

公司研究

优质的厂商系租赁企业，受益于航运复苏及环保要求提升

——中国船舶租赁（3877.HK）首次覆盖报告

要点

中国船舶租赁是全球领先的船舶租赁企业：中国船舶租赁是中船集团旗下唯一的红筹上市公司，是大中华区首家船厂系租赁公司，是全球领先的船舶租赁企业之一，为全球的船舶运营商、贸易商提供定制及灵活的船舶租赁解决方案。

船舶租赁是具有资本、管理、渠道等方面壁垒的高端赛道：船东获取运力的方式通常包括银行贷款、债券融资、股权融资和租赁等多种方式。各类方式中，租赁公司采用租赁方式将订造的船舶租赁交付航运企业使用，收取租金，可以在不提高航运企业负债率的情况下，解决融资造船的难题。因航运、船舶行业具有周期性、专业性、资本密集等特性，船舶租赁在资本、管理、渠道等方面也形成了较高的准入壁垒。

国内船舶租赁行业经过十余年的成长，迎来新的发展机遇：中国的船舶租赁业务在发展初期以国内业务为主，每年新增船队资产仅 12-30 亿美元。经过 10 年左右的发展，2017-2019 年，平均每年新增船队资产已达 165 亿美元。近年来，环保要求的提升缩短了船舶的更新换代周期；航运业正在加快进行燃料替代，陆地上的多个领域也在进行能源升级；20 年下半年以来，航运市场尤其是集装箱船、散货船运输市场出现明显好转，这些因素叠加，下游对于节能环保的新型船舶产品需求持续高涨，船价、运价水涨船高，利好船舶租赁行业。我们预测，中国的船舶租赁公司后续每年会在 150 亿美元投放水平基础上进一步增长。

逆周期战略+厂商系背景，优化管理稳步向前：公司采用逆周期战略，在船舶市场低迷的阶段较低的价格获取了优质资产，并积累了优质客户。而隶属中国船舶集团的厂商系背景使公司在船舶专业知识技能与相关资源方面极具优势，能够及时把握业务机会，并存在与集团其他企业协同为客户提供一站式服务的可能性。通过提升管理，公司业绩实现较快增长，而且有意愿维持稳定的高分红政策。

盈利预测、估值与评级：随着近期航运市场的好转，船东对于提升运力的需求大幅提升；“碳达峰、碳中和”、脱硫、脱氮等环保要求对于可替代清洁能源的需求，以及对船舶自身环保要求不断提升，这些因素有望使公司利润水平持续、快速地增长。我们预测，公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.23、0.27、0.32 港元，当前股价对应 PB 分别为 0.95X、0.87X、0.78X。通过相对估值，公司 2021 年 PB 低于可比公司平均水平。首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：应收贷款质量降低风险；利率波动的风险；客户付款违约的风险；外汇汇率波动风险；海事业高度周期性可能带来的风险；全球租赁行业的竞争风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	2,294.4	1,861.6	2,149.3	2,529.2	3,030.5
营业收入增长率	9.0%	-18.9%	15.5%	17.7%	19.8%
归母净利润（百万港元）	883.1	1,108.5	1,388.1	1,649.8	1,988.6
归母净利润增长率	28.0%	25.5%	25.2%	18.9%	20.5%
EPS（港元）	0.14	0.18	0.23	0.27	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.5%	12.4%	14.2%	15.4%	16.7%
P/E	10.56	8.41	6.72	5.65	4.69
P/B	1.11	1.04	0.95	0.87	0.78

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-29

买入（首次）

当前价：1.52 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebsecn.com

联系人：董文欣

010-57378035

dongwx@ebsecn.com

联系人：刘宇辰

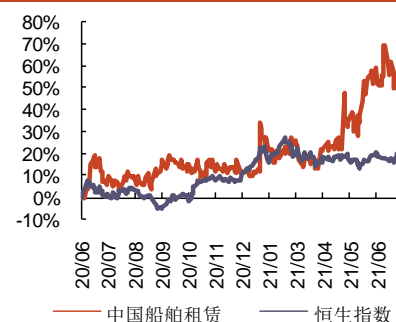
021-52523865

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	61.36
总市值(亿港元)	93.27
一年最低/最高(港元)	0.97/1.76
近 3 月换手率	43.7%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.5	25.6	40.4
绝对	2.0	27.7	59.8

资料来源：Wind

目 录

1、中国船舶租赁——全球领先的船舶租赁企业	5
1.1、公司系大中华区首家船厂系租赁公司	5
1.2、背靠中船集团，开展业务具有先发优势	5
1.3、业务聚焦船舶租赁，种类灵活多样	6
1.4、客户群体覆盖航运、造船等产业链多个环节	7
1.5、处于高速成长期，近 5 年净利润 CAGR 达 26.7%	8
2、国内船舶租赁行业经过十余年的成长，迎来新的发展机遇	8
2.1、船舶租赁发展成为航运业获取运力的重要方式，正得到广泛应用	8
2.2、船舶租赁是在多个方面具有壁垒的优质细分赛道	10
2.3、厂商系船舶租赁企业拥有客户资源及技术优势	11
2.4、国内船舶租赁行业经历十余年成长日益成熟	12
2.5、航运、船舶行业的变革为船舶租赁提供了新的发展机遇	13
2.6、国内船舶租赁企业年度总投放规模有望保持在 150 亿美元以上	18
3、逆周期战略+厂商系背景，助力公司稳步向前	19
3.1、逆周期战略，获取优质资产及优质客户	19
3.2、厂商系背景，联合兄弟企业为客户提供一站式服务	19
3.3、高信用评级、多融资渠道有效降低资金成本	20
3.4、多种租赁方案，灵活应对客户个性化需求	21
3.5、合理的资产组合，全面布局清洁能源产业链	22
3.6、优化管理，回报股东	22
4、盈利预测、估值与投资评级	23
4.1、关键假设及盈利预测	23
4.2、相对估值	24
4.3、估值结论与投资评级	25
5、风险分析	25

图目录

图 1: 公司自 2012 年成立以来发展迅速	5
图 2: 中国船舶租赁是中船集团旗下唯一一家租赁公司	6
图 3: 2016-2020 年公司收入主要来源于经营租赁、融资租赁、贷款借款利息收入 (单位: 百万港元)	6
图 4: 公司 2020 年船舶租赁业务 (经营租赁+融资租赁) 收入占比超过 75%	6
图 5: 公司的客户包括船舶营运商、造船厂及贸易公司等机构	7
图 6: 2017 年以来公司前五名客户贡献收入占比呈下降趋势	7
图 7: 2020 年公司主营业务收入有所下降	8
图 8: 2016-2020 年公司净利润 CAGR 达到 26.70%	8
图 9: 航运业可拆分成四个市场	9
图 10: 船舶租赁的融资结构较为灵活	10
图 11: 中国租赁公司新增租赁船舶在 2019 年之前整体呈快速增长趋势	12
图 12: 降速航行是最直接有效的减排措施	13
图 13: 为满足环保要求, 船龄较长的船相比新船将花费更高成本	14
图 14: IMO 中规定的主要排放控制区(ECA)	15
图 15: 中国在主要港口周边海域设立了排放控制区	15
图 16: 未来航运将越来越多使用天然气及低碳燃料	15
图 17: 未来航运将越来越多使用天然气及低碳燃料	16
图 18: 2019 年全球天然气消费量同比增长 2.01%	16
图 19: 2019 年全球 LNG 进出口量同比增长 12.66%	16
图 20: 中国出口集装箱运价指数 CCFI 和上海出口集装箱运价指数 SCFI 自 2020 年 6 月起大幅上涨	17
图 21: 波罗的海干散货指数(BDI)自 2020 年 6 月以来持续上涨	17
图 22: 国际散货船价综合指数(BPI)在 2021 年开始上涨明显	17
图 23: 中国租赁公司船舶资产中占比较大的船型依次为箱船、散货、油船、气体船	18
图 24: 从指数来看 2016 年以来新造船价格整体处于低位	19
图 25: 公司 2017 年以来船舶资产持续增加 (单位: 艘)	19
图 26: 中船租赁与中船集团内的贸易公司、船厂等联合为客户提供一站式服务	20
图 27: 2015 年以来 LIBOR 变化情况	20
图 28: 公司带息负债综合年利率近两年连续下降	20
图 29: 直接融资租赁适用于新造船	21
图 30: 售后回租适用于客户已经拥有的船舶	21
图 31: 经营租赁以收取定期租赁付款作为回报	21
图 32: 按合同金额计算, 海上清洁能源在船队中占比达到 34%	22
图 33: 公司保持高而稳定的分红政策	23

表目录

表 1: 船东获取运力的多种方式各具特点	9
表 2: 经营性租赁与融资性租赁在风险转移等方面存在区别	10
表 3: 租赁相比于银行抵押贷款融资所具有的优点	10
表 4: 国内船舶租赁公司目前分为银行系、厂商系及第三方系机构	11
表 5: 2014-2020 年中国融资租赁行业监管政策逐渐完善	13
表 6: 短期温室气体减排措施对 60,000-99,999 载重吨散货船的需求变化	14
表 7: 国际海事组织对氮氧化物及硫氧化物的排放做出要求	14
表 8: 中国船舶租赁业务拆分及预测 (单位: 百万港元)	24
表 9: 公司盈利预测与估值简表	24
表 10: 可比公司及主营业务	25
表 11: 可比公司估值比较	25

1、中国船舶租赁——全球领先的船舶租赁企业

1.1、公司系大中华区首家船厂系租赁公司

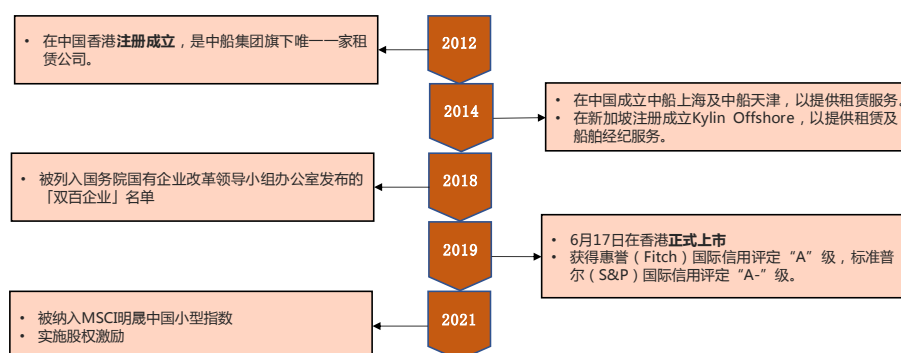
中国船舶（香港）航运租赁有限公司（简称：中国船舶租赁）于 2012 年 6 月在香港成立，2019 年 6 月在香港联交所主板上市，是中国船舶工业集团有限公司（中船集团）旗下唯一的红筹上市公司，是大中华区¹首家船厂系租赁公司，是全球领先的船舶租赁企业之一，为全球的船舶运营商、贸易商提供定制及灵活的船舶租赁解决方案。

根据弗若斯特沙利文报告，2018 年公司收入于全球船舶租赁行业排名第四，占市场份额的 3.9%；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%。公司专注于发展船舶及海洋装备的租赁业务，截至 2020 年底，拥有船队组合 136 艘，船舶资产规模和船舶数量处于全球船舶租赁行业领先地位。

