

## 國銀租賃(1606 HK, HK\$1.89, 目標價: HK\$2.19, 買入) — 「雙輪」模式驅動增長, 風險管控能力增強

- ❖ **發展戰略更加清晰, 風險管控能力增強。**2016年上半年, 國銀租賃收入及其他收益總額按年基本持平, 達到人民幣55.4億元。受惠於利息支出的降低, 純利按年增長9.3%, 至人民幣11.0億元。平均融資成本3.62%, 按年下降102個基點。我們預期今年融資成本將持續輕微下降至3.50%, 主要由於融資管道多樣化及國際信用評級上升。穆迪已將公司評級由A1提升至Aa3。
- ❖ **飛機租賃業務為經營租賃收入的潛在增長奠定基礎。**2016年上半年, 經營租賃收入按年增長16.7%至人民幣26.5億元, 主要受惠於飛機租賃業務的強勁表現。飛機經營租賃收入按年增長15.2%至人民幣25.4億元, 占經營租賃收入的95.6%。在上半年新交付的14架飛機中, 有12架用作經營租賃, 為經營租賃收入增長奠定了基礎。經營租賃業務的淨租金收益率達到8.34%, 按年增長0.05個百分點。我們相信, 公司的飛機租賃業務仍有高速增長的潛力, 海外市場的滲透率亦將提升。我們預期2016財年至2018財年, 公司的經營租賃業務的淨租金收益率將分別達到8.81%、9.01%及9.16%。
- ❖ **基礎設施租賃業務穩健擴張, 風控能力增強。**今年上半年, 融資租賃收入按年下跌14.4%至人民幣26.7億元, 主要由於淨息差的收窄以及新項目的風險較低同時收益率也較低所致。我們預測, 2016財年融資租賃收入將按年下跌8.5%至人民幣58.5億元, 體現預測淨利息收益率及淨息差分別按年收窄0.04及0.07個百分點, 至2.56%及2.14%。公司管理層傾向於低風險低回報的新專案, 這將拖低融資租賃的盈利能力, 但項目風險的控制水準也將提高。
- ❖ **資產品質或有惡化風險。**融資租賃業務不良資產率較2015年末降低0.76個百分點至1.45%, 主要由於期內對不良資產包進行了處置。2016年末, 我們預計不良資產率將達到1.99%, 主要是我們預測關注類資產存在下調為不良資產的壓力; 該部分資產2016年上半年末較2015年末增長12.2%。
- ❖ **升至「買入」評級。**公司現在的股價相當於2017財年預測市賬率的0.91倍。我們的最新目標價港幣2.19元, 相當於公司2017財年預測市賬率的1.06倍, 同時也是同業公司2017財年平均預測市賬率加一個標準差。這主要是由於公司處置不良資產的速度持續加大, 同時我們預測公司風險管控水準以及海外市場的滲透率都將持續提高。升至「買入」評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	11,665	10,981	11,364	12,201	13,328
淨利潤(百萬人民幣)	1,916	1,053	1,596	2,070	2,283
每股收益(人民幣)	0.20	0.11	0.14	0.16	0.18
每股收益變動(%)	1.55	(45.07)	30.10	13.60	10.30
市盈率(x)	8.06	14.67	11.28	9.93	9.00
市賬率(x)	0.99	1.03	0.97	0.91	0.85
股息率(%)	0.0	1.0	2.3	3.0	3.3
權益收益率(%)	14.7	7.3	8.8	9.5	9.8
淨財務杠杆率(%)	785.3	802.6	542.3	526.3	497.7

來源: 公司及招銀國際研究部

### 國銀租賃(1606 HK)

	買入
評級	買入
收市價	HK\$1.89
目標價	HK\$2.19
市值(港幣百萬)	23,894
過去3月平均交易(港幣百萬)	N/A
52周高/低(港幣)	2.19/1.81
發行股數(百萬)	12,642.4
主要股東(H股)	中國長江三峽集團公司(37.80%)

