

# 中国船舶租赁 (3877) \ 港股租赁业

## ——规模扩张、航运业回暖与利率下行的三重刺激

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 1.22元  
 目标价格: 1.64元

### 投资要点:

#### ➤ 中船租赁是船厂系租赁业的龙头企业

中船租赁是中船集团旗下唯一的租赁公司, 以提供各种船舶租赁解决方案为主营业务。按收入规模计算, 公司目前在全球船舶租赁行业市场份额为3.9%, 排名第四, 并在全球非银行系船舶租赁行业中排名第一。

#### ➤ 业务规模保持高速增长

2016年以来, 中船租赁的营收及净利润水平保持了较快的增长势头: 2018总收入为21.05亿元, 两年复合增长率达42.88%; 净利润为7.07亿港元, 两年复合增速达27.86%; ROE水平始终保持在10%以上。考虑到公司目前在手订单充裕, 公司仍将在未来3年保持20%左右的扩张速度。

#### ➤ 航运业回暖将提升公司船队的资产回报率

中船租赁现有船队与在手订单涵盖LNG/LPG、干散货、集装箱等多个船型, 比例较为平均, 价值合计为57.93亿美元。19-21年, 航运业回暖将促使上述船型的资产价格得到可观的提升比例, 我们预计公司的生息资产回报率将因此提升至10%左右。

#### ➤ 多渠道融资与宽松货币政策减轻公司负债成本

融资成本及银行费用是公司的最大成本, 占其18年总成本的71.54%; 银行借款是公司最大的负债项目, 占18年总负债的95.85%。公司上市后, 融资手段更加多元, 随着18年公司短期债务的大量到期及利率水平下行, 公司负债成本压力将减轻, 预计未来三年公司计息负债成本将降至3.5%左右。

#### ➤ 盈利预测与估值

预计公司2019-21年净利润水平分别为10.66亿、15.66亿和21.57亿港元, 参考四家H股上市租赁公司的平均市盈率水平, 给予19-20年平均收益7.76X PE, 对应目标市值为100.86亿港元, 股价为HK\$1.64。

#### ➤ 风险提示

利率、汇率风险、中美贸易战升级导致全球经济超预期放缓

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6136/6136
流通A股市值 (百万港元)	7486
每股净资产 (港元)	1.334
资产负债率 (%)	72.17%
一年内最高/最低 (港元)	1.407/0.902

### 一年内股价相对走势

王正成 分析师  
 执业证书编号: S0590519080001  
 电话: 0510-85607670  
 邮箱: wangzc@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收益及其他总计	1384.58	2044.99	2341.61	2870.59	3571.92
增长率 (%)	11.72%	47.70%	14.50%	43.94%	37.78%
成本总计	1062.22	1462.35	1354.00	1405.04	1514.83
经营溢利	565.26	706.52	1065.86	1565.55	2157.08
增长率 (%)	30.79%	24.99%	14.50%	22.59%	24.43%
EPS (港元/股)	0.09	0.12	0.17	0.25	0.34
市盈率 (P/E)	13.24	10.60	7.02	4.88	3.54

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	公司概况.....	4
2.	业务概览.....	5
2.1.	融资租赁业务.....	5
2.2.	经营租赁业务.....	6
2.3.	贷款服务.....	6
3.	船舶租赁业：船舶制造业、航运业与金融业之间的桥梁.....	7
3.1.	解决行业痛点.....	7
3.2.	航运市场概览.....	7
3.3.	船舶融资市场格局.....	9
4.	公司经营情况.....	10
4.1.	ROE 与利润增速保持较高水平.....	10
4.2.	公司船型种类齐全、规模增速较为可观.....	12
5.	双重催化：船队升值、降息受益.....	13
5.1.	净息差决定公司的盈利水平.....	13
5.2.	限硫令实施将推升船舶价值.....	14
5.3.	租赁资产受益于全球降息周期.....	16
6.	盈利预测与估值.....	17
6.1.	基本假设与盈利预测.....	17
6.2.	可比公司与估值.....	18
7.	风险提示.....	19