自创建以来，公司业务和效益始终保持高速增长。为开拓亚太地区船舶租赁及海洋装备租赁业务发展，公司在新加坡、上海、天津、广州先后成立了子公司。

公司获得惠誉（Fitch）国际信用评定“A”级，标准普尔（S&P）国际信用评定“A-”级，该评级结果是惠誉和标准普尔进入中国债券评级市场以来，给予非银行背景的租赁公司最高等级的评价。2021 年，公司被纳入 MSCI 明晟中国小型指数，并且实施股权激励。

图 1：公司自 2012 年成立以来发展迅速



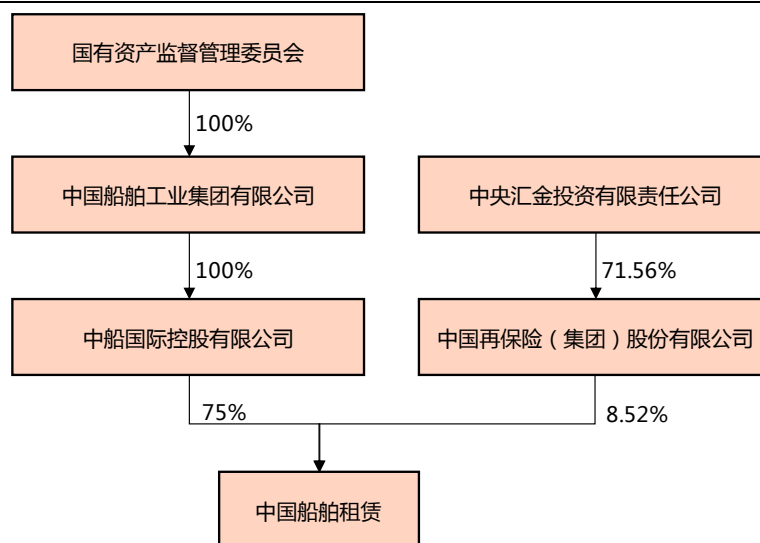
资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、背靠中船集团，开展业务具有先发优势

公司控股股东为中船国际控股有限公司（中船国际），实际控制人为国有资产监督管理委员会（国资委）。作为中船集团旗下唯一一家租赁公司，公司有望能够凭借与船舶相关企业的协同效应及紧密的业务关系，掌握海运市场供需及客户需求的最新消息，更及时的把握业务机会。

¹包括中国大陆、香港地区、澳门地区及台湾地区。

图 2：中国船舶租赁是中船集团旗下唯一一家租赁公司

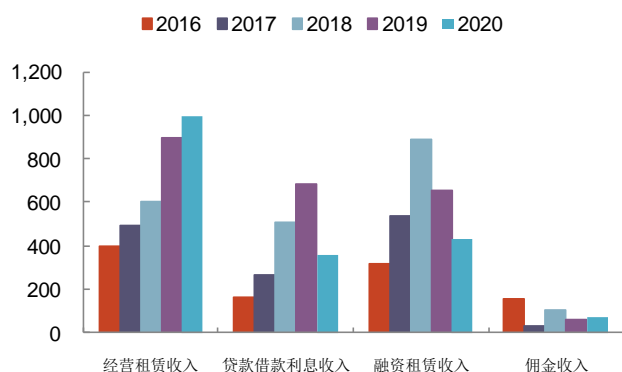


资料来源：公司公告，光大证券研究所，统计截止时间至 2020 年 12 月 31 日

1.3、 业务聚焦船舶租赁，种类灵活多样

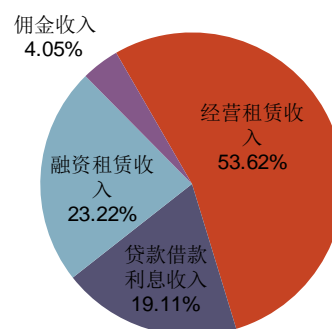
公司的核心业务为提供租赁服务，包括经营租赁及融资租赁，租赁服务主要集中在船舶租赁。同时，公司还提供船舶经纪及贷款服务。公司收入来源于经营租赁收入、贷款借款利息收入、融资租赁收入、佣金收入 4 部分。

图 3：2016-2020 年公司收入主要来源于经营租赁、融资租赁、贷款借款利息收入（单位：百万港元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司 2020 年船舶租赁业务（经营租赁+融资租赁）收入占比超过 75%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

(1) 租赁服务

公司为客户提供量身定制的灵活租赁服务，并提供融资租赁及经营租赁选项。

①融资租赁

融资租赁是指出租人根据承租人的具体要求和供货商的选择购买资产，或出租人从承租人处购买资产，然后将其出租给承租人以收取定期租赁付款的融资模式。若租赁条款将资产（包括其剩余价值）所有权附带的**全部风险和报酬实质上转移至承租人**，则该租赁被分类为融资租赁。

②经营租赁

经营租赁是指出租人在规定期间内向承租人授予使用资产的权利，并收取定期租赁付款作为回报的租赁模式。若实质上**资产（包括其剩余价值）所有权附带的所有风险及报酬仍属出租人**，则属经营租赁。

(2) 贷款服务

公司的贷款服务主要包括交付前贷款、担保贷款及保理服务。作为公司**船舶租赁服务的一部分**，如客户需要资金满足其造船协议订明的交付前付款义务，公司可向客户提供交付前贷款服务。公司提供的交付前贷款**仅用于资助购买公司融资租赁交易订明的船舶**，且一般由公司的客户提供公司担保、造船协议转让及退款提供担保。

(3) 船舶经纪服务

通过运用公司在海事行业的广泛关系网络及丰富经验，公司可在开展租赁业务的同时向造船厂及有意购买者提供船舶经纪服务。

作为造船厂与有意购买者之间的中间商，公司提供广泛服务，包括帮助造船厂确定市场机会、向有意购买者推荐造船厂、向有意购买者建议船舶类型、规格及承载量、向造船厂及有意购买者提供市场数据、作为造船厂及有意购买者之间的沟通渠道使二者保持联系并为二者提供服务、就造船合约协议进行协商以及解决在执行造船协议期间出现的问题。如果公司最终促成造船交易，则公司将向造船厂收取一笔佣金，该笔佣金通常相当于造船价格的 0.5% 至 2.0%。

1.4、 客户群体覆盖航运、造船等产业链多个环节

公司的客户包括船舶营运商、造船厂及贸易公司等机构。

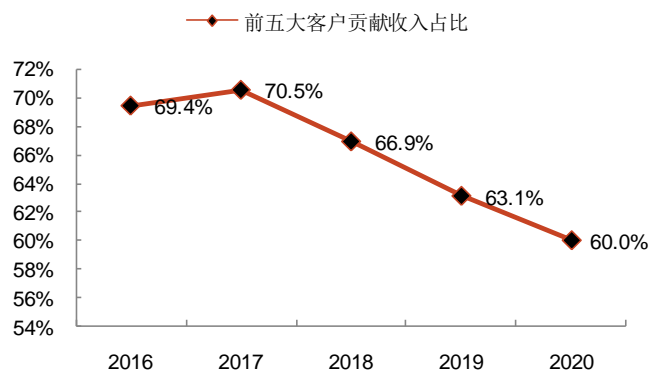
2016-2020 年，公司前五名客户的交易额占公司总收入比例整体呈下降趋势，说明随着公司业务规模的提升、客户数量的增加，不同客户贡献的收入占比更为分散，有助于公司进行风险管控。

图 5：公司的客户包括船舶营运商、造船厂及贸易公司等机构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：2017 年以来公司前五名客户贡献收入占比呈下降趋势

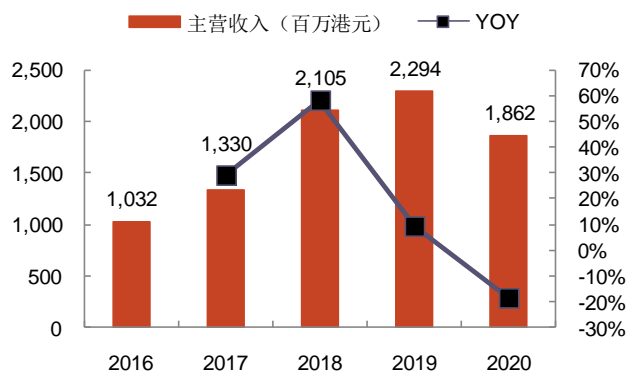


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.5、处于高速成长期，近 5 年净利润 CAGR 达 26.7%

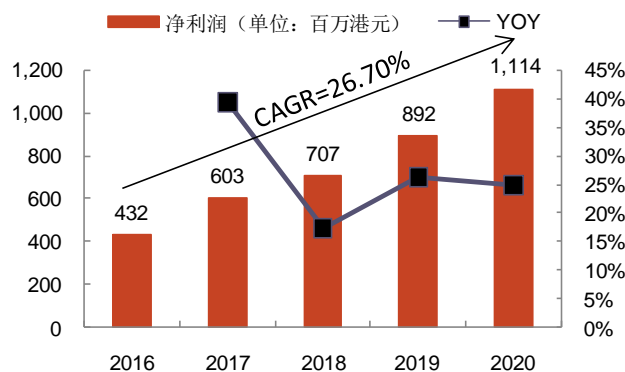
2020 年，公司实现主营业务收入 18.62 亿港元，同比减少 18.86%；实现净利润 11.14 亿港元，同比增长 24.81%，2016-2020 年净利润保持较快增速，CAGR 达到 26.70%。

图 7：2020 年公司主营业务收入有所下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：2016-2020 公司净利润 CAGR 达到 26.70%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2020 年公司主营业务收入同比有所减少，主要原因为融资租赁收入及贷款借款利息收入减少。公司参考 LIBOR 以浮动利率向客户收费，LIBOR（3 个月）由 2019 年度（截至 2019 年 12 月 31 日）的 2.3% 减少至 2020 年度（截至 2020 年 12 月 31 日）的 0.7%。而公司的利润主要来源于公司向客户收费的利率与公司带息负债利率之间的差额，因此 LIBOR 的变动仅会影响公司的营业收入，而基本不会影响公司的利润水平。

2、国内船舶租赁行业经过十余年的成长，迎来新的发展机遇

2.1、船舶租赁发展成为航运业获取运力的重要方式，正得到广泛应用

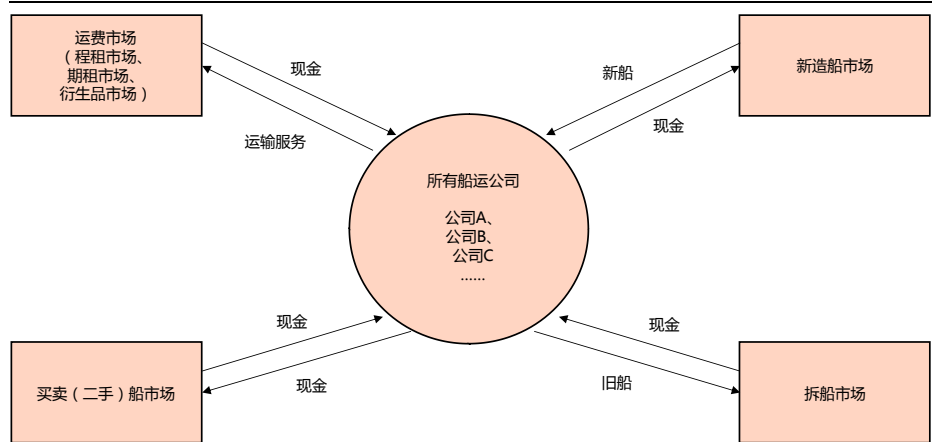
(1) 航运业与四个细分市场有关

广义的航运业包含两个市场：运输市场和船舶市场。前者提供的是海上运输这个服务性质的商品；后者提供的则是实质的船舶产品，价格体现在船价上。这两个市场分别由自己的供给和需求关系调节着价格，但这两个市场之间又互相影响，因为作为运输市场用于运输服务工具的船舶，是由船舶市场提供的。船舶市场本身可以看作整个航运业的供给方，而运输市场是整个航运业的需求方，这两个市场之间的平衡关系又会反馈到两个市场各自的价格上，这就使得情况变得更加复杂。

