

國銀租賃 (1606 HK)

業務增長不敵利率上升

- ❖ **2018上半年經營業績不及預期。**2018上半年收入同比增長7%至人民幣61.7億元，其中融資租賃收入增長11%至31.7億元，而經營租賃收入僅增長2%至29.9億元。利息支出同比飆升41%。因此，淨利潤同比下降14%至11.2億元。
- ❖ **利息支出飆升**由于（1）利率上升；（2）業務擴張、融資增加。融資租賃業務平均付息率隨人民幣銀行同業拆息而上升。同時，中國人民銀行基準貸款利率尚未調整，存量融資租賃業務平均收益率并未上升。因此，融資租賃業務淨息差從去年同期的2.66%下降1.07個百分點至期內的1.59%。對於經營租賃業務（主要是飛機經營租賃），公司通過發行美元票據匹配美元飛機資產來管理匯率風險。隨著美元加息，經營租賃業務淨租金收益率從去年同期的9.14%下降0.73個百分點至期內的8.41%。
- ❖ **船舶租賃強勁復蘇。**上半年，全球航運市場保持強勁復蘇勢頭。公司船舶、商用車和工程機械租賃分部資產自去年末增加30%至346億元。分部融資租賃收入同比增長44%至6.87億元。下半年，公司目標是抓住機遇、擴大運力規模，逐步樹立“國銀船舶”品牌。
- ❖ **飛機租賃保持穩定。**上半年，公司交付了9架飛機。飛機經營租賃收入同比增長1.8%至28.6億元。截至6月30日，公司自有和管理216架飛機，其中68%為窄體機，加權平均機齡為4.6年。鑒于（1）積極的行業前景；（2）公司已訂購192架最新技術、節油型飛機，以支持未來業務增長；（3）健康的機隊指標，我們認為公司飛機租賃業務前景中性至正面。
- ❖ **下調至持有評級，目標價1.48港元。**考慮到利率上升，我們將2018年利息支出較此前預測上調37%、淨利潤下調31%，目標價下調至1.48港元。公司當前股價相當於0.60倍2018年預測市賬率。我們的目標價基於2018年預測權益收益率（6.97%），且相當於2018年預測市賬率的0.60倍。計入股息率的潛在升幅為6.0%。**下調至持有評級。**

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入總額(百萬元人民幣)	11,441	12,315	14,215	15,455	16,627
淨利潤(百萬元人民幣)	1,561	2,131	1,762	1,957	2,215
市賬率(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
權益收益率(%)	8.37	9.30	6.97	6.85	7.04
不良資產率(%)	1.63	1.31	1.31	1.31	1.31
撥備覆蓋率(%)	150.70	197.85	197.85	197.85	197.85
淨杠杆率(x)	5.5	5.7	7.0	7.0	7.0

來源：公司及招銀國際研究部預測

持有（下調）

目標價	HK\$1.48
(此前目標價)	HK\$2.09
潛在升幅	+6.0%
當前股價	HK\$1.46

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xyhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬元港幣)	18,458
3月平均流通量(百萬元港幣)	0.04
52周內股價高/低(港幣)	2.0/1.4
總股本(百萬元)	12,642

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%

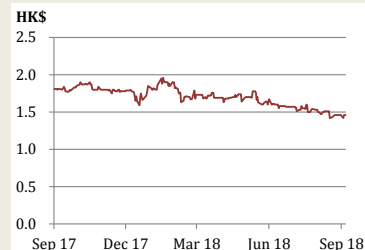
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.7%	1.4%
3-月	-9.3%	4.9%
6-月	-15.6%	-6.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