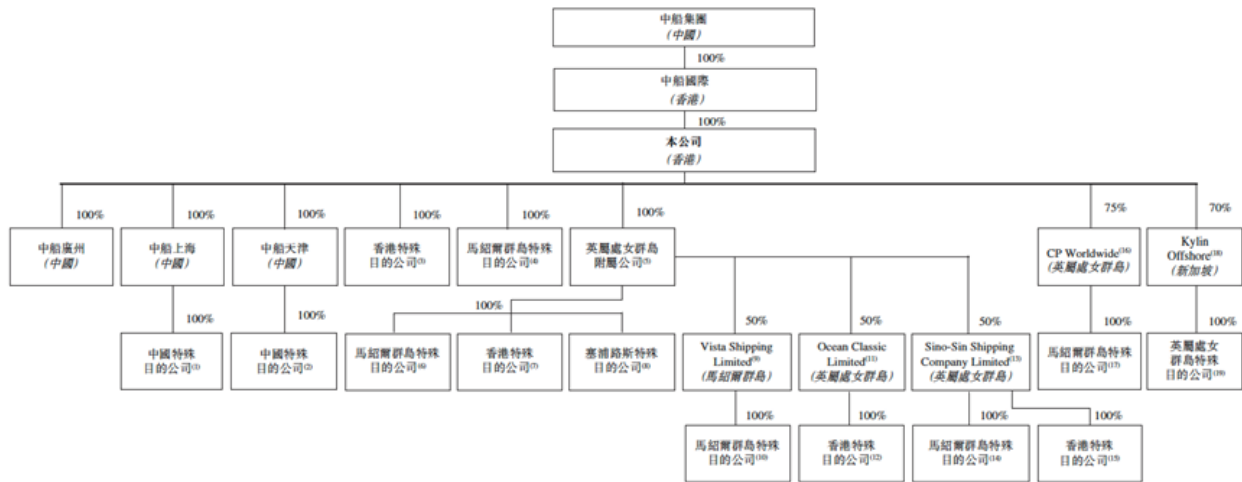
## 图表目录

图表 1: 中船租赁上市前的股权架构.....	4
图表 2: 中船租赁发展历程.....	4
图表 3: 中船租赁收入结构 (千港元) .....	5
图表 4: 2018 年中船租赁各项收入占比 (千港元, %) .....	5
图表 5: 直接融资租赁业务.....	6
图表 6: 售后回租业务.....	6
图表 7: 经营租赁业务.....	6
图表 8: 船舶租赁业的上下游供应链.....	7
图表 9: 克拉克森航运景气指数.....	8
图表 10: 2013-2020 年 (预测) 全球散货船交付、新接订单与手持订单量 (右轴) .....	8
图表 11: 2013-2020 年 (预测) 全球集装箱船交付、新接订单与手持订单量 (右轴) ..	8
图表 12: 2013-2020 年 (预测) 全球液货船交付、新接订单与手持订单量 (右轴) .....	9
图表 13: 2016-2018 中国租赁公司投放额 Top10 (亿美元) .....	10
图表 14: 中船租赁营收与净利润 (百万港元) 及其增速 (右轴) .....	11
图表 15: 中船租赁 ROA 与 ROE (右轴) 情况.....	11
图表 16: 2018 年中船租赁收入结构 (千港元, %) .....	11
图表 17: 2018 年中船租赁成本结构 (%) .....	11
图表 18: 2016-2018 年中船租赁资产负债率 (%) 与杠杆率 (%) 变化.....	12
图表 19: 2016-2018 年中船租赁生息资产收益率 (%) 与计息负债平均成本 (%) 变化	12
图表 20: 现有船队+在手订单船型结构 (按价值, 百万美元) .....	13
图表 21: 各类船型的平均单价 (百万美元) .....	13
图表 22: 公司船队交付时间表.....	13
图表 23: 2016-2018 年中船租赁生息资产收益率 (%) 与计息负债平均成本 (%) .....	14
图表 26: IMO 限硫排放进程.....	14
图表 27: 新老 VLCC 耗油量及运营成本差异.....	14
图表 28: 高低硫油价差显著拉开.....	15
图表 29: 19-22 年 LPG 各船型资产价值变化预测.....	15
图表 30: 19-22 年散货船各船型资产价值变化预测.....	15
图表 31: 19-22 年液货船各船型资产价值变化预测.....	16
图表 32: 19-22 年集装箱船各船型资产价值变化.....	16
图表 33: 美元伦敦银行同业拆息 (Libor) .....	16
图表 34: 中船租赁平均融资成本 (%) .....	16
图表 35: 利润预测表 (百万港元) .....	17
图表 36: 香港上市的四家租赁业公司估值对比.....	18
图表 37: 利润预测表 (百万港元) .....	19

## 1. 公司概况

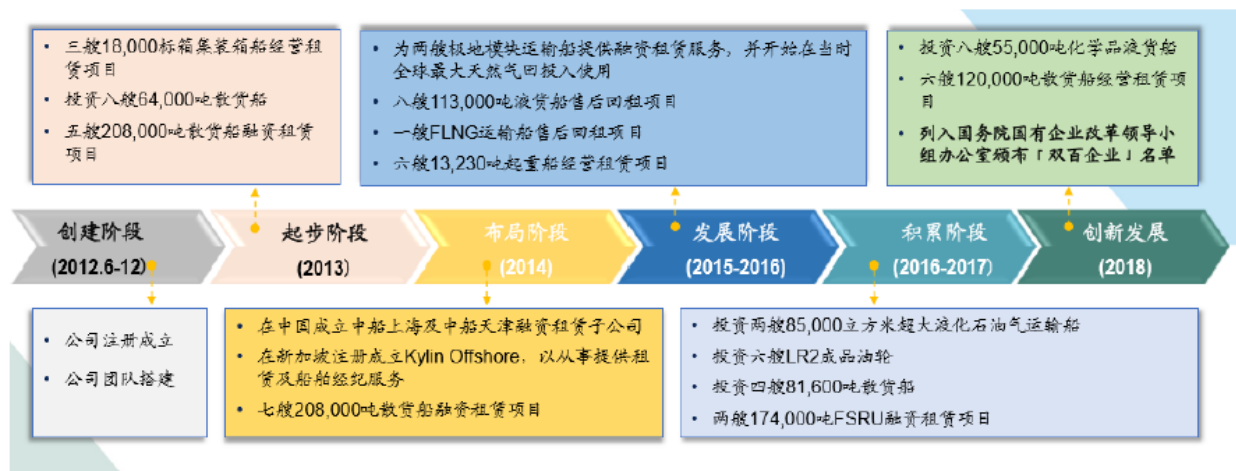
中船租赁于2012年于香港注册成立，是中船集团旗下唯一的租赁公司，凭借母公司在造船领域的领先地位以及公司本身对于航运业的独到见解，公司以提供各种船舶租赁解决方案为主要业务，近年来业务规模保持了较快的增长势头。根据2018年的收入规模计算，公司在全球船舶租赁行业排名第四，市场份额为3.9%，并在全球非银行系船舶租赁行业中排名第一。公司上市前的股权架构如下：

图表 1：中船租赁上市前的股权架构



来源：公司申报材料，国联证券研究所

图表 2：中船租赁发展历程



来源：公司公告，国联证券研究所

公司的控股股东为中船集团，拥有 47 家附属公司、152 家特殊目的公司以及三家合营公司。按照行业惯例，公司使用特殊目的公司拥有及租赁船舶，每一家特殊目的的公司通常对应于一艘船舶和租赁协议，并由附属及合营公司中的中桥航运、中船

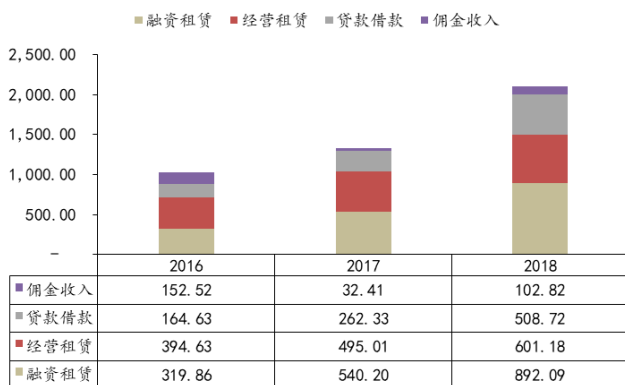
上海、中船天津、Kylin Offshore 为客户提供租赁、贷款服务和船舶经济服务等主要业务。2019 年 5 月，公司发行总股本 1,534.02 百万股，募集资金额约为 20.56 亿港元。上市后，中船集团仍为中船租赁的最大股东，间接持有 75% 的权益。

## 2. 业务概览

公司的核心业务为船舶租赁业务，包括融资租赁业务、经营租赁业务，此外公司还向客户提供船舶经纪和贷款服务。从 2018 年的收入结构来看，融资租赁、经营租赁、贷款借款、佣金收入占比分别为 42.38%、28.56%、24.17% 和 4.89%。

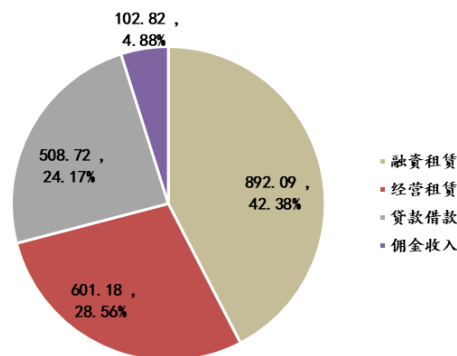
公司近三年的收入结构拆解如下：

图表 3: 中船租赁收入结构 (千港元)



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 4: 2018 年中船租赁各项收入占比 (千港元, %)



来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.1. 融资租赁业务

融资租赁是指出租人根据船舶运营商的特定要求以及对船厂的选择，向船厂购买船舶并租给船舶运营商的服务，租赁期一般在 5-10 年左右。融资租赁可分为直接融资租赁和售后回租两种模式：

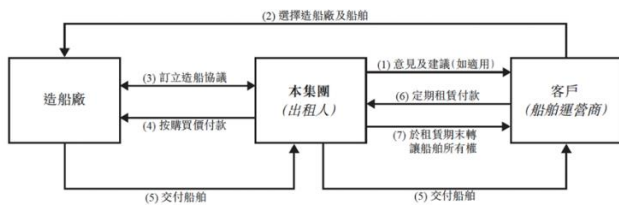
#### ➤ 直接融资租赁

在直接融资租赁协议中，公司为客户提供建议以协助其选择船舶，并根据客户对船舶建造的具体要求订立造船协议，之后便将船舶租赁于客户并收取租赁费作为回报。在租借期满后，客户将有义务按照固定的价格购买该租赁的船舶。租赁船舶的所有权在租借期满后未转让给客户前仍属于公司：

