招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

國銀租賃（1606 HK，HK$2.02，目標價：HK$2.06，持有）— 純利提升得益於有效的成本控制

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

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

- **2016 年純利按年增長 48.3%。**2016 年，國銀租賃收入按年微增 1.7%，至人民幣 108 億元。期內，公司利息支出及減值損失分別按年減少 13.0%及 9.1%，受惠於此，純利按年增速大幅提升至 48.3%，至人民幣 16 億元。

- **融資租賃業務盈利能力持續承壓。**2016 年，公司融資租賃業務收入按年減少 10.5%，至人民幣 54 億元，平均收益率按年下跌 93 個基點，至 5.66%；不過，受惠於負債結構的優化，淨利差收窄幅度只有 0.11 個百分點，至 2.10%。來自基礎設施租賃業務的收入按年增長 0.27%，至人民幣 33 億元，為融資租賃貢獻了 61.8%的收入。展望未來，我們相信公司的風險管控將優先於其業務擴張。我們預測 2017 年，公司的融資租賃業務收入將按年小幅增長 2.1%，至人民幣 55 億元。

- **經營租賃業務未來將維持高速增長。**2016 年，公司經營租賃的收入按年增長 17.4%，達到人民幣 55 億元，淨租金收益率持續上升，按年提高 0.18 個百分點至 8.74%。飛機租賃收入對經營租賃總收入的貢獻達到了 95.9%。我們對於公司的經營租賃業務前景仍持樂觀態度，因為公司將繼續擴大飛機租賃業務規模，提升盈利能力。我們預計 2017 年，公司的淨租金收益率將進一步提升至 8.89%，按年增長 0.15 個百分點，同時預測經營租賃收入將按年增長 21.9%，達到人民幣 66 億元。

- **飛機租賃業務國際化程度不斷加深。**2016 年，海外業務佔據了飛機租賃業務收入的 48.0%。國銀租賃成為首家在愛爾蘭開設飛機租賃子公司的中國金融租賃公司，未來，海外市場將成為其飛機租賃業務的重要目標。由於國內市場的激烈競爭及市場環境的不確定性，國銀租賃 2016 年對飛機計提一次性減值人民幣 3.2 億元。

- **平均付息率預計將會上升。**2016 年，國銀租賃整體的平均付息率達到 3.43%，按年下降 89 個基點。儘管公司擁有來自國家開發銀行的有力支持以及廣闊的融資渠道，但隨著中國境內貨幣政策的收緊，我們預計公司的平均付息率在 2017 年及 2018 年將分別上升至 3.55%及 3.63%，按年增幅分別為 12 個基點及 8 個基點。

- **降至持有評級，目標價 2.06 港元。**由於公司融資租賃業務增長乏力，以及資產質量惡化導致減值損失提升的潛在風險仍然存在，我們將公司 2017 年及 2018 年的純利預測分別下調 12.7%及 8.4%，至人民幣 18 億元及 21 億元。公司目前股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.97 倍。我們的新目標價 2.06 港元，相當於公司 2017 年預測市帳率的 0.99 倍，同時也是同業 2017 年預測市帳率的平均水平。降至**持有**評級。

國銀租賃(1606 HK)

評級	持有
收市價	HK$2.02
目標價	HK$2.06
市值 (港幣百萬)	25,538
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	0.31
52 周高/低 (港幣)	2.19/1.76
發行股數 (百萬)	12,642
主要股東 (港股)	中國三峽集團 (37.8%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.0%	-0.9%
3 月	0.0%	-10.7%
6 月	3.7%	0.4%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入及其他收益總額 (百萬人民幣)	10,981	11,441	12,754	14,221	15,469
淨利潤 (百萬人民幣)	1,053	1,561	1,839	2,137	2,759
每股收益 (人民幣)	0.11	0.14	0.15	0.17	0.22
每股收益變動 (%)	(45.07)	28.27	2.38	16.19	29.08
市盈率(x)	16.17	12.61	12.31	10.60	8.21
市帳率 (x)	1.14	1.02	0.97	0.91	0.85
股息率 (%)	0.88	3.10	3.25	3.77	4.87
權益收益率 (%)	7.26	8.37	8.04	8.85	10.69
淨財務杠杆率 (%)	802.6	544.1	528.7	496.9	470.3

