

睿智投资

国银租赁 (1606 HK, HK\$1.94, 目标价: HK\$2.40, 买入) — 「双轮驱动」业务模式预测将进一步得到增强

- ❖ 「双轮驱动」业务模式进一步得到增强。国银租赁致力于逐步优化自身业务结构，从综合租赁服务提供商向「双轮」业务模式转型。「双轮」指的是飞机租赁业务及基础设施租赁业务。我们预期，以上两项业务 2016 年的收入将分别按年增长 15.0% 及 3.7%，达到人民币 54.4 亿元及人民币 35.5 亿元。「双轮」带来的收入预计将占 2016 年公司总收入的 85.4%，2017 年预计这一比例将增至 92.0%。
- ❖ 融资租赁业务以风险管控为首要任务。由于中小企业经验有限、资产素质较低，国银租赁的不良资产主要集中于船舶、商用车和工程机械租赁以及其他租赁两个业务板块。我们预计，截至 2016 年底，公司的不良资产率将按年下降 0.22 个百分点，至 1.99%。不良资产率的回落主要受惠于风险管控的加强以及不良资产核销力度的加大。对于融资租赁业务，我们认为，在宏观经济下行的大环境下，风险的管控远比规模的扩张更为重要。较低的风险会相应地令收益率降低，我们预计，2016 年公司的净利差及净利息收益率分别为 2.17% 及 2.56%，按年分别下降 0.04 及 0.05 个百分点；2017 年则将进一步下降至 2.10% 及 2.51%。今明两年，根据我们的预测，融资租赁业务收入将分别按年下跌 9.4% 及 2.4%，至人民币 54.3 亿元及人民币 53.0 亿元。
- ❖ 飞机租赁业务盈利能力改善。2016 年及 2017 年，我们预测飞机租赁业务的收入将按年分别增长 15.0% 及 24.1% 至人民币 54.4 亿元及人民币 67.5 亿元，主要是受惠于新交付的飞机及盈利能力的提升。经营租赁业务是收入贡献的主体。新交付飞机主要来自于直接订单，预期 2016 年及 2017 年将各有 21 架波音和空客飞机交付。我们预计公司的净租金收益率在 2016 年及 2017 年将分别达到 8.81% 及 9.01%。人民币面对贬值的压力，而公司的飞机租赁业务以美元进行结算，相信将因此受惠。
- ❖ 维持「买入」评级。由于国银租赁对利息支出及减值损失的控制得当，我们把对公司 2016 年至 2018 年的纯利预测向上修正 4.2%、1.8% 及 2.1%。公司业务表现正常，但股份成交并不活跃，过去 3 个月平均成交额仅为港币 902 万元且自由流通的股票占比仅为 5.9%。公司目前股价相当于 2017 年预测市账率的 0.95 倍，相对比同业估值较低。我们给予公司目标价 2.40 元，相当于 2017 年预测市账率的 1.18 倍，同时也是同业 2017 年的平均预测市账率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	11,665	10,981	11,081	12,041	13,145
净利润 (百万人民币)	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
每股收益 (人民币)	0.20	0.11	0.15	0.17	0.18
每股收益变动 (%)	1.55	(45.07)	35.52	11.02	10.67
市盈率(x)	8.41	15.30	11.29	10.17	9.19
市账率(x)	1.03	1.07	1.01	0.95	0.89
股息率 (%)	0.0	0.9	2.3	2.9	3.3
权益收益率 (%)	14.7	7.3	9.2	9.6	10.0
净财务杠杆率 (%)	785.3	802.6	543.5	528.5	500.7

来源: 公司及招银国际研究部

张淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

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

国银租赁(1606 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.94
目标价	HK\$2.40
市值(港币百万)	24,526
过去 3 月平均交易(港币百万)	9.02
52 周高/低(港币)	2.19/1.81
发行股数(百万)	12,642.4
主要股东(H 股)	中国长江三峡集团公司 (37.80%)

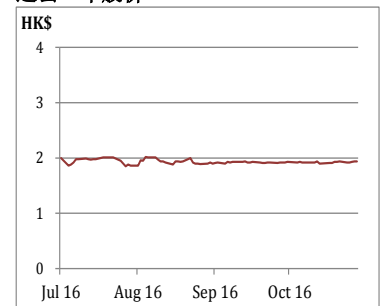
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.0%	5.5%
3 月	4.3%	1.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博



