

國銀租賃(1606 HK)

2018年業績超預期

- ❖ **2018年業績超預期。**收入同比增長 15%至 136 人民幣億元，與我們預期一致。淨利潤同比增長 18%至 25 億元，超過我們預測 51%。業績超預期主要由於經營租賃設備處置收益以及匯兌收益。ROE 提升 1.2 個百分點至 10.5%。
- ❖ **波音 737 Max 相關風險相對較小。**截至 2018 年末，公司自有飛機 203 架，其中，僅有 2 架波音 737 Max。在租賃合同的保障下，無論這兩架飛機是否停飛，公司的租金收入都不會受到影響。截至 2018 年末，公司已訂購飛機 196 架，其中有 103 架波音 737 Max。儘管如此，在這 103 架已訂購波音 737 Max 中，約有 75%將於 2021 年及以後交付。我們認為短期內，公司飛機租賃收入所面臨的風險相對較小。
- ❖ **淨利差及淨利息收益率展望正面。**2018 年，由於人民幣流動性收緊，公司淨利差同比下降 0.27 個百分點至 1.58%，淨利息收益率同比下降 0.53 個百分點至 1.80%。另一方面，人民幣流動性收緊也推高了融資租賃資產的邊際收益率。結合自 2018 年下半年以來的人民幣資金成本下降，我們預測 2019 年淨利差同比提升 0.52 個百分點至 2.10%，淨利息收益率同比提升 0.41 個百分點至 2.22%。
- ❖ **基礎設施租賃業務受惠於政策利好。**基礎設施融資租賃資產同比增長 27%，分部於交通基礎設施（占比 38%）、城市基礎設施（占比 50%）、能源基礎設施（占比 12%）。基礎設施融資租賃收入同比增長 19%，至 46 億元。基於國務院辦公廳於 2018 年 10 月 31 日發布的《關於保持基礎設施領域補短板力度的指導意見》，我們相信，公司基礎設施租賃業務將持續受惠於政策利好。我們預測 2019 年基礎設施融資租賃資產同比增長 25%，至 1,050 億元。
- ❖ **目標價提升至 1.90 港元，維持持有評級。**公司當前股價相當於 0.75 倍 2019 年預測市帳率，低於同業平均的 0.88 倍、以及歷史平均的 0.85 倍。我們的目標價基於 0.80 倍 2019 年預測市帳率。潛在升幅為 7.0%。**維持持有評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入總額(百萬元人民幣)	12,315	15,541	17,244	19,777	21,360
淨利潤(百萬元人民幣)	2,131	2,507	2,701	3,117	3,276
每股收益(人民幣)	0.17	0.20	0.21	0.25	0.26
每股收益變動(%)	18.6	17.6	7.7	15.4	5.1
市帳率(x)	0.82	0.80	0.75	0.69	0.65
市盈率(x)	9.08	7.72	7.16	6.21	5.91
股息率(%)	4.95	5.83	6.28	7.25	7.62
權益收益率(%)	9.30	10.51	10.79	11.59	11.34
資本充足率(%)	14.1	11.9	10.3	9.8	10.0

資料來源：公司，招銀國際預測

持有（維持）

目標價	HK\$1.90
(此前目標價)	HK\$1.43)
潛在升幅	+7.0%
當前股價	HK\$1.78

徐涵博

電話：(852) 3761 8725
 郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/
 (86) 755 2367 5597
 郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬元)	22,503
3 月平均流通量(百萬元)	1.40
52 周內股價高/低(港元)	2.06/1.31
總股本(百萬)	3,456.6

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

中國長江三峽集團公司	37.80%
廣東恒健投資控股有限公司	15.14%
Central Huijin Investment Ltd.	12.15%

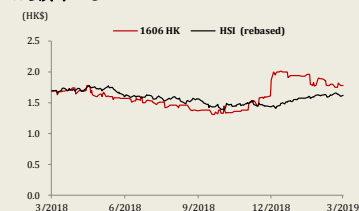
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.8%	-5.7%
3-月	10.6%	-1.9%
6-月	29.9%	25.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

公司網站：www.cdb-leasing.com

圖 1：2018 年業績回顧

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2018A	2017A	YoY	2018E	Diff.
收入	13,621	11,800	15%	13,669	0%
融資租賃收入	7,036	5,784	22%	6,897	2%
經營租賃收入	6,585	6,016	9%	6,773	-3%
其他收入	1,920	514	273%	514	273%
收入及其他收益總額	15,541	12,315	26%	14,184	10%
折舊及攤銷	(2,989)	(2,702)	11%	(2,643)	13%
利息支出	(6,863)	(4,984)	38%	(7,396)	-7%
減值損失	(1,293)	(913)	42%	(913)	42%
其他支出	(1,121)	(908)	24%	(1,045)	7%
支出總額	(12,267)	(9,507)	29%	(11,998)	2%
所得稅前利潤	3,274	2,808	17%	2,186	50%
所得稅費用	(767)	(677)	13%	(527)	46%
年度利潤	2,507	2,131	18%	1,659	51%
少數股東權益	0	0	N/A	0	N/A
淨利潤	2,507	2,131	18%	1,659	51%

