下载日志已记录，仅供内部参考

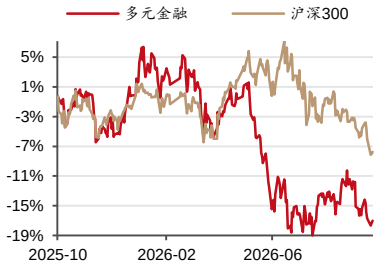
美联储利率变化对多元金融行业的影响几何？

证券研究报告

2026 年 10 月 06 日

行业评级	超配
前次评级	超配
评级变动	维持

近一年行业走势



相对表现	1 个月	3 个月	12 个月
多元金融	-6.27	-2.32	-16.72
沪深 300	-4.19	-10.00	-6.10

分析师

孙寅 S0800524120007

sunyin@research.xbmail.com.cn

陈静 S0800524120006

chenjing@research.xbmail.com.cn

张佳蓉 S0800524080001

zhangjiarong@research.xbmail.com.cn

相关研究

多元金融：交投活跃推动板块业绩高增，客户权益与手续费双升—期货行业 26H1 中报综述 2026-09-15

多元金融：跨境互联网券商行业复盘与展望—数金掘金系列二 2026-09-15

多元金融：期货公司监督管理办法落地，强化监管、推动专业化发展—多元金融热点速递之四 2026-09-13

核心结论

1、**2016 年以来美债利率周期回顾：**2016 年以来，美债利率环境大致经历了渐进加息（2015.12-2019.6）、降息及零利率期（2019.7-2022.2）、激进加息期（2022.3-2024.8）、再次降息期（2024.9-2026.8）和重新加息期（2026.9 至今）五个阶段。

2、美联储利率变化对期货公司影响分析：对期货公司而言，高美元利率有利于境外期货子公司客户保证金及自有资金的利息收入，但同时抬升跨境融资成本，并可能抑制部分杠杆交易需求；另一方面，利率、汇率及大宗商品价格波动加大，将提升产业客户套期保值和跨市场风险管理需求，带动经纪、清算及风险管理业务扩容。以南华期货为例，其境外经营主体横华国际净利润已占公司整体约 95%，其中 2025 年境外净利息收入占境外收入的比重达 55.31%。若利率整体上升 25BP，估计 2026 年中报公司净利息收入增加 1.28 亿元，占 2026H1 公司归母净利润的 32.9%。看好境外敞口较多的期货公司在加息环境下实现量价齐升的成长性。**推荐南华期货 A+H。**

3、美联储利率变化对香港交易所影响分析：盈利方面，港交所业绩主要由交投驱动，高利率抬升港股资产折现率，可能压制海外资金风险偏好，但从 2024 年 11 月以来南向资金占比提升至 20%以上，驱动港股市场维持一定活跃度；港交所保证金及结算所基金、公司资金等投资资产主要以低风险方式投资于债券与存款，其收益主要挂钩隔夜及 6 个月 hibor 利率。美联储加息一定程度上为港交所投资收益提供支撑，但公司保证金收益会部分返还给客户，故利率上升对公司净利润有所平滑。**估值方面，**港交所估值与美联储利率存在负相关性；随着中国大陆和中国香港资本市场的互联互通持续深化，外部利率高企带来的估值压力有望有所对冲，**但全球流动性的改善仍是港交所估值提升的核心，建议在港股流动性改善后进行配置。**

4、美联储利率变化对船舶/航空租赁公司影响分析：船舶/飞机资产基本为美元资产，需要美元负债与之匹配，因而航空/船舶租赁公司负债端表现与美元利率密切相关，具体影响取决于浮息债务占比和债务到期结构。截至 2025 年，BOC Aviation、Avolon、AerCap 与中国船舶租赁四家租赁公司均以固定利率债务为主，占比分别为 72%、60%、75%和 56%，在长债利率高企阶段，其负债端相对“钝化”，既难以快速受益于短端降息，也对长端上行具备较强防御性，但海外利率若持续维持高位，租赁公司负债成本或有上行趋势，从而影响利差。高利率环境下，融资渠道、信用评级、期限管理与利率汇率对冲能力将成为租赁公司盈利分化的主要变量。**推荐美债利率敏感性更高且盈利表现较好的渤海租赁、中银航空租赁，建议关注中国船舶租赁。**

风险提示：美联储利率大幅波动风险、政策风险、地区冲突风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 2016 年以来美债利率周期回顾 4
二、美联储利率变化对期货公司的影响 5
三、美联储利率变化对香港交易所的影响 6
3.1、美联储降息提振香港交易所交投活跃度 6
3.2、美联储降息提升香港交易所估值 8
四、美联储利率变化对航空/船舶租赁的影响 9
4.1、美债利率向租赁公司融资成本的传导机制 9
4.2、四家公司负债结构情况 10
4.2.1、四家公司债务融资来源概况 10
4.2.2、四家公司债务融资期限情况 11
4.2.3、四家公司信用评级和信用利差情况 14
4.2.4、四家公司债务币种分布情况 15
4.3、四家公司实际负债成本复盘：美债利率变化延期体现 16
4.4、四家公司的利率敏感性测算 18
五、风险提示 19

图表目录

图 1：美国有效联邦基金利率及政策周期划分 4
图 2：利息收入为南华期货近年来业绩核心 5
图 3：南华期货境外客户权益增长迅速 6
图 4：境外利息净收入已成为公司利息收入核心（单位：亿元） 6
图 5：从收费类型看港交所收入结构 6
图 6：美联储降息有利于香港市场 ADT 活跃 7
图 7：2024 年 11 月以来南向资金占比提升至 20%以上 7
图 8：美联储加息后港交所投资收益总额明显提升 7
图 9：港交所投资资产结构分布 7
图 10：港交所公司项目投资收益分布情况 8
图 11：港交所客户资金投资以现金及银行存款为主 8
图 12：客户资金投资收益和 hibor 隔夜相关性较高 8
图 13：港交所 PE 和美债利率 9
图 14：港交所 PE 和美元兑人民币汇率 9
图 15：3 年期、10 年期美债走势并未与政策利率同步变化 10
图 16：2025 年 BOCA 贷款和发债规模较为接近 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：Avolon 债券占比快速上升后企稳 1
图 18：AerCap 长期以债券作为核心融资工具 1
图 19：中国船舶租赁上市后逐步拓宽发债渠道 1
图 20：BOCA 固定利率债务 2018 年后趋于稳定 1
图 21：Avolon 固定利率债务占比 2019 年见顶后回落 1
图 22：AerCap 固定利率债务占比长期保持高位 1
图 23：中国船舶租赁浮动利率债务长期维持在 50%以上 1
图 24：BOCA 整体债务期限保持中长期化，近端到期规模较低 1
图 25：Avolon 债务期限结构整体较长 1
图 26：AerCap 债务到期分布持续保持分散 1
图 27：中国船舶租赁债务期限结构更加灵活 1
图 28：BOCA 美元债务占比逐年攀升 1
图 29：Avolon 债务币种分布以美元为主 1
图 30：AerCap 债务币种分布以美元为主 1
图 31：中国船舶租赁负债币种多元化趋势明显 1
图 32：四家公司平均资金成本变化程度明显小于 DFF，且有滞后性 1

表 1：国际三大评级机构对船舶/航空租赁公司评级 1
表 2：较低评级需要以更高的信用利差补偿投资者 1
表 3：评级上调后两家公司的债券加点均明显收窄 1
表 4：美联储利率上行/下行 100bp 时敏感性测算 1

下载日志已记录，仅供内部参考

一、2016年以来美债利率周期回顾

2016 年以来，美债利率环境大致经历了渐进加息、降息及零利率期、激进加息期、再次降息期和重新加息期五个阶段。

1）2015.12-2019.5，渐进加息：美联储于 2015 年 12 月退出零利率政策并启动货币政策正常化，随后暂停加息近一年，至 2016 年 12 月再次加息。此后，有效联邦基金利率逐步上升，2018 年内美联储连续四次加息，并于当年 12 月完成该轮最后一次加息，联邦基金目标利率区间升至 2.25%—2.50%。

