

国银租赁(1606 HK)

船舶业务将成为第三大业务支柱

❖ **船舶业务将成为新的增长点。**自2016年见底以来，BDI指数企稳上扬，年初至今上涨7.61%，船舶市场持续复苏。国银船舶业务面向国际客户，船队规模在中国船舶金融租赁市场排名第五。上半年末，公司自有船队规模达到44艘，另有10艘新船在建、13艘二手船待交付；自有船队平均船龄5年。公司船舶资产以美元计价，并以流动性最好的散货船为主。船舶资产为公司产生美元收入，其中，融资租赁利息收入与3个月美元LIBOR挂钩；经营租赁租金收入与BDI指数挂钩。与同业相比，公司没有在船舶市场“小阳春”时大举扩张，因此没有不良压力；且公司信用成本低，有空间选择优质客户。公司计划将船舶业务发展为继基础设施、飞机租赁后第三大业务支柱，目标船队规模200条左右。我们将2018年预测融资租赁相关资产较此前预测上调5%，至1,355亿元人民币。

❖ **人才及市场化激励机制保障飞机租赁业务发展。**截至上半年末，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。公司预计每年交付约25架飞机。据管理层披露，随着与供应商合作加深，公司购买飞机成本有所下降。公司飞机租赁分部人力已扩张至约100人，其中包括从同业招募的具有30年以上经验的管理层。此外，公司根据业务表现及分部发展激励雇员，以刺激业务发展。

❖ **资产质量大幅提升。**上半年，公司融资租赁业务不良资产率1.32%，同比下降0.55个百分点。不良率的改善源于（1）在新增业务方面，公司保持融资租赁资产在行业、客户之间适度分散；（2）强化了项目现金流审核和放款审核；（3）在存量业务方面，公司完善了租后管理；（4）在不良资产处置方面，公司通过加强催收、依法清收、批量转让等渠道稳定资产质量。

❖ **维持持有评级，目标价1.43港元。**公司当前股价相当于0.61倍2018年预测市账率，而根据彭博，同业平均为0.97倍。管理层正采取积极措施以改善股票流动性。我们的目标价基于0.65倍2018年预测市账率，即低于同业平均水平一个标准差。计入股息率的潜在升幅为11.7%。**维持持有评级。**

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	14,184	16,387	17,953
净利润(百万元人民币)	1,561	2,131	1,659	2,023	2,383
每股收益(人民币)	0.14	0.17	0.13	0.16	0.19
每股收益变动(%)	28.3	18.6	-22.1	21.9	17.8
市帐率(x)	0.67	0.63	0.61	0.58	0.54
市盈率(x)	8.30	7.00	8.99	7.37	6.25
股息率(%)	5.43	6.43	5.01	6.11	7.19
权益收益率(%)	8.37	9.30	6.91	8.04	8.94
资本充足率(%)	14.0	14.1	11.7	11.0	11.0

来源：公司，招银国际预测

持有（维持）

目标价	HK\$1.43
(此前目标价)	HK\$1.48
潜在升幅	+6.7%
当前股价	HK\$1.34

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)	16,941
3月平均流通量(百万港元)	0.06
52周内股价高/低(港元)	2.0/1.3
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	-2.9%	-0.7%
3-月	-10.7%	-6.7%
6-月	-21.2%	-10.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

