

國銀租賃 (1606 HK)

飛機租賃邁向國際；基礎設施租賃加大投放

- ❖ **2017 年經營業績回顧。**收入同比增長 9% 至 118 億元人民幣，比我們預期低 6%。融資租賃收入同比增長 8% 至 58 億元人民幣；經營租賃收入同比增長 10% 至 60 億元人民幣。由於融資成本上漲和國內市場競爭加劇，融資租賃業務淨利差下降 0.25 個百分點至 1.85%。經營租賃業務淨租金收益率上升 0.39 個百分點至 9.13%，反映出公司通過發行美元債券實現有效的成本控制。通過處置不良資產，減值損失減少 50%。因此，總支出保持平穩，淨利潤同比增長 36% 至 21.31 億元人民幣，分別高於我們及市場一直預期 10% 和 2%。
- ❖ **飛機租賃國際化戰略緩解了對潛在貿易戰的擔憂。**截至 2017 年底，公司共訂購 93 架波音飛機。管理層表示，如果中國通過對進口波音窄體飛機施加 25% 的關稅進行報復，公司可以將這些飛機租賃到海外以避免加稅影響。隨著國內市場競爭加劇和租金收益率下降，公司已加大海外投資力度。2017 年，公司旗下全資子公司國銀航空租賃在愛爾蘭都柏林開業。2017 年，國銀航空租賃向 9 個國家的 15 家航空公司交付了 38 架新飛機。目前，海外業務占飛機租賃收入的 45%。管理層希望未來將比例提高至約 70%。
- ❖ **加大基礎設施租賃業務投放力度。**分部資產同比增長 13% 至 770 億元人民幣。分部收入同比增長 18% 至 41.64 億元人民幣。然而，分部利潤率和 ROA 分別從 2016 年的 43.74% 和 2.33% 下降至 24.56% 和 1.33%，反映出融資成本的上升。2018 年，公司將繼續推進基礎設施租賃業務，增加中長期項目融資以控制成本上漲。我們預計 2018 年淨利差將有所改善。
- ❖ **船舶、商用車和工程機械租賃業務復蘇。**分部融資租賃收入同比增長 2%，結束了自 2015 年以來的負增長趨勢。利潤率和 ROA 也分別從 2016 年的 -19.02% 和 -1.03% 轉正，分別為 28.67% 和 1.42%。這些改善表明公司主動處置不良資產的努力和全球航運市場的復蘇。2018 年，公司將繼續審慎推進船舶、商用車和工程機械租賃業務。
- ❖ **維持買入評級。**考慮到公司業務規模擴大及有效的成本控制，我們預測公司 2018 年至 2020 年淨利潤分別增長 20%、12% 和 3%，至 25.62 億元人民幣、28.55 億元人民幣和 29.44 億元人民幣。目前公司的股價相當於 0.69 倍 2018 年預測市帳率。我們給予公司新的目標價 2.09 港元，相當於 0.85 倍 2018 年預測市帳率（可比同業 2018 年平均預測市帳率減一個標準差）。維持買入評級。

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	13,478	14,702	16,058
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944
市帳率 (x)	0.78	0.74	0.69	0.64	0.60
市盈率 (x)	9.63	8.12	6.76	6.06	5.88
股息率 (%)	4.67	5.54	6.66	7.42	7.65
權益收益率 (%)	8.37	9.30	10.51	10.92	10.54
不良資產率 (%)	1.63	1.31	1.31	1.31	1.31
撥備覆蓋率 (%)	150.70	197.85	192.54	192.54	192.54
淨杠杆率 (%)	544.1	571.7	622.6	636.2	609.6

來源：公司及招銀國際研究部預測

買入（維持）

目標價	HK\$2.09
(此前目標價)	HK\$2.54
潛在升幅	+23.7%
當前股價	HK\$1.69

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國租賃業

市值(百萬港元)	21,366
3月平均流通量(百萬港元)	0.15
52周內股價高/低(港元)	2.03/1.55
總股本(百萬)	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	-0.6%	1.7%
3-月	-10.1%	-9.5%
6-月	-10.1%	-17.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