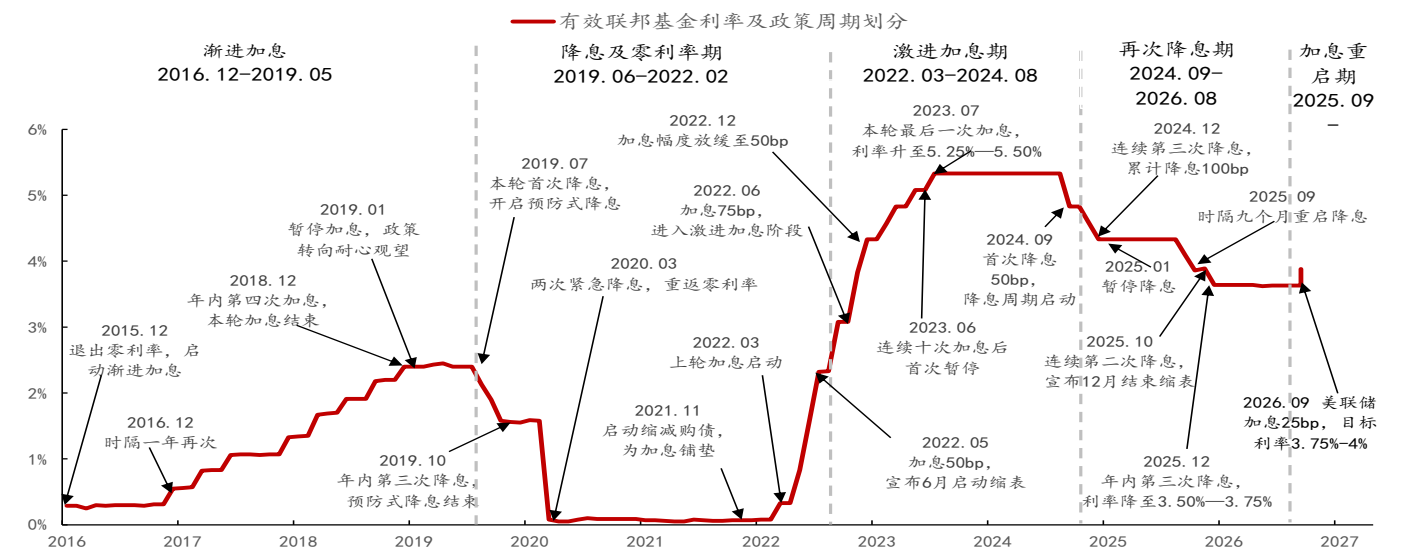
2）2019.6-2022.2，降息及低利率期：2019 年初，美联储暂停加息并转向观望，7 月启动预防式降息，年内累计降息三次，将目标利率区间下调至 1.50%—1.75%。2020 年 3 月，受新冠疫情冲击，美联储先后两次紧急降息，将目标利率区间迅速下调至 0—0.25%，有效联邦基金利率此后约两年维持在接近零的水平；2021 年 11 月启动缩减购债，为退出超宽松政策做准备。

3）2022.3-2024.8，激进加息期：2022 年 3 月，为应对持续上升的通胀压力，美联储开启新一轮加息，5 月将单次加息幅度扩大至 50bp，6 月进一步扩大至 75bp，进入激进加息阶段。随着通胀压力逐步缓和，美联储于 2022 年 12 月开始放缓加息节奏，2023 年 6 月在连续十次加息后首次暂停，并于 7 月完成本轮最后一次加息，将目标利率区间升至 5.25%—5.50%，此后维持高位至 2024 年 8 月。

4）2024.9-2026.8，再次降息期：2024 年 9 月，美联储以降息 50bp 开启新一轮降息，年内连续三次降息、累计下调 100bp；2025 年 1 月暂停降息，9 月在间隔约九个月后重新启动降息，并于 10 月和 12 月继续各降息 25bp，至 2025 年末将目标利率区间降至 3.50%—3.75%。截至 2026 年 8 月，美联储继续将目标利率区间维持在该水平。

5）2026.9 至今，重新加息期：2026 年 9 月 16 日，美联储加息 25bp，将联邦基金目标利率区间上调至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息，标志着本轮降息周期短期结束，货币政策重新转向收紧。

图 1：美国有效联邦基金利率及政策周期划分



资料来源：FRED,西部证券研发中心;注：使用有效联邦基金利率(DFF),周期为月度

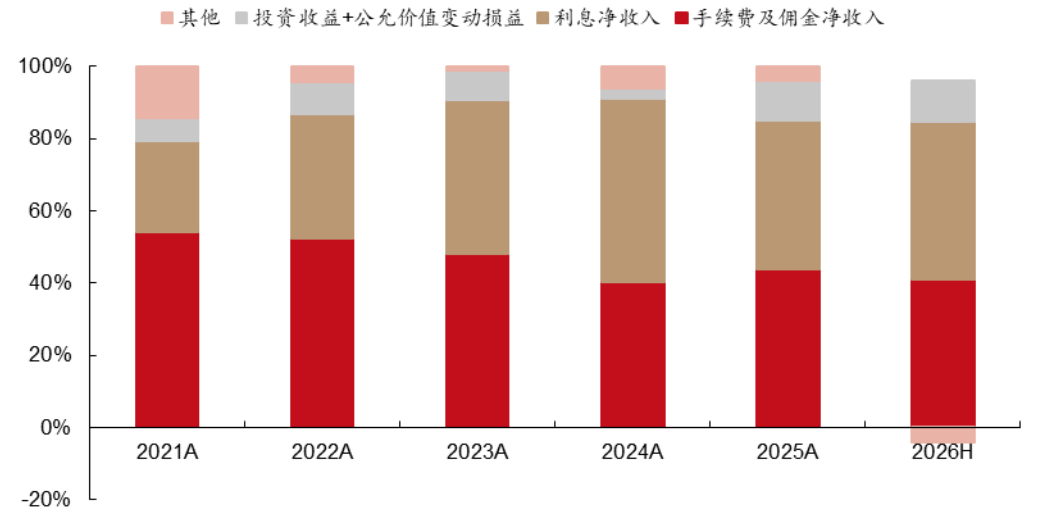
下载日志已记录，仅供内部参考

二、美联储利率变化对期货公司的影响

对期货公司而言，海外利率变动将通过资金成本、客户交易需求和保证金利息收入三条路径影响期货行业。从资金收益来看，高美元利率有利于境外期货子公司客户保证金及自有资金的利息收入，保证金存款规模越大、境外布局越深的机构受益越明显；从资金成本来看，高利率在增厚资金收益的同时也抬升跨境融资成本，并可能通过抬高杠杆资金成本抑制部分杠杆交易需求，对经纪业务量形成一定反向拖累；对期货公司展业而言，利率、汇率及大宗商品价格波动加大，将提升产业客户套期保值和跨市场风险管理需求，带动经纪、清算及风险管理业务扩容。三条路径合力之下，加息周期中资金收益的正面贡献通常占优、境外业务占比高的机构盈利弹性向上，降息周期则相反，境外业务占比高的公司或迎来利息收入的相对承压。

以南华期货为例，利息收入已成为公司核心业绩来源之一。南华期货的收入结构已从早期以经纪手续费为主，转向手续费+利息双轮，其中利息净收入的权重逐年抬升，2021—2025 年公司利息净收入从 2.40 亿元增长至 5.72 亿元，占营业收入比重（净额法口径）由 25.4%提升至 41.2%，在 2024 年一度成为第一大收入来源。2026H1 公司利息净收入 4.16 亿元，同比+64.2%，占比为 47%。

图 2：利息收入为南华期货近年来业绩核心

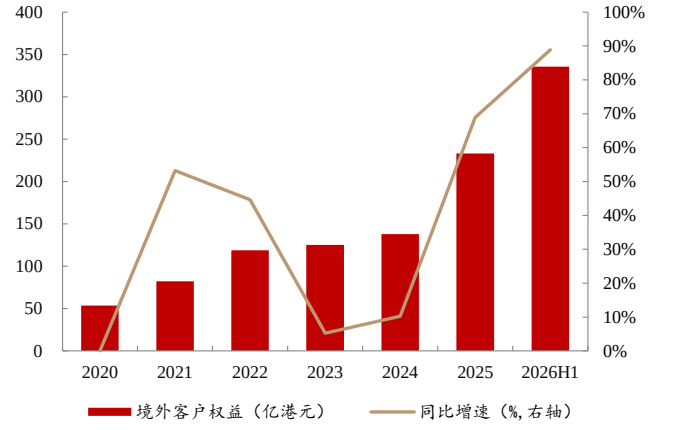


资料来源：ifind，西部证券研发中心

上一轮美联储加息周期+客户权益高增下公司业绩增长迅速，看好此轮加息下公司量价齐升成长性。2022 年 3 月起美联储连续 11 次累计加息 525bp，至 2023 年将政策利率抬升至 5.25%—5.5%高位，公司境外客户资金生息率大幅走高，叠加境外客户权益随中企出海需求同步扩张（境外经纪客户权益由 2022 年的约 119 亿港元增至 2026H1 的 335.6 亿港元），量价共振推动境外利息收入从 2021 年的 0.03 亿元增长至 2026H1 的 3.09 亿元，占营业收入比重（净额法口径）由 0.3%提升至 35%。

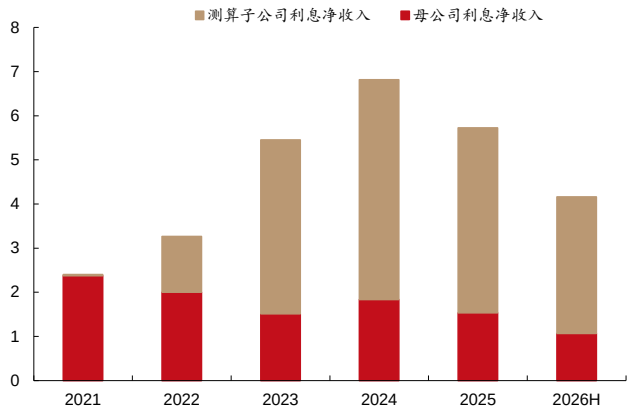
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：南华期货境外客户权益增长迅速