資料來源：公司，招銀國際預測

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	11,800	13,621	16,694	19,227	20,810
融资租赁收入	5,784	7,036	8,590	10,285	11,255
经营租赁收入	6,016	6,585	8,104	8,942	9,555
其他收入	514	1,920	550	550	550
收入及其他收益总额	12,315	15,541	17,244	19,777	21,360
折旧及摊销	(2,702)	(2,989)	(3,359)	(3,731)	(4,008)
利息支出	(4,984)	(6,863)	(7,820)	(9,254)	(10,240)
减值损失	(913)	(1,293)	(1,293)	(1,293)	(1,293)
其他支出	(908)	(1,121)	(1,244)	(1,427)	(1,541)
支出总额	(9,507)	(12,267)	(13,716)	(15,706)	(17,082)
所得税前利润	2,808	3,274	3,528	4,071	4,278
所得税费用	(677)	(767)	(827)	(954)	(1,003)
年度利润	2,131	2,507	2,701	3,117	3,276
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,131	2,507	2,701	3,117	3,276

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
現金及銀行結余	16,207	23,498	24,104	37,004	39,437
應收賬款	6,610	5,406	6,859	7,701	8,098
應收融資租賃款	98,881	125,142	158,784	178,270	187,469
物業及設備	49,532	63,039	68,352	72,536	76,060
其他資產	15,869	20,983	20,983	20,983	20,983
資產總值	187,099	238,067	279,083	316,494	332,047
借款	116,245	157,187	188,624	216,918	227,764
應付債券	32,327	38,596	46,316	53,263	55,926
同業拆入	0	0	0	0	0
賣出回購金融資產款	2,030	880	1,056	1,214	1,275
其他負債	12,988	17,201	17,201	17,201	17,201
負債總額	163,590	213,864	253,197	288,596	302,166
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
儲備及留存利潤	10,867	11,561	13,244	15,256	17,239
股東權益	23,509	24,203	25,886	27,898	29,882
少數股東權益	0	0	0	0	0
權益總額	23,509	24,203	25,886	27,898	29,882

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
經營活動					
所得稅前利潤	2,808	3,274	3,528	4,071	4,278
調整項	4,307	4,664	5,178	5,759	6,115
營運資金變動	(6,682)	15,808	1,789	6,179	(651)
已付所得稅費用	(329)	(803)	(827)	(954)	(1,003)
經營活動所產生的現金淨額	104	22,943	9,668	15,055	8,740
投資活動					
購置物業及設備	(12,562)	(26,016)	(13,200)	(11,200)	(10,800)
其他投資活動	3,830	3,047	3,495	4,346	4,346
投資活動所使用的現金淨額	(8,733)	(22,968)	(9,705)	(6,854)	(6,454)
籌資活動					
發行普通股收到的款項	0	0	0	0	0
發行應付債券收到的款項	15,608	5,049	7,719	6,947	2,663
支付的債券利息	(816)	(1,242)	(1,389)	(1,598)	(1,678)
已付股息	(703)	(973)	(1,128)	(1,215)	(1,403)
籌資活動所產生的現金淨額	14,089	2,833	5,202	4,134	(417)
現金及現金等价物增加淨額	5,460	2,808	5,165	12,335	1,868
現金及現金等价物年初餘額	9,789	15,003	18,375	24,104	37,004
匯率變動的影響	25	564	564	564	564
現金及現金等价物年末餘額	15,273	18,375	24,104	37,004	39,437

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入及其他收益構成					
融資租賃收入	47.0%	45.3%	49.8%	52.0%	52.7%
經營租賃收入	48.9%	42.4%	47.0%	45.2%	44.7%
其他收入	4.2%	12.4%	3.2%	2.8%	2.6%
增長率					
融資租賃收入	7.8%	21.6%	22.1%	19.7%	9.4%
經營租賃收入	10.3%	9.5%	23.1%	10.3%	6.8%
收入	9.1%	15.4%	22.6%	15.2%	8.2%
收入及其他收益總額	7.6%	26.2%	11.0%	14.7%	8.0%
所得稅前利潤	35.8%	16.6%	7.7%	15.4%	5.1%
淨利潤	36.5%	18%	8%	15%	5%
資產負債比率					
淨杠杆率(x)	5.7	8.8	9.8	10.3	10.1
資本充足率	14.1%	11.9%	10.3%	9.8%	10.0%
融資租賃相關不良資產率	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
融資租賃相關不良資產撥備覆蓋率	197.8%	221.9%	216.4%	213.7%	216.4%
回報率					
資產回報率	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
資本回報率	9.3%	10.5%	10.8%	11.6%	11.3%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.17	0.20	0.21	0.25	0.26
每股股息（人民幣）	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
每股賬面值（人民幣）	1.86	1.91	2.05	2.21	2.36

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。