

国银租赁 (1606 HK, HK\$2.02, 目标价: HK\$2.06, 持有) — 纯利提升得益于有效的成本控制

- ❖ **2016 年纯利按年增长 48.3%。**2016 年，国银租赁收入按年微增 1.7%，至人民币 108 亿元。期内，公司利息支出及减值损失分别按年减少 13.0% 及 9.1%，受惠于此，纯利按年增速大幅提升至 48.3%，至人民币 16 亿元。
- ❖ **融资租赁业务盈利能力持续承压。**2016 年，公司融资租赁业务收入按年减少 10.5%，至人民币 54 亿元，平均收益率按年下跌 93 个基点，至 5.66%；不过，受惠于负债结构的优化，净利差收窄幅度只有 0.11 个百分点，至 2.10%。来自基础设施租赁业务的收入按年增长 0.27%，至人民币 33 亿元，为融资租赁贡献了 61.8% 的收入。展望未来，我们相信公司的风险管控将优先于其业务扩张。我们预测 2017 年，公司的融资租赁业务收入将按年小幅增长 2.1%，至人民币 55 亿元。
- ❖ **经营租赁业务未来将维持高速增长。**2016 年，公司经营租赁的收入按年增长 17.4%，达到人民币 55 亿元，净租金收益率持续上升，按年提高 0.18 个百分点至 8.74%。飞机租赁收入对经营租赁总收入的贡献达到了 95.9%。我们对于公司的经营租赁业务前景仍持乐观态度，因为公司将继续扩大飞机租赁业务规模，提升盈利能力。我们预计 2017 年，公司的净租金收益率将进一步提升至 8.89%，按年增长 0.15 个百分点，同时预测经营租赁收入将按年增长 21.9%，达到人民币 66 亿元。
- ❖ **飞机租赁业务国际化程度不断加深。**2016 年，海外业务占据了飞机租赁业务收入的 48.0%。国银租赁成为首家在爱尔兰开设飞机租赁子公司的中国金融租赁公司，未来，海外市场将成为其飞机租赁业务的重要目标。由于国内市场的激烈竞争及市场环境的不确定性，国银租赁 2016 年对飞机计提一次性减值人民币 3.2 亿元。
- ❖ **平均付息率预计将会上升。**2016 年，国银租赁整体的平均付息率达到 3.43%，按年下降 89 个基点。尽管公司拥有来自国家开发银行的有力支持以及广阔的融资渠道，但随着中国境内货币政策的收紧，我们预计公司的平均付息率在 2017 年及 2018 年将分别上升至 3.55% 及 3.63%，按年增幅分别为 12 个基点及 8 个基点。
- ❖ **降至持有评级，目标价 2.06 港元。**由于融资租赁业务增长乏力，以及资产质量恶化导致减值损失提升的潜在风险仍然存在，我们将公司 2017 年及 2018 年的纯利预测分别下调 12.7% 及 8.4%，至人民币 18 亿元及 21 亿元。公司目前股价相当于 2017 年预测市帐率的 0.97 倍。我们的新目标价 2.06 港元，相当于公司 2017 年预测市帐率的 0.99 倍，同时也是同业 2017 年预测市帐率的平均水平。降至持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入及其他收益总额 (百万人民币)	10,981	11,441	12,754	14,221	15,469
净利润 (百万人民币)	1,053	1,561	1,839	2,137	2,759
每股收益 (人民币)	0.11	0.14	0.15	0.17	0.22
每股收益变动 (%)	(45.07)	28.27	2.38	16.19	29.08
市盈率 (x)	16.17	12.61	12.31	10.60	8.21
市帐率 (x)	1.14	1.02	0.97	0.91	0.85
股息率 (%)	0.88	3.10	3.25	3.77	4.87
权益收益率 (%)	7.26	8.37	8.04	8.85	10.69
净财务杠杆率 (%)	802.6	544.1	528.7	496.9	470.3

来源: 公司及招銀国际研究部预测

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	持有
收市价	HK\$2.02
目标价	HK\$2.06
市值 (港币百万)	25,538
过去 3 月平均交易 (港币百万)	0.31
52 周高/低 (港币)	2.19/1.76
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	1.0%	-0.9%
3 月	0.0%	-10.7%
6 月	3.7%	0.4%

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）	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

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

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

来源：公司及招银国际研究部预测

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

来源：公司及招银国际研究部预测

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

来源：公司及招银国际研究部预测

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 个月的潜在涨幅在-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。

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。