下单较多



图表5：2021-2024年期间新造船价格显著提升



来源：公司财报，公司业绩推介材料，国金证券研究所

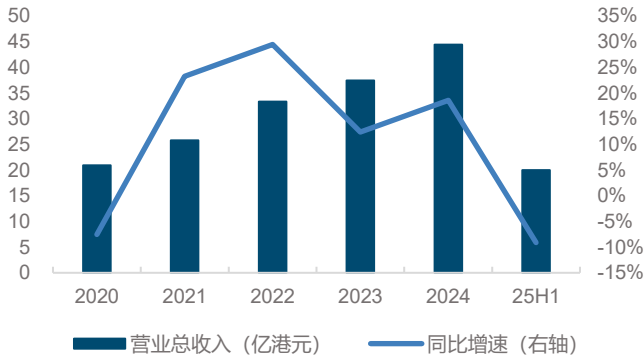
来源：克拉克森，国金证券研究所

1.4 业绩概览：业绩稳健增长，高分红属性凸显

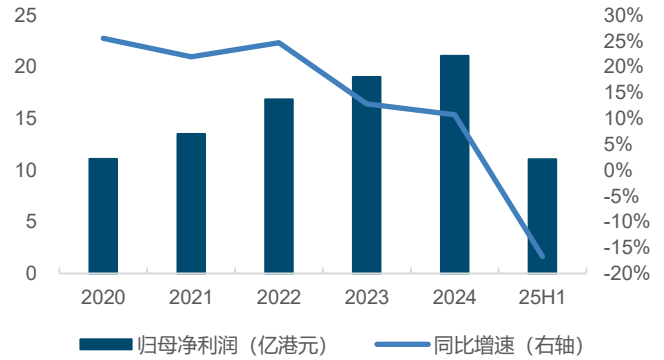
公司营业总收入从2020年的20.90亿港元增长至2024年的44.41亿港元，复合增速21%，2020年营收下滑主要是因为贸易量下降所致。归母净利润从2020年的11.09亿港元增长至2024年的21.06亿港元，复合增速为17%。25H1营业总收入因其他收入减少而同比下降，但主营业务收入同比增长2.7%至20.18亿元，增速放缓主要是因为融资租赁和贷款借款项目在24H2至25H1期间完结，导致相关收入下降；归母净利润同比下滑17%，主要是因为25年1月1日起追溯应用经济合作暨发展组织支柱二范本规则导致公司于25H1计提税项开支1.4亿港元。



图表6: 公司营业总收入稳健增长



图表7: 25H1 归母净利润受“支柱二”影响同比下滑

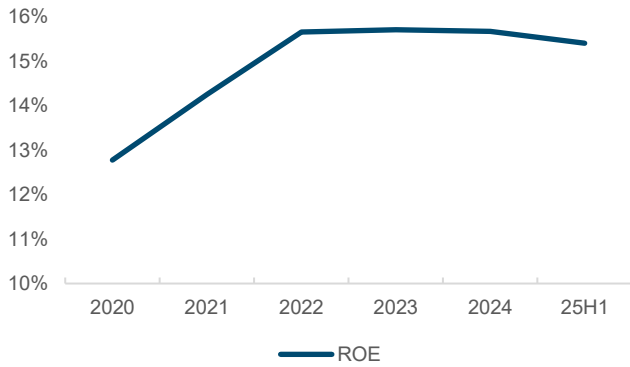


来源: 公司财报, 国金证券研究所

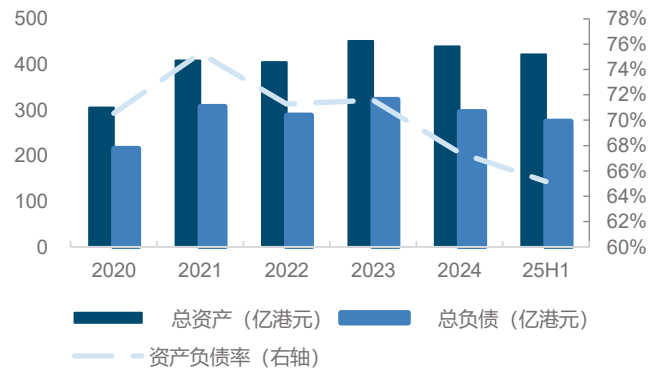
来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司盈利能力较强, 25H1ROE (年化值) 为 15.4%。公司总资产规模及资产负债率与周期性相关, 2019-2021 年公司于造船价低时新增较多订单, 资产规模及杠杆呈扩张态势。顺周期时, 公司减少新增订单数, 资产规模稳中小幅下降, 资产负债率也有所改善, 25H1 末资产负债率为 65.2%。