《Maritime Economics》更细致地将航运业拆分为四个市场来剖析周期性发展的规律与特征。运费市场给整个航运业提供正的现金流，航运业通过提供海上运输服务，使资金从外部流入航运业，这是航运业的真正资金来源。买卖船市场并不会改变航运业的整体资金情况，船舶经过二手买卖后，只是将船舶和资金从一个船东手上转到另一个船东手上，从整个航运业角度来说并没有发生实质变化。新造船市场是航运业的资金出口，船东们将造船价款支付给船厂，资金流出了航运业，换来了船舶资产，给航运业增加了船舶，也就是运力的供给。拆船市

场也能够为航运业提供正向现金流，船东们将旧船送到拆船厂拆解，降低了航运业的船舶和运力的供给，同时让资金从航运业之外流入。

图 9：航运业可拆分成四个市场



资料来源：《Maritime Economics》，Martin Stopford。光大证券研究所

航运业是资本密集型行业，具有投资金额大、风险高、回报期限长的特点，仅靠航运企业的自有资金很难实现合理发展，需要借助一些外力弥补资金需求。该现象在购置船舶获取运力时尤为明显，船舶资金需求量大，几乎没有航运企业能付全款，大多通过信贷、租赁等渠道获得。

(2) 船东获取运力的方式中，船舶租赁因其特点正得到广泛应用

船东获取运力的方式通常包括银行贷款、债券融资、股权融资和租赁等多种方式。

表 1：船东获取运力的多种方式各具特点

	银行贷款	债券融资	股权融资	船舶租赁
概念	通过银行进行债务融资是船东和航运企业最主要也是最普遍的选择。以抵押贷款业务为主，银行使资金供给方和资金需求方直接进行对接。	债券是一种债权债务的凭证，是企业向投资者承诺按一定利率定期支付利息和到期偿还本金的凭证。	股权融资是指企业的股东愿意让出部分企业所有权，通过企业增资的方式引进新的股东，同时使总股本增加的融资方式。企业无需向股东还本付息，而代之以和新老股东一起分享企业成长的盈利，同时也要按份承担企业责任和经营风险。	船舶租赁服务是指船舶供给方（出租人）向船舶的需求方（船舶运营商）提供的船舶使用权转让的服务。船舶的出租人向船舶运营商收取定期租赁付款。租期届满后，根据具体的租赁模式和相关租赁协议决定船舶的所有权。
优势	1) 融资迅速、灵活； 2) 成全船东对整盘生意的控制和所有。	1) 债券期限更长； 2) 除在一些特定的情况下可能带来债权人对企业的控制和干预问题，一般不会产生企业控制权问题。	1) 汇集社会闲散资金； 2) 改善企业的资本结构，减少企业的借贷风险； 3) 分散企业的经营风险。	1) 结构灵活。双方可以根据航运市场的变化预测约定不同年份的租金金额，以配合承租人的现金流情况，减轻付款压力； 2) 融资比例高； 3) 为船东间接增信。
劣势	1) 贷款额度和期限存在限度； 2) 由于每家银行对航运业风险的承受能力是有限度的，若一笔贷款总额很大，单一家银行的授信额度无法覆盖，那么还要组建银团，但银团贷款又不很容易组织和操作； 3) 借款人还要提供一系列保证如船舶抵押、租约转让等作为担保，要求严格，手续也较繁琐。	1) 企业必须支付利息，并且债务到期时需归还本金。 1) 大多数航运企业并没有大到要考虑这种数量级的集资； 2) 对企业的信用评级、财务审计、法律认证、信息评论等均有严格的要求，募集起来是一件费时费力的事情。	1) 容易分散企业的控制权。	1) 在租赁模式下，尤其经营性租赁，法律名义上的船舶所有人是租赁公司，因此提供租赁服务的租赁公司承担的风险比较大。

资料来源：《船舶融资》，苏宁、黄伟华著。光大证券研究所

各类方式中，租赁公司采用租赁方式将订造的船舶租赁交付航运企业使用，收取租金，可以在不提高航运企业负债率的情况下，解决融资造船的难题。

船舶租赁又可分为融资性租赁和经营性租赁，二者在作用、风险转移、租赁程序等方面存在差异。

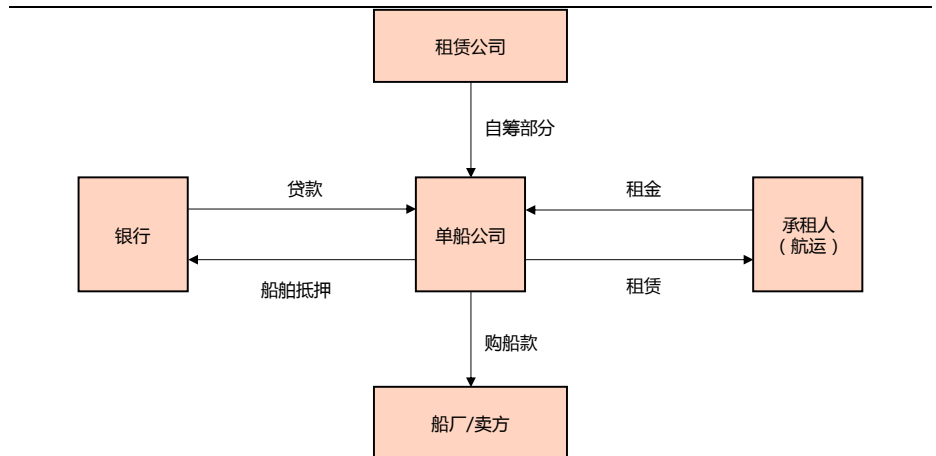
表 2：经营性租赁与融资性租赁在风险转移等方面存在区别

区别	经营租赁	融资租赁
作用不同	使企业有选择的租赁企业急需但并不想拥用的资产	使企业缩短项目的建设期限，有效规避市场风险
风险转移不同	仅转移了该项资产的使用权，而对该项资产所有权有关的风险和报酬却没有转移	转移了与资产所有权有关的全部风险和报酬
租赁程序不同	出租的设备由租赁公司根据市场需要选定，然后再寻找承租企业	出租的设备由承租企业提出要求购买或由承租企业直接从制造商或销售商那里选
租赁期限不同	租赁期较短，短于资产有效使用期	租赁期较长，接近于资产的有效使用期
租赁期满后设备处置方法不同	承租资产由租赁公司收回	承租方可以很少的“名义货价”（相当于设备残值的市场售价）留购

资料来源：《船舶融资》，苏宁、黄伟华著。光大证券研究所

通过租赁方式实现运力获取是一种特殊的方式，出租人实际上并不真正需要船舶，真正需要的是承租人，但承租人的自有资金有限，而前者能提供融资渠道。船舶作为一种动产，通用性强而且方便取回和流通，非常适合作为租赁物。所以，很长一段时间以来就有不少船东通过租赁方式来获取运力。

图 10：船舶租赁的融资结构较为灵活



资料来源：《船舶融资》，苏宁、黄伟华著。光大证券研究所

通过船舶租赁，相比于通过银行抵押贷款获得运力，对船东有不同的意义，因此船舶租赁凭借其特点正得到广泛应用。

表 3：租赁相比于银行抵押贷款融资所具有的优点

船舶租赁优点	具体分析
结构灵活	租赁的租金支付结构和银行贷款的本息相比有较大的灵活性。银行一般要求借款人按贷款期平均归还本金和支付利息，而通过融资租赁，双方可以根据市场的变化预测约定不同年份的租金金额，以配合承租人的现金流情况，减轻付款压力。
融资比例高	船公司向银行贷款，融资比例一般不超过 70%，市场低迷时降到 50%-60%，而租赁公司能承受的风险一般来说比银行要高，而且限制较少，因此通过租赁获得的融资比例一般都要比银行高，个别信用非常好的客户甚至可以实现全额融资，这对船东来说非常重要。
为船东间接增信	有些中小船东由于规模有限或评级较低，如果直接向银行申请贷款不一定能得到批准，即便批准，条件也会相当苛刻。租赁公司在银行的信用比中小船东好，能拿到的贷款条件也就比较好，这样中小船东可以间接获得条件较好的银行融资。
盘活现有资产	在市场不是很好的时候，盘活手中的资产对船公司来说意义很大，融资租赁提供了一个很好的盘活资产的渠道，船公司将自己的船出售给租赁公司并重新租回来，马上就可以得到一大笔售船款，同时维持自己的船队规模不变。

资料来源：《船舶融资》，苏宁、黄伟华著。光大证券研究所

2.2、船舶租赁是在多个方面具有壁垒的优质细分赛道

因航运、船舶行业具有周期性、专业性、资本密集等特性，船舶租赁在资本、管理、渠道等方面也形成了较高的准入壁垒。

(1) 资本壁垒

船舶租赁服务行业属资本密集型且回报周期较长。船舶融资租赁服务本质上属于金融业务，资金量是决定该业务能否顺利开展的关键因素。因此，成本压力制约小规模或资金不足的船舶租赁公司的业务扩张能力。经营租赁服务供货商须投入大量资金购买船舶以获得并保持规模经济，从而对新进入的企业形成较高的资金壁垒。

(2) 管理经验壁垒

由于国际海事活动的高度专业性及市场复杂性，船舶租赁服务行业被视为高风险行业。船舶租赁服务公司的发展很大程度上依赖管理层的能力。因此，船舶租赁服务行业需要精通船舶租赁业务并善于管理的人才。然而，新进入的企业通常无法在短期内组建经验丰富的管理团队。

(3) 业务网络壁垒

船舶租赁服务行业是连接船舶制造业、船舶运输业、海洋工程业及金融业的桥梁。船舶租赁服务提供商通过多种融资渠道获取资金以购买船舶，再将船舶以融资租赁或经营租赁安排的方式出租予船舶运营商。因此，船舶租赁供货商的关键在于同上下游参与方建立长期业务关系以维持稳定的业务营运、保持竞争力及避免船舶租赁服务行业的系统性风险。然而，新进入的企业较难在短期内建立稳固的业务网络。