#### ➤ 售后回租

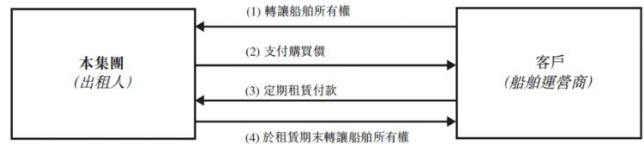
在售后回租协议中，公司按照议定的价格从客户处购买船舶，随后将该船舶回租给客户并以收取定期租赁付款作为回报。租赁船舶的所有权在租借期满后未转让给客户前仍属于公司（出租方）。

图表 5：直接融资租赁业务



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 6：售后回租业务



来源：公司公告，国联证券研究所

## 2.2. 经营租赁业务

经营性租赁服务是指出租人根据市场需求选择船舶并将其出租给船舶运营商的服务。经营租赁可进一步分为光船租赁与定期租船。

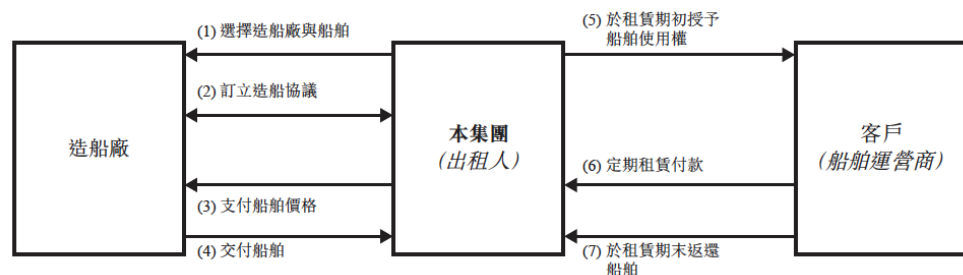
### ➤ 光船租赁

在光船租赁中，有关船员的雇佣和船舶的经营管理由船舶运营商负责，租赁期一般为 9-15 年

### ➤ 定期租船

在定期租船中，公司负责支付船员雇佣及船舶管理的相关费用，租赁期一般是 6 个月至 1 年。

图表 7：经营租赁业务



来源：公司公告，国联证券研究所

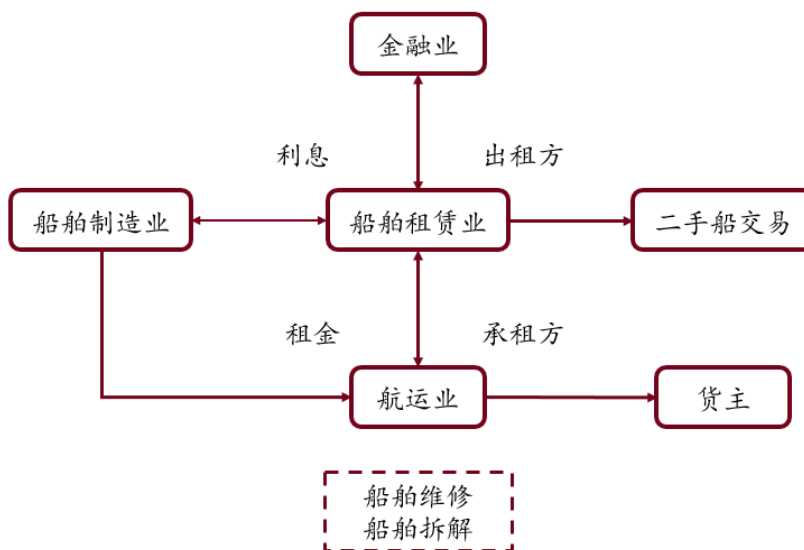
## 2.3. 贷款服务

公司还在日常业务中提供贷款服务,包括船舶交付前贷款、担保贷款和保理服务。公司贷款服务所收取的利率通常在每年 5%至 15%之间。

### 3. 船舶租赁业：船舶制造业、航运业与金融业之间的桥梁

船舶租赁公司一方面通过银行贷款、发债等渠道批量获取低成本资金购置客户所需要的船舶；另一方面将这些船舶通过融资租赁或经营租赁的方式出租给航运公司，取得息差收入。在需要时，船舶租赁公司也可对标的船舶进行二次出售，或进行残值处理。

图表 8：船舶租赁业的上下游供应链



来源：国联证券研究所

#### 3.1. 解决行业痛点

船舶租赁业的生存之道在于解决的航运企业购买船舶成本高昂、现金流影响较大等问题。

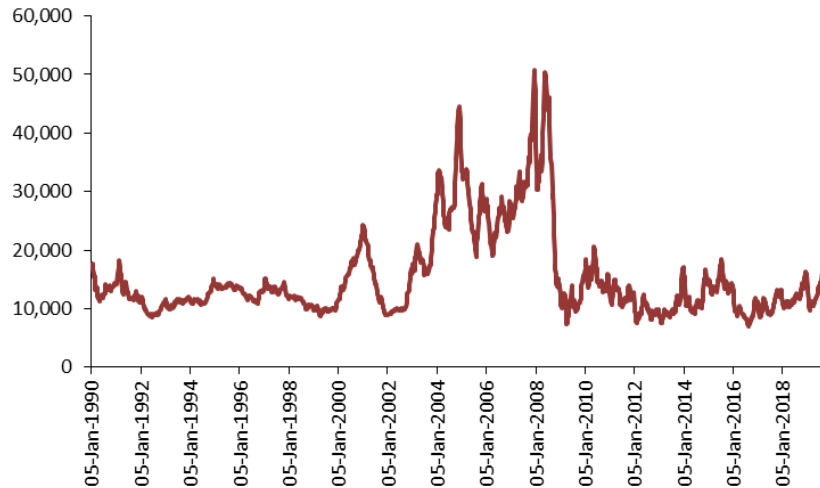
- 1) 通过船舶租赁的形式，航运公司无需支付高昂成本购买船舶，只需要按照固定周期支付少量租金；
- 2) 船舶租赁的方式有利于公司稳定现金流，降低公司资产负债水平，从而达到提升公司信用评级的目的。而提升信用评级对于降低公司融资成本至关重要；
- 3) 降低购买船舶带来的风险。如遇经济周期下行，运费大幅下滑，航运公司可以灵活调整船队，必要时退租，而选择支付违约金。

#### 3.2. 航运市场概览

世界贸易量的 80% 以上来自海上贸易，主要涵盖散货、集装箱、原油、石油产

品等货物的海上运输，是国际贸易的重要组成部分，也与国家及区域的经济紧密相关。散货船、集装箱船及液货船是全球航运市场的主要船舶类型。在历经了 2003 年至 2007 年的市场繁荣之后，航运业开始了长达 10 年的大规模去产能进程。

