

国银租赁(1606 HK, HK\$2.01, 目标价: HK\$2.00, 持有) — 背景实力雄厚的综合性租赁服务提供商

- ❖ **国家开发银行旗下唯一租赁业务平台。**国银金融租赁股份有限公司（简称“国银租赁”或“公司”）成立于 1984 年，是中国最早开始从事租赁业务的公司之一。国家开发银行（简称“国开行”）自 2008 年起，成为国银租赁的控股股东。国银租赁因此成为国开行旗下唯一租赁业务平台，亦是国开行重要的战略性业务组成部分。
- ❖ **综合性租赁服务提供商。**国银租赁致力于提供综合性租赁服务，包括飞机租赁、基础设施租赁、船舶、商用车和工程机械租赁及其他租赁业务等。2015 财年，公司来自以上各项业务的收入分别占收入及其他收益总额的 44.8%、32.1%、11.0% 及 12.1%。公司未来将优先发展飞机租赁及基础设施租赁业务。
- ❖ **业务发展战略拥有强大竞争力。**国银租赁拥有诸多竞争优势，包括：1. 公司是中国领先的租赁服务商；2. 公司是国开行旗下唯一租赁业务平台；3. 公司的飞机租赁业务处于行业领先地位，专业化程度高，并拥有稳定的盈利能力；4. 公司的基础设施租赁业务实力雄厚；5. 公司拥有独特的业务模式，高质量的全球客户基础。展望未来，公司的主要发展战略包括：1. 抓住租赁业务快速增长的有利时机；2. 推动融资渠道多元化，降低融资成本；3. 增强风险管控能力，提升管理团队专业水平；4. 专注拥有高质量全球客户基础的飞机租赁及基础设施租赁业务。
- ❖ **首次给予持有评级。**我们预测，公司 2016 财年至 2018 财年的净利润将分别达到人民币 14.2 亿元、15.2 亿元及 18.7 亿元，年复合增长率 14.9%。除此之外，我们认为公司未来的发展也有一些顾虑，主要包括：1. 不良资产预计将持续暴露，并可能影响到飞机租赁及基础设施租赁业务板块的资产质量；2. 融资租赁业务净利率预计将持续收窄；3. 中国银行业监督管理委员会或针对由其监管的租赁公司，出台更为严格的政策。根据港股上市同业 2016 财年 1.03 倍的预测市帐率，我们给予国银租赁目标价港币 2.00 元。**首次覆盖给予持有评级。**

国银租赁(1606 HK)

评级	持有
收市价	HK\$2.01
目标价	HK\$2.00
市值(港币百万)	25,411
过去 3 月平均交易(港币百万)	N/A
52 周高/低(港币)	2.07/1.81
发行股数(百万)	12,642
主要股东(港股)	中国三峡集团 (37.8%)

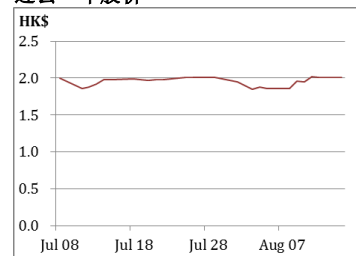
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.5%	-3.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入及其他收益总额(百万人民币)	11,665	10,981	11,696	12,349	13,348
净利润(百万人民币)	1,916	1,053	1,420	1,521	1,874
每股收益(人民币)	0.20	0.11	0.13	0.12	0.15
每股收益变动(%)	1.60	-45.10	15.80	-6.20	23.20
市盈率(x)	8.57	15.60	13.47	14.37	11.66
市帐率(x)	1.05	1.10	1.03	0.99	0.94
股息率(%)	N/A	N/A	1.9	2.1	2.6
权益收益率(%)	14.66	7.26	7.89	7.05	8.27
净财务杠杆率(%)	785	803	557	560	540

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	11,325	10,641	11,349	11,969	12,947
融資租賃收入	7,015	5,995	5,773	5,551	5,577
經營租賃收入	4,310	4,646	5,576	6,418	7,370
投資收益（損失）淨額	(4)	77	62	55	87
其他收入受益/(損失)	344	263	284	325	315
收入及其他收益總額	11,665	10,981	11,696	12,349	13,348
折舊及攤銷	(1,860)	(2,035)	(2,392)	(2,832)	(3,232)
員工成本	(109)	(123)	(117)	(123)	(174)
手續費及佣金支出	(77)	(56)	(60)	(70)	(85)
利息支出	(6,036)	(5,055)	(5,000)	(4,801)	(4,908)
其他營業支出	(405)	(405)	(404)	(408)	(440)
減值損失	(798)	(2,008)	(1,970)	(2,237)	(2,195)
支出總額	(9,286)	(9,682)	(9,942)	(10,471)	(11,034)
所得稅前利潤	2,380	1,300	1,753	1,878	2,314
所得稅費用	(463)	(247)	(333)	(357)	(440)
年度利潤	1,916	1,053	1,420	1,521	1,874
少數股東權益	0	0	0	0	0
淨利潤	1,916	1,053	1,420	1,521	1,874