资料来源：公司 2021-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

图 4：境外利息净收入已成为公司利息收入核心（单位：亿元）



资料来源：ifind，西部证券研发中心

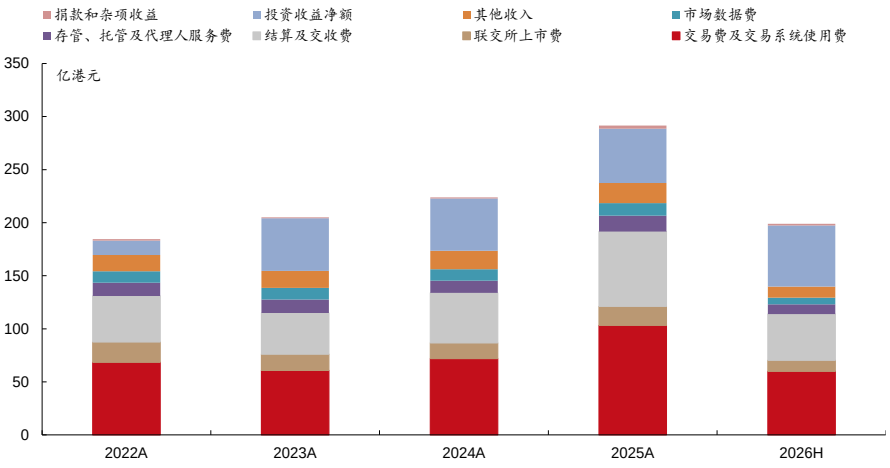
从中长期来看，参考我们对海外期货公司的研究，成熟的综合衍生品中介机构并不依赖单一利息收入。StoneX、Marex 等海外同业在客户保证金生息之外，已通过清算、经纪、场外风险管理、做市及融资服务等业务构建多元收入结构。因此，对中资期货公司而言，境外敞口及海外高利率背景下带来的保证金收益是阶段性业绩支撑，中长期增长则取决于境外客户权益的持续沉淀，以及全球清算网络、产业客户服务能力和非利息收入的扩张。

三、美联储利率变化对香港交易所的影响

3.1、美联储降息提振香港交易所交投活跃度

港交所业绩主要由交投驱动（2026 上半年公司交易费及交易系统使用费+结算及交收费合计收入占比达 62%），高利率抬升港股资产折现率，可能压制海外资金风险偏好，如 2022-2024 年美联储激进加息时香港交易所日均成交额明显下降，但从 2024 年 11 月以来港股通成交占比抬升至每日总成交的 20%–25%，南向资金持续流入使得港股市场维持一定活跃度；使得 2025 年及 2026 上半年交投相关收入同比增长。

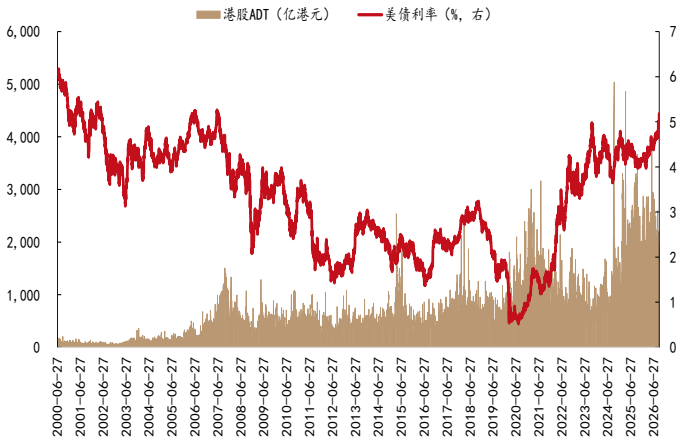
图 5：从收费类型看港交所收入结构



资料来源：香港交易所 2022-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

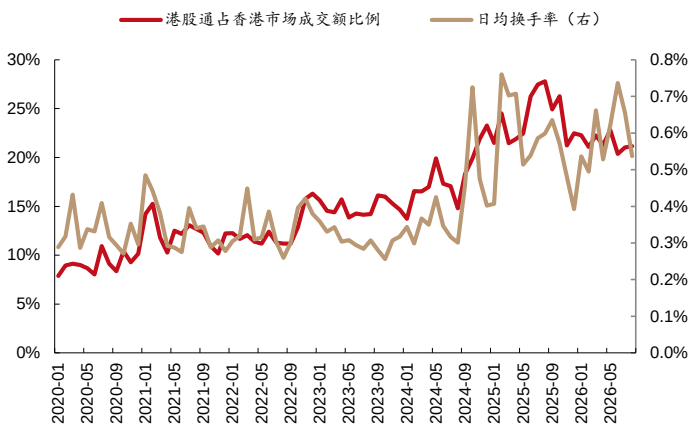
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：美联储降息有利于香港市场 ADT 活跃



资料来源：wind，西部证券研发中心，截至 2026/9/24

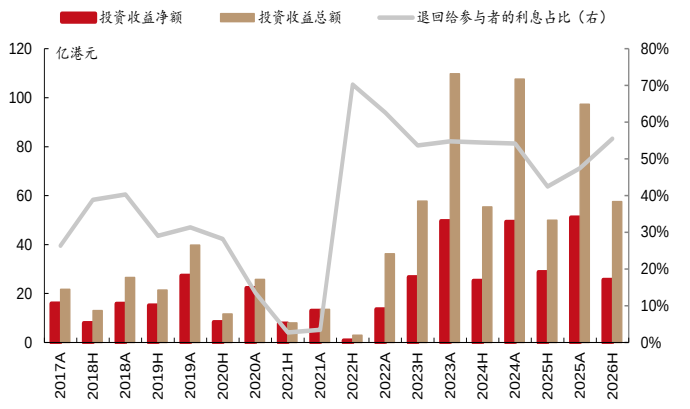
图 7：2024 年 11 月以来南向资金占比提升至 20%以上



资料来源：wind，西部证券研发中心，截至 2026/9/24

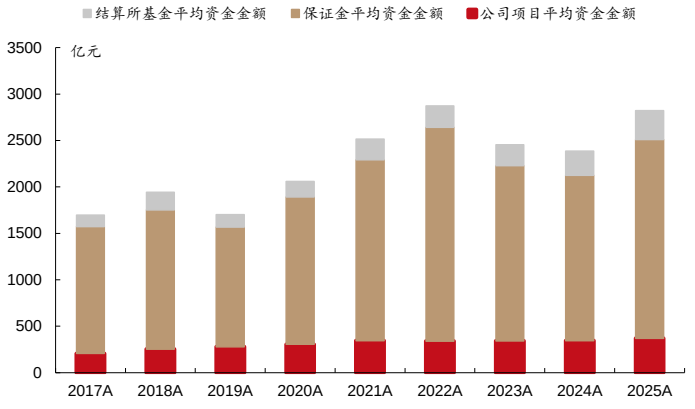
港交所保证金及结算所基金、公司资金等客户与自有资产主要以低风险方式投资于债券与存款，其收益主要挂钩隔夜及 6 个月 hibor 利率。联系汇率制度下 hibor 同样随美联储加息有所抬升，一定程度上为港交所投资收益提供支撑，美联储加息后 2023-2025 年港交所投资收益总额分别为 110、108、97 亿港元，总投资收益率分别为 5.2%、5.3%和 4%，但公司保证金收益会部分返还给客户，2026H1 利息回赠占利息收入比重已达 56%，平滑了部分美联储利率上升对公司净利润的影响。据公司 2025 年年报敏感性测算数据，若息率整体上升 25BP，估计 2025 年公司归母净利润上升 1,500 万港元，占 2025 年公司归母净利润的 0.1%。

图 8：美联储加息后港交所投资收益总额明显提升



资料来源：香港交易所 2017-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

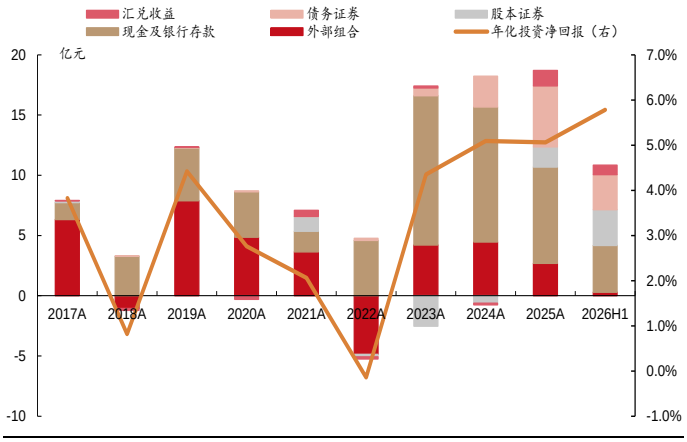
图 9：港交所投资资产结构分布



资料来源：香港交易所 2017-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

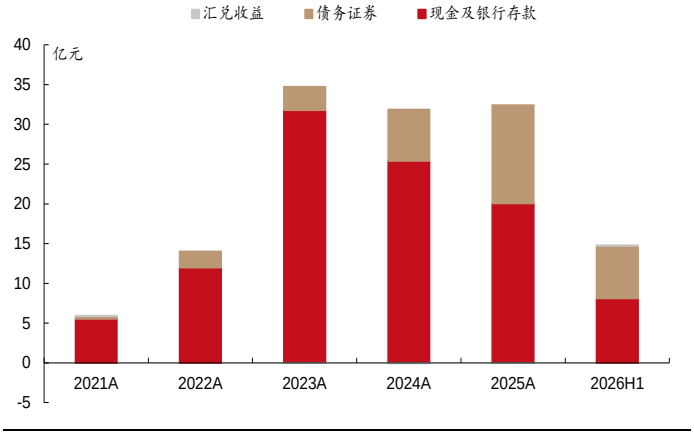
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：港交所公司项目投资收益分布情况