图表 9: 克拉克森航运景气指数

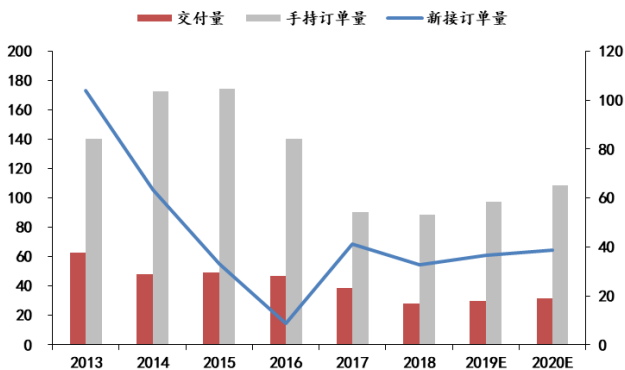


来源：国联证券研究所

2017 年以来，随着全球经济的回升、航运业内部落后产能的淘汰和海事环保组织 (IMO) 公约对于船舶供给量的有效约束，全球航运业开始逐步回暖。散货船、集装箱船及液货船的订单回升。

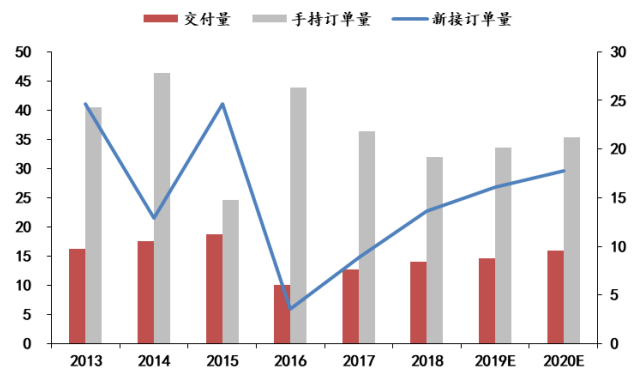
据 Frost & Sullivan 测算，世界海运贸易量将从 2018 年的 11901 百万吨增长到 2022 年 14,255 百万吨，复合增长率为 4.6%。此外，海洋工程装备包括 FLNG、FRSU 等尖端海洋 LNG 开采平台则具有高技术、高投入、高产出及高附加值的特点，在为经济发展助力的同时也能带来丰厚的投资回报。

图表 10: 2013-2020 年 (预测) 全球散货船交付、新接订单与手持订单量 (右轴)



来源：Frost & Sullivan, 国联证券研究所

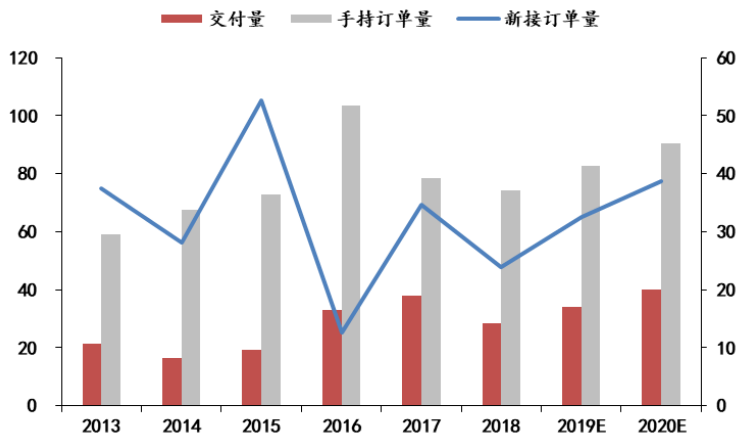
图表 11: 2013-2020 年 (预测) 全球集装箱船交付、新接订单与手持订单量 (右轴)



来源：Frost & Sullivan, 国联证券研究所



图表 12: 2013-2020 年 (预测) 全球液货船交付、新接订单与手持订单量 (右轴)



来源: Frost & Sullivan, 国联证券研究所

### 3.3. 船舶融资市场格局

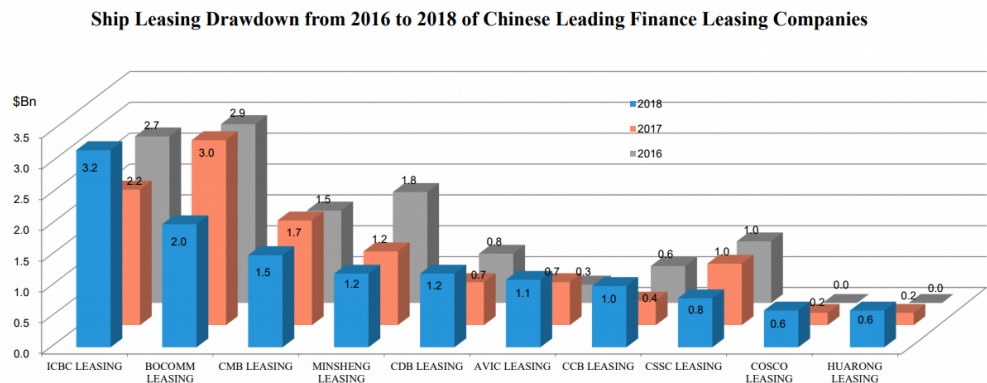
全球船舶租赁行业较为分散。2018 年, 全球共有 400 家船舶租赁公司, 前五大船舶租赁公司的市场份额约为 24.5%。

金融危机以来, 全球船舶融资格局已经发生了显著的变化。作为船舶融资业务传统渠道的欧洲银行面临着诸多外部压力, 例如资本充足率的上升、银行监管法规的趋严和航运市场衰退导致的大额计提的资产减值损失或减值准备。2016 年散货航运市场的萎靡更加剧了欧洲银行的放贷紧缩趋势, 有些银行甚至完全退出了船舶融资市场, 进一步减弱了欧洲银行整体信贷投放能力。

与之对应的是, 是近年来逐渐成为重要海运融资渠道的中国金融机构。08 年以来, 中国本地银行和拥有造船业务的大型集团公司开始设立租赁企业以从事船舶融资租赁业务。据 Clarkson 测算, 截止 2019 年 3 月底, 中国租赁公司在 2018 年全球船舶交易项目 (包括新造船和二手船) 中共占据了 14% 的市场份额, 共租赁船舶 1,500 艘左右 (总计 7,421 万总吨), 资产总规模达 527 亿美元。而大型集装箱船和散货船是中国租赁公司最青睐的船型, 分别占中国租赁船队总价值的 24% 和 29%。

中国租赁公司参与的国际项目的目标客户为“一流公司”和主要货主 (前十大客户以总吨计占租赁船队总规模的 44%), 我们认为中船租赁的经营策略也与之相仿; 即与传统银行相比, 为这些公司提供更长的贷款期限和较高的杠杆比例。事实上, 85% 以上的中国租赁项目杠杆率超过 80%, 而 86% 的租赁期限在 7 年及以上。这些服务是大多数船舶融资银行无法提供的。

图表 13: 2016-2018 中国租赁公司投放额 Top10 (亿美元)



来源: SMARINE, 国联证券研究所

中资租赁的资金来源主要有两种:

1) 通过母公司的强大资信以船舶抵押贷款的方式从银行来筹借资金。在本地政策性银行和欧洲银行的支持下, 中国租赁公司能拿到更低利率的贷款。2018 年, 中国进出口银行向中资租赁公司提供了约 10 亿美元的船舶抵押贷款; 北德意志州银行向中资租赁公司提供了总额约 3 亿美元的船舶抵押贷款; 其他提供贷款的外资银行还包括法国巴黎银行、法国农业信贷银行、法国兴业银行、德国交通信贷银行、德国复兴信贷银行、渣打银行和韩国产业银行等, 传统船舶融资银行借道租赁公司进入国际航运业的模式日趋成熟。