图表8: 公司盈利能力稳定在 15%左右



图表9: 公司资产负债率逐步改善

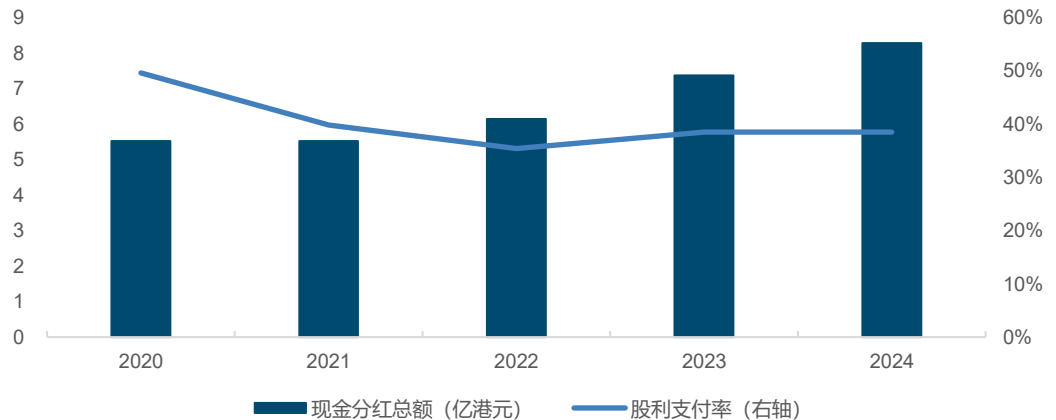


来源: wind, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

公司具备高分红属性, 现金分红总额呈上升趋势, 2024 年分红 8.28 亿港元, 股利支付率保持在 40%左右, 对应股息率常年在 8%以上。

图表10: 公司具备高分红属性



来源: 公司业绩推介材料, 国金证券研究所



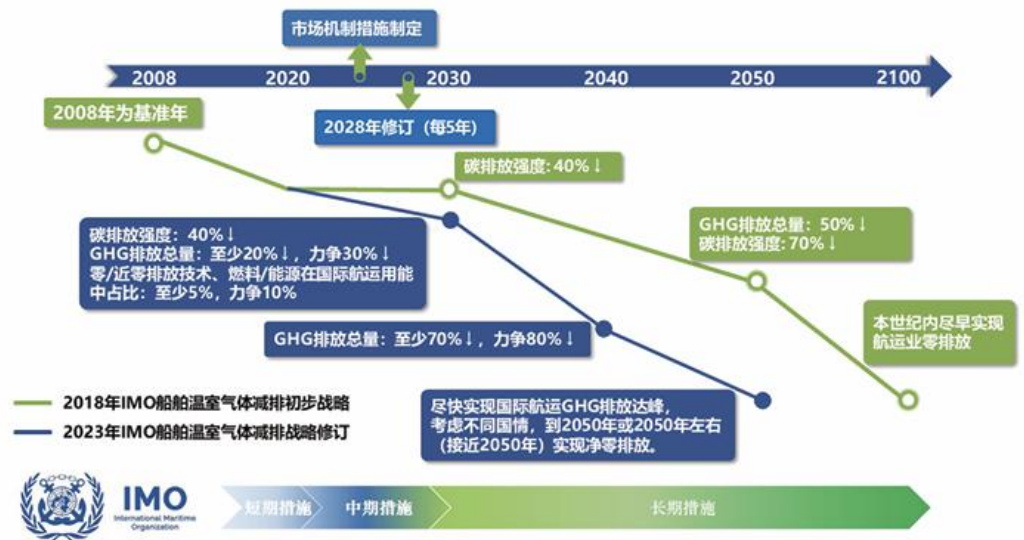
二、行业概况：船舶老龄化加剧、环保要求加强催生置换需求

2.1 环保政策、新老更替带来置换需求

全球船队老龄化加剧带来置换需求。根据《中国远洋海运》披露，截至2025年1月，全球干散货船中船龄为21年或以上的船舶数量占比13%，船龄在16-20年的占比16%，其中老化最严重的灵便型船平均船龄为13.5年。全球油轮船中船龄为21年及以上的船舶数量占比18%，船龄在16-20年的占比29%，其中MR1型油轮老化严重，平均船龄为17.1年。

环保政策推动船舶更新。国际海事组织（IMO）于2020年在全球范围实施“限硫令”，设定0.5%的燃油硫含量限值。IMO于2023年通过《2023年船舶温室气体减排战略》，该战略确立国际航运业2030年前碳强度较2008年降低至少40%；温室气体排放需在接近2050年前后实现净零排放的长期目标，并设置2030年、2040年两个节点，要求温室气体排放量较2008年分别减少20%-30%和70%-80%；到2030年零/近零温室气体燃料使用占比达5%-10%。2023年起，所有船舶必须计算能效指数EEXI和碳强度指标CII，CII分A-E五个等级，连续三年被评为D级或一年被评为E级的船舶，将必须提交一份纠正措施计划，说明如何实现C级或以上的规定指数。一方面，环保要求可带来更多船舶置换需求，倒逼老旧的高碳船退出，新增绿色型船舶；另一方面，CII标准可通过降速航行来达到，降速航行或导致需要更多船舶来维持运量。

图表11：IMO发布的《2023年船舶温室气体减排战略》与初版战略对比



来源：《航运低碳发展展望2023》，国金证券研究所。

2.2 船东对于租赁的需求及意愿有望增强

新造船价格上涨、清洁能源型船舶造价较高、低利率环境等因素有望提高船东租赁需求。根据克拉克森数据，新造船价格指数呈上升趋势，LNG、LPG等清洁能源型传播造价较高，船东若采用自有资金采购则意味着较大规模的资金占用，租赁的方式更具灵活性。我国利率呈下行趋势，2025年美联储降息三次，境内外船东的资金成本较低，在一定程度上有望提高船东的租赁意愿。

图表12：新造船价格上涨，LNG、LPG船型造价高

新造船价格		年终价, 百万美元		
		2023	2024	2025
油轮				
超大型	320,000 dwt	128	129	128
苏伊士型	157,000 dwt	85	90	86
阿芙拉型	115,000 dwt	70	75	72
中程油轮	51,000 dwt	47.5	52	49
散货船				



好望角型	182,000 dwt	67	76	75
巴拿马型	83,000 dwt	35.5	37.5	36.25
大灵便型	63,000 dwt	33	34.75	33.25
灵便型	40,000 dwt	30	30.5	29.25
液化气船				
LPG 运输船	91,000m ³	113.5	122	114.5
LNG 运输船	174,000m ³	265	260	248
集装箱船				
集装箱船	23,000 teu*	235.5	275	262
集装箱船	2,800 teu	41.25	43.5	43.25
汽车运输船	7,500 ceu~	97	97	90

