

国银租赁(1606 HK)

2018 年业绩超预期

- ❖ **2018 年业绩超预期。**收入同比增长 15%至 136 人民币亿元，与我们预期一致。净利润同比增长 18%至 25 亿元，超过我们预测 51%。业绩超预期主要由于经营租赁设备处置收益以及汇兑收益。ROE 提升 1.2 个百分点至 10.5%。
- ❖ **波音 737 Max 相关风险相对较小。**截至 2018 年末，公司自有飞机 203 架，其中，仅有 2 架波音 737 Max。在租赁合同的保障下，无论这两架飞机是否停飞，公司的租金收入都不会受到影响。截至 2018 年末，公司已订购飞机 196 架，其中有 103 架波音 737 Max。尽管如此，在这 103 架已订购波音 737 Max 中，约有 75%将于 2021 年及以后交付。我们认为短期内，公司飞机租赁收入所面临的风险相对较小。
- ❖ **净利差及净利息收益率展望正面。**2018 年，由于人民币流动性收紧，公司净利差同比下降 0.27 个百分点至 1.58%，净利息收益率同比下降 0.53 个百分点至 1.80%。另一方面，人民币流动性收紧也推高了融资租赁资产的边际收益率。结合自 2018 年下半年以来的人民币资金成本下降，我们预测 2019 年净利差同比提升 0.52 个百分点至 2.10%，净利息收益率同比提升 0.41 个百分点至 2.22%。
- ❖ **基础设施租赁业务受惠于政策利好。**基础设施融资租赁资产同比增长 27%，分部于交通基础设施（占比 38%）、城市基础设施（占比 50%）、能源基础设施（占比 12%）。基础设施融资租赁收入同比增长 19%，至 46 亿元。基于国务院办公厅于 2018 年 10 月 31 日发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，我们相信，公司基础设施租赁业务将持续受惠于政策利好。我们预测 2019 年基础设施融资租赁资产同比增长 25%，至 1,050 亿元。
- ❖ **目标价提升至 1.90 港元，维持持有评级。**公司当前股价相当于 0.75 倍 2019 年预测市帐率，低于同业平均的 0.88 倍、以及历史平均的 0.85 倍。我们的目标价基于 0.80 倍 2019 年预测市帐率。潜在升幅为 7.0%。**维持持有评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入总额(百万元人民币)	12,315	15,541	17,244	19,777	21,360
净利润(百万元人民币)	2,131	2,507	2,701	3,117	3,276
每股收益(人民币)	0.17	0.20	0.21	0.25	0.26
每股收益变动(%)	18.6	17.6	7.7	15.4	5.1
市帐率(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
权益收益率(%)	9.30	10.51	10.79	11.59	11.34
资本充足率(%)	14.1	11.9	10.3	9.8	10.0

资料来源：公司，招银国际预测

持有（维持）

目标价	HK\$1.90
(此前目标价)	HK\$1.43)
潜在升幅	+7.0%
当前股价	HK\$1.78

徐涵博

电话：(852) 3761 8725
邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

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

中国租赁业

市值(百万港元)	22,503
3 月平均流通量(百万港元)	1.40
52 周内股价高/低(港元)	2.06/1.31
总股本(百万)	3,456.6

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%

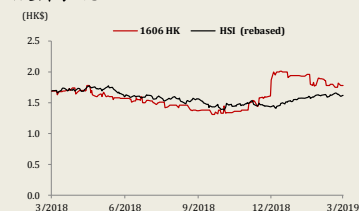
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.8%	-5.7%
3-月	10.6%	-1.9%
6-月	29.9%	25.3%

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 1：2018 年业绩回顾

年结：12月31日（百万元人民币）	2018A	2017A	YoY	2018E	Diff.
收入	13,621	11,800	15%	13,669	0%
融资租赁收入	7,036	5,784	22%	6,897	2%
经营租赁收入	6,585	6,016	9%	6,773	-3%
其他收入	1,920	514	273%	514	273%
收入及其他收益总额	15,541	12,315	26%	14,184	10%
折旧及摊销	(2,989)	(2,702)	11%	(2,643)	13%
利息支出	(6,863)	(4,984)	38%	(7,396)	-7%
减值损失	(1,293)	(913)	42%	(913)	42%
其他支出	(1,121)	(908)	24%	(1,045)	7%
支出总额	(12,267)	(9,507)	29%	(11,998)	2%
所得税前利润	3,274	2,808	17%	2,186	50%
所得税费用	(767)	(677)	13%	(527)	46%
年度利润	2,507	2,131	18%	1,659	51%
少数股东权益	0	0	N/A	0	N/A
净利润	2,507	2,131	18%	1,659	51%

