

**國銀租賃(1606 HK, HK\$2.01, 目標價: HK\$2.00, 持有) — 背景實力雄厚的綜合性租賃服務提供者**

- ❖ **國家開發銀行旗下唯一租賃業務平台。**國銀金融租賃股份有限公司(簡稱“國銀租賃”或“公司”)成立於1984年,是中國最早開始從事租賃業務的公司之一。國家開發銀行(簡稱“國開行”)自2008年起,成為國銀租賃的控股股東。國銀租賃因此成為國開行旗下唯一租賃業務平台,亦是國開行重要的戰略性業務組成部分。
- ❖ **綜合性租賃服務提供者。**國銀租賃致力於提供綜合性租賃服務,包括飛機租賃、基礎設施租賃、船舶、商用車和工程機械租賃及其他租賃業務等。2015財年,公司來自以上各項業務的收入分別佔收入及其他收益總額的44.8%、32.1%、11.0%及12.1%。公司未來將優先發展飛機租賃及基礎設施租賃業務。
- ❖ **業務發展戰略擁有強大競爭力。**國銀租賃擁有諸多競爭優勢,包括:1. 公司是中國領先的租賃服務商;2. 公司是國開行旗下唯一租賃業務平台;3. 公司的飛機租賃業務處於行業領先地位,專業化程度高,並擁有穩定的盈利能力;4. 公司的基礎設施租賃業務實力雄厚;5. 公司擁有獨特的業務模式,高品質的全球客戶基礎。展望未來,公司的主要發展戰略包括:1. 抓住租賃業務快速增長的有利時機;2. 推動融資渠道多元化,降低融資成本;3. 增強風險管控能力,提升管理團隊專業水準;4. 專注擁有高品質全球客戶基礎的飛機租賃及基礎設施租賃業務。
- ❖ **首次給予持有評級。**我們預測,公司2016財年至2018財年的淨利潤將分別達到人民幣14.2億元、15.2億元及18.7億元,年複合增長率14.9%。除此之外,我們認為公司未來的發展也有一些顧慮,主要包括:1. 不良資產預計將持續暴露,並可能影響到飛機租賃及基礎設施租賃業務板塊的資產品質;2. 融資租賃業務淨利差預計將持續收窄;3. 中國銀行業監督管理委員會或針對由其監管的租賃公司,出台更為嚴格的政策。根據港股上市同業2016財年1.03倍的預測市帳率,我們給予國銀租賃目標價港幣2.00元。**首次覆蓋給予持有評級。**

**財務資料**

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入及其他收益總額(百萬人民幣)	11,665	10,981	11,696	12,349	13,348
淨利潤(百萬人民幣)	1,916	1,053	1,420	1,521	1,874
每股收益(人民幣)	0.20	0.11	0.13	0.12	0.15
每股收益變動(%)	1.60	-45.10	15.80	-6.20	23.20
市盈率(x)	8.57	15.60	13.47	14.37	11.66
市帳率(x)	1.05	1.10	1.03	0.99	0.94
股息率(%)	N/A	N/A	1.9	2.1	2.6
權益收益率(%)	14.66	7.26	7.89	7.05	8.27
淨財務杠杆率(%)	785	803	557	560	540

來源: 公司及招銀國際研究部

**國銀租賃(1606 HK)**

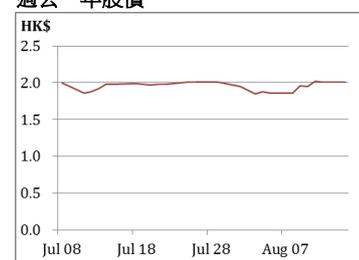
評級	持有
收市價	HK\$2.01
目標價	HK\$2.00
市值(港幣百萬)	25,411
過去3月平均交易(港幣百萬)	N/A
52周高/低(港幣)	2.07/1.81
發行股數(百萬)	12,642
主要股東(港股)	中國三峽集團(37.8%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	1.5%	-3.4%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬人民幣）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>11,325</b>	<b>10,641</b>	<b>11,349</b>	<b>11,969</b>	<b>12,947</b>
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
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>11,665</b>	<b>10,981</b>	<b>11,696</b>	<b>12,349</b>	<b>13,348</b>
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)
<b>支出總額</b>	<b>(9,286)</b>	<b>(9,682)</b>	<b>(9,942)</b>	<b>(10,471)</b>	<b>(11,034)</b>
<b>所得稅前利潤</b>	<b>2,380</b>	<b>1,300</b>	<b>1,753</b>	<b>1,878</b>	<b>2,314</b>
所得稅費用	(463)	(247)	(333)	(357)	(440)
<b>年度利潤</b>	<b>1,916</b>	<b>1,053</b>	<b>1,420</b>	<b>1,521</b>	<b>1,874</b>
少數股東權益	0	0	0	0	0
<b>淨利潤</b>	<b>1,916</b>	<b>1,053</b>	<b>1,420</b>	<b>1,521</b>	<b>1,874</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

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
<b>資產總值</b>	<b>140,366</b>	<b>155,695</b>	<b>179,382</b>	<b>186,831</b>	<b>193,084</b>
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
<b>負債總額</b>	<b>126,356</b>	<b>140,702</b>	<b>158,250</b>	<b>164,810</b>	<b>169,766</b>
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
<b>股東權益</b>	<b>14,010</b>	<b>14,993</b>	<b>21,132</b>	<b>22,021</b>	<b>23,317</b>
少數股東權益	0	0	0	0	0
<b>權益總額</b>	<b>14,010</b>	<b>14,993</b>	<b>21,132</b>	<b>22,021</b>	<b>23,317</b>

來源：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
<b>經營活動</b>					
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
<b>經營活動產生的現金流量淨額</b>	<b>(804)</b>	<b>11,842</b>	<b>12,341</b>	<b>8,727</b>	<b>9,866</b>
<b>投資活動</b>					
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)
<b>投資活動產生的現金流量淨額</b>	<b>(7,917)</b>	<b>(9,904)</b>	<b>(9,126)</b>	<b>(9,199)</b>	<b>(9,308)</b>
<b>籌資活動</b>					
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)
<b>籌資活動產生的現金流量淨額</b>	<b>3,613</b>	<b>(584)</b>	<b>14,653</b>	<b>1,029</b>	<b>1,609</b>
<b>現金及現金等價物（減少）增加額</b>	<b>(5,107)</b>	<b>1,354</b>	<b>17,868</b>	<b>557</b>	<b>2,166</b>
<b>現金及現金等價物的年初餘額</b>	<b>10,569</b>	<b>5,462</b>	<b>6,816</b>	<b>24,681</b>	<b>25,263</b>
<b>外匯損益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(2)</b>	<b>25</b>	<b>15</b>
<b>現金及現金等價物的年末餘額</b>	<b>5,462</b>	<b>6,816</b>	<b>24,681</b>	<b>25,263</b>	<b>27,444</b>

來源：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
<b>收入及其他收益</b>					
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%
<b>增長率</b>					
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%
<b>資產負債比率</b>					
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%
<b>回報率</b>					
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%
<b>每股數據</b>					
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

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: 香港中環夏愨道 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(D)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。