2) 通过国际债券市场发行美元债券, 例如交银租赁在 2018 年 1 月成功发行美元债券募集 15 亿美元, 工银租赁在 2018 年 5 月成功发行美元债券募集 15 亿美元, 建信租赁在 2018 年 7 月成功发行美元债券募集资金 5 亿美元, 中航租赁在 2018 年 11 月成功发行美元债券募集资金 3.5 亿美元。

## 4. 公司经营情况

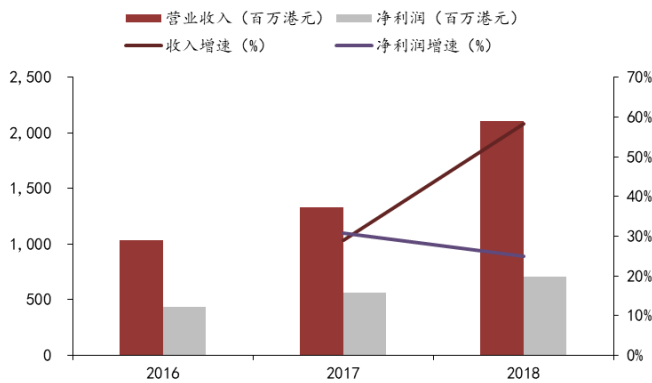
### 4.1. ROE 与利润增速保持较高水平

自 2016 年以来, 中船租赁的营收及净利润水平保持了较快的增长势头: 总收入由 2016 年的 10.31 亿港元, 增长至 2018 年的 21.05 亿元, 两年复合增长率达 42.88%; 净利润由 2016 年的 4.32 亿港元, 增长至 2018 年的 7.07 亿港元, 两年复合增速达 27.86%, 近三年的净利率分别达 34.87%、40.83%、34.55%。总收入及净利润的增长主要来源于公司船队规模的扩张。

2016 年-2019 年, 中船租赁的平均资产回报率 (ROA) 分别为 1.5%、1.9%和

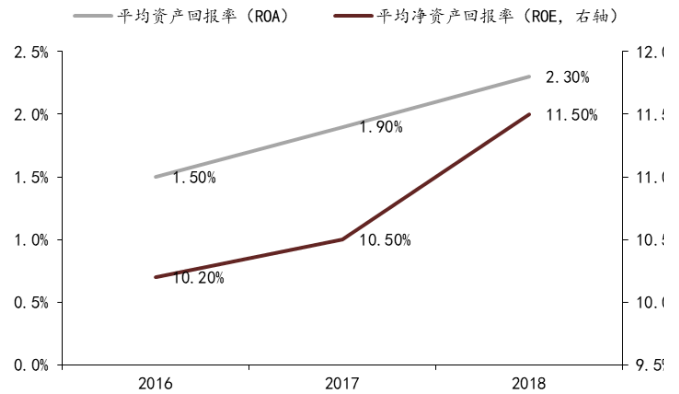
21.3%；平均净资产回报率（ROE）分别为 10.2%、10.5%和 11.5%。在建船舶完工交付后进入付款周期使得公司的运营效率不断提升。

图表 14：中船租赁营收与净利润（百万港元）及其增速（右轴）



来源：公司公告，国联证券研究所

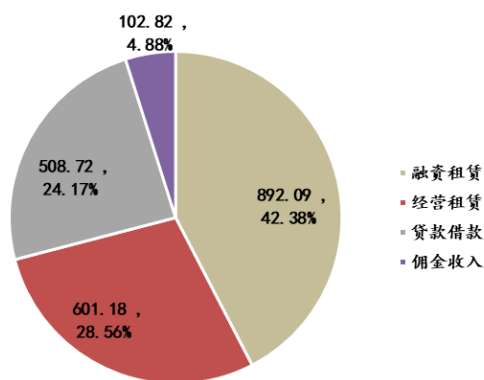
图表 15：中船租赁 ROA 与 ROE（右轴）情况



来源：公司公告，国联证券研究所

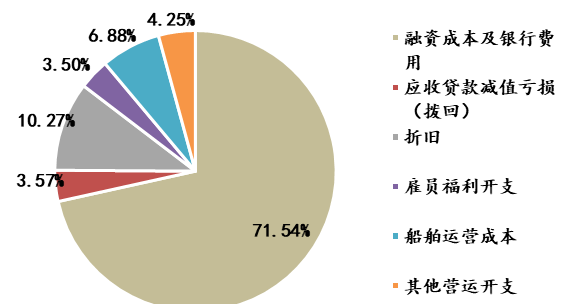
中船租赁的主要收入来源于租赁及贷款收入，另有小部分的佣金收入。从 2018 年的收入结构看，融资租赁、经营租赁、贷款借款、佣金收入占比分别为 42.38%、28.56%、24.17%和 4.89%。公司的主要成本包括融资成本及银行费用、应收贷款减值亏损或拨回、折旧、雇员福利开支、船舶运营成本及其他。从 2018 年的成本结构来看，融资成本及银行费用是公司的第一大成本，占其总成本的 71.54%，而随着经营性租赁规模的扩大，公司的折旧成本比例也达 10.27%。

图表 16：2018 年中船租赁收入结构（千港元，%）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 17：2018 年中船租赁成本结构 (%)

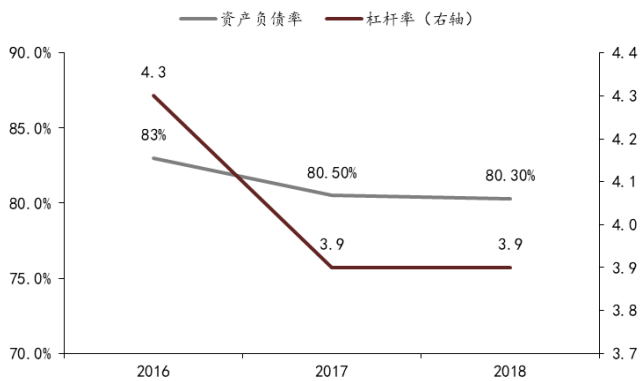


来源：公司公告，国联证券研究所

与其他租赁公司类似，公司的杠杆较高，占用净资产较少，以此获得较高的 ROE 水平。2016-2018 年，公司的资产负债率为 83%、80.5%、80.3%，杠杆率为 4.3 倍、3.9 倍、3.9 倍。公司的主要负债集中在银行借款。2016-2018 年，公司借款余额达

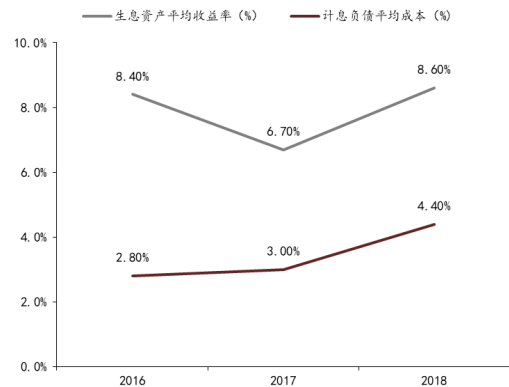
232.41 亿、247.40 亿、225.68 亿港元，所占负债比例分别为 88.81%、95.74%和 95.85%。

图表 18: 2016-2018 年中船租赁资产负债率 (%) 与 杠杆率 (%) 变化



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 19: 2016-2018 年中船租赁生息资产收益率 (%) 与 计息负债平均成本 (%) 变化