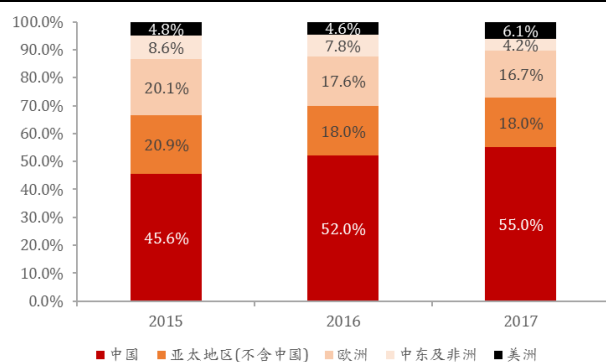
公司網站：www.cdb-leasing.com

圖 1: 2017 年經營業績回顧

(百萬元人民幣)	2017A	2016A	Yoy	2017E	Dev.
損益表					
收入	11,800	10,817	9%	12,587	-6%
融资租赁收入	5,784	5,364	8%	5,923	-2%
经营租赁收入	6,016	5,453	10%	6,664	-10%
收入及其他收益总额	12,315	11,441	8%	12,968	-5%
折旧及摊销	(2,702)	(2,477)	9%	(3,087)	-12%
利息支出	(4,984)	(4,400)	13%	(5,130)	-3%
减值损失	(913)	(1,826)	-50%	(1,139)	-20%
支出总额	(9,507)	(9,373)	1%	(10,510)	-10%
净利润	2,131	1,561	36%	1,929	10%
资产负债表					
应收账款	6,610	6,842	-3%	6,726	-2%
应收融资租赁款	98,881	88,464	12%	98,097	1%
物业及设备	49,532	47,344	5%	54,686	-9%
资产总值	187,099	166,512	12%	182,080	3%
借款	116,245	106,198	9%	115,756	0%
应付债券	32,327	17,794	82%	21,709	49%
负债总额	161,560	137,074	18%	158,545	2%
股东权益	23,509	22,302	5%	23,535	0%
财务比率					
融资租赁业务净利差	1.85%	2.10%	-0.25ppt	2.00%	-0.15ppt
经营租赁业务净租金收益率	9.13%	8.74%	0.39ppt	9.15%	-0.02ppt
融资租赁业务不良资产率	1.31%	1.63%	-0.32ppt	1.84%	-0.53ppt

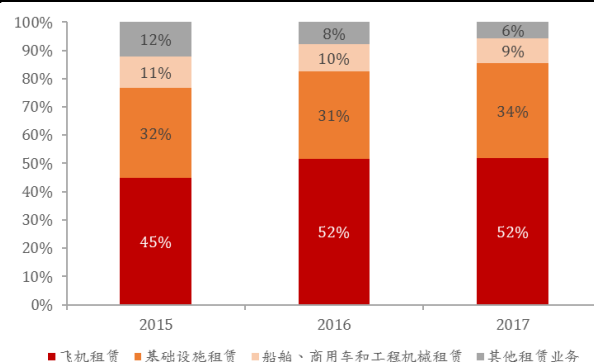
來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 按承租人地區劃分的飛機租賃收入