2.3、 厂商系船舶租赁企业拥有客户资源及技术优势

根据控股股东背景的不同，船舶租赁企业可分为银行系、厂商系、第三方系（或称通用系、独立系）。

表 4：国内船舶租赁公司目前分为银行系、厂商系及第三方系机构

类别	船舶租赁公司	简介
银行系	交银租赁	成立于 2007 年，通过持续推进产品创新 and 专业化发展，形成以机械设备、公用事业、能源设备、航空、航运等五大行业板块为重点领域的业务专业特色。
	工银租赁	成立于 2007 年，工银租赁拥有世界上最年轻的机队之一，拥有富有竞争力的船舶和海工资产、各类大型设备以及高端私人租赁资产。
	招银租赁	成立于 2008 年，推出了航空、航运、能源、基础设施、装备制造、环境、健康文旅、公共交通、智能互联与物流、租赁同业十大行业金融解决方案，建立了较为完善的金融租赁产品和服务体系。
	民生租赁	成立于 2008 年，公司业务涉及公务机、商用飞机、船舶、海工装备、物流、工程机械、商用车、乘用车、能源设备、节能环保、医疗设备、电子信息等多个领域，为实体经济、民营企业与小微企业提供有力的金融支持与保障。
	国银租赁	前身是深圳租赁有限公司，致力于为航空、基础设施、船舶、普惠金融、新能源和高端装备制造等领域的优质客户提供综合性的租赁服务。
	建信租赁	成立于 2007 年，是中国建设银行股份有限公司的全资附属机构，业务涵盖飞机、船舶、战略新兴产业、城市基础设施、大交通、民生保障等领域。
厂商系	中船租赁	成立于 2012 年，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。作为全球船舶租赁行业的领先市场参与者，公司提供定制船舶租赁解决方案，以满足客户不同的需求。
第三方系	中航租赁	隶属于中国航空工业集团有限公司，控股方中航资本控股股份有限公司是国内资本市场首家直接上市的金融控股上市公司。07 年重组以来，逐步成长为融资租赁行业排名领先的企业，业务涵盖航空、船舶、设备、公共事业等领域。
	中远海运租赁	成立于 2013 年，是中国远洋海运集团有限公司下属“中远海运发展股份有限公司”的全资子公司。中远海运租赁植根产业，在医疗、教育、能源、建设、工业设备、电子信息、民生消费、交通物流、汽车金融等多个领域，开展融资租赁、商业保理等综合金融服务。
	远东宏信	横跨金融和产业，专注于中国基础产业，在城市公用、医疗健康、文化旅游、工程建设、机械制造、化工医药、电子信息、民生消费、交通物流等领域，提供融资租赁、普惠金融、商业保理、资产业务、股权投资、建设项目投资、海外业务等综合金融服务。

资料来源：各租赁公司官方网站，光大证券研究所

其中，银行系租赁企业多为金融租赁企业，依托银行资金和网点数量占据优势地位，拥有大量客户的信用信息，且融资成本较低；厂商系租赁企业股东多为设备制造厂商，其业务开展多集中于厂商内部及上下游客户，拥有系统内的客户资源及技术优势；而独立第三方租赁企业具有自主灵活的优势，在客户的选择和在供应商的选择方面均具有更大的自主权和选择空间，但其客户中中小企业居多，且面临融资渠道单一、业务选择受限、退出机制较弱等问题。

2.4、国内船舶租赁行业经历十余年成长日益成熟

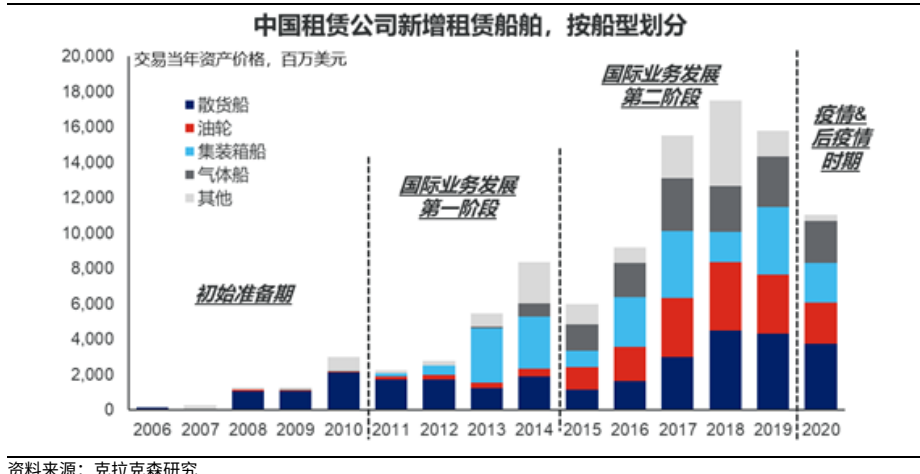
根据克拉克森研究，中国的船舶租赁行业已经经历了三个发展阶段：

初始准备期（2008-2010）：船舶租赁以国内业务为主，船舶类型几乎全是小型散货船和杂货船，每年新增船队资产 12-30 亿美元。值得指出的是散货船至今仍是大部分租赁公司进入航运租赁市场的首选船型，受益于其低门槛和高流动性。

国际业务发展第一阶段（2011-2014）：金融危机后欧洲传统银行的逐渐收缩和退出给中国租赁公司国际业务的开展提供了机会。第一波发展始于 2011 年，能提供稳定租约且具有规模效应的集装箱班轮公司获得了中国租赁公司的青睐。4 年间，中国租赁公司与地中海航运（MSC）、达飞轮船（CMA CGM）等头部班轮公司共签订了 67 艘 8,000 箱以上大型集装箱船的新造船融资租赁项目订单。

国际业务发展第二阶段（2015-2019）：船型的多样化帮助租赁公司迅速拓宽业务范围和目标客户群体。2015 年开始，油轮和气体船这种之前被认为相对具备运营难度的船型产品被更多的租赁公司所接受。尤其在门槛较高流通性较弱的 LNG 船领域，在该阶段份额提升至 12% 左右。近几年也不乏客滚船、豪华游轮项目。这也反映了租赁公司在细分市场领域对一流船东的渴望和资产多样化的趋势。2017-2019 年间，平均每年新增船队资产 165 亿美元。

图 11：中国租赁公司新增租赁船舶在 2019 年之前整体呈快速增长趋势



发展过程中，国家也不断出台相应的监管政策，为船舶租赁业提供了规范的发展环境。

表 5：2014-2020 年中国融资租赁行业监管政策逐渐完善

时间	监管政策	意义
2014 年 3 月	原银监会修订《金融租赁管理办法》	对准入条件、业务范围、经营规则和监督管理等内容进行修订完善。
2018 年 2 月	《外商投资租赁业务管理办法》废止	落实统一行业管理体制、监管规则以及加快融资租赁发展。
2018 年 4 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	消除多层嵌套、抑制通道业务，加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。
2018 年 5 月	《商务部关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》发布	商务部把融资租赁公司、商业保理公司和典当行业业务经营和监管规则职责划给银保监会。金融租赁业结束了多头监管局面。
2018 年 12 月	国家发改委、商务部《市场准入负面清单（2018 年版）》	非金融机构、不容许金融活动的企业，在注册名称层和经营范围中原则上不得使用“融资租赁”字样。
2020 年 6 月	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	降低杠杆率上限，新增集中度要求，明确业务范围、融资行为、租赁物范围、公司治理、信息报送等多项基础制度及业务规则。

资料来源：原银监会、商务部等网站，光大证券研究所整理

2.5、 航运、船舶行业的变革为船舶租赁提供了新的发展机遇

船舶租赁服务于航运业，且与提供租赁物的船舶行业息息相关，航运、船舶行业近期所面临的变革为船舶租赁业提供了发展机遇。

2.5.1、碳中和等环保要求，缩短船舶更新周期、催生新船建造需求

在碳达峰、碳中和背景下，航运业迎来了脱碳挑战。IMO 于 2018 年提出了 2030/2050 年目标来降低航运业碳排放，并在 2020 年 11 月 MEPC75 次会议上通过了 IMO 短期减排措施，即引入现有船舶能效指数 EEXI 及碳排放强度指数 CII，鼓励航运业按时完成脱碳目标。现有船舶能效指数（EEXI）要求所有范围内的货船和客船在 2023 年 1 月 1 日后的第一个年检时，取得的 EEXI 值要小于要求 EEXI 值。碳排放强度指数（CII）要求从 2023 年开始，5000 总吨及以上的货船和客船每年计算 CII 值并按 A 到 E 评级，如果连续 3 年评级为 D 或者一年为 E，需要采取能耗增强措施达到 C 级别。

降速航行是最直接有效的减排措施。根据 DNV 的研究，为满足 EEXI 和 CII 不同的严格规定，各类船型均面临更低航速的要求。与此同时，全球运输需求还在增加，故降速航行意味着越来越多的船舶需求。以 60,000-99,999 载重吨散货船为例，按照目前规定总船量为 3962 艘，若需满足 EEXI 规定则总船量为 4311 艘，若需满足高 CII 规定则总船量为 4519 艘。降速航行的减排要求将带来越来越多的船舶需求量。

图 12：降速航行是最直接有效的减排措施

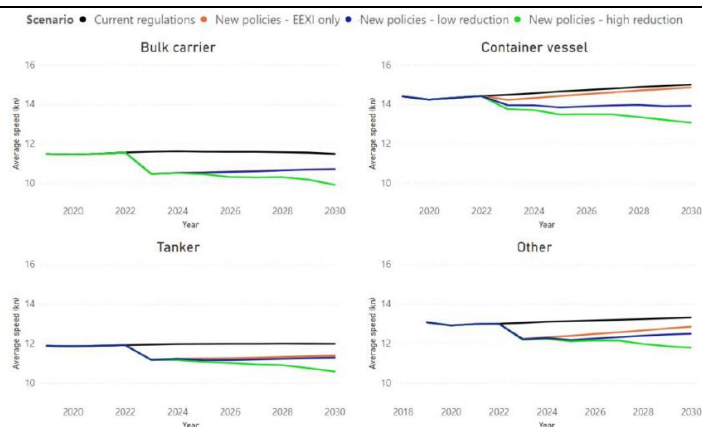


Figure 4-13 Average transit speed in knots by ship-type and scenario from 2019 to 2030.

资料来源：IMO MEPC 76/INF.68/Add.1

表 6：短期温室气体减排措施对 60,000-99,999 载重吨散货船的需求变化

场景	船舶总数	每船减速 (%)	每船 CO2 排放 (公吨)	总 CO2 排放 (百万公吨)	每船资本性支出 (百万美元)	总资本性支出 (十亿美元)	每船运营成本 (百万美元)	总运营成本 (十亿美元)	总燃料费 (十亿美元)	总成本 (十亿美元)
目前规定	3962	0.1499	15529.00	61.53	1.149	4.553	2.160	8.557	7.47	20.58
仅 EXI 规定	4311	0.2168	13041.00	56.22	1.114	4.802	2.157	9.299	6.90	21
低 CII 规定	4321	0.2184	12930.00	55.87	1.113	4.807	2.157	9.320	7.07	21.2
高 CII 规定	4519	0.2568	11398.00	51.51	1.169	5.281	2.143	9.686	7.20	22.17

资料来源：UNCTAD, DNV, 光大证券研究所整理

短期温室气体减排措施对于船舶的影响也与船龄相关。由于船龄较新的船，设计更为先进、环保，因此满足提高后的排放环保要求所需的成本较少；相应的，船龄较长的船所需成本就更高。

图 13：为满足环保要求，船龄较长的船相比新船将花费更高成本

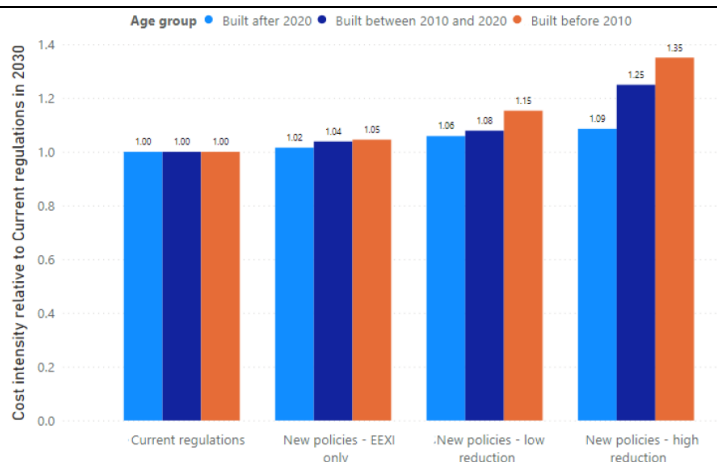


Figure 4-5 Relative cost intensity of ship generations compared to Current regulations in 2030. The cost intensity is set to 1 for each ship generation based on Current regulations in 2030.