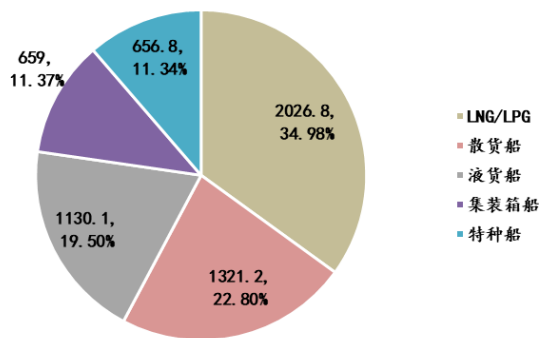
来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 4.2. 公司船型种类齐全、规模增速较为可观

根据公司披露, 截至 2018 年底, 中船租赁共拥有 65 艘船舶, 包括 43 艘融资租赁安排下的船舶和 22 艘经营租赁安排下的船舶, 平均船龄为 2 年。这其中包括 7 艘 LNG/LPG 船、25 艘散货船、14 艘液货船、10 艘集装箱船和 9 艘特种船。此外还有 39 艘在手订单船舶, 这意味公司未来三年船队规模增速将保持在 20%左右。

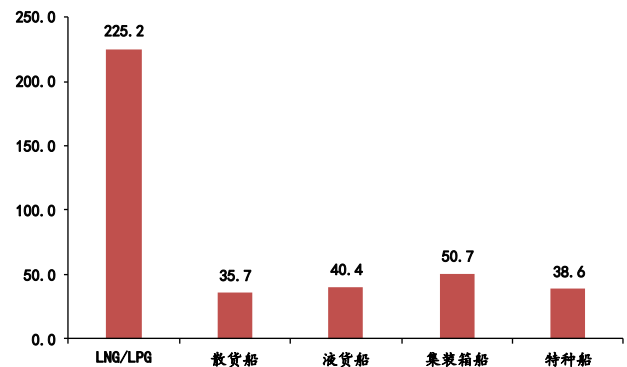
以造船价格为基准, 中船租赁现有船队价值为 40.83 亿美元, 在手船舶订单价值为 17.11 亿美元, 合计总价值为 57.93 亿美元。从价值角度看, 各船型分布较为平均, LNG/LPG 船型的占比最大, 达 34.98%, 干散货船与液货箱船的比例分别为 22.80% 和 19.50%, 集装箱船与特种船的比例均为 11%左右。从各类船型单价看, LNG/LPG 船的平均单船造价最高, 达 2.25 亿美元, 其他船型的平均单价均在 5000 万美元以内。

图表 20: 现有船队+在手订单船型结构 (按价值, 百万美元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 21: 各类船型的平均单价 (百万美元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 22: 公司船队交付时间表

	2019	2020	2021	船舶价值 (造船成本, 百万美元)
LNG/LPG			2	447.6
散货船	6	4	2	440.4
液货船	4	6	4	506.8
集装箱船	3			96
特种船	8			219.8
合计	21	10	8	1710.5

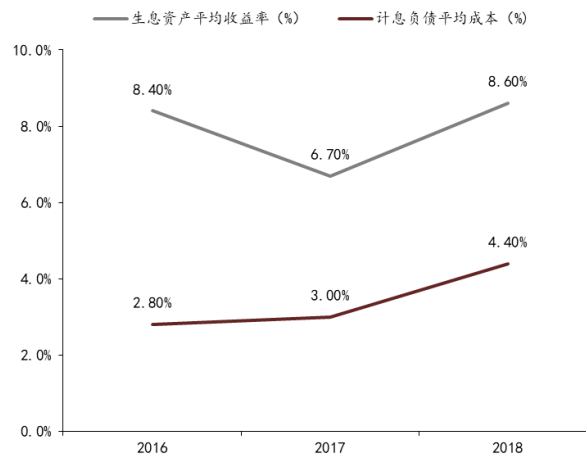
来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 5. 双重催化: 船队升值、降息受益

### 5.1. 净息差决定公司的盈利水平

2016-2018 年, 公司的净息差分别为 5.3%、3.9%、4.8%。其中, 受到美元伦敦银行同业拆借利率上升的影响, 公司计息负债成本由 2.8% 上升至 4.4%; 而生息资产收益率的变化主要受到所签订的融资租赁协议及贷款协议的影响, 而不同船型的景气程度将对协议中的收益率起到重要的作用。

图表 23: 2016-2018 年中船租赁生息资产收益率 (%) 与计息负债平均成本 (%)



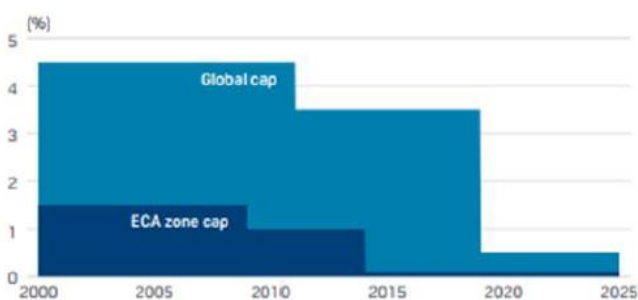
来源: 国联证券研究所

## 5.2. 限硫令实施将推升船舶价值

全球航运业正面临一场“供给侧改革”——即 2020 年 1 月 1 日起即将实施的限硫令政策: 按照国际海事组织 IMO 在《国际防止船舶造成污染公约(MARPOL)》中制定的规定, 自 2020 年 1 月 1 日起, 所有远洋船舶都必须将航运燃料油中的硫含量标准由 3.5%降低至 0.5%。

我们认为, 该项规定将使得高、低硫油价差拉大, 而由于 15 年以上的老旧船舶行驶期间的耗油量更高, 新老船舶的运营成本差距也将显著拉开, 大量老旧船舶将被迫退出市场。而航运业供需结构的改善将促进运费/期租价格的上涨, 并推动船队价值上升。