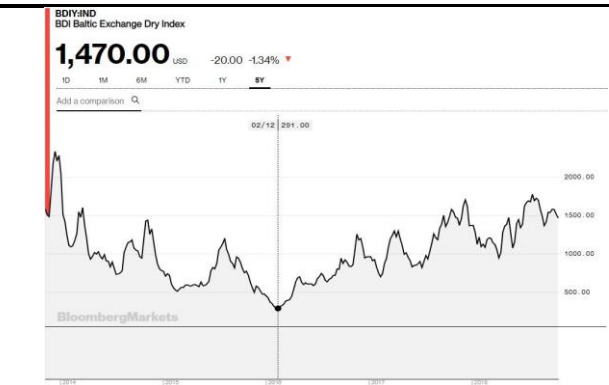
公司网站：www.cdb-leasing.com

图 1：在建船舶



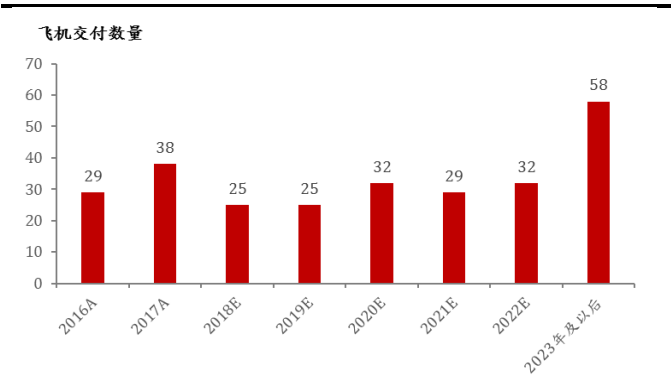
来源：公司，招银国际研究

图 2：BDI 指数



来源：彭博

图 3：飞机交付时间表



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	13,669	15,873	17,439
融资租赁收入	5,364	5,784	6,897	8,291	9,126
经营租赁收入	5,453	6,016	6,773	7,582	8,313
其他收入	624	514	514	514	514
收入及其他收益总额	11,441	12,315	14,184	16,387	17,953
折旧及摊销	(2,477)	(2,702)	(2,643)	(2,881)	(3,124)
利息支出	(4,400)	(4,984)	(7,396)	(8,721)	(9,452)
减值损失	(1,826)	(913)	(913)	(913)	(913)
其他支出	(671)	(908)	(1,045)	(1,208)	(1,323)
支出总额	(9,373)	(9,507)	(11,998)	(13,722)	(14,813)
所得税前利润	2,068	2,808	2,186	2,665	3,141
所得税费用	(506)	(677)	(527)	(643)	(757)
年度利润	1,561	2,131	1,659	2,023	2,383
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,561	2,131	1,659	2,023	2,383

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	24,860	29,675	29,251
应收账款	6,842	6,610	8,487	9,662	10,315
应收融资租赁款	88,464	98,881	126,964	144,539	154,310
物业及设备	47,344	49,532	53,387	57,355	63,795
其他资产	14,526	15,869	18,345	18,345	18,345
资产总值	166,512	187,099	232,042	259,577	276,018
借款	106,198	116,245	150,980	171,576	183,280
应付债券	17,794	32,327	35,017	39,794	42,508
同业拆入	4,000	0	4,441	5,047	5,391
卖出回购金融资产款	3,136	2,030	1,254	1,426	1,523
其他负债	13,082	12,988	15,870	15,870	15,870
负债总额	144,210	163,590	207,562	233,712	248,571
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
储备及留存利润	9,659	10,867	11,838	13,223	14,804
股东权益	22,302	23,509	24,481	25,865	27,446
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	22,302	23,509	24,481	25,865	27,446

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	2,186	2,665	3,141
调整项	4,659	4,307	4,253	4,571	4,883
营运资金变动	(2,259)	(6,682)	8,810	1,263	109
已付所得税费用	(383)	(329)	(844)	(643)	(757)
经营活动所产生的现金净额	4,085	104	14,405	7,857	7,375
投资活动					
购置物业及设备	(10,761)	(12,562)	(8,750)	(8,750)	(11,200)
其他投资活动	1,852	3,830	3,114	2,673	2,660
投资活动所使用的现金净额	(8,909)	(8,733)	(5,636)	(6,077)	(8,540)
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	2,690	4,777	2,714
支付的债券利息	(480)	(816)	(914)	(995)	(1,063)
已付股息	0	(703)	(959)	(747)	(910)
筹资活动所产生的现金净额	7,797	14,089	817	3,036	741
现金及现金等价物增加净额	2,973	5,460	9,586	4,815	(424)
现金及现金等价物年初余额	6,816	9,789	15,273	24,860	29,675
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	24,860	29,675	29,251

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
收入及其他收益构成					
融资租赁收入	46.9%	47.0%	48.6%	50.6%	50.8%
经营租赁收入	47.7%	48.9%	47.8%	46.3%	46.3%
其他收入	5.5%	4.2%	3.6%	3.1%	2.9%
增长率					
融资租赁收入	-10.5%	7.8%	19.2%	20.2%	10.1%
经营租赁收入	17.4%	10.3%	12.6%	11.9%	9.6%
收入	1.7%	9.1%	15.8%	16.1%	9.9%
收入及其他收益总额	4.2%	7.6%	15.2%	15.5%	9.6%
所得税前利润	59.1%	35.8%	-22.1%	21.9%	17.8%
净利润	48.3%	36.5%	-22%	22%	18%
资产负债比率					
净杠杆率(x)	5.5	5.7	8.5	9.0	9.1
资本充足率	14.0%	14.1%	11.7%	11.0%	11.0%
融资租赁相关不良资产率	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	150.7%	197.8%	196.2%	196.2%	196.2%
回报率					
资产回报率	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.9%
资本回报率	8.4%	9.3%	6.9%	8.0%	8.9%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.14	0.17	0.13	0.16	0.19
每股股息（人民币）	0.06	0.08	0.06	0.07	0.08
每股账面值（人民币）	1.76	1.86	1.94	2.05	2.17

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的分析员，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。