资料来源：IMO MEPC 76/INF.68/Add.1

2.5.2、燃料替代及能源升级，增加对于新能源装备的需求

海事行业历来注重行业内对于环境的影响。在近期控制碳排放之前，海事组织也曾先后对氮氧化物 NOX, 硫氧化物 SOX 的排放做出要求并且陆续开始生效。

表 7：国际海事组织对氮氧化物及硫氧化物的排放做出要求

项目	排放要求
NOX	规定对新造船用发动机的 NOx 排放标准引进了 3 级结构，根据它们安装日期来定，船舶在指明是 ECA 的区域航行时强制应用排放最低的等级(第 III 级)，在指明是 ECA 的区域外，适用第 II 级限制： - 第 I 级适用于安装在 1990 年 1 月 1 日至 2011 年 1 月 1 日建造的船上的柴油机； - 第 II 级适用于 2011 年 1 月 1 日后安装的柴油机； - 第 III 级 2016 年 1 月 1 日之后安装，航行于 NOx 排放控制区的柴油机。
SOX	根据 MEPC. 176 (58) 号决议要求，船上所使用的燃油的硫含量应不超过如下限制： - 4.50% m/m 2012 年 1 月 1 日前； - 3.50% m/m 2012 年 1 月 1 日及以后； - 0.50% m/m 2020 年 1 月 1 日及以后。

资料来源：IMO, 光大证券研究所

初步确定的排放控制区域，包括北美东、西海岸，夏威夷群岛，以及欧洲的北海、波罗的海海域。未来预计会向更多海域延伸。

部分国家也自行规定了周边海域的排放标准，如中国通过《中华人民共和国大气污染防治法》以及交通运输部《珠三角、长三角、环渤海（京津冀）水域船

《船舶排放控制区实施方案》，设立珠三角、长三角以及环渤海（京津冀）水域船舶排放控制区。自 2018 年 1 月 1 日起，船舶在排放控制区内所有港口靠岸及停泊期间应使用含硫量小于 0.5% m/m 的燃油，或采用岸电、尾气后处理等替代措施；2019 年 1 月 1 日起，船舶进入排放控制区应使用含硫量小于 0.5% m/m 的燃油。

图 14：IMO 中规定的主要排放控制区(ECA)



资料来源：IMO

图 15：中国主要港口周边海域设立了排放控制区

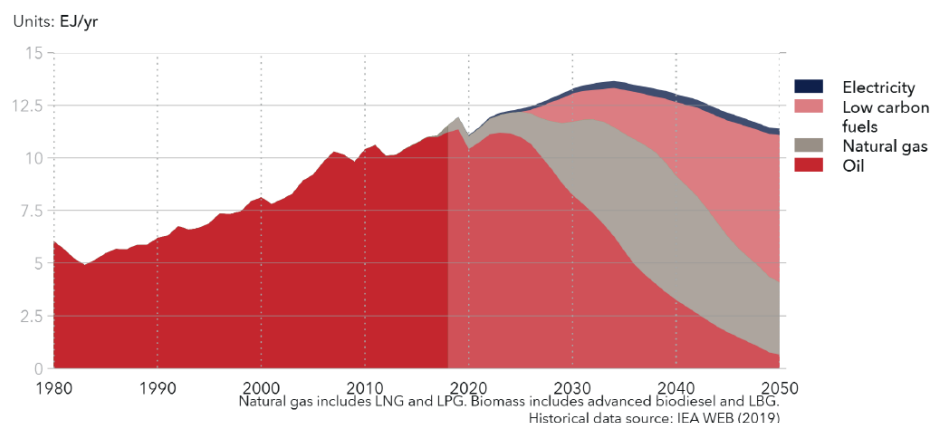


资料来源：交通运输部

因此，海事及船舶行业不断寻求以更为环保的燃料对现有常规燃料油进行替代。DNV、BV 等多家机构均预测未来航运将越来越多使用天然气及低碳燃料。

图 16：未来航运将越来越多使用天然气及低碳燃料

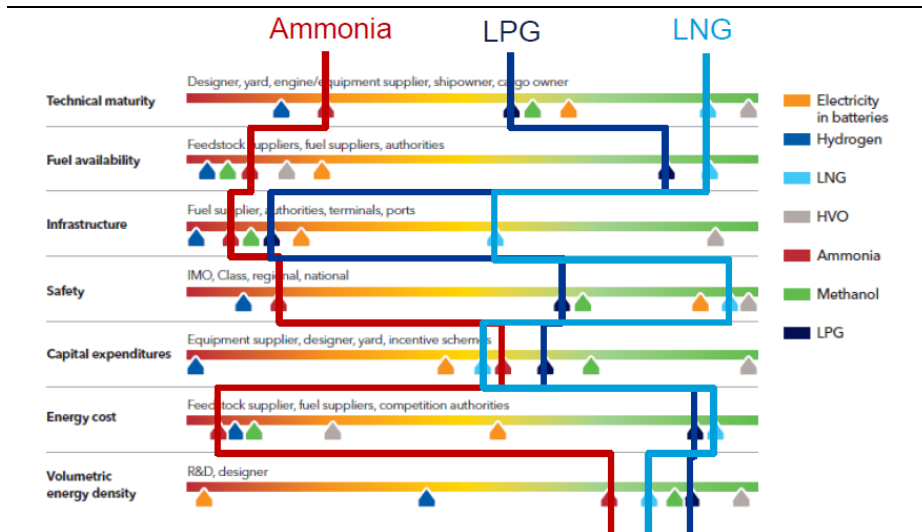
World maritime subsector energy demand by carrier



资料来源：IEA WEB

DNV 从技术成熟度、可获取性、基础设施、安全性、基建费用、能源消耗、能量密度等多个维度，对于电池能源、氢能、LNG、氨、甲醇、LPG 等燃料进行了综合评估。得到的结论为目前 LNG 仍为较为合适的船用燃料选择。

图 17：未来航运将越来越多使用天然气及低碳燃料



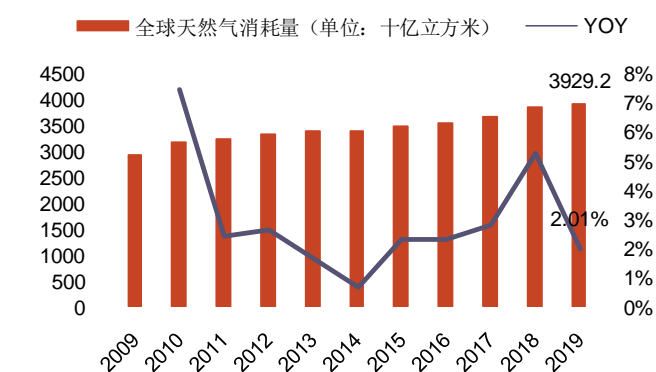
资料来源：DNV

不仅船舶及海事行业，随着全球经济的持续发展，全球能源需求上升。清洁能源由于其清洁性和高效性，应用范围扩大，在能源体系愈发受欢迎。

LNG 作为主要的清洁能源，全球 LNG 的生产能力和消费需求在近几年经历了快速增长。同时，LNG 的产地与消费地往往难以完美匹配，因此促进了海上 LNG 资源进出口贸易量的增长，刺激了海上 LNG 资源海运的需求。

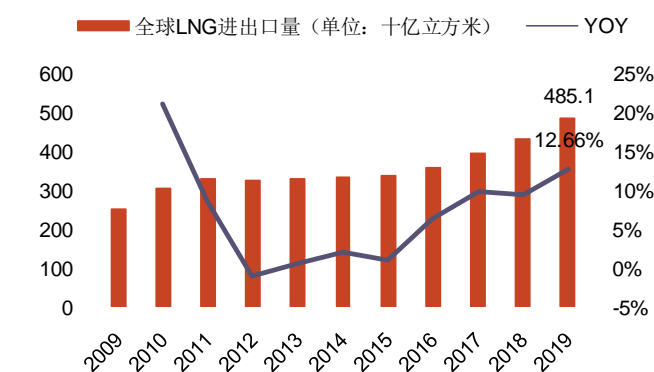
以 LNG 为代表的全体天然气能源的消费量与日俱增，在全球能源消费结构中的占比也逐渐上升。从 2009 年至 2019 年，全球天然气消费量从 2.9 万亿立方米增长至 3.9 万亿立方米，CAGR 为 2.9%；全球 LNG 进出口量从 2497 亿立方米增长至 4851 亿立方米，CAGR 为 6.87%。

图 18：2019 年全球天然气消费量同比增长 2.01%



资料来源：《Statistical Review of World Energy 2020》，光大证券研究所

图 19：2019 年全球 LNG 进出口量同比增长 12.66%



资料来源：《Statistical Review of World Energy 2020》，光大证券研究所

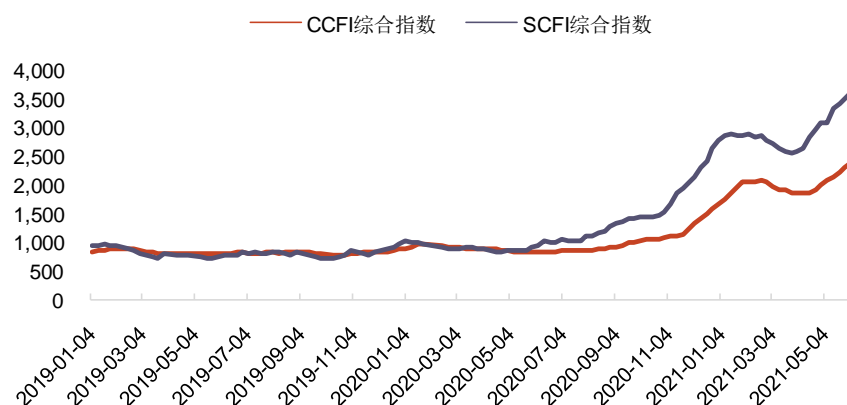
2.5.3、集装箱、散货等主力船型市场近期出现明显好转

2021 年 Q2 集运市场淡季不淡，供需基本面持续好转。运价发布公司 Freightos 指出，美国消费强劲，尽管零售商补库存的量高于 2019 年，但库存仍处于低水平。赫伯罗特(Hapag Lloyd)公司称，由于集装箱平均使用时间从 49 天增加至 58 天，需要额外 20% 的集装箱；该公司 2021 年 6 月 1 日、6 月 15 日已先后两次上调运费附加费，其他头部集运企业如马士基、地中海、中远海运

等公司亦宣布涨价。展望三季度，供应链瓶颈问题或因疫情得到一定的控制而有所缓解，但市场又将进入传统旺季。因此，运力和设备不足的问题或将持续至整个三季度。预计三季度，运价仍有望维持在5月底的高水平上，短期运价甚至可能继续创历史新高。