來源: 公司及招銀國際研究部預測

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	**10,641**	**10,817**	**12,122**	**13,578**	**14,930**
融资租赁收入	5,995	5,364	5,476	5,670	5,824
经营租赁收入	4,646	5,453	6,647	7,908	9,106
投资收益（损失）净额	77	(52)	120	146	154
其他收入受益/(损失)	263	676	512	497	565
收入及其他收益总额	**10,981**	**11,441**	**12,754**	**14,221**	**15,649**
折旧及摊销	(2,035)	(2,477)	(2,916)	(3,050)	(3,228)
员工成本	(123)	(229)	(255)	(284)	(313)
手续费及佣金支出	(56)	(56)	(64)	(71)	(78)
利息支出	(5,055)	(4,400)	(4,825)	(5,274)	(5,815)
其他营业支出	(405)	(386)	(434)	(484)	(532)
减值损失	(2,008)	(1,826)	(1,840)	(2,245)	(2,052)
支出总额	**(9,682)**	**(9,373)**	**(10,333)**	**(11,409)**	**(12,018)**
所得税前利润	**1,300**	**2,068**	**2,420**	**2,812**	**3,630**
所得税费用	(247)	(506)	(581)	(675)	(871)
年度利润	**1,053**	**1,561**	**1,839**	**2,137**	**2,759**
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**1,053**	**1,561**	**1,839**	**2,137**	**2,759**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及银行结余	6,314	9,336	16,414	25,800	32,048
应收账款	13,827	6,842	6,726	6,719	6,744
应收融资租赁款	80,945	88,464	90,064	90,312	91,793
物业及设备	42,249	47,344	51,085	52,191	54,081
其他资产	12,360	14,526	15,874	17,104	18,339
资产总值	**155,695**	**166,512**	**180,163**	**192,126**	**203,005**
借款	102,494	106,198	111,508	117,083	122,938
同业拆入	4,900	4,000	4,200	4,410	4,631
卖出回购金融资产款	5,922	3,136	3,167	3,199	3,231
应付债券	13,835	17,794	21,709	24,965	27,461
其他负债	13,551	13,082	16,134	17,613	17,983
负债总额	**140,702**	**144,210**	**156,718**	**167,271**	**176,243**
实收资本/股本	9,500	12,642	12,642	12,642	12,643
储备与留存利润	5,493	9,659	10,803	12,213	14,119
股东权益	**14,993**	**22,302**	**23,445**	**24,856**	**26,762**
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	**14,993**	**22,302**	**23,445**	**24,856**	**26,762**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
所得税前利润	1,300	2,068	2,420	2,812	3,630
折旧与摊销	2,035	2,477	2,916	3,050	3,228
营运资金变动	6,654	(2,259)	4,211	5,783	4,426
已付所得税费用	(512)	(383)	(494)	(574)	(741)
其他	2,365	2,183	2,447	2,865	2,632
经营活动产生的现金流量净额	**11,842**	**4,085**	**11,501**	**13,937**	**13,175**
投资活动					
资本开支	(6,703)	(10,761)	(8,830)	(8,231)	(11,230)
其他	(3,201)	1,852	1,752	2,137	1,003
投资活动产生的现金流量净额	**(9,904)**	**(8,909)**	**(7,078)**	**(6,093)**	**(10,227)**
筹资活动					
发行股份	0	5,286	0	0	0
债券变动	0	2,991	3,915	3,256	2,496
其他	(584)	(480)	(1,533)	(1,592)	786
筹资活动产生的现金流量净额	**(584)**	**7,797**	**2,382**	**1,664**	**3,283**
现金及现金等价物（减少）增加额	**1,354**	**2,973**	**6,804**	**9,509**	**6,231**
现金及现金等价物的年初余额	**5,462**	**6,816**	**9,789**	**16,618**	**26,142**
外汇损益	**0**	**0**	**25**	**15**	**16**
现金及现金等价物的年末余额	**6,816**	**9,789**	**16,618**	**26,142**	**32,389**

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益					
融资租赁收入	54.6%	46.9%	42.9%	39.9%	37.2%
经营租赁收入	42.3%	47.7%	52.1%	55.6%	58.2%
投资收益（损失）净额	0.7%	-0.5%	0.9%	1.0%	1.0%
其他收入受益或（损失）	2.4%	5.9%	4.0%	3.5%	3.6%
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	-14.5%	-10.5%	2.1%	3.6%	2.7%
经营租赁收入	7.8%	17.4%	21.9%	19.0%	15.1%
收入	-6.0%	1.7%	12.1%	12.0%	10.0%
收入及其他收益	-5.9%	4.2%	11.5%	11.5%	10.0%
所得税前利润	-45.4%	59.1%	17.1%	16.2%	29.1%
净利润	-45.1%	48.3%	17.8%	16.2%	29.1%
资产负债比率					
总债务/ 权益比率	848.1%	588.0%	599.6%	602.1%	591.4%
净债务/ 权益比率	802.6%	544.1%	528.7%	496.9%	470.3%
融资租赁相关不良资产	2.2%	1.6%	1.8%	2.3%	2.6%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	150.5%	164.3%	159.0%	172.8%	173.8%
回报率					
资本回报率	7.26%	8.37%	8.04%	8.85%	10.69%
资产回报率	0.71%	0.97%	1.06%	1.15%	1.40%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.11	0.14	0.15	0.17	0.22
每股股息（人民币）	0.016	0.056	0.058	0.068	0.087
每股账面值（人民币）	1.58	1.76	1.85	1.97	2.12

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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 : 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室　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。報告所載資料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。而過去的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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。

招银国际证券有限公司及/或其多数附属公司在过去 12 个月内向国银租赁（1606 HK）进行投资银行业务。