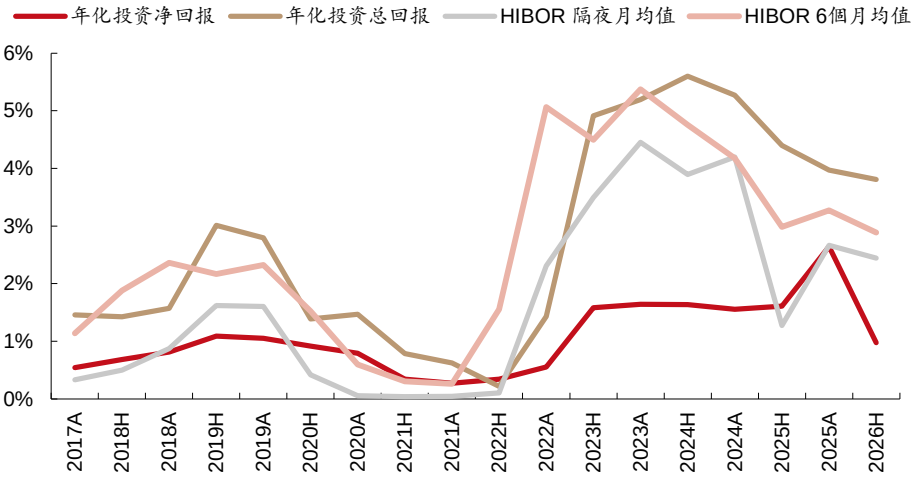
资料来源：香港交易所 2017-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

图 11：港交所客户资金投资以现金及银行存款为主



资料来源：香港交易所 2017-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

图 12：客户资金投资收益和 hibor 隔夜相关性较高



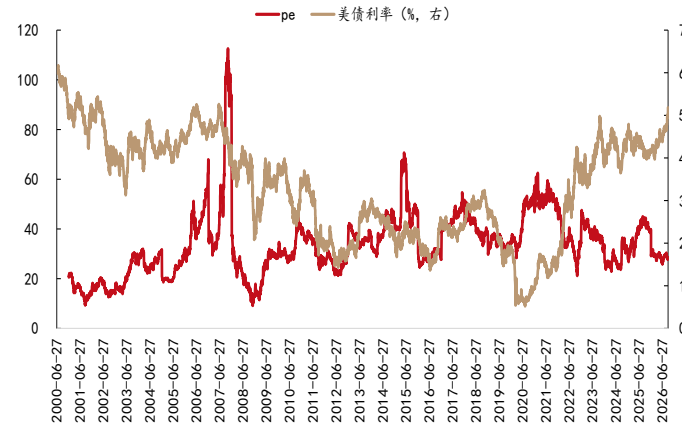
资料来源：香港交易所 2017-2025 年报、2026 年中报，西部证券研发中心

3.2、美联储降息提升香港交易所估值

但复盘来看，港交所估值仍旧与美联储利率存在负相关性。2020 年美联储降息，全年 10 年到期国债收益率仅为 0.88%，香港交易所平均 PE 达到 43.24 倍。2025 年以来尽管南向资金占比提升推动香港交易所归母净利润大幅提升，但其 PE 估值仍旧在 26-45 倍区间，均值为 34 倍。**随着中国大陆和中国香港资本市场的互联互通持续深化，外部利率高企带来的估值压力有望有所对冲，但全球流动性的改善仍是港交所估值提升的核心。**

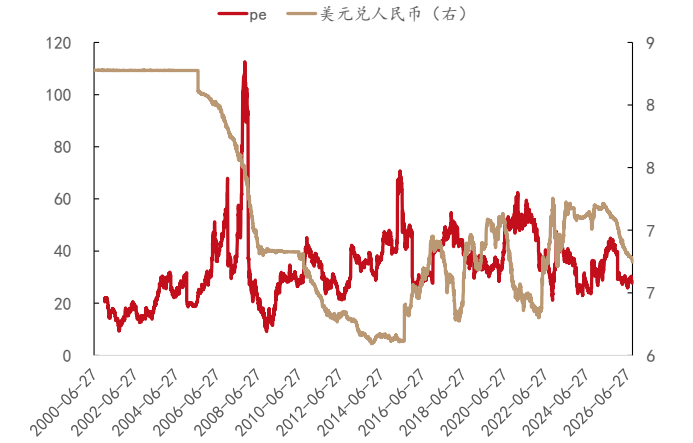
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：港交所 PE 和美债利率



资料来源：wind，西部证券研发中心，截至 2026/9/24

图 14：港交所 PE 和美元兑人民币汇率



资料来源：wind，西部证券研发中心，截至 2026/9/24

四、美联储利率变化对航空/船舶租赁的影响

船舶/飞机资产基本为美元资产，需要美元负债与之匹配，因而航空/船舶租赁公司的负债端表现与美债利率密切相关，具体影响取决于浮息债务占比和债务到期结构。截至 2025 年，BOC Aviation、Avolon、AerCap 与中国船舶租赁四家租赁公司均以固定利率债务为主，占比分别为 72%、60%、75%和 56%，这意味着在长债利率高企阶段，其负债端相对“钝化”，既难以快速受益于短端降息，也对长端上行具备较强防御性，但海外利率若持续维持高位，租赁公司负债成本或有上行趋势，从而影响利差表现。整体来看，高利率环境下，融资渠道、信用评级、期限管理与利率汇率对冲能力将成为租赁公司盈利分化的主要变量。

4.1、美债利率向租赁公司融资成本的传导机制

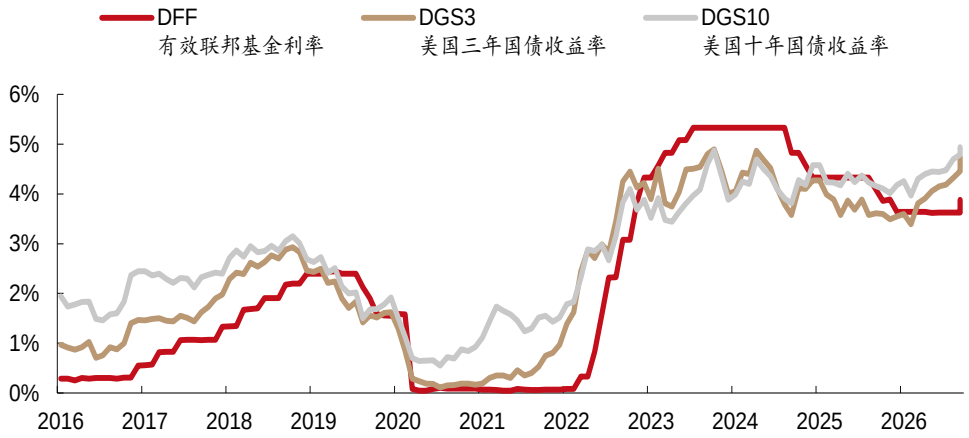
我们认为，美联储调整政策利率并不会直接、等比例地改变租赁公司的融资成本，而是首先影响美元货币市场及债券市场的资金价格，再通过公司的债务结构和风险对冲措施逐步传导至负债端。我们可以把这个传导过程分为两层：政策利率向市场利率传导和市场利率向公司融资成本传导。

首先是政策利率向市场利率传导，联储调整联邦基金目标利率区间后，通过准备金利率、回购工具和公开市场操作，引导 DFF 在目标区间内运行，进而带动 SOFR 等短期市场利率变化，并通过浮动负债重定价影响租赁公司的融资成本。

政策调整也会通过市场预期影响美国国债收益率曲线。短端利率主要跟随政策利率变动，中长端利率还受到通胀预期、经济增长及期限溢价等因素影响，因而与政策利率并非一一对应。如图 15 所示，2024 年 9 月美联储启动降息后，DFF 明显下行，但 3 年期、10 年期美债收益率仅短暂回落，随后震荡回升，并未与政策利率同步变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：3 年期、10 年期美债走势并未与政策利率同步变化



资料来源：FRED，西部证券研发中心

其次是市场利率向租赁公司融资成本传导阶段，公司的负债成本通常按“基准利率+合同加点”计息，基准利率变化会在下一次重定价时反映到利息支出中，而合同加点受公司信用评级影响。固定利率债务在到期前成本不变，只有到期再融资时才按当时的市场利率重新定价。**因此，在市场利率变动时，浮动债务占比越高，短期到期债务越集中，企业融资成本变化越快。**航空和船舶租赁公司资产多以美元计价，相关公司也主要使用美元融资。美债利率对融资成本的影响不仅取决于利率变化本身，还取决于公司的债务结构。

4.2、四家公司负债结构情况

我们选取 BOC Aviation、Avolon、AerCap 和中国船舶租赁四家公司作为研究样本。从债务来源、固息/浮息债务占比、信用评级、债务到期分布、债务币种分布以及风险对冲手段来分析四家公司。其中，BOC Aviation、Avolon 和 AerCap 均为全球主要飞机租赁公司，中国船舶租赁则为厂商系船舶租赁公司。尽管各公司经营的租赁资产有所不同，但资产规模大、资本投入高、租赁期限长以及经营高度依赖外部债务融资是其共有特点。