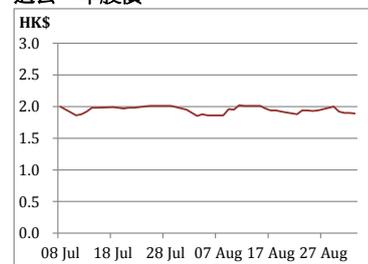
來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	-2.6%	-6.9%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>11,325</b>	<b>10,641</b>	<b>10,813</b>	<b>11,531</b>	<b>12,561</b>
融资租赁收入	7,015	5,995	5,487	5,359	5,357
经营租赁收入	4,310	4,646	5,326	6,172	7,204
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
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>11,665</b>	<b>10,981</b>	<b>11,364</b>	<b>12,201</b>	<b>13,328</b>
折旧及摊销	(1,860)	(2,035)	(2,392)	(2,832)	(3,232)
员工成本	(109)	(123)	(114)	(122)	(173)
手续费及佣金支出	(77)	(56)	(50)	(55)	(61)
利息支出	(6,036)	(5,055)	(4,641)	(4,702)	(4,856)
其他营业支出	(405)	(405)	(393)	(403)	(440)
减值损失	(798)	(2,008)	(1,828)	(1,562)	(1,765)
<b>支出总额</b>	<b>(9,286)</b>	<b>(9,682)</b>	<b>(9,418)</b>	<b>(9,676)</b>	<b>(10,526)</b>
<b>所得税前利润</b>	<b>2,380</b>	<b>1,300</b>	<b>1,946</b>	<b>2,525</b>	<b>2,802</b>
所得税费用	(463)	(247)	(350)	(454)	(518)
<b>年度利润</b>	<b>1,916</b>	<b>1,053</b>	<b>1,596</b>	<b>2,070</b>	<b>2,283</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,916</b>	<b>1,053</b>	<b>1,596</b>	<b>2,070</b>	<b>2,283</b>

来源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

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	23,075	28,739	32,157
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	81,838	82,164	82,621
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
<b>资产总值</b>	<b>140,366</b>	<b>155,695</b>	<b>174,904</b>	<b>185,773</b>	<b>193,836</b>
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	15,574	16,336	17,830
<b>负债总额</b>	<b>126,356</b>	<b>140,702</b>	<b>153,649</b>	<b>163,244</b>	<b>169,725</b>
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	8,612	9,886	11,469
<b>股东权益</b>	<b>14,010</b>	<b>14,993</b>	<b>21,254</b>	<b>22,529</b>	<b>24,111</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>权益总额</b>	<b>14,010</b>	<b>14,993</b>	<b>21,254</b>	<b>22,529</b>	<b>24,111</b>

来源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动</b>					
所得税前利润	2,380	1,300	1,946	2,525	2,802
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	4,537	4,652	7,481
已付所得税费用	(430)	(512)	(280)	(359)	(410)
其他	1,088	2,365	2,286	2,016	2,136
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>(804)</b>	<b>11,842</b>	<b>10,881</b>	<b>11,667</b>	<b>15,240</b>
<b>投资活动</b>					
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)
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(7,917)</b>	<b>(9,904)</b>	<b>(9,526)</b>	<b>(11,199)</b>	<b>(10,308)</b>
<b>筹资活动</b>					
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)
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,613</b>	<b>(584)</b>	<b>14,653</b>	<b>5,029</b>	<b>(1,391)</b>
<b>现金及现金等价物（减少）增加额</b>	<b>(5,107)</b>	<b>1,354</b>	<b>16,008</b>	<b>5,497</b>	<b>3,540</b>
现金及现金等价物的年初余额	10,569	5,462	6,816	22,822	28,343
外汇损益	0	0	(2)	25	15
<b>现金及现金等价物的年末余额</b>	<b>5,462</b>	<b>6,816</b>	<b>22,822</b>	<b>28,343</b>	<b>31,899</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入及其他收益</b>					
融资租赁收入	60.1%	54.6%	48.3%	43.9%	40.2%
经营租赁收入	36.9%	42.3%	46.9%	50.6%	54.1%
投资收益（损失）净额	0.0%	0.7%	0.5%	0.4%	0.7%
其他收入受益或（损失）	2.9%	2.4%	4.3%	5.1%	5.0%
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长率</b>					
融资租赁收入	5.0%	-14.5%	-8.5%	-2.3%	0.0%
经营租赁收入	-1.4%	7.8%	14.6%	15.9%	16.7%
收入	2.5%	-6.0%	1.6%	6.6%	8.9%
收入及其他收益	-0.1%	-5.9%	3.5%	7.4%	9.2%
所得税前利润	-4.8%	-45.4%	49.7%	29.7%	11.0%
净利润	1.6%	-45.1%	51.6%	29.7%	10.3%
<b>资产负债比率</b>					
总债务/权益比率	824.3%	848.1%	649.6%	652.1%	630.0%
净债务/权益比率	785.3%	802.6%	542.3%	526.3%	497.7%
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%	163.8%	168.5%	163.0%
<b>回报率</b>					
资本回报率	14.66%	7.26%	8.81%	9.46%	9.79%
资产回报率	1.36%	0.71%	0.97%	1.15%	1.20%
<b>每股数据</b>					
每股利润（人民币）	0.20	0.11	0.14	0.16	0.18
每股股息（人民币）	0.00	0.02	0.04	0.05	0.05
每股账面值（人民币）	1.65	1.58	1.68	1.78	1.91

來源：公司及招銀國際研究部

## 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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士。