

国银租赁 (1606 HK)

业务增长不敌利率上升

❖ **2018上半年经营业绩不及预期。**2018上半年收入同比增长7%至人民币61.7亿元，其中融资租赁收入增长11%至31.7亿元，而经营租赁收入仅增长2%至29.9亿元。利息支出同比飙升41%。因此，净利润同比下降14%至11.2亿元。

❖ **利息支出飙升**由于（1）利率上升；（2）业务扩张、融资增加。融资租赁业务平均付息率随人民币银行同业拆息而上升。同时，中国人民银行基准贷款利率尚未调整，存量融资租赁业务平均收益率并未上升。因此，融资租赁业务净息差从去年同期的2.66%下降1.07个百分点至期内的1.59%。对于经营租赁业务（主要是飞机经营租赁），公司通过发行美元票据匹配美元飞机资产来管理汇率风险。随着美元加息，经营租赁业务净租金收益率从去年同期的9.14%下降0.73个百分点至期内的8.41%。

❖ **船舶租赁强劲复苏。**上半年，全球航运市场保持强劲复苏势头。公司船舶、商用车和工程机械租赁分部资产自去年末增加30%至346亿元。分部融资租赁收入同比增长44%至6.87亿元。下半年，公司目标是抓住机遇、扩大运力规模，逐步树立“国银船舶”品牌。

❖ **飞机租赁保持稳定。**上半年，公司交付了9架飞机。飞机经营租赁收入同比增长1.8%至28.6亿元。截至6月30日，公司自有和管理216架飞机，其中68%为窄体机，加权平均机龄为4.6年。鉴于（1）积极的行业前景；（2）公司已订购192架最新技术、节油型飞机，以支持未来业务增长；（3）健康的机队指标，我们认为公司飞机租赁业务前景中性至正面。

❖ **下调至持有评级，目标价1.48港元。**考虑到利率上升，我们将2018年利息支出较此前预测上调37%、净利润下调31%，目标价下调至1.48港元。公司当前股价相当于0.60倍2018年预测市账率。我们的目标价基于2018年预测权益收益率（6.97%），且相当于2018年预测市账率的0.60倍。计入股息率的潜在升幅为6.0%。**下调至持有评级。**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入总额(百万元人民币)	11,441	12,315	14,215	15,455	16,627
净利润(百万元人民币)	1,561	2,131	1,762	1,957	2,215
市账率(x)	0.72	0.68	0.60	0.53	0.49
市盈率(x)	8.96	7.55	9.13	8.22	7.27
股息率(%)	5.03	5.96	4.93	5.47	6.19
权益收益率(%)	8.37	9.30	6.97	6.85	7.04
不良资产率(%)	1.63	1.31	1.31	1.31	1.31
拨备覆盖率(%)	150.70	197.85	197.85	197.85	197.85
净杠杆率(x)	5.5	5.7	7.0	7.0	7.0

来源：公司及招银国际研究部预测

持有（下调）

目标价	HK\$1.48
(此前目标价)	HK\$2.09
潜在升幅	+6.0%
当前股价	HK\$1.46

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuohanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	18,458
3月平均流通量(百万港元)	0.04
52周内股价高/低(港元)	2.0/1.4
总股本(百万)	12,642

资料来源：彭博

股东结构（H股）

中国长江三峡集团公司	37.80%
广东恒健投资控股有限公司	15.14%
Central Huijin Investment Ltd.	12.15%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.7%	1.4%
3-月	-9.3%	4.9%
6-月	-15.6%	-6.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