来源：克拉克森，国金证券研究所

2.3 公司船舶资产价值跻身前十，盈利能力领先

根据克拉克森数据，截至 2025 年 9 月末，公司存量船舶及手持订单的资产价值在国内租赁公司（有海外客户的租赁公司，但仅有国内客户的租赁公司体量较小，资产价值规模未进入前十，因此不影响前十的公司排名）中排名第 7，在非银行系租赁公司中排名第 2。

图表13：中国航运租赁公司排名

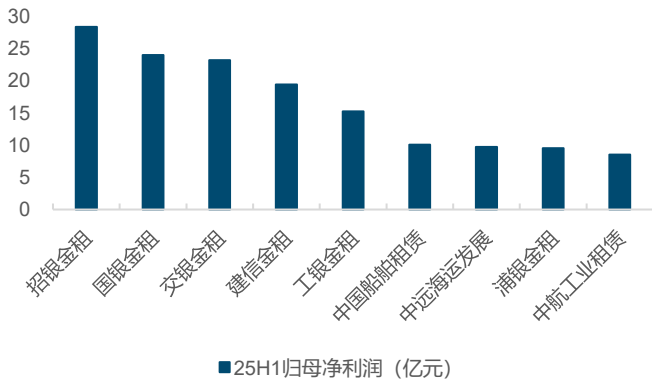
有海外客户的中国租赁公司	公司类型	金租公司	存量船舶及手持订单			
			数量	百万总吨	当前资产价值（十亿美元）	
1	交银金租	银行系	是	448	35.09	35.3
2	工银金租	银行系	是	309	23.9	23.2
3	招银金租	银行系	是	218	14.32	16.33
4	中远海运发展	行业领先	否	193	14.17	10.61
5	国银金租	银行系	是	258	12.08	11.79
6	民生金租	银行系	是	146	8.81	5.96
7	建信金租	银行系	是	91	7.4	7.99
8	中航工业租赁	行业领先	否	156	6.76	5.95
9	中国船舶租赁	船厂系	否	112	6.72	7.42
10	浦银金租	银行系	是	87	5.72	5.64
11	华融金租	投资公司系	是	77	4.43	2.68
12	光大金租	银行系	是	67	3.35	3.04
13	江苏金租	合资系	是	87	3.16	2.36
14	北银金租	银行系	是	37	2.94	1.84
15	华夏金租	银行系	是	70	2.92	2.77
16	深圳租赁	合资系	否	65	2.76	2.5
17	招商租赁	行业领先	否	49	2.55	2.29
18	浙银金租	银行系	是	78	2.33	2.03
19	中银金租	银行系	是	37	2.22	2.33
20	船海经纪	船厂系	否	14	1.46	1.11

来源：克拉克森，国金证券研究所

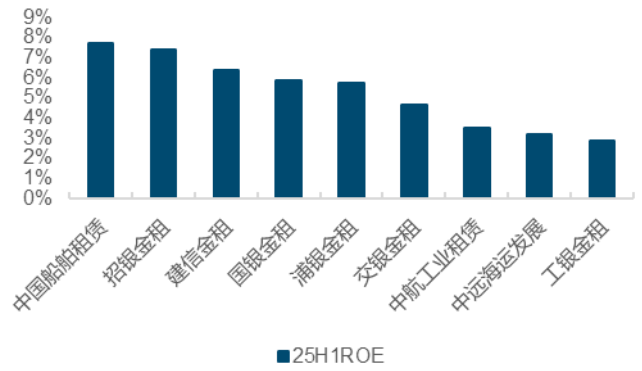
在前十的船舶租赁公司中（民生金租未披露 25H1 财务数据），中国船舶租赁的利润排名第 5，主要是银行系金租公司资金体量庞大且经营包括船舶、飞机等在内的多元化租赁业务所致。盈利能力来看，25H1 公司未年化 ROE 排名第 1。



图表14：公司利润规模低于大型银行系金租公司



图表15：公司盈利能力在我国船舶租赁公司中领先



来源：wind，国金证券研究所 注：单位为人民币。

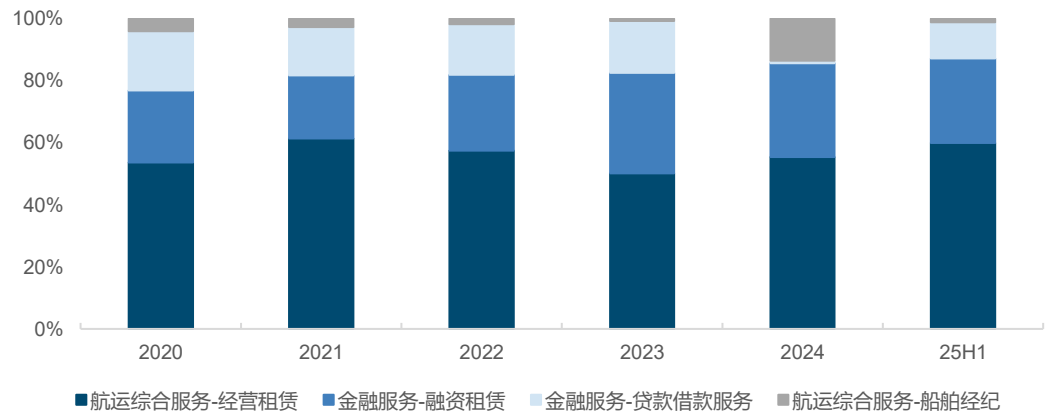
来源：wind，国金证券研究所

三、核心优势：业务多元、运营能力强、资金成本低

3.1 核心优势一：多元的业务结构

公司主要业务分为航运综合服务、金融服务两大类，具体可拆分成经营租赁业务、融资租赁业务、贷款借款服务业务、船舶经纪业务四个细分业务，其中经营租赁、融资租赁是公司的核心业务。25H1 经营租赁、融资租赁、贷款借款、船舶经纪收入占比分别为60%/27%/12%/1%，租赁相关收入占比8-9成。