4.2.1、四家公司债务融资来源概况

四家租赁公司的债务融资方式主要包括贷款、债券及其他融资，其中其他融资包括股东或关联方借款、融资性质的租赁应付款及其他借款。截至 2025 年，BOC Aviation、Avolon、AerCap 和中国船舶租赁的债券融资占比分别约为 46.9%、56.3%、71.3%和 43.6%，贷款融资占比分别为 53.0%、43.7%、28.4%和 47.9%，其中 BOCA、AerCap 和中国船舶租赁另有 0.1%、0.3%、8.5%的其他融资。

从趋势看，BOC Aviation 和 AerCap 的融资渠道相对成熟。BOC Aviation 长期保持贷款与债券并重，并根据两类工具的相对成本灵活调整融资结构，近年融资重心由债券转向贷款；2026 年上半年，贷款余额由 2025 年末的 91.0 亿美元增至 109.0 亿美元，中期票据余额由 80.5 亿美元降至 75.4 亿美元，延续上述趋势。AerCap 则凭借较高的信用评级和成熟的全球债券发行渠道，长期将债券作为核心融资工具；2026 年 1 月及 7 月分别发行 17.5 亿美元、9 亿美元高级无抵押票据，并于 2 月提前偿清 4 亿美元有抵押定期贷款，在延续债券融资优势的同时进一步优化债务担保结构。

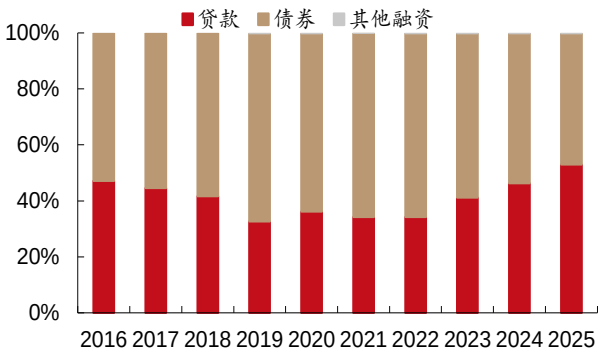
Avolon 和中国船舶租赁的融资结构变化更为显著。Avolon 逐步形成以债券融资为主的负

下载日志已记录，仅供内部参考

债结构，近期进一步拓宽短期融资渠道。Avolon 在完成 CIT 飞机租赁业务收购后资产规模迅速扩大，并于 2017 年开始大规模发行美元高级票据，2019 年取得投资级评级后，进一步通过高级无抵押票据置换存量担保债务，推动债券占比由 2016 年的 6%升至 2019 年的 52%，此后稳定在 50%以上，公司在 2026 年 2 月完成 15 亿美元高级无抵押票据发行定价，8 月设立 15 亿美元商业票据计划，补充现有循环信贷。

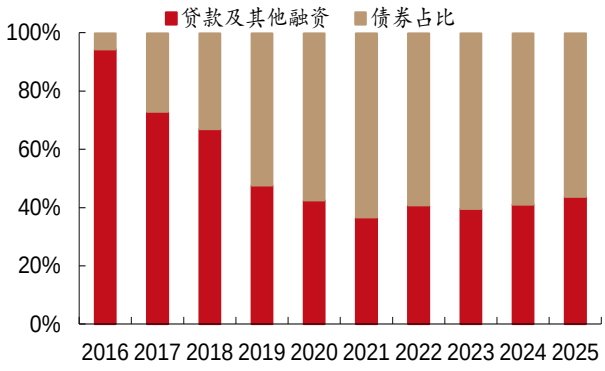
中国船舶租赁上市后逐步拓宽发债渠道，近期通过低息融资及到期债务偿还，持续优化负债结构。2020 年发行美元债，并于 2023—2024 年累计发行 30 亿元人民币熊猫债，推动债券融资占比由 2018—2019 年末的零升至 2025 年末的 43.6%，形成贷款与债券并重的融资结构。2026 年以来，公司发行 23.38 亿港元、票息 0.75%的五年期可转债，上半年偿还 10 亿元人民币熊猫债及部分高息银行借款，银行借款余额较年初减少 26.19 亿港元；此外，5 亿美元债券及 12 亿元人民币熊猫债分别于 7 月、9 月到期。

图 16：2025 年 BOCA 贷款和发债规模较为接近



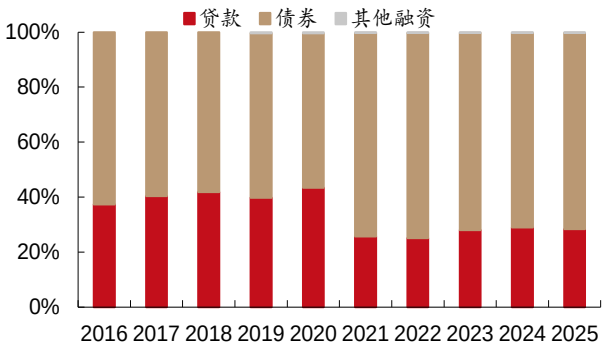
资料来源：wind，BOCA2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 17：Avolon 债券占比快速上升后企稳



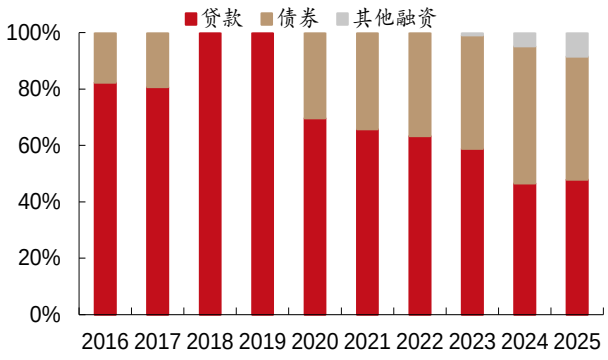
资料来源：wind，Avolon2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 18：AerCap 长期以债券作为核心融资工具



资料来源：wind，AerCap2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 19：中国船舶租赁上市后逐步拓宽发债渠道



资料来源：wind，中国船舶租赁招股书，2019-2025 年报，西部证券研发中心

4.2.2、四家公司债务融资期限情况

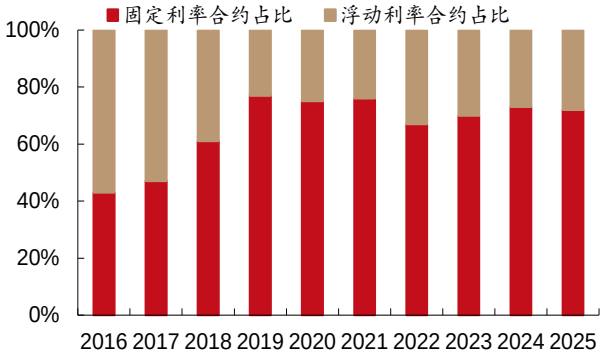
截至 2025 年，BOC Aviation、Avolon、AerCap 和中国船舶租赁均以固定利率债务为主，占比分别为 72%、60%、75%和 56%，对应浮动利率债务占比分别为 28%、40%、25%和 44%。

2017—2019 年，随着 DFF 年均值由约 1.0%升至 2.16%，BOC Aviation 和 Avolon 均提

下载日志已记录，仅供内部参考

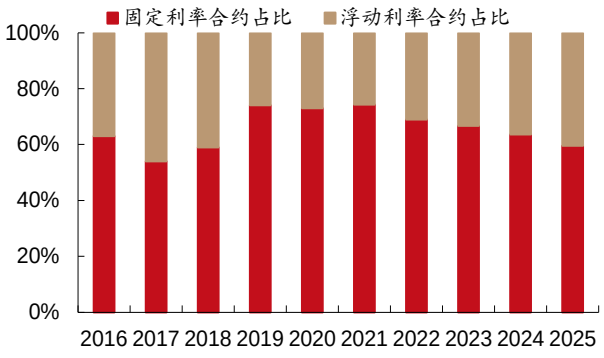
高固定利率融资比例，固定利率债务占比分别由 47%升至 77%、由 54%升至 74%，以降低美元利率继续上升对融资成本的冲击；BOC Aviation 通过发行固定利率票据和利率互换匹配不断增加固定利率租约，Avolon 则在收购 CIT 飞机租赁业务后大规模发行固定利率高级票据。AerCap 的固定利率债务占比长期维持在较高水平，2016—2020 年稳定在 70%左右；2021 年收购 GECAS 时发行 210 亿美元无抵押票据，其中仅 5 亿美元采用浮动利率，使固定利率债务占比进一步升至 81%，此后仍保持在 75%以上。中国船舶租赁的固定利率债务占比由 2018 年的 11.5%升至 2022 年的 36.6%，主要源于 2020—2021 年发行的固定利率美元债，2023—2024 年发行的三期熊猫债进一步将固定利率占比推升至 67.4%，但 2025 年一笔 4 亿美元固定利率债券到期并由银行贷款置换，该比例回落至 55.5%。

图 20：BOCA 固定利率债务 2018 年后趋于稳定



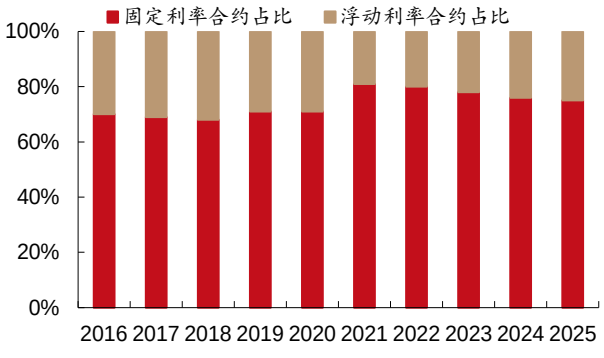
资料来源：wind，BOCA2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 21：Avolon 固定利率债务占比 2019 年见顶后回落