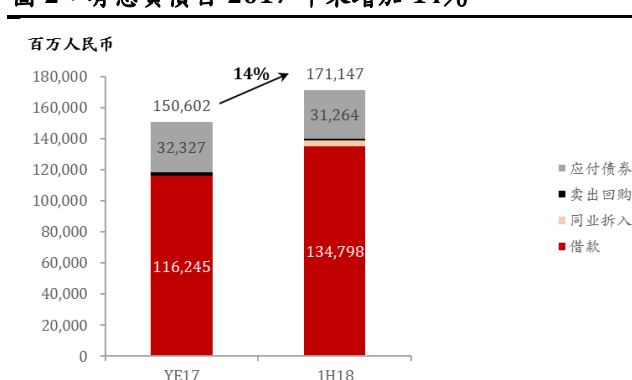
公司網站：www.cdb-leasing.com

圖 1：2018 上半年經營業績回顧

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%

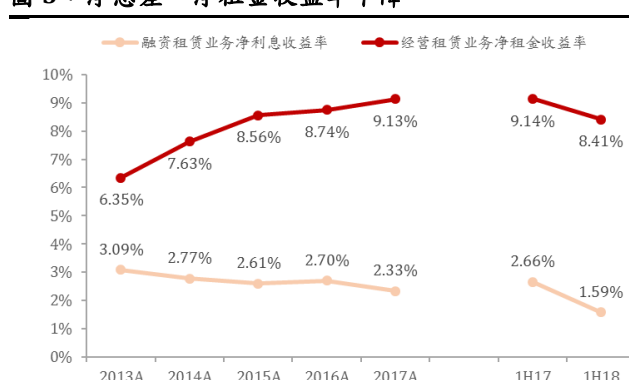
來源：公司，招銀國際研究

圖 2：有息負債自 2017 年末增加 14%



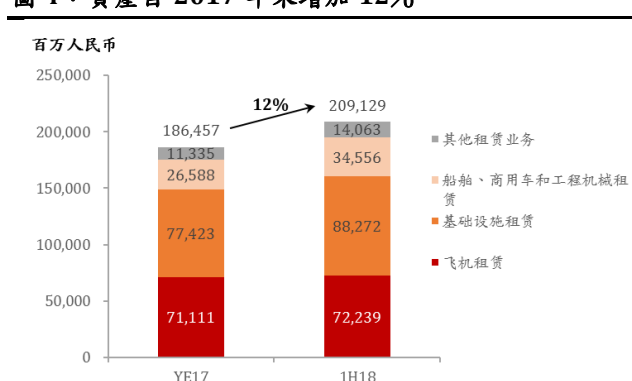
來源：公司，招銀國際研究

圖 3：淨息差、淨租金收益率下降



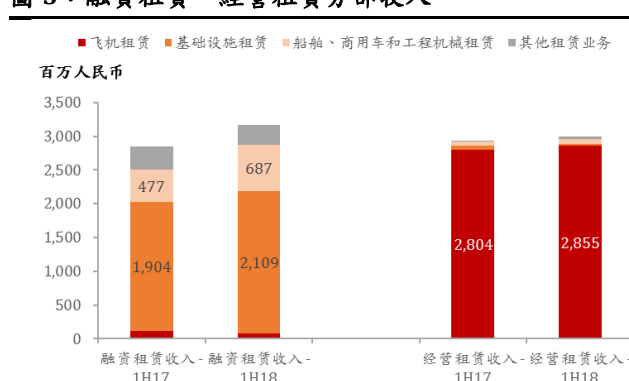
來源：公司，招銀國際研究

圖 4：資產自 2017 年末增加 12%



來源：公司，招銀國際研究

圖 5：融資租賃、經營租賃分部收入



來源：公司，招銀國際研究

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
現金及銀行結余	9,336	16,207	17,650	25,352	32,489
應收賬款	6,842	6,610	8,072	9,145	10,161
應收融資租賃款	88,464	98,881	120,754	136,795	151,995
物業及設備	47,344	49,532	52,837	52,314	51,121
其他資產	14,526	15,869	15,869	15,869	15,869
資產總值	166,512	187,099	215,181	239,475	261,635
借款	106,198	116,245	118,749	119,153	119,218
應付債券	17,794	32,327	54,377	75,214	94,524
其他負債	20,218	15,018	15,018	15,018	15,018
負債總額	144,210	163,590	188,144	209,385	228,760
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
儲備及留存利潤	9,659	10,867	14,395	17,448	20,232
股東權益	22,302	23,509	27,037	30,090	32,874
少数股东权益	0	0	0	0	0
權益總額	22,302	23,509	27,037	30,090	32,874

来源：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）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
經營活動					
所得稅前利潤	2,068	2,808	2,322	2,579	2,918
折舊及攤銷	2,477	2,702	2,880	2,851	2,787
營運資金變動	(2,259)	(6,682)	(20,831)	(16,710)	(16,151)
已付所得稅費用	(383)	(329)	(560)	(622)	(704)
經營活動所產生的現金淨額	4,085	104	(14,122)	(9,308)	(8,067)
投資活動					
購置物業及設備	(10,761)	(12,562)	(16,492)	(12,095)	(11,461)
投資活動所使用的現金淨額	(8,909)	(8,733)	(12,902)	(8,505)	(7,871)
籌資活動					
發行普通股收到的款項	5,286	0	0	0	0
發行應付債券收到的款項	2,991	15,608	22,050	20,838	19,310
支付的債券利息	(480)	(816)	(1,373)	(1,898)	(2,386)
已付股息	0	(703)	(959)	(793)	(881)
籌資活動所產生的現金淨額	7,797	14,089	19,719	18,146	16,043
現金及現金等价物增加淨額	2,973	5,460	(7,305)	333	106
現金及現金等价物年初餘額	6,816	9,789	15,273	7,968	8,301
匯率變動的影響	0	25	0	0	0
現金及現金等价物年末餘額	9,789	15,273	7,968	8,301	8,407

來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益					
融資租賃收入	46.9%	47.0%	47.2%	50.9%	53.0%
經營租賃收入	47.7%	48.9%	46.7%	45.8%	43.9%
其他收入	5.5%	4.2%	6.2%	3.3%	3.1%
增長率					
融資租賃收入	-10.5%	7.8%	16.0%	17.3%	12.1%
經營租賃收入	17.4%	10.3%	10.2%	6.7%	3.1%
收入	1.7%	9.1%	13.0%	12.0%	7.8%
收入及其他收益總額	4.2%	7.6%	15.4%	8.7%	7.6%
所得稅前利潤	59.1%	35.8%	-17.3%	11.1%	13.2%
淨利潤	48.3%	36.5%	-17%	11%	13%
資產負債比率					
淨杠杆率(x)	5.46	5.72	6.96	6.96	6.96
融資租賃相關不良資產	1.63%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
融資租賃相關不良資產撥備覆盖率	150.7%	197.8%	197.8%	197.8%	197.8%
回報率					
資產回報率	0.97%	1.21%	0.88%	0.86%	0.88%
資本回報率	8.37%	9.30%	6.97%	6.85%	7.04%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.14	0.17	0.14	0.15	0.18
每股股息（人民幣）	0.064	0.076	0.063	0.070	0.079
每股賬面值（人民幣）	1.76	1.86	2.14	2.38	2.60

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）發表于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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。