图表16：公司收入主要来源于经营租赁与融资租赁业务

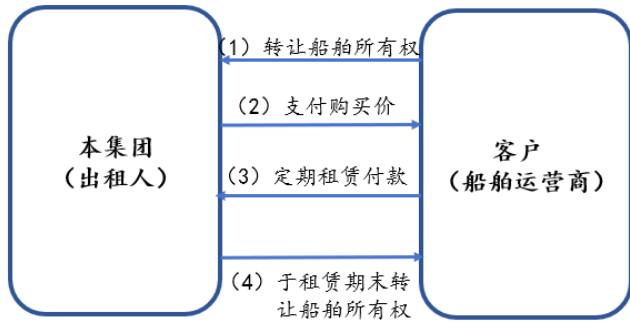


来源：公司财报，国金证券研究所

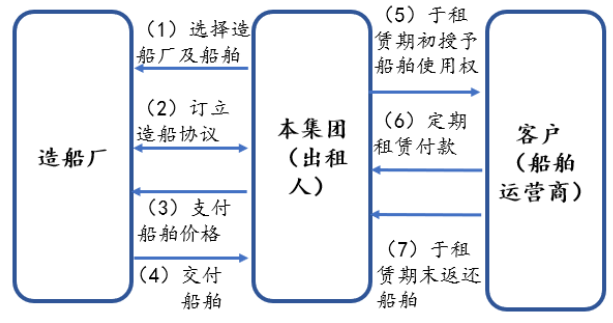
经营性租赁模式下，出租人在规定期间内向承租人（船舶运营商）授予使用资产的权利，并且收取定期租赁付款。融资性租赁模式下，出租人根据承租人（船舶运营商）的要求选择购买资产（直接融资租赁）或从承租人处购买资产（售后回租），然后将其出租给船舶运营商并收取定期租赁付款，所有权发生转移。2024 年公司经营租赁船舶、融资租赁船舶分别为 71、51 艘。



图表17: 融资租赁商业模式



图表18: 经营租赁商业模式

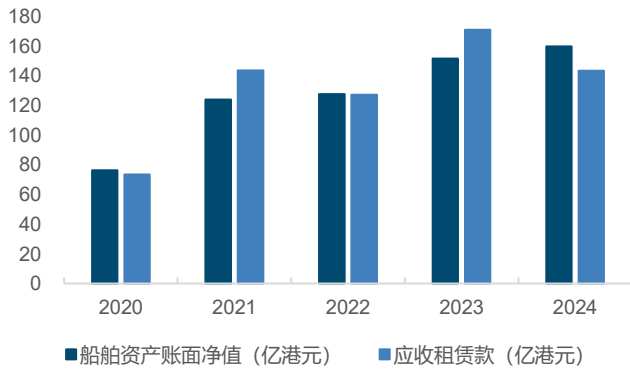


来源：公司招股书，国金证券研究所

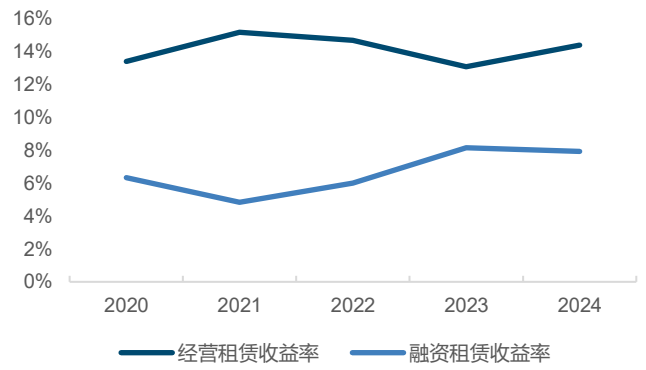
来源：公司招股书，国金证券研究所

核心租赁业务稳步扩张。量方面，公司船舶资产净值、应收租赁款规模均稳步增长，2020-2024 复合增速均为 20%。价方面，测算 2024 年经营租赁收益率及融资租赁收益率分别为 14.4%/7.8%，公司历史收益率保持稳定，5 年均值分别为 14.1%/6.6%。

图表19: 公司船舶资产净值、应收租赁款稳步增长



图表20: 公司经营、融资租赁收益率整体保持稳健

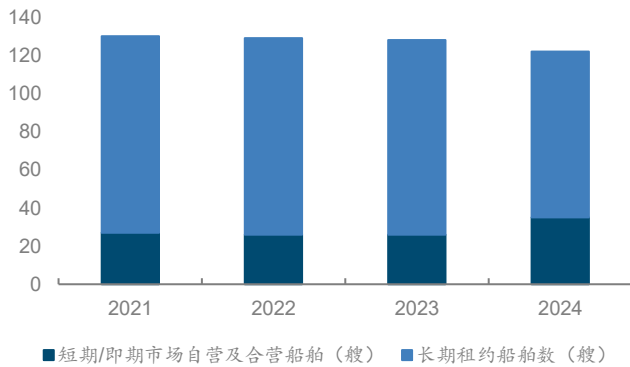


来源：公司财报，国金证券研究所

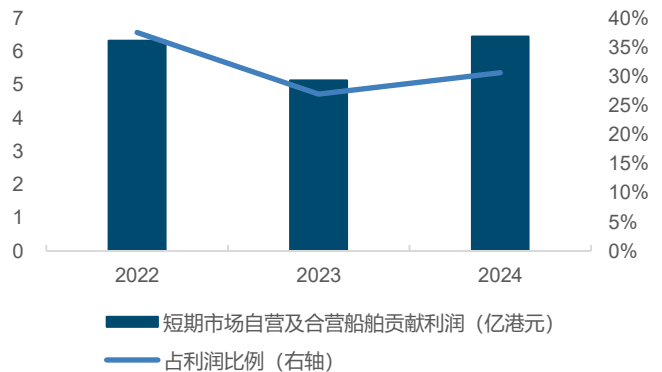
来源：公司财报，国金证券研究所

公司租约以长期性为主，25H1 末公司一年期以上租约平均剩余租期为 7.64 年，为公司未来收入增长带来确定性。除了长期租约带来稳定性较强的租赁相关收入以外，公司也有部分弹性收益。凭借专业的行业知识，公司会将部分自营、合营船舶投入即期、短期市场运营，2021-2024 年航运景气度较高，公司短期运营的船舶数量从 27 艘增加至 35 艘，对利润的贡献比例约 30%。