从全年看，根据 Alphaliner、Clarkson 和 Drewry 的预测，2021 年集运需求增速分别为 5.8%、6.3% 和 8.7%，运力增速分别为 4.2%、4.6% 和 3.7%；2022 年需求增速分别为 4%、3.4% 和 4.7%，运力增速分别为 3.1%、2.5% 和 2.5%（Alphaliner 和 Drewry 的需求预测不含运距）。2021 和 2022 年集运市场的供需基本面将持续好转。Drewry 预测，供应链瓶颈问题将影响 2021 年的大部分时间，2021 年平均运价将比 2020 年增长 23%，班轮业整体将盈利 350 亿美元。

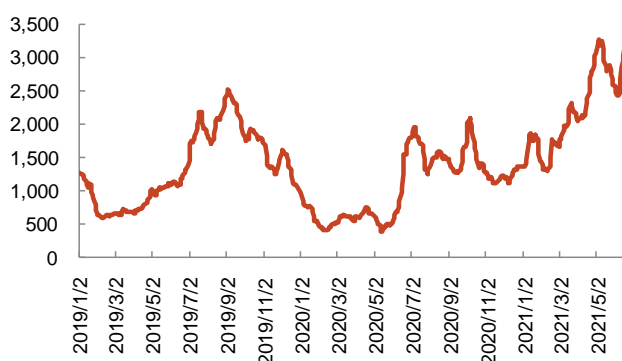
图 20：中国出口集装箱运价指数 CCFI 和上海出口集装箱运价指数 SCFI 自 2020 年 6 月起大幅上涨



资料来源：上海航运交易所，光大证券研究所，2021 年 6 月 11 日统计

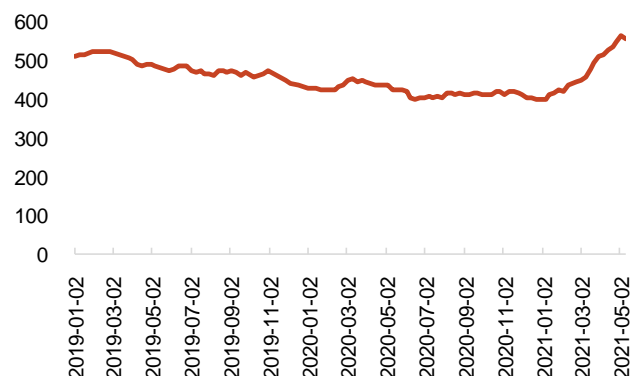
干散货船市场表现强劲，增长可期。克拉克森预测，伴随着全球经济复苏和大宗商品价格上涨，同时叠加港口拥堵的影响，干散货航运市场的表现依然强劲。2021 年海运周转量和海运贸易量将分别增长 3.9% 和 3.7%，而船队增速则保持在 3% 的水平。分货种来看，今年铁矿石和粮食将继续维持 3.2% 和 2.5% 的健康增长，小宗散货将引来 3.6% 的反弹，煤炭贸易预计将较去年因疫情造成的损失恢复一半以上的增幅，迎来 4.8% 的上涨。

图 21：波罗的海干散货指数(BDI)自 2020 年 6 月以来持续上涨



资料来源：波罗的海航运交易所，光大证券研究所，2021 年 6 月 17 日统计

图 22：国际散货船价综合指数(BPI)在 2021 年开始上涨明显



资料来源：上海航运交易所，光大证券研究所，2021 年 5 月 12 日统计

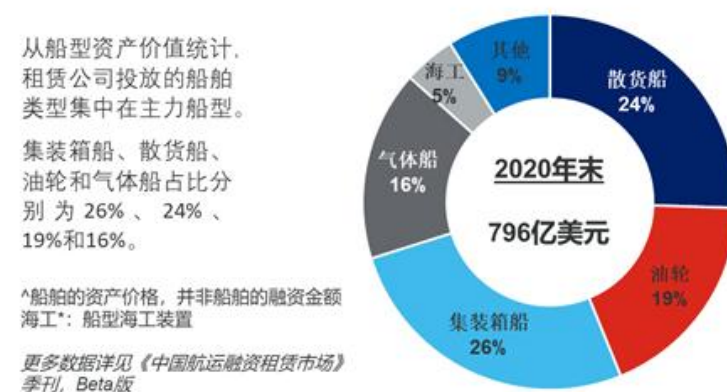
2.6、国内船舶租赁企业年度总投放规模有望保持在150 亿美元以上

2008-2019 年，中国的船舶租赁业务快速发展，克拉克森统计，至 2020 年末市场渗透力达 7.3%(以总吨计算，其中存量船队占比全球船队规模 6.9%，未交付船舶占全球在手订单 12.3%)。

克拉克森研究估算 2020 年末全球航运（除海工）船队和手持订单价值为 11,544 亿美元，据其统计中国国内共有 28 家从事国际船舶融资租赁业务的公司和 50 家仅从事国内船舶租赁业务的公司，拥有船队资产价值总额达 796 亿美元，合计约 1.1 亿总吨，2291 艘船；资产总量仅次于第三大船东国日本（合计总船队规模 1080 亿美元，1.8 亿总吨）；以资产价值计，前十大头部租赁公司市场份额占比高达 84%。

图 23：中国租赁公司船舶资产中占比较大的船型依次为箱船、散货、油船、气体船

中国租赁公司当前船舶资产价格总额^（包括存量船舶和未交付手持订单）



资料来源：克拉克森研究

2020 年，中国的船舶租赁行业发展进程被突如其来的新冠疫情所影响。疫情带来的不确定性导致全球新造船投资大幅减少，降至 2016 年以来最低水平。对周期性行业的谨慎态度以及资产流动性的担忧导致 2020 年全年中国航运租赁仅成交 272 艘船，1533 万总吨合资产价值 110 亿美元，为 2019 年的 70%。排名前十的头部租赁公司中有六家 2020 年新增船舶租赁业务大幅减少，降幅在 20-70%。

但尽管如此，中国租赁公司在 2020 年共计投放 141 亿美元（大部分为过去 1-2 年的存量项目），略低于 2019 年投放水平。另一方面，海运这一传统行业对中国经济贸易发展的重要性（中国约占全球海运进口量的 1/4）和当前资产价格的历史低位又吸引更多的租赁公司进入航运市场。部分新进入市场的租赁公司资产规模实现大幅增长。克拉克森研究统计的排名前五的租赁公司中有五家租赁公司新增船舶业务在 2020 年实现两位数增长，其中一家公司仅用了两年多时间实现资产超过 10 亿美元的突破。

新增租赁业务的放缓对中国船舶融资租赁行业的影响在 2020 年有所体现，而考虑绿色转型带来的船队更新和再融资需求，以及要保持当前渗透率 7.3%的资产规模，中国的船舶租赁公司每年需要在 150 亿美元投放水平基础上进一步增长。

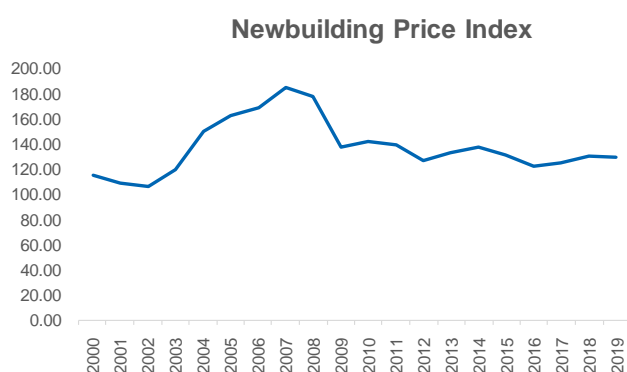
3、逆周期战略+厂商系背景，助力公司稳步向前

3.1、逆周期战略，获取优质资产及优质客户

公司采用逆周期战略开展投资，在市场低谷和行业复苏期，为股东和投资者创造价值。

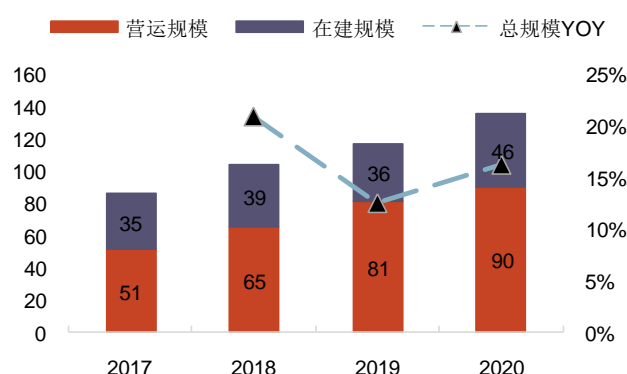
在船舶市场低迷的过往几年，公司持续增加新造船的订单，为产业健康稳定发展注入新动力，并以较为低廉的价格获得优质船舶资产，具有较强的安全边际；当市场处于快速复苏和繁荣期，船价快速上涨，公司的经营性资产能够享受市场溢价，可选择将持有的船舶出售以兑现资产红利。

图 24：从指数来看 2016 年以来新造船价格整体处于低位



资料来源：克拉克森，公司公告

图 25：公司 2017 年以来船舶资产持续增加（单位：艘）



资料来源：克拉克森，公司公告

航运、船舶市场的低谷对行业内的从业企业也进行了甄别，能够维持较好经营状况的企业大多为细分赛道的强者。公司在该阶段将这些优质企业发展为客户，也一定程度上为公司的后续经营减少了风险。

3.2、厂商系背景，联合兄弟企业为客户提供一站式服务

作为中国船舶集团旗下的船厂系租赁公司，公司最核心的竞争力是船舶专业知识技能与相关资源，公司凭借与船厂的协同效应及紧密的业务关系，掌握海运市场供需及客户需求的最新数据，及时把握业务机会。

同时，公司与船厂紧密合作，向客户提供融资、造船、租赁一站式及定制化的租赁服务。2021 年是“十四五”规划的开局之年，中船集团将中国船舶租赁作为四大主业之一，公司可以发挥“懂船”的独特优势，保持稳定增长和高质量成长，引领中国船舶工业发展。

图 26: 中船租赁与中船集团内的贸易公司、船厂等联合为客户提供一站式服务



资料来源: 公司官网

3.3、高信用评级、多融资渠道有效降低资金成本

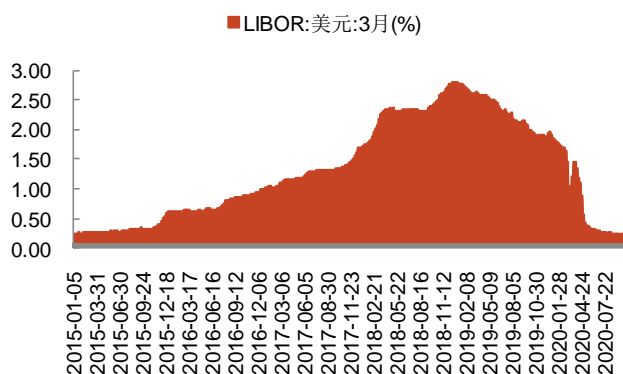
截至 2020 年末, 公司继续获得标普全球评级 A-/稳定, 惠誉评级 A/稳定的主体信用跟踪评级。

公司不断扩大融资渠道, 获得更多项目及营运资金贷款, 并根据市场情况及利率趋势开展融资活动。公司透过多元化的渠道获取融资, 包括银行贷款、银团贷款以及债券发行等。众多银行为公司的租赁项目提供长期项目贷款融资, 有效降低公司的流动资金风险及融资成本。