图表 24: IMO 限硫排放进程



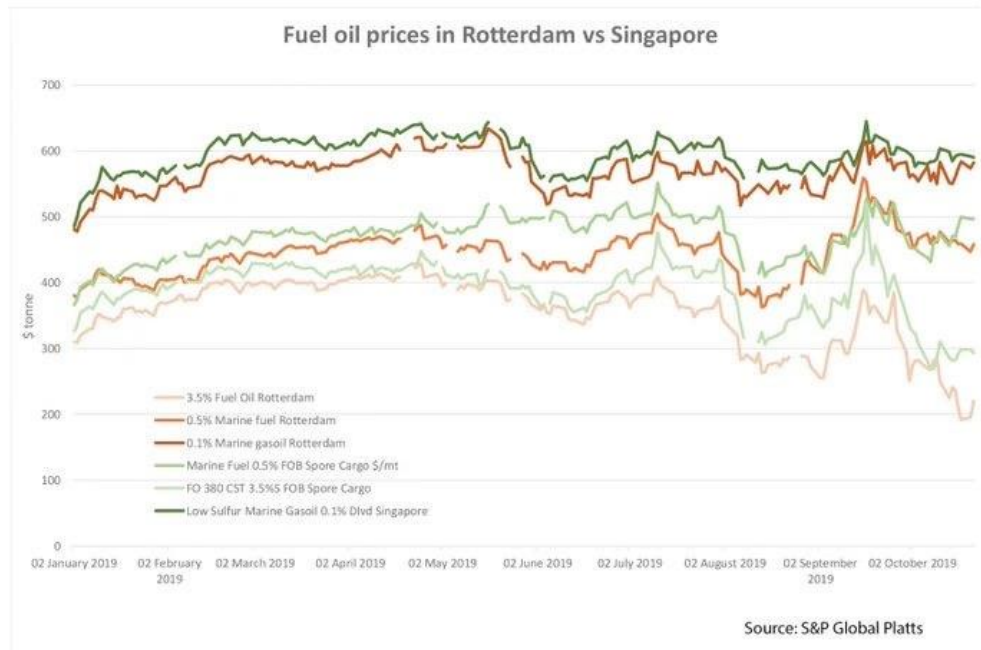
来源: IMO, 国联证券研究所

图表 25: 新老 VLCC 耗油量及运营成本差异

	满载	空载	平均
ECO VLCC (吨/天)	48	32	40
ECO+脱硫塔 (吨/天)	50	34	42
2010年造船 (吨/天)	77	59	68
	高硫油	船用柴油	价格差异
燃料油价格 (\$/吨)	215	545	330
与2010年造船的 成本差异 (\$/天)	ECO		15260
	ECO+VLCC		28030

来源: Platts, 国联证券研究所

图表 26: 高低硫油价差显著拉开

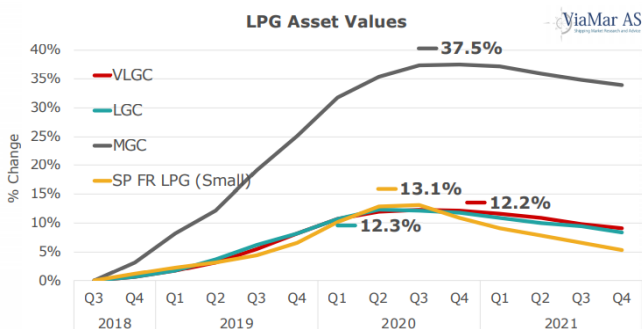


来源: Hunter Group, 国联证券研究所

根据 Vessels Value 的预测, LPG、干散货船、液货船以及集装箱船的资产价格在未来两年内都将经历不同程度的提升, 其中 MGC、Capesize Bulk、Aframax 和 Panamax Container 将成为各细分领域资产价值提升的代表, 价值提升幅度分别可达 37.5%、21.5%、24.2%、55.7%。

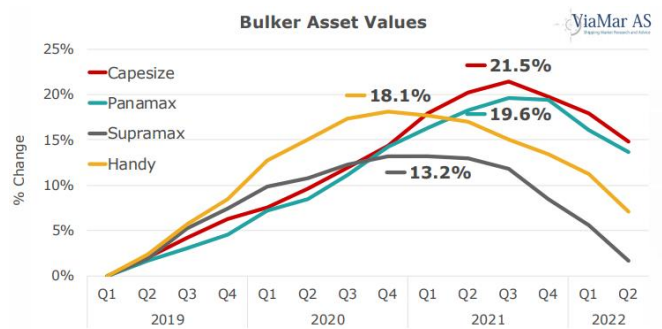
我们认为, 中船租赁的生息资产收益率将随着船队资产将在未来两年的升值而逐步提升。此期间其经营租赁船队将获得更高的船舶租金, 而融资租赁业务将吸引更多的客户, 公司还将有机会以合适的价格将二手船或新船转手而从中获利。

图表 27: 19-22 年 LPG 各船型资产价值变化预测



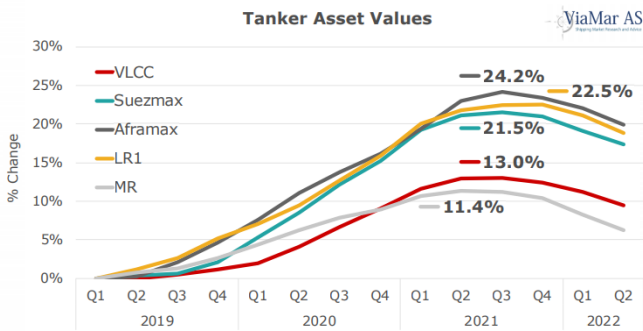
来源: Vessels Value, 国联证券研究所

图表 28: 19-22 年散货船各船型资产价值变化预测



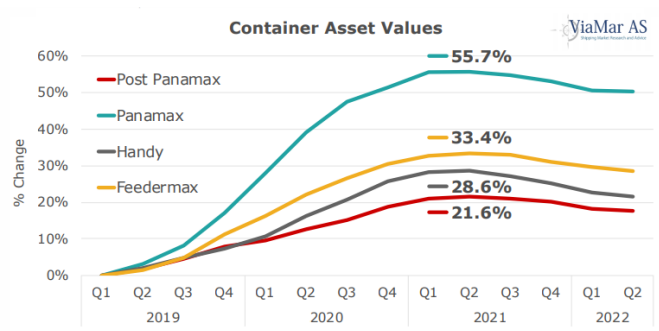
来源: Vessels Value, 国联证券研究所

图表 29: 19-22 年液货船各船型资产价值变化预测



来源: Vessels Value, 国联证券研究所

图表 30: 19-22 年集装箱船各船型资产价值变化



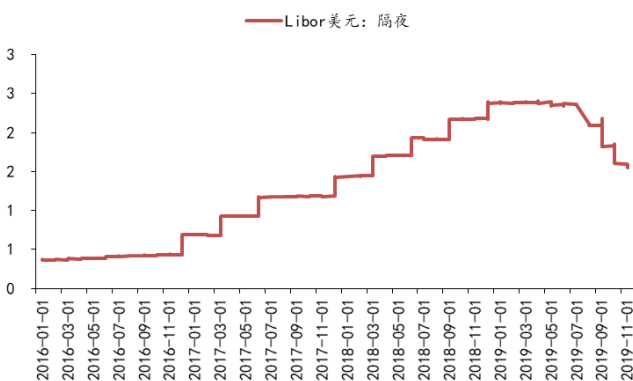
来源: Vessels Value, 国联证券研究所

### 5.3. 租赁资产受益于全球降息周期

2019 年以来, 美国联邦政府虽释放暂停加息的信号, 美国美元伦敦银行同业拆息 (LIBOR) 也在高位波动后下跌。公司半年报显示, 公司通过压降存量银行贷款利率, 严控新增贷款利率, 调整贷款结构等多种措施有效控制资金成本, 其平均融资成本为 3.94%, 较去年同期下降 46 个基点。

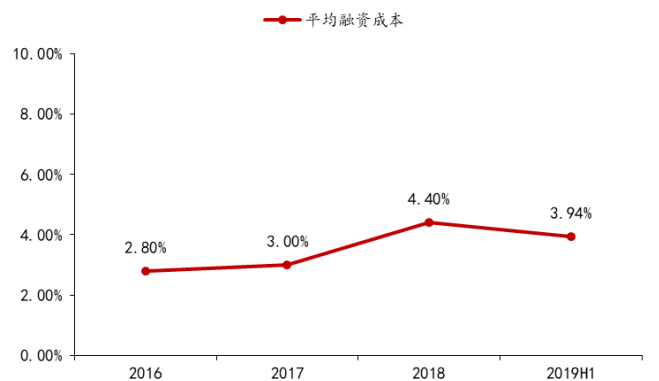
我们认为全球降息周期将有助于公司进一步降低融资成本和计息负债平均成本, 从而提升公司的净息差。