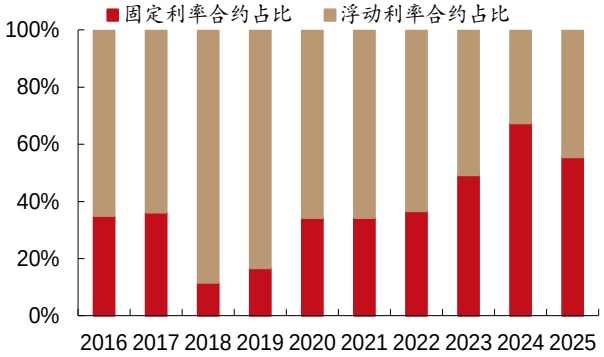
资料来源：wind，Avolon2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 22：AerCap 固定利率债务占比长期保持高位



资料来源：wind，AerCap2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 23：中国船舶租赁浮动利率债务长期维持在 50%以上



资料来源：wind，中国船舶租赁招股书，2019-2025 年报，西部证券研发中心

具体到期限来看，BOC Aviation、Avolon 和 AerCap 三家航空租赁公司均以中长期债务为主；中国船舶租赁则以短期债务为主。

BOC Aviation 整体债务期限保持中长期化，近端到期规模较低。2025 年末公司 1–5 年期债务占比约 78%，债务期限整体以中长期为主。进入 2026 年后，公司继续偿还近端到期债务，上半年偿还 13.1 亿美元债券及 4.0 亿美元贷款；截至 6 月末，2026 年下半年仅余约 2 亿美元债务到期，此后债务主要分布于 2027—2031 年，短期集中再融资压力较低。

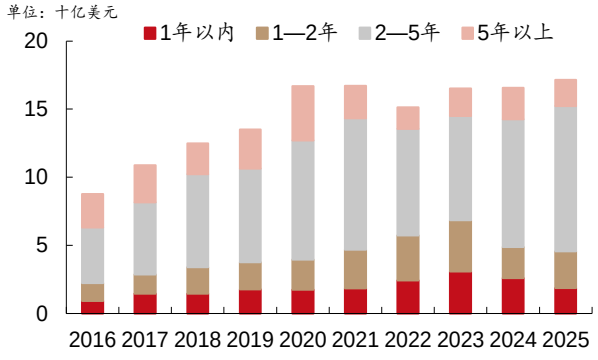
下载日志已记录，仅供内部参考

Avolon 债务期限结构整体较长，且流动性储备充足。公司 2026 年继续通过发行长期高级无抵押票据补充融资，年内发行 15 亿美元高级无抵押票据，其中部分分别于 2029 年和 2033 年到期。截至 6 月末，公司可用流动性约 119 亿美元，未来 12 个月资金来源/用途覆盖倍数约 2.0 倍，能够较好覆盖近端债务到期需求。

AerCap 债务到期结构持续保持分散，2026 年以来进一步拉长融资期限，近端集中偿债压力维持较低水平。公司 2026 年进一步延长部分融资期限，将部分原于 2027 年到期的无抵押贷款展期至 2030 年，并于 7 月发行 9 亿美元、2031 年到期的高级票据。截至 6 月末，2026 年剩余到期债务约 42 亿美元，占债务本金不足 10%，2031 年及以后到期债务占比约 35%。

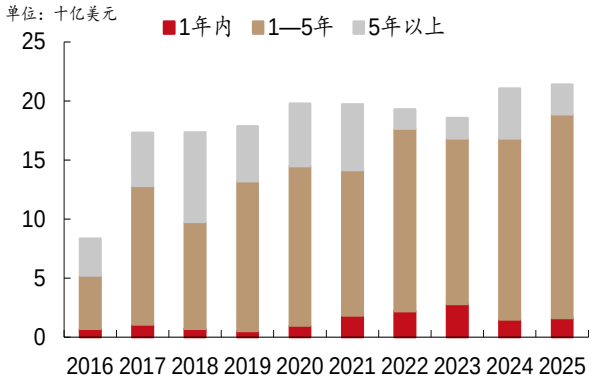
中国船舶租赁债务期限结构更加灵活。2025 年公司一年内到期债务占比达到 57.6%，2026 年以来，公司持续偿还到期及高成本负债，已陆续偿还 10 亿元人民币熊猫债、5 亿美元债券及 12 亿元人民币熊猫债，并提前偿还部分高息银行借款；发行 23.38 亿港元、2031 年到期的可转债补充长期融资。公司流动性支持充裕，截至 2026 年 6 月末，仍有 293 亿港元未使用授信额度。

图 24：BOCA 整体债务期限保持中长期化，近端到期规模较低



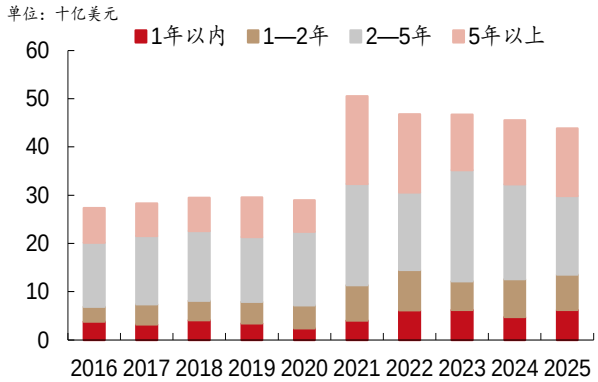
资料来源：wind，BOCA2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 25：Avolon 债务期限结构整体较长



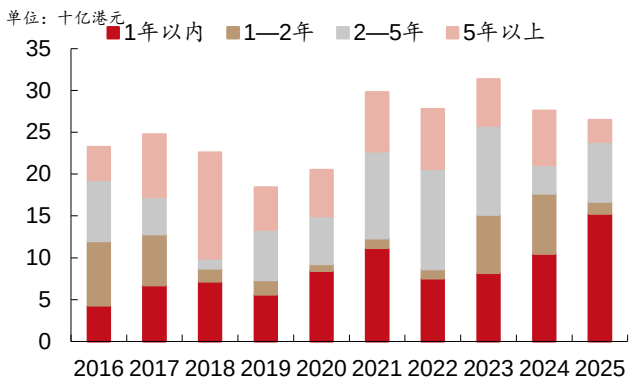
资料来源：wind，Avolon2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 26：AerCap 债务到期分布持续保持分散



资料来源：wind，AerCap2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 27：中国船舶租赁债务期限结构更加灵活



资料来源：wind，中国船舶租赁招股书，2019-2025 年报，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2.3、四家公司信用评级和信用利差情况

截至 2025 年，四家公司均保持投资级评级，其中 BOC Aviation 和中国船舶租赁的标普、惠誉评级均为 A-，高于 AerCap 的 BBB+和 Avolon 的 BBB-/BBB。

两家 A 档公司的最终评级包含股东支持影响：标普将 BOC Aviation 的独立信用状况评估为 BBB 档，但考虑其与控股股东中国银行的紧密关系及潜在支持，最终给予 A-评级；中国船舶租赁则是中国船舶集团具有战略重要性的租赁平台，其评级主要受到集团及主权信用支持。2025 年惠誉将中国船舶租赁由 A 下调至 A-，系外部评级基准联动调整，并非公司自身信用质量和运营状况的恶化导致。

AerCap 和 Avolon 的评级则反映出自身经营状况及财务实力。AerCap 凭借领先的行业规模和较稳定的现金流，三大机构评级均已升至 BBB+或同等水平；Avolon 则并未从母公司评级中受益，评级变化更多取决于自身状况：2019 年，公司通过发行高级无抵押票据偿还存量担保债务，将担保债务占总资产的比例由 42%降至 28%，由投机级升至投资级；2025 年又因盈利能力和资产负债表改善获得惠誉和穆迪分别上调至 BBB 和 Baa2 级。

表 1：国际三大评级机构对船舶/航空租赁公司评级

标普评级										
年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BOC Aviation	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Avolon	NR	BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
AerCap	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+
中国船舶租赁	NR	NR	NR	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
惠誉评级										
年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BOC Aviation	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Avolon	NR	BB	BB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
AerCap	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+
中国船舶租赁	NR	NR	NR	A	A	A	A	A	A	A-
穆迪评级										
年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Avolon	NR	Ba2	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa2
AerCap	Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3	Baa2	Baa1	Baa1

资料来源：Wind，BOC Aviation、Avolon、AerCap 2016-2025 年报，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报，西部证券研发中心

为考察信用评级对债券定价的影响，我们选取三家飞机租赁公司 2025 年三季度发行的约 5 年期美元高级无抵押债券进行横向比较，并选取 Avolon 和 AerCap 评级调整前后发行的同币种、同层级且期限相近的债券进行纵向比较。**两组样本均表明，租赁公司信用评级越低，债券通常需要提供越高的信用利差，其中跨越投资级门槛带来的定价改善最为显著。**