来源：公司及招銀國際研究部

资产负债表

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
現金及銀行結餘	6,011	6,314	24,084	24,849	26,918
應收賬款	14,065	13,827	14,746	15,821	16,674
應收融資租賃款	76,912	80,945	84,247	87,278	89,390
物業及設備	36,202	42,249	43,643	45,334	46,263
其他資產	7,177	12,360	12,662	13,549	13,839
資產總值	140,366	155,695	179,382	186,831	193,084
借款	93,460	102,494	106,785	110,520	112,952
同業拆入	3,500	4,900	5,427	5,920	5,780
賣出回購金融資產款	5,512	5,922	6,320	6,450	6,560
應付債券	13,017	13,835	23,834	25,693	28,158
其他負債	10,866	13,551	15,885	16,227	16,316
負債總額	126,356	140,702	158,250	164,810	169,766
實收資本/股本	8,000	9,500	12,642	12,642	12,642
儲備與留存利潤	6,010	5,493	8,489	9,379	10,675
股東權益	14,010	14,993	21,132	22,021	23,317
少數股東權益	0	0	0	0	0
權益總額	14,010	14,993	21,132	22,021	23,317

来源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
經營活動					
所得稅前利潤	2,380	1,300	1,753	1,878	2,314
折舊與攤銷	1,860	2,035	2,392	2,832	3,232
營運資金變動	(5,702)	6,654	5,752	1,361	1,730
已付所得稅費用	(430)	(512)	(225)	(359)	(410)
其他	1,088	2,365	2,669	3,014	3,000
經營活動產生的現金流量淨額	(804)	11,842	12,341	8,727	9,866
投資活動					
資本開支	(6,788)	(6,703)	(6,950)	(6,830)	(7,231)
其他	(1,129)	(3,201)	(2,176)	(2,369)	(2,078)
投資活動產生的現金流量淨額	(7,917)	(9,904)	(9,126)	(9,199)	(9,308)
籌資活動					
發行股份	0	0	5,404	0	0
債券變動	3,948	0	9,999	1,859	2,465
其他	(334)	(584)	(750)	(830)	(856)
籌資活動產生的現金流量淨額	3,613	(584)	14,653	1,029	1,609
現金及現金等價物（減少）增加額	(5,107)	1,354	17,868	557	2,166
現金及現金等價物的年初餘額	10,569	5,462	6,816	24,681	25,263
外匯損益	0	0	(2)	25	15
現金及現金等價物的年末餘額	5,462	6,816	24,681	25,263	27,444

来源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益					
融資租賃收入	60.1%	54.6%	49.4%	44.9%	41.8%
經營租賃收入	36.9%	42.3%	47.7%	52.0%	55.2%
投資收益（損失）淨額	0.0%	0.7%	0.5%	0.4%	0.6%
其他收入受益或（損失）	2.9%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%
增長率					
融資租賃收入	5.0%	-14.5%	-3.7%	-3.9%	0.5%
經營租賃收入	-1.4%	7.8%	20.0%	15.1%	14.8%
收入	2.5%	-6.0%	6.7%	5.5%	8.2%
收入及其他收益	-0.1%	-5.9%	6.5%	5.6%	8.1%
所得稅前利潤	-4.8%	-45.4%	34.9%	7.1%	23.2%
淨利潤	1.6%	-45.1%	34.9%	7.1%	23.2%
資產負債比率					
總債務/ 權益比率	824.3%	848.1%	673.7%	674.7%	658.1%
淨債務/ 權益比率	785.3%	802.6%	556.9%	560.0%	540.4%
融資租賃相關不良資產	1.7%	2.2%	2.9%	3.7%	4.3%
融資租賃相關不良資產撥備覆蓋率	127.5%	150.5%	150.9%	150.5%	150.5%
回報率					
資本回報率	14.66%	7.26%	7.86%	7.05%	8.27%
資產回報率	1.36%	0.71%	0.85%	0.83%	0.99%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.20	0.11	0.13	0.12	0.15
每股股息（人民幣）	0.00	0.02	0.03	0.04	0.04
每股帳面值（人民幣）	1.65	1.58	1.67	1.74	1.84

来源：公司及招銀國際研究部

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法律责任。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商投资者

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。