资料来源：公司，招银国际预测

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	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

资料来源：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）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及银行结余	16,207	23,498	24,104	37,004	39,437
应收账款	6,610	5,406	6,859	7,701	8,098
应收融资租赁款	98,881	125,142	158,784	178,270	187,469
物业及设备	49,532	63,039	68,352	72,536	76,060
其他资产	15,869	20,983	20,983	20,983	20,983
资产总值	187,099	238,067	279,083	316,494	332,047
借款	116,245	157,187	188,624	216,918	227,764
应付债券	32,327	38,596	46,316	53,263	55,926
同业拆入	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	2,030	880	1,056	1,214	1,275
其他负债	12,988	17,201	17,201	17,201	17,201
负债总额	163,590	213,864	253,197	288,596	302,166
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
储备及留存利润	10,867	11,561	13,244	15,256	17,239
股东权益	23,509	24,203	25,886	27,898	29,882
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	23,509	24,203	25,886	27,898	29,882

资料来源：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）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动					
所得税前利润	2,808	3,274	3,528	4,071	4,278
调整项	4,307	4,664	5,178	5,759	6,115
营运资金变动	(6,682)	15,808	1,789	6,179	(651)
已付所得税费用	(329)	(803)	(827)	(954)	(1,003)
经营活动所产生的现金净额	104	22,943	9,668	15,055	8,740
投资活动					
购置物业及设备	(12,562)	(26,016)	(13,200)	(11,200)	(10,800)
其他投资活动	3,830	3,047	3,495	4,346	4,346
投资活动所使用的现金净额	(8,733)	(22,968)	(9,705)	(6,854)	(6,454)
筹资活动					
发行普通股收到的款项	0	0	0	0	0
发行应付债券收到的款项	15,608	5,049	7,719	6,947	2,663
支付的债券利息	(816)	(1,242)	(1,389)	(1,598)	(1,678)
已付股息	(703)	(973)	(1,128)	(1,215)	(1,403)
筹资活动所产生的现金净额	14,089	2,833	5,202	4,134	(417)
现金及现金等价物增加净额	5,460	2,808	5,165	12,335	1,868
现金及现金等价物年初余额	9,789	15,003	18,375	24,104	37,004
汇率变动的影响	25	564	564	564	564
现金及现金等价物年末余额	15,273	18,375	24,104	37,004	39,437

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入及其他收益构成					
融资租赁收入	47.0%	45.3%	49.8%	52.0%	52.7%
经营租赁收入	48.9%	42.4%	47.0%	45.2%	44.7%
其他收入	4.2%	12.4%	3.2%	2.8%	2.6%
增长率					
融资租赁收入	7.8%	21.6%	22.1%	19.7%	9.4%
经营租赁收入	10.3%	9.5%	23.1%	10.3%	6.8%
收入	9.1%	15.4%	22.6%	15.2%	8.2%
收入及其他收益总额	7.6%	26.2%	11.0%	14.7%	8.0%
所得税前利润	35.8%	16.6%	7.7%	15.4%	5.1%
净利润	36.5%	18%	8%	15%	5%
资产负债比率					
净杠杆率(x)	5.7	8.8	9.8	10.3	10.1
资本充足率	14.1%	11.9%	10.3%	9.8%	10.0%
融资租赁相关不良资产率	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	197.8%	221.9%	216.4%	213.7%	216.4%
回报率					
资产回报率	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
资本回报率	9.3%	10.5%	10.8%	11.6%	11.3%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.17	0.20	0.21	0.25	0.26
每股股息（人民币）	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
每股账面值（人民币）	1.86	1.91	2.05	2.21	2.36

资料来源：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。