

海通恆信 (1905 HK)

依托「一大一小」客户战略实现高速发展

概要。作为海通证券 (6837 HK) 的战略板块，海通恆信为客户提供融资租赁、经营租赁、保理、委贷、以及咨询服务。2016 至 2018 年，公司营业收入年复合增长率为 29.8%，达人民币 53.32 亿元。我们预计 2019/20 年公司营业收入将进一步增至 71.96/87.28 亿元。根据彭博，香港上市的租赁公司 2019 年预测市账率平均为 1.0 倍。公司当前股价相当于 0.7 倍 2019 年预测市账率。使用行业平均市账率，我们的目标价为每股 1.94 港元，潜在升幅为 34.8%，首次覆盖，给予买入评级。

- **依托「一大一小」客户战略实现高速发展。**公司与政府及大中型企业客户建立了长期稳定的合作关系，并全力发展极具潜力的小微企业及个人客户。2016 至 2018 年，来自前者的收入年复合增长率为 12.8%，由 25.94 亿元增至 33 亿元；来自后者的收入年复合增长率为 88.8%，由 5.7 亿元增至 20.32 亿元。除 2016 年以外，小微企业及个人客户的生息资产平均收益率均高于政府及大中型企业客户。
- **以相对较低的融资成本支持业务增长。**公司的主体信用评级为 AAA，公司能够以相对较低的成本融资，以支持业务增长。2016/17/18 年，公司的加权平均利率分别为 4.4%/5.0%/5.0%。叠加高收益、不断增长的小微企业及个人客户群，料公司净息差有望提升。我们预计 2019/20 年，公司净息差将提升至 2.01%/2.02%/2.02%。
- **风控措施审慎，不良展望稳定。**公司为不同行业、不同客群制定了差异化信用审核原则。2016 至 2018 年，公司不良资产率稳步改善，由 1.10% 下降至 0.94%。我们预计 2019/20 年，公司不良资产率将保持稳定。
- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 1.94 港元。**根据彭博，香港上市的租赁公司 2019 年预测市账率平均为 1.0 倍。公司当前股价相当于 0.7 倍 2019 年预测市账率。使用行业平均市账率，我们的目标价为每股 1.94 港元，潜在升幅为 34.8%，首次覆盖，给予买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	4,037	5,332	7,196	8,728	9,282
同比增长 (%)	27.6	32.1	35.0	21.3	6.3
净利润(百万元人民币)	1,167	1,215	1,609	1,882	2,014
每股盈利(元人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股盈利变动 (%)	4.2	4.2	12.5	17.0	7.0
市盈率(倍)	7.6	7.3	6.5	5.5	5.2
市账率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率 (%)	0.0	0.0	4.6	5.4	5.8
权益收益率 (%)	11.2	10.7	12.7	12.8	12.6
不良资产率 (%)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$1.94
潜在升幅	+34.8%
当前股价	HK\$1.44

中国租赁行业

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	11,859
3 月平均流通量(百万港元)	NA
52 周内股价高/低(港元)	1.95/1.42
总股本(百万)	5,794

资料来源：彭博

股东结构

海通证券	78.68%
流通股	21.32%

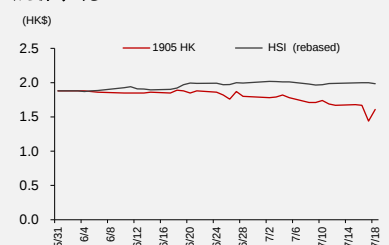
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.2%	14.9%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

估值

根据彭博，香港上市的租赁公司 2019 年预测市账率平均为 1.0 倍。公司当前股价相当于 0.7 倍 2019 年预测市账率。使用行业平均市账率，我们的目标价为每股 1.94 港元，潜在升幅为 34.8%，首次覆盖，给予买入评级。

图 1: 同业估值对比

股票代码	公司名称	收盘价 (港元)	市值 (百万港元)	市账率 (倍)			市盈率 (倍)			权益收益率 (%)			股息率 (%)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
1606 HK	国银租赁	1.61	20,354	0.9	0.7	0.7	10.1	7.3	6.4	6.9	10.8	11.6	4.6	6.4	6.8
1848 HK	中国飞机租赁	8.66	5,865	1.4	1.4	1.2	6.8	6.6	5.6	23.9	22.1	22.6	8.2	8.3	9.7
1905 HK	海通恒信	1.44	11,859	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2588 HK	中银航空租赁	67.15	46,603	1.2	1.3	1.2	10.0	8.7	7.7	14.9	15.4	15.7	3.5	4.0	4.6
2666 HK	环球医疗	6.17	10,590	0.9	1.0	0.8	6.6	5.8	5.0	17.1	16.6	17.5	4.2	5.2	6.1
2858 HK	易鑫集团	1.81	11,531	0.6	0.6	0.6	45.5	22.8	16.3	(0.5)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
3360 HK	远东宏信	7.56	29,925	1.0	0.8	0.7	6.8	5.9	5.1	13.5	14.2	14.5	4.3	4.8	5.5
3877 HK	中国船舶租赁	1.01	6,197	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				1.0											

资料来源：彭博，招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入总额	4,037	5,332	7,196	8,728	9,282
融资租赁收入	2,676	3,698	5,439	6,677	6,905
经营租赁收入	86	174	354	557	797
服务费收入	853	912	975	1,042	1,113
保理收入	360	474	359	378	389
委托贷款及其他贷款收入	62	74	70	74	77
营业成本总额	(2,638)	(3,810)	(5,201)	(6,317)	(6,699)
利息支出	(1,524)	(2,316)	(3,274)	(3,950)	(4,147)
减值损失	(593)	(765)	(887)	(1,121)	(1,125)
其他营业成本	(521)	(728)	(1,039)	(1,246)	(1,427)
其他收入净额	251	233	315	292	309
营业利润	1,649	1,755	2,310	2,703	2,892
所得税	(398)	(444)	(584)	(684)	(732)
其他权益工具持有人损益	(45)	(50)	(60)	(71)	(76)
少数股东损益	(40)	(46)	(57)	(67)	(71)
净利润	1,167	1,215	1,609	1,882	2,014

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,649	1,755	2,310	2,703	2,892
利息支出	1,524	2,316	3,274	3,950	4,147
其他调整项	560	763	1,108	1,441	1,564
运营资金变动	(11,348)	(14,448)	(26,974)	(4,330)	(4,587)
其他经营活动	(1,646)	(2,471)	(3,859)	(4,633)	(4,879)
经营活动现金流量	(9,262)	(12,084)	(24,140)	(870)	(863)
资本开支	(1,243)	(2,673)	(1,918)	(2,289)	(2,103)
其他投资活动	988	(941)	6	6	6
投资活动现金流量	(255)	(3,614)	(1,911)	(2,283)	(2,097)
银行借款债券及变动	11,027	17,445	24,575	8,303	4,566
支付股息	(92)	(50)	(483)	(565)	(604)
全球发售所得款项净额	-	-	1,901	-	-
其他融资活动	(99)	3	-	-	-
融资活动现金流量	10,836	17,398	25,994	7,738	3,962
现金及现金等价物变动	1,319	1,699	(58)	4,586	1,002
年初现金及现金等价物	651	1,970	3,663	3,605	8,191
现金及现金等价物汇兑损益	(0)	(6)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,970	3,663	3,605	8,191	9,193

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动资产	28,527	38,639	57,662	61,860	65,937
应收融资租赁款	22,213	30,825	47,812	49,925	52,156
贷款及应收款项	3,948	2,424	2,597	2,634	2,679
物业、厂房及设备	1,578	4,217	6,081	8,129	9,930
其他非流动资产	789	1,172	1,172	1,172	1,172
流动资产	32,162	43,473	60,088	66,852	70,165
现金及现金等价物	2,597	4,284	3,605	8,191	9,193
应收融资租赁款	21,324	30,828	47,817	49,930	52,161
贷款及应收款项	7,574	4,276	4,581	4,647	4,726
其他流动资产	667	4,084	4,084	4,084	4,084
总资产	60,689	82,111	117,750	128,712	136,101
流动负债	24,339	35,083	51,995	56,948	60,047
借款	15,116	18,162	24,519	26,971	28,319
应付债券	6,074	12,857	19,285	21,214	22,275
其他流动负债	3,148	4,064	8,191	8,763	9,453
非流动负债	24,479	34,109	49,956	54,714	57,692
借款	9,692	12,837	17,329	19,062	20,015
应付债券	9,970	14,595	21,892	24,081	25,285
其他非流动负债	4,817	6,677	10,735	11,571	12,391
总负债	48,817	69,192	101,951	111,662	117,739
股本	7,000	7,000	8,235	8,235	8,235
储备	3,191	4,188	5,831	7,083	8,395
股东权益	10,191	11,188	14,066	15,318	16,630
永续票据	1,235	1,237	1,237	1,237	1,237
少数股东权益	445	495	495	495	495
权益合计	11,871	12,920	15,798	17,050	18,362

主要比率

年结: 12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
融资租赁收入	16.2	38.2	47.1	22.8	3.4
经营租赁收入	1,085.8	102.7	102.9	57.5	43.1
服务费收入	17.9	6.9	6.9	6.9	6.9
保理收入	312.3	31.6	-24.2	5.4	3.0
委托贷款及其他贷款收入	47.3	19.7	-5.4	5.9	3.6
营业收入总额	27.6	32.1	35.0	21.3	6.3
回报率 (%)					
资本回报率	11.2	10.7	12.7	12.8	12.6
资产回报率	2.4	1.8	1.6	1.5	1.5
生息资产平均收益率	6.4	6.7	6.6	6.6	6.5
计息负债平均付息率	4.4	4.7	4.6	4.5	4.4
净息差	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
净利息收益率	3.3	3.2	3.1	3.1	3.1
资产负债比率 (%)					
负债/权益比率	354.5	462.0	533.4	542.9	529.0
资产质量 (%)					
不良资产率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
不良资产拨备覆盖率	335.3	381.8	325.2	399.5	465.4
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.17	0.17	0.20	0.23	0.24
每股股息	0.00	0.00	0.06	0.07	0.07
每股账面价值	1.46	1.60	1.71	1.86	2.02

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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。

招银国际证券有限公司或其多数附属公司在过去12个月内曾向海通恒信(1905 HK)通过投资银行服务。