图表 31: 美元伦敦银行同业拆息 (Libor)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 32: 中船租赁平均融资成本 (%)



来源: 公司公告, 国联证券研究所



## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 基本假设与盈利预测

➤ 关键假设：

1) 2019 年公司船队规模按计划表交付（约增长 20%），2020-21 年船队规模继续保持 25% 的较快增长势头；

2) 2019-21 年全球经济增速平稳，海运贸易周转量增速分别为 3.2%、3.9%、4.1% 的增速水平。其中，中美贸易战对海运贸易的影响有限，体量约为 0.2%（Clarkson）。

3) 19-21 年各类船型运价稳步提升，公司生息资产收益率达 9%、9.5%、10%。

4) 19-21 年全球利率水平平稳下降，公司计息负债平均成本降至 3.5% 左右。

➤ 盈利预测：

基于以上假设，可测得公司 2019-2020 年的年度溢利分别为 10.66 亿、15.24 亿和 21.14 亿港元，利润增速同比分别为 14.50%、22.59% 和 24.43%。

图表 33：利润预测表（百万港元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
融资租赁	319.86	540.20	892.09	802.88	963.46	1,156.15
经营租赁	394.63	495.01	601.18	751.48	939.34	1,174.18
贷款借款	164.63	262.33	508.72	661.34	859.74	1,117.66
佣金收入	152.52	32.41	102.82	95.92	77.05	91.93
收入合计	1,031.64	1,329.95	2,104.81	2,311.61	2,839.59	3,539.92
其他收入/（亏损）净额	207.70	54.64	-59.82	30.00	31.00	32.00
收益及其他总计	1,239.34	1,384.58	2,044.99	2,341.61	2,870.59	3,571.92
融资成本及银行费用	613.29	727.16	1,046.16	897.00	875.00	910.00
应收贷款减值亏损（拨回）	149.52	18.67	52.14	35.40	43.77	39.59
折旧	115.93	136.52	150.19	180.23	216.28	259.53
雇员福利开支	27.28	30.20	51.24	56.36	61.99	68.19
船舶运营成本	58.20	83.03	100.54	120.64	144.77	173.73
其他营运开支	43.66	66.64	62.09	64.36	63.23	63.80
成本总计	1,007.88	1,062.22	1,462.35	1,354.00	1,405.04	1,514.83
经营溢利	231.46	322.36	582.65	987.61	1,465.55	2,057.08
应占联营公司业绩	211.51	259.10	81.00	100.00	100.00	100.00
出售联营公司的收益	-	-	40.77	-	-	-
除所得税前溢利	442.96	581.46	704.42	1,087.61	1,565.55	2,157.08
所得税（开支）/抵免	10.77	16.20	-2.11	21.75	31.31	43.14
年度溢利	432.20	565.26	706.52	1,065.86	1,534.24	2,113.94

来源：国联证券研究所

## 6.2. 可比公司与估值

与公司同属于租赁业的香港上市包括远东宏信(3360.HK)、国银租赁(1606.HK)、中银飞机租赁(2588.HK)、中国飞机租赁(1848.HK)。我们选取 TTM 市盈率作为参照指标,测得上市四家上市公司当前市值所对应的滚动市盈率均值为 7.76X。

图表 34: 香港上市的四家租赁业公司估值对比

公司名称	股票代码	业务领域	总市值 (亿港元)	市盈率 (TTM)	产权比率	市净率
远东宏信	3360.HK	医疗、教育、建设、交通、工业装备租赁	290.23	7.34	5.80	1.04
国银租赁	1606.HK	飞机、基础设施、船舶、车辆和工程机械租赁	180.79	7.51	8.84	0.78
中银航空租赁	2588.HK	飞机租赁	523.28	9.45	3.35	1.40
中国飞机租赁	1848.HK	飞机租赁	54.93	6.7483	9.96	1.44
			均值	7.76	6.99	1.16
中国船舶租赁	3877.HK	船舶租赁			4.08	

来源: Wind, 国联证券研究所

### ➤ PE 估值法

考虑到公司的产权比率较低,我们采用四家公司的平均市盈率 7.76X 对公司进行较为保守的估值:

1) 若以 2019-20 年中船租赁预计的平均净利润作为业绩指引,可测得中船租赁目标市值约为 100.68 亿港元,对应股价为 HK\$1.64。

2) 若以 2018 年中船租赁的净利润计 7.07 亿港元计算,可测得中船租赁 18 年的合理市值约为 54.86 亿港元,对应股价为 HK\$0.90。

### ➤ PB 估值法

2016-2018 年,公司净资产分别为 53.44 亿、62.73 亿和 57.65 亿港元,18 年净资产的减少主要原因是在 9 月向股东派发 14.67 亿股利所致。考虑到公司的盈利能力较强,我们将其加回并按照上市四家租赁公司的平均市净率水平 1.16X 进行保守估值,测得中船租赁的目标市值为 83.89 亿港元,对应股价为 HK\$1.37。

国银租赁的股价表现与其高杠杆和较复杂的资产组合有关。我们认为中船租赁的资产较为单一,这将有助于获得市场理解公司的资产组合,而在资产价格上行周期中也更容易获得市场青睐。

综上,我们认为公司的合理股价应在 HK\$1.37-HK\$1.64 之间,考虑到公司正处

于高速成长期，取其上限更为合适。

## 7. 风险提示

利率与汇率的波动风险、中美贸易战升级导致全球经济放缓、不可预知的行业政策变更

图表 35：利润预测表（百万港元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
融资租赁	319.86	540.20	892.09	802.88	963.46	1,156.15
经营租赁	394.63	495.01	601.18	751.48	939.34	1,174.18
贷款借款	164.63	262.33	508.72	661.34	859.74	1,117.66
佣金收入	152.52	32.41	102.82	95.92	77.05	91.93
收入合计	1,031.64	1,329.95	2,104.81	2,311.61	2,839.59	3,539.92
其他收入/（亏损）净额	207.70	54.64	-59.82	30.00	31.00	32.00
收益及其他总计	1,239.34	1,384.58	2,044.99	2,341.61	2,870.59	3,571.92
融资成本及银行费用	613.29	727.16	1,046.16	897.00	875.00	910.00
应收贷款减值亏损（拨回）	149.52	18.67	52.14	35.40	43.77	39.59
折旧	115.93	136.52	150.19	180.23	216.28	259.53
雇员福利开支	27.28	30.20	51.24	56.36	61.99	68.19
船舶运营成本	58.20	83.03	100.54	120.64	144.77	173.73
其他营运开支	43.66	66.64	62.09	64.36	63.23	63.80
成本总计	1,007.88	1,062.22	1,462.35	1,354.00	1,405.04	1,514.83
经营溢利	231.46	322.36	582.65	987.61	1,465.55	2,057.08
应占联营公司业绩	211.51	259.10	81.00	100.00	100.00	100.00
出售联营公司的收益	-	-	40.77	-	-	-
除所得税前溢利	442.96	581.46	704.42	1,087.61	1,565.55	2,157.08
所得税（开支）/抵免	10.77	16.20	-2.11	21.75	31.31	43.14
年度溢利	432.20	565.26	706.52	1,065.86	1,534.24	2,113.94

来源：公司公告，国联证券研究所

## 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。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 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、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。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210