图表21: 公司保留部分弹性业务所用船舶



图表22: 公司弹性业务利润贡献约 30%

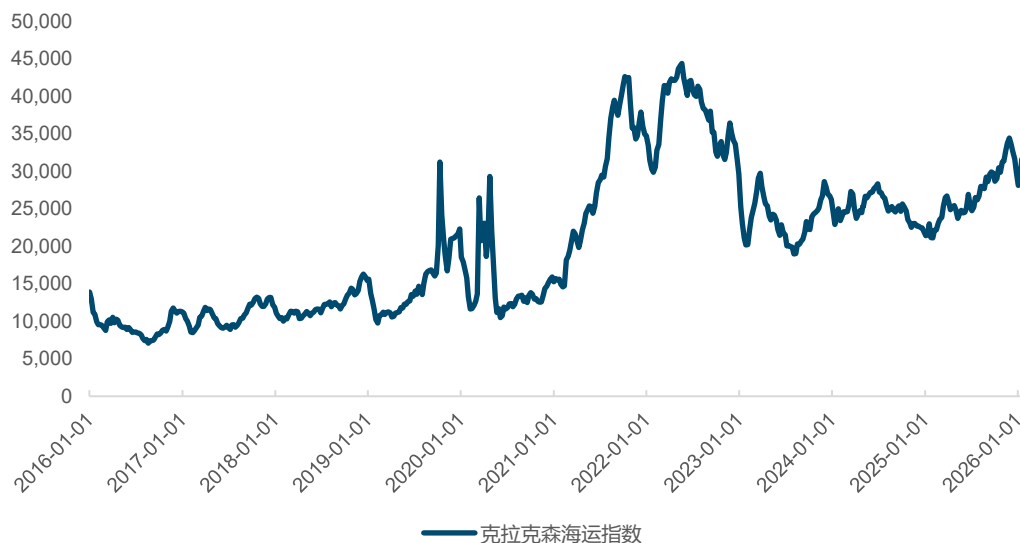


来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所



图表23: 2021年以来海运行业景气度上行

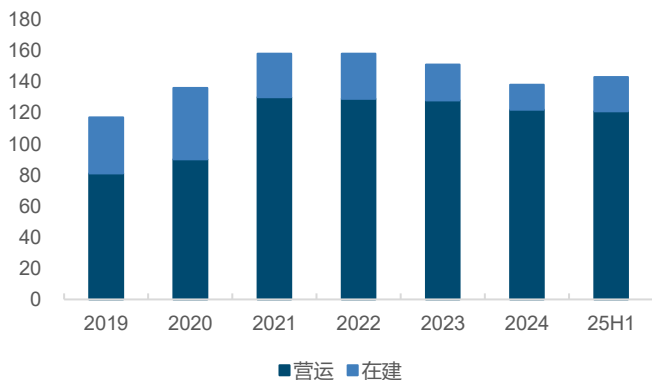


来源: 克拉克森, 国金证券研究所

3.2 核心优势二: 领先的船队运营

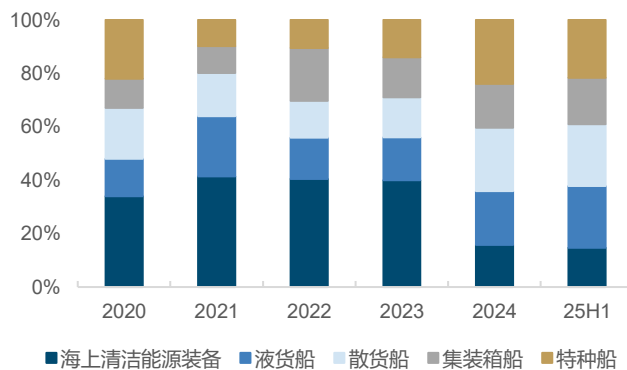
公司船队组合具备多元化、高价值、年轻化等特点。截至 25H1 末, 公司船队规模达 143 艘, 包括 121 艘运营及 22 艘在建。从类型来看, 海上清洁能源装备、集装箱船、液货船、散货船、特种船合同金额占比分别约为 14.7%/17.4%/23.1%/23.1%/21.7%。根据克拉克森数据, 中国航运租赁公司中覆盖所有船型的公司仅 4 家, 公司是其中之一。2024 和 25H1 公司新签造船订单中, 中高端船型占比 100%。

图表24: 公司营运船队规模保持较高水平



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 单位为艘。

图表25: 公司船队结构多元化



来源: 公司财报, 国金证券研究所 注: 按合同金额占比。

公司较早开始前瞻布局清洁能源装备, 顺应行业重视环保的发展趋势。2015 年公司与天津西南海运合资建造 2+2 条 8.5 万立方 VLGC 项目, 这是公司首次进入清洁能源海上装备领域, 也成为境内最早踏入航运清洁能源领域的租赁公司。目前, 公司已经在清洁能源全产业链布局。根据克拉克森数据, 截至 2025 年 9 月, 公司节能型船舶数量占比为 91%, 远高于中国航运租赁行业 67% 的占比, 该占比在船舶数量前十的租赁商中排名第二。公司的绿色化转型能够更有利地应对脱硫、减排等环保政策的要求, 此外还能享受绿色型船舶租金溢价的红利。