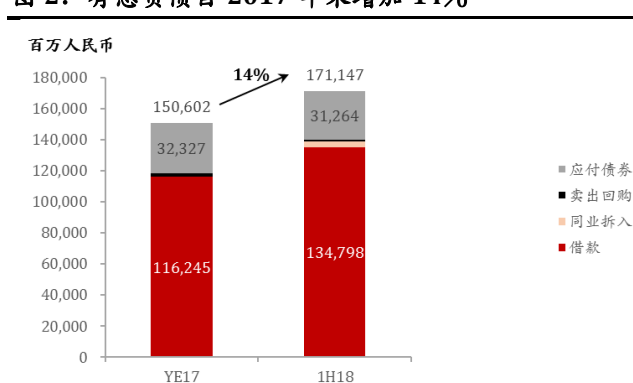
公司网站：www.cdb-leasing.com

图 1：2018 上半年经营业绩回顾

百万人民币	2018 上半年	2017 上半年	同比变动
收入			
融资租赁收入	3,171	2,848	11%
经营租赁收入	2,999	2,930	2%
总收入	6,170	5,778	7%
投资收益净额	79	49	60%
其他收入、收益或损失	624	66	848%
收入及其他收益总额	6,873	5,893	17%
折旧及摊销	(1,452)	(1,341)	8%
员工成本	(250)	(102)	146%
手续费及佣金支出	(35)	(30)	18%
利息支出	(3,164)	(2,240)	41%
其他营业支出	(189)	(169)	12%
减值损失	(341)	(413)	-17%
支出总额	(5,431)	(4,293)	27%
所得税前利润	1,441	1,599	-10%
所得税费用	(323)	(305)	6%
期间利润	1,118	1,294	-14%
少数股东权益	0	0	-
净利润	1,118	1,294	-14%