2020 年内, 公司成功发行总额 8 亿美元的美元债券, 票面平均年利率为 2.75%, 该债券的发行利率属于市场低位, 不仅凸显公司的融资能力不断增强, 而且债券资金用于船舶租赁业务资金投放和置换部分高息贷款, 进一步降低了公司带息负债成本。

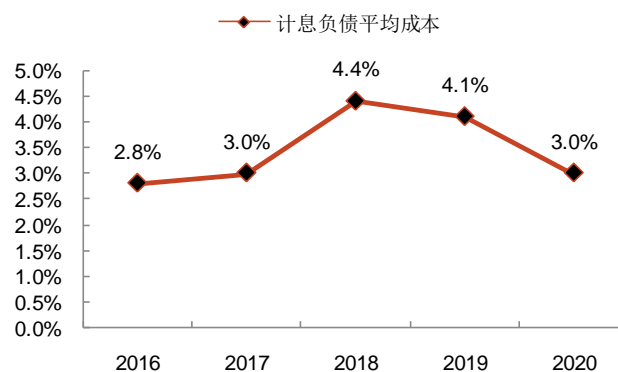
公司通过优化债务结构和外部融资条件, 实现融资成本的大幅度下降。2020 年公司带息负债综合年利率为 3.0%, 2019 年同期为 4.1%。

图 27: 2015 年以来 LIBOR 变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 29 日

图 28: 公司带息负债综合年利率近两年连续下降



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

由于公司融资租赁合约以 Libor 加上一定的差额计价, 融资租赁收入将随金融利率变化而正向变化, 但负债端的银行融资成本也将同时变化, 故对公司的利润影响不是很大。

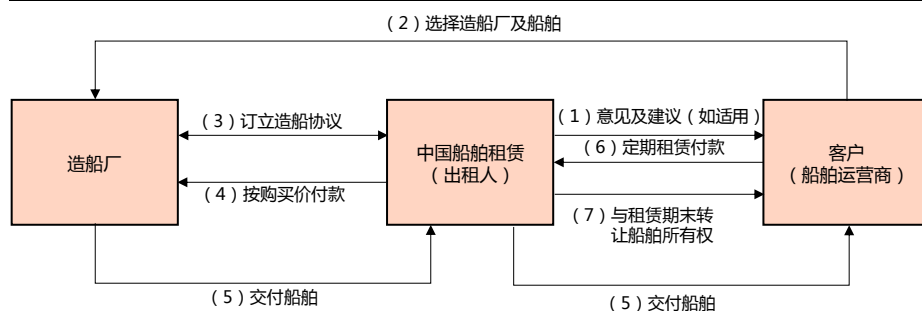
3.4、多种租赁方案，灵活应对客户个性化需求

公司可以为客户提供量身定制的灵活租赁服务，提供融资租赁及经营租赁选项。

融资租赁又包含直接融资租赁、售后回租的方式。

在**直接融资租赁**交易中，公司凭借在海事业强大的专业知识向客户提供意见及建议以协助其选择船舶。公司与客户指定的造船厂根据客户对船舶建造的具体要求订立造船协议。其后公司将船舶租赁予客户使用以收取定期租赁付款作为回报。在租赁期末，客户有义务按固定价格购买租赁的船舶。

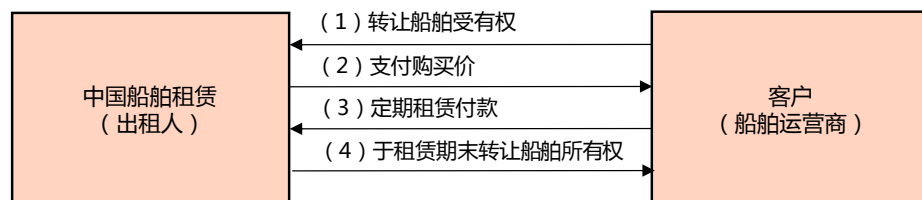
图 29：直接融资租赁适用于新造船



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

在**售后回租**交易中，公司按议定的价格从客户处购买船舶，随后将该船舶回租予该客户以收取定期租赁付款作为回报。在租赁期末，客户有义务购买租赁的船舶。

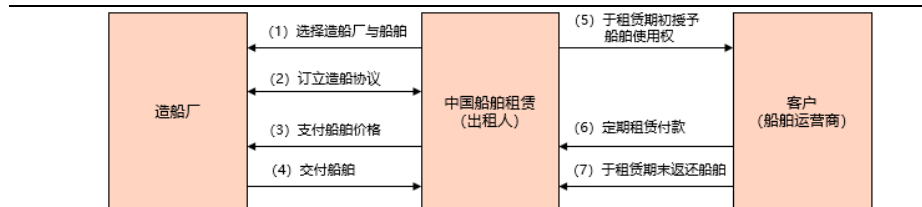
图 30：售后回租适用于客户已经拥有的船舶



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

在一般经营租赁交易中，经对客户拟租赁船舶的类型、规格及承载量要求进行考虑，公司与公司选择的造船厂就船舶建造订立造船协议。公司在将多种因素纳入考虑（如特定类型船舶的市场周期、盈利能力及流动性）后，亦主动订立造船协议，以优化公司的经营租赁业务。其后公司将船舶租赁给客户使用以收取定期租赁付款作为回报。于租赁期末，客户将会向公司返还所租船舶。

图 31：经营租赁以收取定期租赁付款作为回报



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

经营租赁又包含光船融资、定期租船的方式。

光船租赁中，有关船员的雇用和船舶的经营管理由船舶运营商负责。定期租船中，公司将负责支付船员雇用及船舶管理相关费用。

此外，公司还可以通过合营公司的形式经营船舶。2020 年，公司应占合营企业损益由 2019 年度的 5354 万港元大幅增加至 1.13 亿港元。至 2020 年末，公司的合营企业营运 11 艘船舶（2019 年末为 8 艘），且部分合营公司所处的液化气船舶市场于 2020 年有所改善。部分在建船舶预计于 2021 年及 2022 年交付，合营公司的方式有望得到进一步发展。

3.5、合理的资产组合，全面布局清洁能源产业链

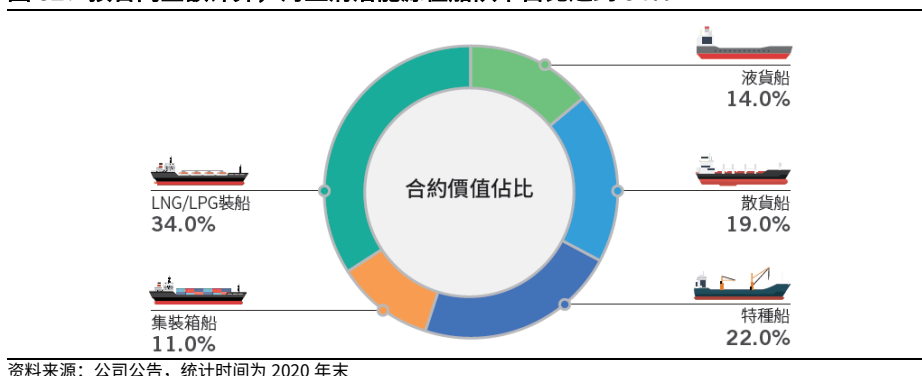
公司的均衡资产组合中包含不同类型的船舶，通过不断优化资产组合，从而实现对冲效应，分散风险，实现业绩稳定。

截至 2020 年 12 月 31 日，中国船舶租赁已起租的船队规模达 90 艘，其中清洁能源装备船共 9 艘。按船队的合同金额计，散货船、集装箱船、液货船、海上清洁能源装备、特种船分别占比 19%、11%、14%、34%、22%。

公司凭借在航运业的丰富经验及与各船舶相关企业共享的客户数据库，积累了大量优质客户于多轮行业周期时的业绩数据。公司通过该等数据积极评估客户的履约风险，并根据行业状况及客户需求，策略性地调整各类船舶的组合比例，达到最大优化率。

公司船舶资产平均船龄在 3.4 年，是技术先进、装备齐全的船队。当中，公司已有合同的平均剩余租期为 7.3 年，可为公司提供稳定可预见的现金流，同时为企业进一步发展奠定了坚实的基础。

图 32：按合同金额计算，海上清洁能源在船队中占比达到 34%



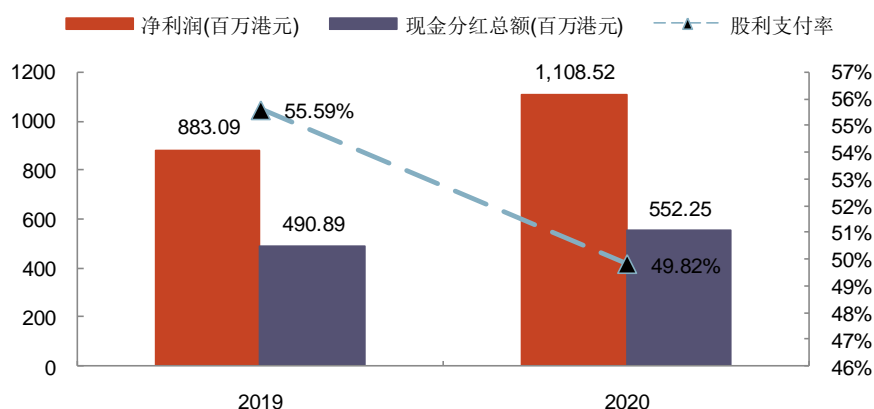
中国船舶租赁继续稳定推进海洋清洁能源产业，持续投入海上 LNG、LPG 全产业链，与市场领先合作伙伴建立合作关系，拓展海上 LNG 加注、低硫油加注，密切关注海上风电制氢、潮汐能、海上核电等新一代海洋清洁能源的商业机会。2020 年，中国船舶租赁的 17.4 万平方米 LNG 运输船 2 号船顺利出坞，其采用新一代双燃料动力系统，能耗下降 16%，是当今世界上效率最高、环保性能最优的 LNG 运输船。截至 2020 年 12 月 31 日，公司清洁能源相关的资产规模已达 9.3 亿美元，占总船舶资产的 31%。中国船舶租赁在清洁能源上的前期布局与持续投入有助于其更好应对脱碳要求和“限硫令”。

3.6、优化管理，回报股东

3.6.1、持续稳定的分红政策，合理回报投资者

公司 2020 年中期每股分红 0.03 港元，2020 年年末每股分红 0.06 港元，共计分红 5.52 亿港元，同比增长 12.5%，2020 年现金派息率为 49.82%，以 2020 年 12 月 31 日收盘价 1.09 港元计算的股息率为 8.3%。公司具有持续派息的基础条件，大部分资产具有长期稳定租约，现金流稳定，同时管理层有意愿维持稳定的高分红政策，保持 50% 左右的现金分红率。

图 33：公司保持高而稳定的分红政策



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.6.2、多重激励机制实现利益共享

国资委于 2019 年 11 月出台《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，为央企股权激励打开了政策空间。公司于 2021 年 2 月 25 日公告其董事会已决议股权激励计划，于 4 月 13 日收到国资委原则同意的批复意见，4 月 30 日召开临时股东大会和董事会，正式批准向公司管理团队及核心骨干员工授出 1.435 亿股期权，行权价为 1.32 港元/股，共计 19 名高级管理人员及骨干员工获授予，以 2020 年在职工人数 74 人为计算依据，此次股权激励的比例约为 26%，具有一定的广泛性。