來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 分部收入及其他收益



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	12,858	13,924	14,866
融资租赁收入	5,364	5,784	6,246	6,671	7,027
经营租赁收入	5,453	6,016	6,612	7,254	7,839
其他收入	624	514	620	778	1,192
收入及其他收益总额	11,441	12,315	13,478	14,702	16,058
折旧及摊销	(2,477)	(2,702)	(3,044)	(2,987)	(3,452)
利息支出	(4,400)	(4,984)	(5,239)	(5,999)	(6,683)
减值损失	(1,826)	(913)	(922)	(975)	(975)
支出总额	(9,373)	(9,507)	(10,096)	(10,933)	(12,172)
所得税前利润	2,068	2,808	3,382	3,769	3,887
所得税费用	(506)	(677)	(820)	(914)	(942)
年度利润	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
現金及銀行結余	9,336	16,207	23,030	38,521	51,730
應收賬款	6,842	6,610	7,656	8,095	8,498
應收融資租賃款	88,464	98,881	106,234	112,318	117,915
物業及設備	47,344	49,532	59,384	58,228	67,384
資產總值	166,512	187,099	215,032	241,932	264,778
借款	106,198	116,245	118,749	121,375	121,847
應付債券	17,794	32,327	53,627	73,777	92,437
負債總額	144,210	163,590	189,800	214,879	235,945
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
儲備及留存利潤	9,659	10,867	12,589	14,411	16,191
股東權益	22,302	23,509	25,231	27,054	28,833
少數股東權益	0	0	0	0	0
權益總額	22,302	23,509	25,231	27,054	28,833

來源：公司及招銀國際研究部預測

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	3,382	3,769	3,887
折舊及攤銷	2,477	2,702	3,044	2,987	3,452
營運資金變動	(2,259)	(6,682)	(632)	3,294	44
已付所得稅費用	(383)	(329)	(820)	(914)	(942)
經營活動所產生的現金淨額	4,085	104	2,706	8,929	7,546
投資活動					
購置物業及設備	(10,761)	(12,562)	(14,000)	(10,870)	(10,000)
投資活動所使用的現金淨額	(8,909)	(8,733)	(14,000)	(10,870)	(10,000)
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	3,000	18,959	24,800	24,800	24,800
償還應付債券	0	(3,302)	(3,500)	(4,650)	(6,140)
債券發行費用	(9)	(50)	(72)	(72)	(72)
支付的債券利息	(480)	(816)	(1,220)	(1,493)	(1,640)
已付股息	0	(703)	(959)	(1,153)	(1,285)
籌資活動所產生的現金淨額	7,797	14,089	19,050	17,432	15,663
現金及現金等价物增加淨額	2,973	5,460	7,756	15,491	13,209
現金及現金等价物年初餘額	6,816	9,789	15,274	23,030	38,521
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	15,274	23,030	38,521	51,730

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益						
融資租賃收入	54.6%	46.9%	47.0%	46.3%	45.4%	43.8%
經營租賃收入	42.3%	47.7%	48.9%	49.1%	49.3%	48.8%
其他收入	3.1%	5.5%	4.2%	4.6%	5.3%	7.4%
增長率						
融資租賃收入	-10.5%	7.8%	8.0%	6.8%	5.3%	
經營租賃收入	17.4%	10.3%	9.9%	9.7%	8.1%	
收入	1.7%	9.1%	9.0%	8.3%	6.8%	
收入及其他收益總額	4.2%	7.6%	9.4%	9.1%	9.2%	
所得稅前利潤	59.1%	35.8%	20.4%	11.5%	3.1%	
淨利潤	48.3%	36.5%	20%	11%	3%	
資產負債比率						
總債務/權益比率	775.9%	556.0%	632.0%	683.2%	721.3%	743.2%
融資租賃相關不良資產	2.21%	1.63%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
融資租賃相關不良資產撥備覆蓋率	150.5%	150.7%	197.8%	192.5%	192.5%	192.5%
回報率						
資本回報率	7.26%	8.37%	9.30%	10.51%	10.92%	10.54%
資產回報率	0.71%	0.97%	1.21%	1.27%	1.25%	1.16%
每股數據						
每股利潤（人民幣）	0.11	0.14	0.17	0.20	0.23	0.23
每股股息（人民幣）	0.016	0.064	0.076	0.091	0.102	0.105
每股賬面值（人民幣）	1.58	1.76	1.86	2.00	2.14	2.28

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責任。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。接收本報告之行爲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。