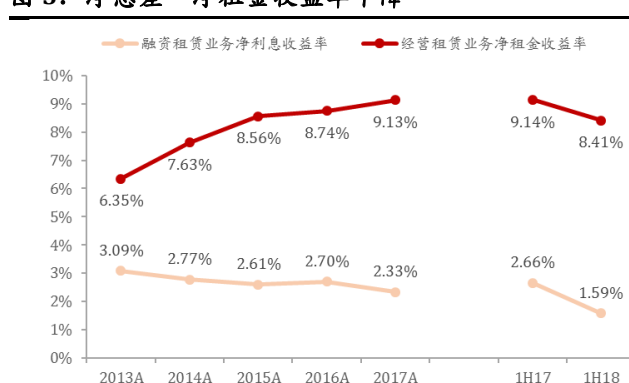
来源：公司，招银国际研究

图 2：有息负债自 2017 年末增加 14%



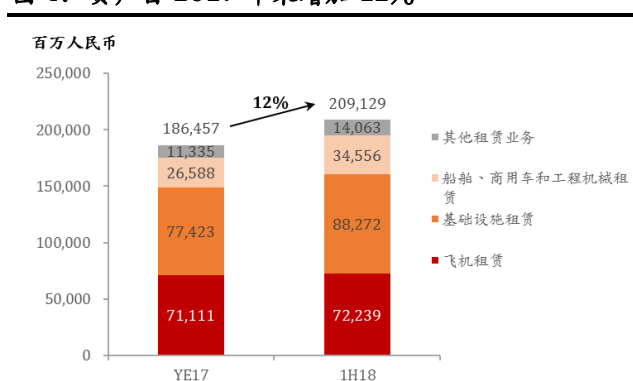
来源：公司，招银国际研究

图 3：净息差、净租金收益率下降



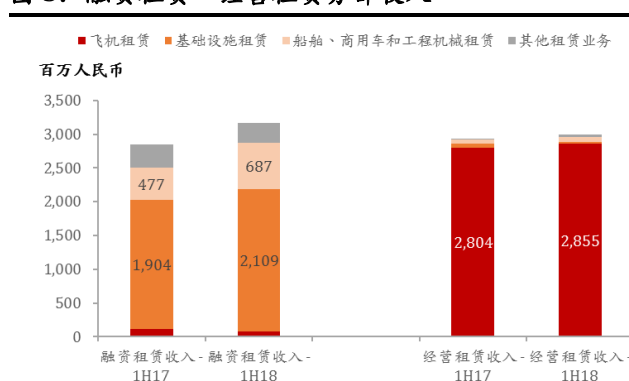
来源：公司，招银国际研究

图 4：资产自 2017 年末增加 12%



来源：公司，招银国际研究

图 5：融资租赁、经营租赁分部收入



来源：公司，招银国际研究

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	10,817	11,800	13,339	14,940	16,112
融资租赁收入	5,364	5,784	6,707	7,865	8,819
经营租赁收入	5,453	6,016	6,632	7,076	7,294
其他收入	624	514	876	514	514
收入及其他收益总额	11,441	12,315	14,215	15,455	16,627
折旧及摊销	(2,477)	(2,702)	(2,880)	(2,851)	(2,787)
利息支出	(4,400)	(4,984)	(7,193)	(8,204)	(9,101)
减值损失	(1,826)	(913)	(913)	(913)	(913)
其他支出	(671)	(908)	(908)	(908)	(908)
支出总额	(9,373)	(9,507)	(11,893)	(12,876)	(13,709)
所得税前利润	2,068	2,808	2,322	2,579	2,918
所得税费用	(506)	(677)	(560)	(622)	(704)
年度利润	1,561	2,131	1,762	1,957	2,215
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,561	2,131	1,762	1,957	2,215

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及银行结余	9,336	16,207	17,650	25,352	32,489
应收账款	6,842	6,610	8,072	9,145	10,161
应收融资租赁款	88,464	98,881	120,754	136,795	151,995
物业及设备	47,344	49,532	52,837	52,314	51,121
其他资产	14,526	15,869	15,869	15,869	15,869
资产总值	166,512	187,099	215,181	239,475	261,635
借款	106,198	116,245	118,749	119,153	119,218
应付债券	17,794	32,327	54,377	75,214	94,524
其他负债	20,218	15,018	15,018	15,018	15,018
负债总额	144,210	163,590	188,144	209,385	228,760
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
储备及留存利润	9,659	10,867	14,395	17,448	20,232
股东权益	22,302	23,509	27,037	30,090	32,874
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	22,302	23,509	27,037	30,090	32,874

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动					
所得税前利润	2,068	2,808	2,322	2,579	2,918
折旧及摊销	2,477	2,702	2,880	2,851	2,787
营运资金变动	(2,259)	(6,682)	(20,831)	(16,710)	(16,151)
已付所得税费用	(383)	(329)	(560)	(622)	(704)
经营活动所产生的现金净额	4,085	104	(14,122)	(9,308)	(8,067)
投资活动					
购置物业及设备	(10,761)	(12,562)	(16,492)	(12,095)	(11,461)
投资活动所使用的现金净额	(8,909)	(8,733)	(12,902)	(8,505)	(7,871)
筹资活动					
发行普通股收到的款项	5,286	0	0	0	0
发行应付债券收到的款项	2,991	15,608	22,050	20,838	19,310
支付的债券利息	(480)	(816)	(1,373)	(1,898)	(2,386)
已付股息	0	(703)	(959)	(793)	(881)
筹资活动所产生的现金净额	7,797	14,089	19,719	18,146	16,043
现金及现金等价物增加净额	2,973	5,460	(7,305)	333	106
现金及现金等价物年初余额	6,816	9,789	15,273	7,968	8,301
汇率变动的影响	0	25	0	0	0
现金及现金等价物年末余额	9,789	15,273	7,968	8,301	8,407

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益					
融资租赁收入	46.9%	47.0%	47.2%	50.9%	53.0%
经营租赁收入	47.7%	48.9%	46.7%	45.8%	43.9%
其他收入	5.5%	4.2%	6.2%	3.3%	3.1%
增长率					
融资租赁收入	-10.5%	7.8%	16.0%	17.3%	12.1%
经营租赁收入	17.4%	10.3%	10.2%	6.7%	3.1%
收入	1.7%	9.1%	13.0%	12.0%	7.8%
收入及其他收益总额	4.2%	7.6%	15.4%	8.7%	7.6%
所得税前利润	59.1%	35.8%	-17.3%	11.1%	13.2%
净利润	48.3%	36.5%	-17%	11%	13%
资产负债比率					
净杠杆率(x)	5.46	5.72	6.96	6.96	6.96
融资租赁相关不良资产	1.63%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	150.7%	197.8%	197.8%	197.8%	197.8%
回报率					
资产回报率	0.97%	1.21%	0.88%	0.86%	0.88%
资本回报率	8.37%	9.30%	6.97%	6.85%	7.04%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.14	0.17	0.14	0.15	0.18
每股股息（人民币）	0.064	0.076	0.063	0.070	0.079
每股账面值（人民币）	1.76	1.86	2.14	2.38	2.60

来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。