根据国资委国有改革试点的政策，公司正深度推动职业经理人改革和市场化薪酬制度，建立长期激励制度，将开展职业经理人市场化招聘，吸引人才，充分调动员工热忱，形成股东、公司管理层及公司骨干员工的利益共享机制。

4、盈利预测、估值与投资评级

4.1、关键假设及盈利预测

当前航运市场明显好转，集装箱、散货运输的市场需求及运力供给有望持续提升；全球环保要求的提升，缩短了船舶的更新周期，催生了新船的建造需求；钢铁等原材料价格上涨短期内可能引起建造新船的价格上涨。这些因素都有望使船东扩充运力、更新船队的需求，中国船舶租赁的订单量有望获得提升。

公司层面，2020 年投放金额同比增长 16.4%；在世界经济社会逐步恢复，全球海运贸易量增速有望回弹的背景下，公司将抢抓全球航运市场恢复性增长的机遇，持续加大船舶组合投入；公司注重在清洁能源领域进行布局，相关装备如 LNG 生产加工、运输船舶以及 LPG 运输船投入使用后将产生较好的经济效益。

结合行业环境公司对于未来经营策略的描述及展望等，我们作出如下假设：

(1) 2021-2023 年，公司进行银行贷款的利率水平保持稳定，不发生明显波动；

(2) 2021-2023 年，未出现公司出售船舶、客户提前还款的情况。公司经营租赁收入分别增长 16%、19%、21%，贷款借款利息收入分别增长 12%、15%、

18%，融资租赁收入分别增长 18%、18%、20%，佣金收入分别增长 10%、10%、10%；

(3) 2021-2023 年，船舶运营成本分别增长 16%、19%、21%，折旧分别增长 16%、19%、21%，其他运营开支分别增长 7.28%、7.56%、8.45%。

(4) 公司信用评级保持，带息负债综合利率 2021-2023 年保持在 2.6%。

表 8：中国船舶租赁业务拆分及预测（单位：百万港元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2294.40	1861.57	2149.31	2529.17	3030.49
经营租赁收入	898.21	998.17	1157.87	1377.87	1667.22
贷款借款利息收入	681.07	355.66	398.34	458.09	540.55
融资租赁收入	658.78	432.28	510.09	601.90	722.28
佣金收入	56.33	75.46	83.01	91.31	100.44
开支科目（部分）	422.45	459.91	527.00	618.00	737.00
船舶运营成本	111.30	112.60	130.62	155.43	188.08
折旧	238.30	272.87	316.53	376.67	455.77
其他运营开支	72.85	74.44	79.86	85.90	93.15
YOY	9.01%	-18.86%	15.46%	17.67%	19.82%
经营租赁收入	49.41%	11.13%	16.00%	19.00%	21.00%
贷款借款利息收入	33.88%	-47.78%	12.00%	15.00%	18.00%
融资租赁收入	-26.15%	-34.38%	18.00%	18.00%	20.00%
佣金收入	-45.22%	33.96%	10.00%	10.00%	10.00%
船舶运营成本	10.70%	1.17%	16.00%	19.00%	21.00%
折旧	58.66%	14.51%	16.00%	19.00%	21.00%
其他运营开支	17.33%	2.18%	7.28%	7.56%	8.45%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润有望达到 13.88、16.50、19.89 亿港元，对应 EPS 为 0.23、0.27、0.32 港元。

表 9：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	2,294.4	1,861.6	2,149.3	2,529.2	3,030.5
营业收入增长率	9.0%	-18.9%	15.5%	17.7%	19.8%
归母净利润（百万港元）	883.1	1,108.5	1,388.1	1,649.8	1,988.6
归母净利润增长率	28.0%	25.5%	25.2%	18.9%	20.5%
EPS（港元）	0.14	0.18	0.23	0.27	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.5%	12.4%	14.2%	15.4%	16.7%
P/E	10.56	8.41	6.72	5.65	4.69
P/B	1.11	1.04	0.95	0.87	0.78

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 6 月 29 日收盘

4.2、相对估值

中国船舶租赁所属行业为非银金融，选择市净率 PB 作为相对估值方法。

可比公司选择业务模式相近的中银航空租赁、中国飞机租赁。

表 10：可比公司及主营业务

代码	公司简称	主营业务
1848.HK	中国飞机租赁	中飞租赁致力于为全球航空公司及飞机资产拥有人提供飞机全生命周期一站式解决方案，旗下业务包括“飞机租赁”及“飞机后市场”两个主要板块，业务范畴包括飞机经营性租赁、购后租回、结构融资等常规业务，也涵盖机队升级、飞机维护、维修及大修（MRO）、飞机拆解及航材销售等增值服务。
2588.HK	中银航空租赁	中银航空租赁为航空公司和飞机投资者提供各类服务，包括经营性租赁、购机回租和第三方资产管理服务。本公司亦为航空公司、银行和其他投资者提供全面的飞机再销售和技术管理服务。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

表 11：可比公司估值比较

代码	公司名称	收盘价 (港元)	EPS (港元)				PB (X)				市值 (亿港元)
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
1848.HK	中国飞机租赁	6.05	0.47	1.17	1.27	1.37	1.12	0.86	0.79	0.64	43.41
2588.HK	中银航空租赁	66.10	0.73	1.04	1.26	1.35	1.24	1.10	1.00	0.93	458.74
平均值							1.18	0.98	0.90	0.78	
3877.HK	中国船舶租赁	1.52	0.18	0.23	0.27	0.32	1.04	0.95	0.87	0.78	93.27

资料来源：中国船舶租赁数据由光大证券研究所预测，其他公司为 wind 一致预期数据，股价时间为 2021-06-29 收盘

通过比较，公司 2021 年 PB 值低于可比公司平均水平。

4.3、估值结论与投资评级

中国船舶租赁是厂商系船舶租赁公司的稀有上市标的，正处于快速发展期，2019、2020 年业绩同比均实现大幅提升。随着近期航运市场的好转，船东对于提升运力的需求大幅提升；“碳达峰、碳中和”、脱硫、脱氮等环保要求对于可替代的清洁能源的需求，以及对船舶自身环保要求不断提升，这些因素有望使公司利润水平持续、快速地增长。我们预测，公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.88、16.50、19.89 亿港元，EPS 分别为 0.23、0.27、0.32 港元，当前股价对应 PB 分别为 0.95X、0.87X、0.78X。通过相对估值，公司 2021 年 PB 低于可比公司平均水平。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5、风险分析

(1) 应收贷款质量降低的风险

应收贷款质量可能会由于多种原因（如全球或地区经济放缓、低迷、衰退或不稳定，全球金融或信贷危机的发生以及无法控制的其他因素）而下降。此外，公司客户的经营、财务状况、流动资金及现金流量的任何不利变动均可能影响其履行付款责任的能力，从而导致公司不良资产增加。应收贷款质量的任何重大退化可能使公司的业务、经营业绩、财务状况及前景受到不利影响。

(2) 利率波动的风险

公司的融资租赁收入一般按浮动利率基准并参考 LIBOR 计价；贷款借款利息收入亦受制于利率波动。任何利率下降均可能减少公司从客户获得的融资租赁收入及贷款借款利息收入金额。

此外，利率的任何变化或会对公司的借款及负债融资成本产生影响。倘若利率在未来呈上升趋势，则公司的融资成本将相应增加。

(3) 客户付款违约的风险

公司客户的经营、财务状况、流动资金及现金流量由于行业或市场发展不利以及利率、汇率及融资成本波动等因素而出现任何不利变动，可能影响客户及时向公司履行付款义务的能力。如果客户未能按时付款或付款违约，则公司的流动资金、现金流量、业务、经营业绩、财务状况及前景可能会受到不利影响。

(4) 外汇汇率波动风险

公司开展业务过程中，主要面临因欧元、瑞士法郎、新加坡元及人民币的汇率波动产生的外币风险。如果相关货币的汇率发生重大变动，公司或将面对高额汇兑亏损，这可能使公司的业务、经营业绩、财务状况及前景受到重大不利影响。

(5) 全球租赁行业的竞争风险

全球租赁行业的竞争日益激烈。公司与中国国内及海外的租赁公司（无论国有、银行系或独立公司）存在竞争关系。竞争对手可能拥有更长的运营历史，更大的业务规模，并享有更多的财务、营运及管理资源；亦可承受更高水平的风险，以更低成本获得融资，向客户提供更有利的租赁条款，并与客户建立更牢固的关系。如果公司未能经受行业的激烈竞争或未能与竞争对手有效竞争，则可能削弱公司的市场地位，这可能使公司的业务、经营业绩、财务状况及前景受到重大不利影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,294	1,862	2,149	2,529	3,030
营业成本	422	460	527	618	737
折旧和摊销	238	273	327	419	531
管理费用	63	49	54	60	69
财务费用	794	544	547	614	694
利润总额	904	1,128	1,411	1,676	2,020
少数股东损益	9	5	5	5	5
归属母公司净利润	883	1,109	1,388	1,650	1,989
EPS(按最新股本计, 港元)	0.14	0.18	0.23	0.27	0.32

现金流量表 (百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,377	654	653	768	762
净利润	883	1,109	1,388	1,650	1,989
折旧摊销	238	273	327	419	531
净营运资金增加	-2,678	-458	1,880	2,155	2,781
其他	4,934	-270	-2,942	-3,455	-4,538
投资活动产生现金流	-464	-2,072	-1,604	-1,883	-2,215
净资本支出	-2,439	-1,276	-1,725	-2,030	-2,390
长期投资变化	-231	-286	-75	-93	-111
其他资产变化	2,206	-509	195	240	286
融资活动现金流	-1,911	1,702	1,272	1,535	1,999
股本变化	2,012	0	0	0	0
债务净变化	-4,170	2,118	2,366	2,833	3,504
无息负债变化	-128	175	15	125	113
净现金流	1,002	284	322	421	546

资产负债表 (百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	27,696	30,531	33,753	37,675	42,465
流动资产	18,510	19,929	21,679	23,897	26,717
货币资金	2,402	2,777	3,099	3,520	4,066
交易型金融资产	43	915	915	915	915
应收帐款	15,045	15,061	16,360	17,985	20,033
其他应收款	107	62	72	85	102
长期投资	247	533	608	701	812
固定资产	8,916	10,035	11,066	12,315	13,800
无形资产	24	33	61	87	112
总负债	19,247	21,540	23,921	26,879	30,496
无息负债	849	1,024	1,038	1,163	1,276
有息负债	18,398	20,516	22,882	25,715	29,219
股东权益	8,449	8,991	9,832	10,796	11,970
股本	6,614	6,614	6,614	6,614	6,614
储备	1,796	2,333	3,169	4,128	5,296
少数股东权益	38	44	49	54	59
非流动资产	9,187	10,601	12,074	13,778	15,748
归属母公司权益	8,411	8,947	9,783	10,742	11,910

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前净利润率	39.4%	60.6%	65.7%	66.3%	66.6%
税后净利润率 (归属母公)	38.5%	59.5%	64.6%	65.2%	65.6%
ROA	3.2%	3.6%	4.1%	4.4%	4.7%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.5%	12.4%	14.2%	15.4%	16.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	69.49%	70.55%	70.87%	71.34%	71.81%
有形资产/有息债务	1.50	1.49	1.47	1.46	1.45

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	10.56	8.41	6.72	5.65	4.69
PB	1.11	1.04	0.95	0.87	0.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE