

國銀租賃(1606 HK)

船舶業務將成爲第三大業務支柱

- ❖ **船舶業務將成爲新的增長點。**自2016年見底以來，BDI指數企穩上揚，年初至今上漲7.61%，船舶市場持續復蘇。國銀船舶業務面向國際客戶，船隊規模在中國船舶金融租賃市場排名第五。上半年末，公司自有船隊規模達到44艘，另有10艘新船在建、13艘二手船待交付；自有船隊平均船齡5年。公司船舶資產以美元計價，并以流動性最好的散貨船爲主。船舶資產爲公司產生美元收入，其中，融資租賃利息收入與3個月美元LIBOR掛鉤；經營租賃租金收入與BDI指數掛鉤。與同業相比，公司沒有在船舶市場“小陽春”時大舉擴張，因此沒有不良壓力；且公司信用成本低，有空間選擇優質客戶。公司計劃將船舶業務發展爲繼基礎設施、飛機租賃後第三大業務支柱，目標船隊規模200條左右。我們將2018年預測融資租賃相關資產較此前預測上調5%，至1,355億元人民幣。
- ❖ **人才及市場化激勵機制保障飛機租賃業務發展。**截至上半年末，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。公司預計每年交付約25架飛機。據管理層披露，隨著與供應商合作加深，公司購買飛機成本有所下降。公司飛機租賃分部人力已擴張至約100人，其中包括從同業招募的具有30年以上經驗的管理層。此外，公司根據業務表現及分部發展激勵雇員，以刺激業務發展。
- ❖ **資產質量大幅提升。**上半年，公司融資租賃業務不良資產率1.32%，同比下降0.55個百分點。不良率的改善源于（1）在新增業務方面，公司保持融資租賃資產在行業、客戶之間適度分散；（2）強化了項目現金流審核和放款審核；（3）在存量業務方面，公司完善了租後管理；（4）在不良資產處置方面，公司通過加強催收、依法清收、批量轉讓等渠道穩定資產質量。
- ❖ **維持持有評級，目標價1.43港元。**公司當前股價相當于0.61倍2018年預測市賬率，而根據彭博，同業平均爲0.97倍。管理層正採取積極措施以改善股票流動性。我們的目標價基于0.65倍2018年預測市賬率，即低于同業平均水平一個標準差。計入股息率的潛在升幅爲11.7%。**維持持有評級。**

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	14,184	16,387	17,953
淨利潤(百萬元人民幣)	1,561	2,131	1,659	2,023	2,383
每股收益(人民幣)	0.14	0.17	0.13	0.16	0.19
每股收益變動(%)	28.3	18.6	-22.1	21.9	17.8
市帳率(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
權益收益率(%)	8.37	9.30	6.91	8.04	8.94
資本充足率(%)	14.0	14.1	11.7	11.0	11.0

來源：公司，招銀國際預測

持有（維持）

目標價	HK\$1.43
(此前目標價)	HK\$1.48
潛在升幅	+6.7%
當前股價	HK\$1.34

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 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬元港元)	16,941
3月平均流通量(百萬元港元)	0.06
52周內股價高/低(港元)	2.0/1.3
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	-2.9%	-0.7%
3-月	-10.7%	-6.7%
6-月	-21.2%	-10.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

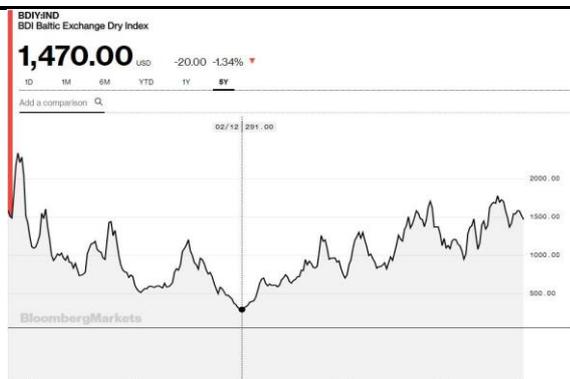
公司網站：www.cdb-leasing.com

圖 1：在建船舶



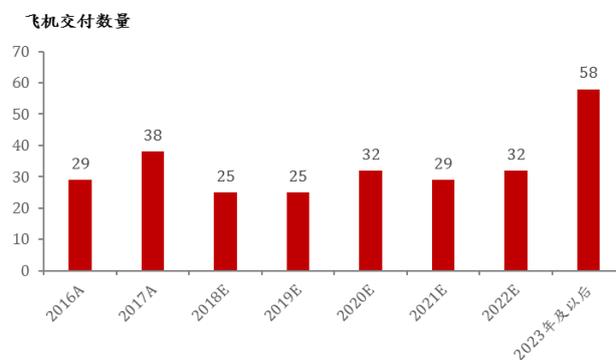
來源：公司，招銀國際研究

圖 2：BDI 指數



來源：彭博

圖 3：飛機交付時間表



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	13,669	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
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	2,186	2,665	3,141
調整項	4,659	4,307	4,253	4,571	4,883
營運資金變動	(2,259)	(6,682)	8,810	1,263	109
已付所得稅費用	(383)	(329)	(844)	(643)	(757)
經營活動所產生的現金淨額	4,085	104	14,405	7,857	7,375
投資活動					
購置物業及設備	(10,761)	(12,562)	(8,750)	(8,750)	(11,200)
其他投資活動	1,852	3,830	3,114	2,673	2,660
投資活動所使用的現金淨額	(8,909)	(8,733)	(5,636)	(6,077)	(8,540)
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	2,690	4,777	2,714
支付的債券利息	(480)	(816)	(914)	(995)	(1,063)
已付股息	0	(703)	(959)	(747)	(910)
籌資活動所產生的現金淨額	7,797	14,089	817	3,036	741
現金及現金等价物增加淨額	2,973	5,460	9,586	4,815	(424)
現金及現金等价物年初餘額	6,816	9,789	15,273	24,860	29,675
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	24,860	29,675	29,251

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
收入及其他收益構成					
融資租賃收入	46.9%	47.0%	48.6%	50.6%	50.8%
經營租賃收入	47.7%	48.9%	47.8%	46.3%	46.3%
其他收入	5.5%	4.2%	3.6%	3.1%	2.9%
增長率					
融資租賃收入	-10.5%	7.8%	19.2%	20.2%	10.1%
經營租賃收入	17.4%	10.3%	12.6%	11.9%	9.6%
收入	1.7%	9.1%	15.8%	16.1%	9.9%
收入及其他收益總額	4.2%	7.6%	15.2%	15.5%	9.6%
所得稅前利潤	59.1%	35.8%	-22.1%	21.9%	17.8%
淨利潤	48.3%	36.5%	-22%	22%	18%
資產負債比率					
淨槓桿率(x)	5.5	5.7	8.5	9.0	9.1
資本充足率	14.0%	14.1%	11.7%	11.0%	11.0%
融資租賃相關不良資產率	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
融資租賃相關不良資產撥備覆蓋率	150.7%	197.8%	196.2%	196.2%	196.2%
回報率					
資產回報率	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.9%
資本回報率	8.4%	9.3%	6.9%	8.0%	8.9%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.14	0.17	0.13	0.16	0.19
每股股息（人民幣）	0.06	0.08	0.06	0.07	0.08
每股賬面值（人民幣）	1.76	1.86	1.94	2.05	2.17

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责任。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。接收本報告之行為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。