横向来看，在其他发行条件相近的情况下，较低评级需要以更高的信用利差补偿投资者。在发行时间、行业属性和债券期限较为接近的三家飞机租赁公司中，BOC Aviation、AerCap 和 Avolon 的发行评级分别为 A-/A-、Baa1/BBB+/BBB+和 Baa2/BBB-/BBB，发行加点分别为 58bp、75bp 和 108bp。Avolon 的加点分别较 BOC Aviation 和 AerCap 高 50bp 和 33bp，与其相对较低的信用评级相对应；BOC Aviation 与 AerCap 的加点仅相差 17bp，

下载日志已记录，仅供内部参考

说明评级并非影响加点的唯一因素。

纵向来看，评级上调后两家公司的债券加点均明显收窄，但跨越投资级门槛的定价改善更为显著。2019 年 4 月，Avolon 由非投资级升至投资级后，同期限债券加点由 277bp 降至 175bp，收窄约 102bp，表明投资级评级显著降低了其信用风险溢价。AerCap 原已处于投资级，2024 年评级进一步上调后，5 年期和 10 年期债券加点均收窄 30bp，说明投资级内部评级提升同样有助于降低融资溢价，但边际效用明显弱于跨入投资级时。

表 2：较低评级需要以更高的信用利差补偿投资者

公司	发行时间	期限	发行规模	发行评级（S/F）	票面利率	发行收益率	对美债加点
BOC Aviation	2025 年 8 月	5.5 年	5 亿美元	A-/A-	4.25%	4.34%	58bp
AerCap	2025 年 9 月	5 年	6 亿美元	Baa1/BBB+/BBB+	4.38%	4.44%	75bp
Avolon	2025 年 7 月	5 年	6.5 亿美元	Baa2/BBB-/BBB	4.90%	5.04%	108bp

资料来源：Wind，BOC Aviation、Avolon、AerCap 2016-2025 年报，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报，西部证券研发中心

表 3：评级上调后两家公司的债券加点均明显收窄

公司	发行时间，上调前评级	期限	上调前加点	发行时间，上调后评级	期限	上调后加点	加点变化
Avolon	2019 年 2 月，BB+/BB/Ba1	5 年期	277bp	2019 年 4 月，BBB-/BBB-/Baa3	5 年期	175bp	收窄约 102bp
AerCap	2024 年 1 月，Baa2/BBB/BBB	5 年期	140bp	2024 年 9 月，Baa1/BBB+/BBB	5 年期	110bp	收窄 30bp
AerCap	2024 年 1 月，Baa2/BBB/BBB	10 年期	160bp	2024 年 9 月，Baa1/BBB+/BBB	10 年期	130bp	收窄 30bp

资料来源：Wind，BOC Aviation、Avolon、AerCap 2016-2025 年报，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报，西部证券研发中心

4.2.4、四家公司债务币种分布情况

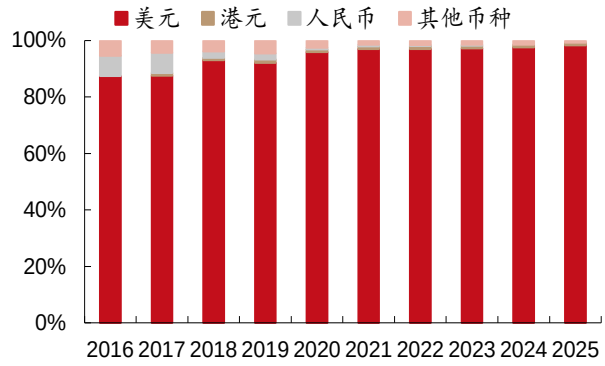
四家公司中，Avolon 和 AerCap 负债完全美元化，BOCA 美元债务占比逐年攀升，中国船舶租赁近年增加了人民币港币融资，负债币种最为多元。

Avolon 和 AerCap 债务币种结构长期较为稳定，仍以美元融资为主。BOCA 美元债务占比逐年攀升，由 2016 年的 87.3%逐年提升至 2025 年的 98.3%；2024-2025 年人民币债务一度退出，2026 年重启人民币融资，公司发行 20 亿元离岸人民币三年期债券，票面利率 1.9%。

中国船舶租赁负债币种多元化趋势明显。2018—2022 年的债务均以美元为主，2023 年后则利用境内低利率环境和熊猫债等渠道扩大人民币融资，人民币债务占比由 2023 年的 16.8%升至 2025 年的 39.8%，港元融资的占比也有所提高。2026 年中国船舶租赁偿还熊猫债 22 亿元，美元债券 5 亿美元，同时新增票息 0.75%的港元可转债 23.38 亿港元，币种结构再次调整。

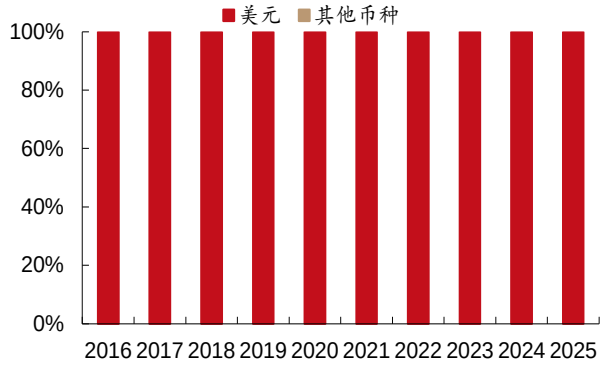
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：BOCA 美元债务占比逐年攀升



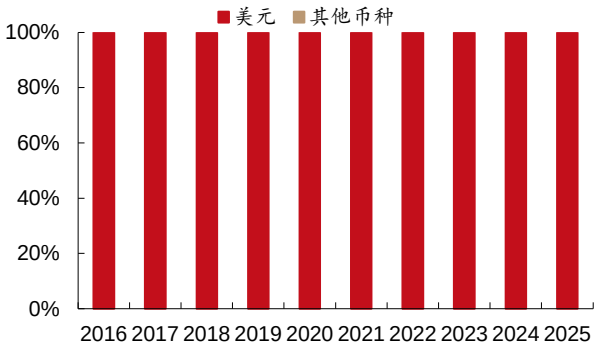
资料来源：wind，BOCA2016-2025 年报，西部证券研发中心

图 29：Avolon 债务币种分布以美元为主



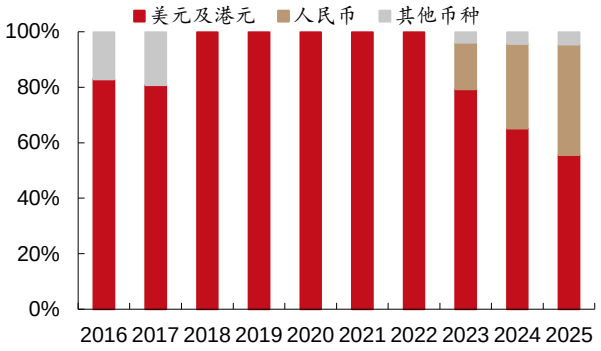
资料来源：wind，Avolon2016-2025 年报，西部证券研发中心；注：Avolon 于 2018、2019 年明确披露全部贷款以美元计价；其余年份未找到非美元有息负债的明确披露，本文假设其有息负债均以美元计价。

图 30：AerCap 债务币种分布以美元为主



资料来源：wind，AerCap2016-2025 年报，西部证券研发中心；注：基于目前可获取的公开信息，未发现 AerCap 在 2016—2025 年存在非美元计价有息负债的明确披露，本文假设其有息负债均以美元计价。

图 31：中国船舶租赁负债币种多元化趋势明显



资料来源：wind，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报，西部证券研发中心

4.3、四家公司实际负债成本复盘：美债利率变化延期体现

浮息债务占比越高、债务期限越短，资金成本对利率变化越敏感；固定利率债务占比越高、债务期限越长，资金成本越平稳，但加息和降息的影响都会延后体现。加息/降息并不会自动带来资金成本上升/下降，存量债务何时到期才是决定成本拐点的关键。

如图 32 所示，四家公司平均资金成本在 2016—2025 年随美元利率周期变化，但变动幅度明显小于 DFF,且呈现出明显滞后性。中国船舶租赁传导最快，BOC Aviation 和 Avolon 主要随中期债务到期逐步传导，AerCap 因长期固定利率债务占比较高，传导最为滞后。

2016—2019 年的加息周期表明，短期浮息债务占比越高，资金成本上升越快。期间 DFF 上升约 180bp，BOC Aviation、Avolon、AerCap 和中国船舶租赁的资金成本分别上升约 110bp、125bp、50bp 和 130bp。BOC Aviation 固定利率债务占比由 43%升至 77%，2—5 年到期债务占比由 46.6%升至 51.0%；Avolon 固定利率债务占比由 63%升至 74%，1—5

下载日志已记录，仅供内部参考

年到期债务占比由 54%升至 71%，债务结构均逐步转向中期固定融资，削弱了加息的即时影响。Avolon 成本升幅相对较大，主要与收购 CIT 飞机租赁业务后债务规模扩大、新增融资按较高市场利率定价有关。AerCap 固定利率债务占比始终保持在七成左右，且 2019 年约 73%的债务在两年以上到期，因此资金成本仅上升 50bp。中国船舶租赁反应最为迅速，2019 年浮动利率债务占比达到 83%，一年内到期债务占比为 30.6%，资金成本上升最多。