利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	11,325	10,641	10,529	11,371	12,378
融资租赁收入	7,015	5,995	5,430	5,301	5,297
经营租赁收入	4,310	4,646	5,099	6,070	7,081
投资收益（损失）净额	(4)	77	62	48	99
其他收入受益/(损失)	344	263	489	622	669
收入及其他收益总额	11,665	10,981	11,081	12,041	13,145
折旧及摊销	(1,860)	(2,035)	(2,392)	(2,832)	(3,232)
员工成本	(109)	(123)	(111)	(120)	(171)
手续费及佣金支出	(77)	(56)	(50)	(55)	(61)
利息支出	(6,036)	(5,055)	(4,389)	(4,574)	(4,706)
其他营业支出	(405)	(405)	(384)	(397)	(434)
减值损失	(798)	(2,008)	(1,728)	(1,492)	(1,680)
支出总额	(9,286)	(9,682)	(9,054)	(9,471)	(10,284)
所得税前利润	2,380	1,300	2,027	2,570	2,862
所得税费用	(463)	(247)	(365)	(463)	(529)
年度利润	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及银行结余	6,011	6,314	22,956	28,525	31,833
应收账款	14,065	13,827	12,648	13,146	13,865
应收融资租赁款	76,912	80,945	81,938	82,334	82,876
物业及设备	36,202	42,249	45,643	49,289	52,775
其他资产	7,177	12,360	11,699	12,435	12,418
资产总值	140,366	155,695	174,885	185,729	193,767
借款	93,460	102,494	104,785	107,520	112,952
同业拆入	3,500	4,900	6,300	6,895	7,100
卖出回购金融资产款	5,512	5,922	3,156	2,800	2,685
应付债券	13,017	13,835	23,834	29,693	29,158
其他负债	10,866	13,551	15,583	16,345	17,843
负债总额	126,356	140,702	153,658	163,253	169,738
实收资本/股本	8,000	9,500	12,642	12,642	12,642
储备与留存利润	6,010	5,493	8,585	9,834	11,388
股东权益	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	14,010	14,993	21,227	22,476	24,030

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
所得税前利润	2,380	1,300	2,027	2,570	2,862
折旧与摊销	1,860	2,035	2,392	2,832	3,232
营运资金变动	(5,702)	6,654	4,437	4,582	7,396
已付所得税费用	(430)	(512)	(280)	(359)	(410)
其他	1,088	2,365	2,186	1,946	2,051
经营活动产生的现金流量净额	(804)	11,842	10,762	11,572	15,130
投资活动					
资本开支	(6,788)	(6,703)	(7,350)	(8,830)	(8,231)
其他	(1,129)	(3,201)	(2,176)	(2,369)	(2,078)
投资活动产生的现金流量净额	(7,917)	(9,904)	(9,526)	(11,199)	(10,308)
筹资活动					
发行股份	0	0	5,404	0	0
债券变动	3,948	0	9,999	5,859	(535)
其他	(334)	(584)	(750)	(830)	(856)
筹资活动产生的现金流量净额	3,613	(584)	14,653	5,029	(1,391)
现金及现金等价物（减少）增加额	(5,107)	1,354	15,889	5,402	3,430
现金及现金等价物的年初余额	10,569	5,462	6,816	22,703	28,130
外汇损益	0	0	(2)	25	15
现金及现金等价物的年末余额	5,462	6,816	22,703	28,130	31,575

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益					
融资租赁收入	60.1%	54.6%	49.0%	44.0%	40.3%
经营租赁收入	36.9%	42.3%	46.0%	50.4%	53.9%
投资收益（损失）净额	0.0%	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%
其他收入受益或（损失）	2.9%	2.4%	4.4%	5.2%	5.1%
收入及其他收益总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长率					
融资租赁收入	5.0%	-14.5%	-9.4%	-2.4%	-0.1%
经营租赁收入	-1.4%	7.8%	9.7%	19.0%	16.7%
收入	2.5%	-6.0%	-1.0%	8.0%	8.9%
收入及其他收益	-0.1%	-5.9%	0.9%	8.7%	9.2%
所得税前利润	-4.8%	-45.4%	56.0%	26.8%	11.3%
净利润	1.6%	-45.1%	57.9%	26.8%	10.7%
资产负债比率					
总债务/权益比率	824.3%	848.1%	650.5%	653.6%	632.1%
净债务/权益比率	785.3%	802.6%	543.5%	528.5%	500.7%
融资租赁相关不良资产	1.7%	2.2%	2.0%	2.3%	2.6%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	127.5%	150.5%	158.6%	160.8%	153.1%
回报率					
资本回报率	14.66%	7.26%	9.18%	9.64%	10.03%
资产回报率	1.36%	0.71%	1.01%	1.17%	1.23%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.202	0.111	0.150	0.167	0.184
每股股息（人民币）	0.000	0.016	0.039	0.050	0.055
每股账面值（人民币）	1.648	1.578	1.679	1.778	1.901

来源：公司及招银国际研究部

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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。