图表26: 公司节能型船舶数量占比领先

中国租赁公司	节能型船占比	安装脱硫塔船舶		燃料类型 (不包含燃料预留船舶)				
		存量船舶	手持订单	常规燃料	LNG	LPG	甲醇	其他替代燃料
1 交银金租	79%	39%	15%	76%	20%	3%	0%	1%
2 工银金租	78%	37%	14%	82%	17%			1%

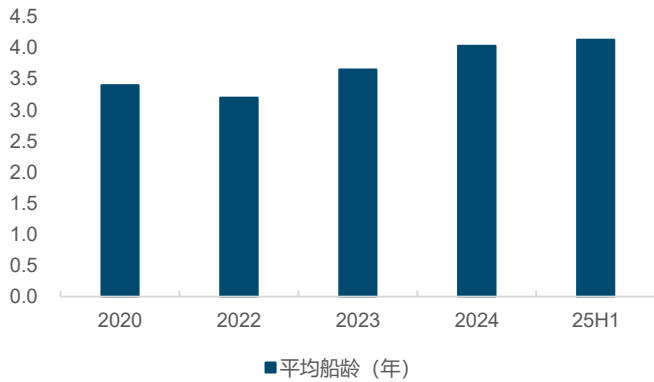


3	国银金租	73%	21%	36%	90%	7%			3%
4	招银金租	81%	33%	4%	75%	21%	3%		2%
5	中远海运发展	60%	29%	79%	95%	1%			4%
6	中航工业租赁	76%	29%	31%	96%	3%			1%
7	民生金租	64%	25%		97%	1%			1%
8	中国船舶租赁	91%	29%	50%	83%	12%	4%	2%	
9	建信金租	93%	48%	21%	73%	20%	1%	4%	2%
10	江苏金租	51%	13%		95%	2%	1%		1%

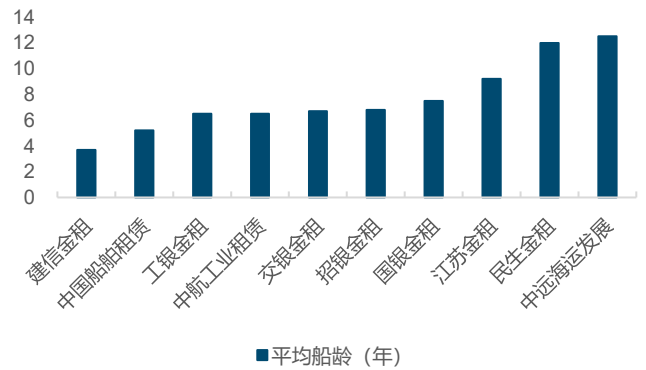
来源：克拉克森，国金证券研究所

公司平均船龄较低，25H1 末为 4.13 年，低于可比同业。根据克拉克森数据，截至 2025 年 9 月末，船舶数量排名前十的公司中，公司平均船龄为第二低。新船普遍符合 CII、EEXI 等环保要求，且维护成本更低，对优质客户的吸引力强。

图表27：公司平均船龄在 4 年左右



图表28：公司平均船龄低于可比同业



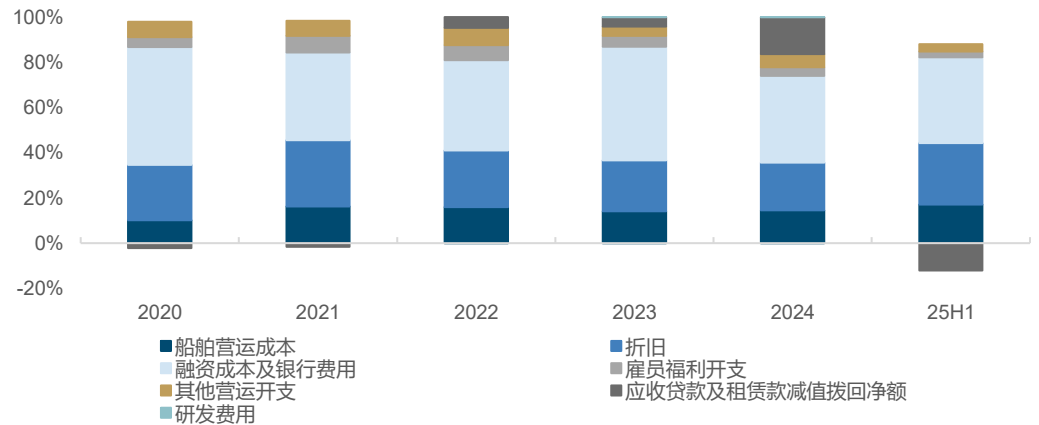
来源：公司财报，国金证券研究所

来源：克拉克森，国金证券研究所 注：平均船龄基于 1000 总吨以上已交付船舶进行计算。

3.3 核心优势三：较低的资金成本

公司核心成本费用包括融资成本、折旧、船舶运营成本等，25H1 这三项占比分别为 50%/36%/23%。公司折旧采取直线法，船舶折旧率稳定在 3.3% 左右。船舶运营成本主要是经营租赁安排运营船舶的相关开支，主要受船舶数量影响。融资成本主要包括债券、银行借款、其他借款的利息和费用，与公司的融资策略、信用评级等因素相关。