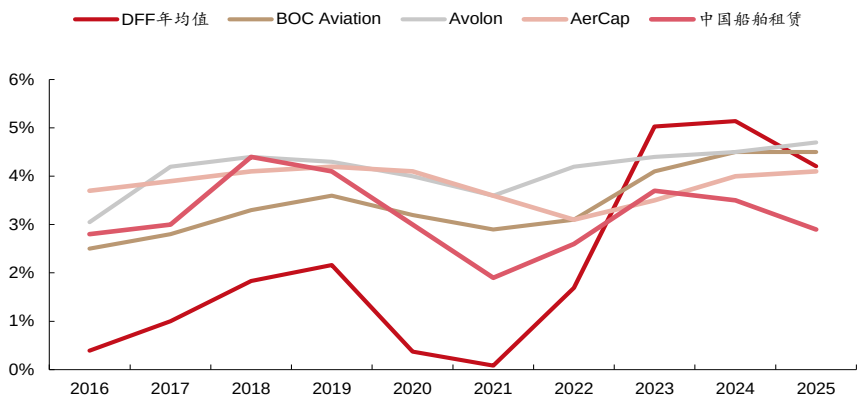
2019—2021 年进入降息及零利率期，短期浮息债务占比越高，降息传导越充分。期间 DFF 下降约 210bp，BOC Aviation、Avolon 和 AerCap 的资金成本仅分别下降约 70bp、70bp 和 60bp，而中国船舶租赁下降约 220bp。中国船舶租赁凭借同期约 65%的浮息债务，占比 35%的一年内到期债务，能够及时按照下降后的市场利率进行重定价，资金成本因此下降约 220bp，明显快于另外三家公司。2021 年三家公司的固定利率债务占比分别为 76%、74%和 81%，一年内到期债务占比分别仅为 11.1%、9.3%和 7.9%，大部分存量债务尚未进入再融资窗口，因而降息传导速度滞后明显。

2022—2023 年的激进加息周期表明，固定利率只有在利率尚未到期时才能隔离加息影响，一旦近期负债到期规模扩大，高利率就会快速传导至资金成本中。期间 DFF 上升 334bp，但 BOC Aviation、Avolon、AerCap 和中国船舶租赁的资金成本分别仅上升约 100bp、70bp、40bp 和 110bp。中国船舶租赁上升幅度接近 AerCap 的三倍，原因在于中国船舶租赁 2023 年两年内到期债务占比达到 48.3%，同时固定利率债务占比仅为 49%；相比之下 AerCap 由于 2023 年固定利率债务占比仍达 78%，且到期结构更加分散，资金成本升幅最小。BOC Aviation 在 2023 年一年内及 1—2 年到期债务合计达到 41.5%，部分存量债务在高利率环境下完成再融资，因而成本上升幅度高于 AerCap。Avolon 一年内到期占比由 2021 年的 9.3%升至 2023 年的 15.1%，高利率也开始通过再融资进入平均成本，因此成本上行更快。

2024—2026 年开始本轮降息，政策利率与企业资金成本出现背离。期间 DFF 下降 93bp，但 BOC Aviation 资金成本维持在 4.5%，Avolon 和 AerCap 反而分别上升约 20bp 和 10bp，仅中国船舶租赁下降 60bp。一方面是本轮降息幅度有限，中长期融资基准并未同步下降，期间 3 年期美债收益率仅下降约 41bp，10 年期美债收益率反而上升约 8bp；另一方面是存量债务尚未进入集中置换期。截至 2025 年，BOC Aviation 和 AerCap 的固定利率债务占比分别为 72%和 75%，两年以上到期债务占比分别达到 73.4%和 69.0%，因此 2026—2027 年平均资金成本预计仍将维持高位。Avolon 固定利率债务占比约 60%，一年内到期债务占比仅 7.6%，加之 2025 年收购及新增融资，其资金成本升至约 4.8%，短期内同样难以明显下降。中国船舶租赁则通过跨币种融资及主动调整负债结构降低融资成本。2024—2025 年，公司积极利用人民币及港元融资成本较低的窗口置换高成本负债，平均有息负债成本由 3.5%降至 2.9%，较早兑现了市场利率下行带来的融资成本改善，另外 2026 年以来偿还 22 亿熊猫债，有助于降低人民币汇率波动带来的汇兑损失风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：四家公司平均资金成本变化程度明显小于 DFF，且有滞后性



资料来源：FRED，BOC Aviation、Avolon、AerCap 2016-2025 年报，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报。注：2016 年 Avolon 资金成本未披露，由利息支出/计息负债总额测算

4.4、四家公司的利率敏感性测算

我们采用静态情景分析法测算负债端利率敏感性。假设各年度末债务规模、融资币种、信用利差及对冲结构保持不变，相关浮动利率基准在完整一年内平行上升或下降 100bp。利息支出变动按“年末美元利率敏感敞口×利率变动幅度”计算；受对冲及币种拆分数据披露限制，BOC Aviation 采用对冲后浮息敞口，Avolon 和 AerCap 采用对冲前美元浮息债务敞口，中国船舶租赁采用对冲后浮息债务乘以美元债务占比进行近似测算。以预计利息支出变动额除以当年实际利息支出，得到利息支出敏感度，比例越高表明负债成本对利率变化越敏感。

2016—2025 年，四家公司负债端利率敏感性总体下降，反映其对美元利率风险的防范能力不断加强。2016—2018 年美联储持续加息，2020 年又快速降息；2022—2023 年，美联储将政策利率由接近零快速提高至 5.25%—5.50%。美元利率的反复、大幅波动使得企业浮动利率债务和临期债务的成本变动风险更加突出，推动各家租赁公司优化负债配置。

BOCA 的敏感性由 23.3%降至 6.4%，抵抗利率变化的能力显著增强。原因在于公司持续将浮动利率贷款转换为固定利率：2017 年相关利率互换本金为 8 亿美元，到 2025 年已有约 40.7 亿美元 SOFR 浮息贷款通过互换锁定为固定利率，因此利率风险明显下降。**Avolon 的敏感性总体平稳下降，被收购完成后，公司的信用评级获得提升，浮息加点下降的同时主动增加固定利率债务占比。**2019 年公司获得投资级评级，并发行 36 亿美元高级无抵押票据，固定利率债务占比随之提高，敏感性由 2018 年的 12.2%降至 2019 年的 6.9%。此后由于业务扩张和新增融资，敏感性在 8%左右小幅波动，但整体仍明显低于早期水平。**AerCap 的敏感性整体最低且最稳定，原因在于其高固息债务占比的债务结构成熟，有效缓解了利率波动影响。**固定利率债务占比由 2018 年的约 71%提高至 2024 年的 76%。即使 2021 年收购 GECAS 并新增约 240 亿美元融资，其敏感性上升幅度也较为有限，仅较 2020 年变化+1.00pct 至 7.7%。**中国船舶租赁的敏感性下降较明显，但调整过程相对波动。**2021 年敏感性一度升至 29.1%，反映当年浮息债务敞口仍处于较高水平。此后，公司通过利率掉期、发行熊猫债及增加人民币等非美元融资，逐步降低美元利率敏感性。2023 年敏感度降至 8.1%，2024 年进一步降至 3.0%；2025 年虽小幅回升至 5.8%，但仍明显低于前期水平，负债端抵抗美债利率变化能力明显增强。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：美联储利率上行/下行 100bp 时敏感性测算

美联储利率上行 100bp 预计利息支出增幅（占当年利息支出）										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BOCA	23.3%	22.5%	13.8%	7.3%	9.3%	8.8%	10.3%	8.0%	6.4%	6.4%
Avolon	12.1%	13.1%	12.2%	6.9%	6.8%	6.4%	8.9%	7.8%	8.8%	8.5%
AerCap	7.4%	8.0%	8.1%	6.6%	6.7%	7.7%	5.8%	5.7%	5.5%	5.5%
中国船舶租赁	20.3%	13.2%	14.1%	14.2%	13.8%	29.1%	17.6%	8.1%	3.0%	5.8%
美联储利率下行 100bp 预计利息支出降幅（占当年利息支出）										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BOCA	-23.3%	-22.5%	-13.8%	-7.3%	-9.3%	-8.8%	-10.3%	-8.0%	-6.4%	-6.4%
Avolon	-12.1%	-13.1%	-12.2%	-6.9%	-6.8%	-6.4%	-8.9%	-7.8%	-8.8%	-8.5%
AerCap	-7.4%	-8.0%	-8.1%	-6.6%	-6.7%	-7.7%	-5.8%	-5.7%	-5.5%	-5.5%
中国船舶租赁	-20.3%	-13.2%	-14.1%	-14.2%	-13.8%	-29.1%	-17.6%	-8.1%	-3.0%	-5.8%

资料来源：BOC Aviation、Avolon、AerCap 2016-2025 年报，中国船舶租赁招股书、2019-2025 年报，西部证券研发中心

五、风险提示

美联储利率大幅波动风险：在地区冲突、通胀等影响下，美联储货币政策连续性和可预测性减弱，美联储利率的大幅波动将影响部分公司的负债成本和经营表现。

政策风险：中国资本市场和中国香港资本市场的互联互通深化，为香港交易所交投活跃度的维持和提升做出正向贡献，若南向资金占比下降，香港交易所成交额或受影响。

地区冲突风险：航空租赁公司及船舶租赁公司部分航空、船舶资产投放在中东国家，若地区冲突引起飞机船舶损失，则面临大额的资产减值损失问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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，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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。