图表29：公司的主要成本费用项为融资成本及折旧



来源：公司财报，国金证券研究所

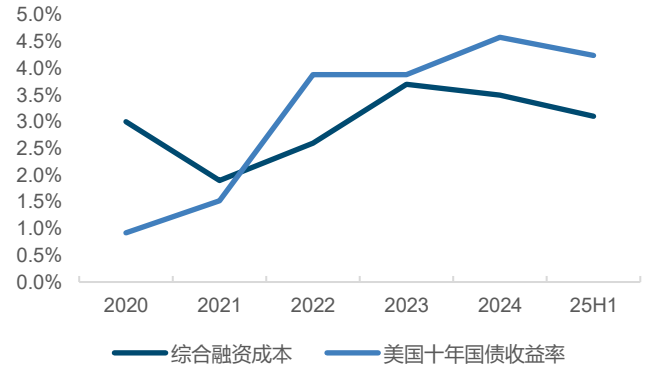
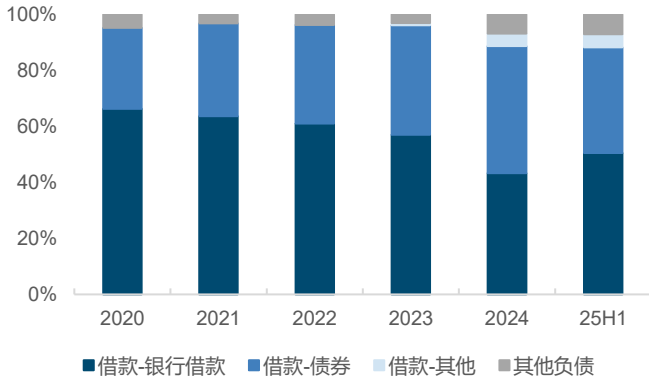
公司计息负债包括银行借款、债券、其他借款等，25H1 末银行借款、债券、其他借款占比分别为 51%/38%/5%。得益于实力雄厚的控股股东以及稳健的经营业绩，公司信用评级较高，25H1 惠誉及标普评级均为 A-，因此公司资金成本低于行业水平。



公司大部分负债以浮动利率和美元计价，因此公司资金成本走势与美国十年国债收益率走势有较高的关联度。2022 年美联储启动加息周期以来，公司的平均资金成本由 2021 年的 1.9% 逐步上行至 2023 年的 3.7%。2024、25H1 公司资金成本下行至 3.1%，主要是因为公司把握境内利率下行机遇，采取以部分人民币和港币低息借款置换旧的美元高息借款的措施。25 年 12 月的美联储议息会议上，美联储决定把基准利率下调至 3.5%—3.75%，25 年内第三次降息，累计降息 75bps，未来公司的平均资金成本有望继续下行。

图表30：公司负债以银行借款和债券为主

图表31：公司融资成本与美国国债走势接近



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，wind，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 41.6/43.4/45.8 亿港元，同比增速分别为 -6%/4%/5%；归母净利润分别为 21.6/23.0/24.8 亿港元，同比增速分别为 3%/6%/8%。主要项目预测如下：

图表32：公司主要项目预测

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
融资租赁收入	1,172	1,220	1,130	1,204	1,344
YoY	49%	4%	-7%	7%	12%
经营租赁收入	1,820	2,236	2,332	2,358	2,387
YoY	-1%	23%	4%	1%	1%
贷款借款利息收入	606	545	475	501	555
YoY	16%	-10%	-13%	6%	11%
船舶经纪佣金收入	28	34	40	46	53
YoY	-50%	18%	20%	15%	15%
营业收入	3,626	4,034	3,977	4,109	4,339
YoY	13%	11%	-1%	3%	6%
其他收入+其他收益净额	119	407	178	229	237
YoY	-4%	242%	-56%	28%	3%
营业总收入	3,745	4,441	4,155	4,338	4,576
YoY	12%	19%	-6%	4%	5%
归母净利润	1,902	2,106	2,165	2,303	2,482
YoY	13%	11%	3%	6%	8%

来源：公司财报，国金证券研究所

(1) 融资租赁收入：24H2、25H1 有部分融资租赁项目提前完结，因此预计 2025 年应收租赁款净值小幅下降 0.5%，假设 2026-2027 年恢复增长，同比增速分别为 15%/10%。融资租赁收益率方面，公司采用的利率与市场利率有一定关联度，因此在市场利率呈下行趋势的背景下，假设 2025-2027 年公司融资租赁收益率分别为 7.9%/7.9%/7.8%。



(2) 经营租赁收入：根据克拉克森新造船价格指数，新造船价格呈上升态势，当前造船成本不低，公司采取“逆周期投资战略”，因此预计在当前状态下新下单船舶数量会低于低价格时期，叠加出售部分老旧船舶，预计经营租赁的船舶资产账面净值保持平稳，25-27 年同比增长 1.2%/1.0%/1.4%。公司经营租赁业务的租金以固定租约为主，假设 25-27 年公司经营租赁收益率保持 14.5% 不变。

(3) 贷款借款利息收入：贷款借款业务与融资租赁业务关联度较高，预计二者规模变动趋势一致，假设 25-27 年贷款借款规模同比增速分别为 15%/10%，贷款借款利率分别为 7.8%/7.7%/7.6%。

(4) 折旧：公司折旧率保持在 3.3% 的较低水平，假设 25-27 年公司折旧率稳定在 3.3%。

(5) 融资成本及银行费用：公司负债以美元计价为主，2025 年美联储降息三次，预计资金成本有望继续下行，假设 25-27 年平均资金成本为 3.2%/3.1%/3.0%。

图表33：主要预测核心假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
船舶资产账面净值（百万港元）	15,149	15,982	16,177	16,346	16,576
经营租赁收益率	13.0%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
应收租赁款净值（百万港元）	16,527	14,332	14,260	16,407	18,048
融资租赁收益率	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%	7.8%
贷款借款净值（百万港元）	6,463	6,118	6,055	6,963	7,644
贷款借款利率	8.7%	8.7%	7.8%	7.7%	7.6%
融资成本率	3.8%	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%
船舶折旧率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

来源：公司财报，国金证券研究所 注：经营租赁收益率、融资租赁收益率、贷款借款利率、融资成本率、船舶折旧率为根据财报数据测算值。

4.2 投资建议与估值

我们采用可比估值法进行估值（市净率法），选取中国飞机租赁、中银航空租赁、渤海租赁、江苏金租等公司作为可比公司。其中，江苏金租有船舶租赁业务，中国飞机租赁、中银航空租赁、渤海租赁从事飞机租赁业务，考虑到我国其他头部船舶租赁公司未上市，且飞机租赁业务与船舶租赁业务有一定相似性，我们将这几家飞机租赁公司纳入可比公司范围，可比公司 26 年平均 PB 为 1 倍。

行业层面，船舶老龄化加剧、环保政策严格催生船舶置换需求。公司层面，背靠中国船舶集团，公司具备逆周期投资能力、领先的运营能力、较低的融资成本，ROE 优于可比公司，且具备高分红属性。我们给予公司 2026 年 1 倍 PB，对应目标价 2.64 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值表

公司代码	公司简称	收盘价	BPS (23A)	BPS (24A)	BPS (25E)	BPS (26E)	BPS (27E)	PB (25E)	PB (26E)	PB (27E)	ROE (25H1)
1848.HK	中国飞机租赁	4.87	5.82	5.68	6.27	7.05	8.83	0.78	0.69	0.55	3.34%
2588.HK	中银航空租赁	84.20	8.28	9.17	9.81	10.61	11.50	1.10	1.02	0.94	5.31%
000415.SZ	渤海租赁	4.77	4.79	5.09	4.89	5.24	5.70	0.97	0.91	0.84	-6.73%
600901.SH	江苏金租	6.47	4.12	4.17	4.46	4.80	5.18	1.45	1.35	1.25	6.48%
	平均值							1.08	0.99	0.89	2.10%
3877.HK	中国船舶租赁	2.20	2.07	2.29	2.47	2.64	2.82	0.89	0.83	0.78	7.70%

来源：wind，国金证券研究所 注：收盘价截至 2026 年 2 月 5 日，中国飞机租赁、中银航空租赁、中国船舶租赁收盘价单位为港元，渤海租赁、江苏金租收盘价单位为人民币。中国飞机租赁、中国船舶租赁 BPS 单位为港元，中银航空租赁 BPS 单位为美元，渤海租赁、江苏金租 BPS 单位为人民币。中银航空租赁、江苏金租、中国船舶租赁 BPS 为国金证券研究所预测，中国飞机租赁、渤海租赁 BPS 为 wind 一致性预期。USKHKD: 7.81, HKDCNY: 0.93。

五、风险提示

1、船舶行业景气度下行风险：行业景气度下行或导致船舶租赁需求下降、租金价格下降，



从而导致公司租赁合同减少、租赁业务收入降低。

2、利率波动风险：公司债务成本与美国国债收益率走势挂钩，若美联储降息节奏显著放缓或进入加息周期，则可能带来负债成本率上行的压力。

3、地缘政治风险：海运航线往往经过多个国家及地区，地缘政治因素可能导致公司船舶资产滞留他国及引发资产减值；若国际贸易摩擦加剧，船运需求也可能降低。


附录：报表预测摘要

资产负债表 (港币百万元)						损益表 (港币百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
于联营公司之权益	97	190	182	182	182	融资租赁收入	1,172	1,220	1,130	1,204	1,344
于合营公司之权益	1,469	1,628	1,922	2,269	2,651	经营租赁收入	1,820	2,236	2,332	2,358	2,387
物业、厂房及设备	16,227	16,394	16,869	17,295	17,777	贷款借款利息收入	606	545	475	501	555
预付款项、按金及其他应收款	1,161	214	220	226	232	船舶经纪佣金收入	28	34	40	46	53
应收贷款及租赁款	23,734	20,715	20,593	23,662	25,999	营业收入	3,626	4,034	3,977	4,109	4,339
衍生金融资产	424	405	324	340	357	其他收入+其他收益净额	119	407	178	229	237
按公允价值计入损益的金融资产	296	457	480	519	560	营业总收入	3,745	4,441	4,155	4,338	4,576
按公允价值计入其他全面收入的金 融资产	428	1,679	1,679	1,712	1,747	融资成本及银行费用	(1,106)	(1,048)	(836)	(843)	(871)
现金及现金等价物	938	1,774	1,242	1,366	1,502	应收贷款及租赁款减值拨备净额	(91)	(447)	76	(84)	(85)
其他资产合计	368	464	467	480	494	折旧	(493)	(579)	(608)	(634)	(660)
资产总额	45,144	43,921	43,978	48,052	51,501	船舶运营成本	(311)	(398)	(373)	(354)	(358)
借款	31,333	27,587	27,364	29,115	31,409	营业总支出	(2,198)	(2,739)	(1,892)	(2,034)	(2,101)
衍生金融负债	98	196	157	164	173	税前利润	1,944	2,180	2,539	2,634	2,839
租赁负债	24	348	366	384	403	所得税开支	(32)	(25)	(284)	(277)	(298)
其他负债合计	858	1,492	599	1,805	1,758	净利润	1,912	2,155	2,255	2,357	2,541
负债总额	32,314	29,623	28,485	31,469	33,743	非控股权益	(10)	(49)	(90)	(54)	(58)
股本	6,616	6,696	6,696	6,696	6,696	归母净利润	1,902	2,106	2,165	2,303	2,482
储备	6,096	7,485	8,589	9,626	10,743						
权益总额	12,830	14,298	15,492	16,583	17,758	核心指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债及权益总额	45,144	43,921	43,978	48,052	51,501	营业总收入增长率	12%	19%	-6%	4%	5%
						归母净利润增长率	13%	11%	3%	6%	8%
						每股收益	0.31	0.34	0.35	0.37	0.40
						每股净资产	2.07	2.29	2.47	2.64	2.82
						ROE	15.70%	15.66%	14.69%	14.57%	14.71%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究