

国银租赁 (1606 HK)

流动性收紧，刺激业务投放

- ❖ **纯利录得双位数增长。**2017年上半年，国银租赁收入按年增长8.6%，至57.8亿元人民币，其中，融资租赁和经营租赁收入分别按年增长6.8%和10.5%，至28.5亿元人民币和29.3亿元人民币。同时，纯利按年增长17.3%，至12.9亿元人民币。
- ❖ **市场流动性收紧刺激业务增长。**在市场流动性收紧的情况下，公司增加了在基础设施租赁业务的投放，分部资产较2016年末增长7.1%，至735.8亿元人民币。2017年上半年，基础设施租赁成为融资租赁业务的增长引擎，相关收入按年增长16.9%，至19.0亿元人民币，占融资租赁收入总额的66.8%。我们认为未来数年流动性不会宽松，而这将带动市场对融资租赁服务需求的增长。我们相信公司将继续审慎稳健扩大其融资租赁业务。同时，2017年上半年，融资租赁业务的净息差按年上升0.12个百分点，至2.66%。受惠于公司强大的股东背景以及严格的融资成本管控，我们预计公司2017年至2019年的净息差分别为2.74%、2.84%和2.90%，同期融资租赁收入达到59.2亿元人民币、64.4亿元人民币和69.7亿元人民币，年复合增长率8.5%。
- ❖ **经营租赁业务盈利能力持续改善。**2017年上半年，经营租赁业务的净租金收益率按年增长0.8个百分点，至9.14%。我们相信收益率的改善主要源自飞机租赁业务；该项业务占经营租赁收入总额比重达到95.7%。今年上半年，公司新交付飞机达到18架，飞机组合中共有311架飞机，其中包括197架自有飞机、13架托管飞机及101架已订购飞机。2018年至2021年，飞机的交付数目将分别为19架、27架、26架和16架。我们相信这些飞机中的大部分将用于发展经营租赁业务，为经营租赁收入的增长提供持续动能。我们预计，2017年至2019年，公司的经营租赁收入将分别达到66.6亿元人民币、78.6亿元人民币和92.6亿元人民币，年复合增长率17.9%。此外，公司2017年上半年完成出售7架飞机，处置收益为570万美元。我们认为公司将继续寻求处置飞机的潜在机遇，丰富收入渠道，并维持较年轻的机队年龄。截至2017年上半年末，公司自有飞机的加权平均机龄为4.5年。
- ❖ **上调至买入评级。**由于公司的盈利能力不断提升，业务规模不断扩大，我们将对公司2017年至2019年的纯利预测，分别上调4.9%、20.6%和14.9%，至19.3亿元人民币、25.8亿元人民币和31.7亿元人民币。目前公司的股价相当于2018年预测市帐率的0.80倍。我们给予公司的新目标价2.54港元，相当于其2018年预测市帐率的1.09倍，同时也是可比同业的2018年平均预测市帐率。计入我们预测的2018年每股股息0.082元人民币，国银租赁的潜在回报达到41.2%。上调至买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入总额(百万元人民币)	10,981	11,441	12,968	14,889	16,846
净利润(百万元人民币)	1,053	1,561	1,929	2,577	3,171
市帐率(x)	1.02	0.91	0.86	0.80	0.74
市盈率(x)	14.52	11.32	10.54	7.89	6.41
股息率(%)	0.98	3.46	3.80	5.07	6.24
权益收益率(%)	7.26	8.37	8.42	10.54	12.00
不良资产率(%)	2.21	1.63	1.84	2.07	2.23
拨备覆盖率(%)	150.47	164.27	157.95	158.55	163.37
净杠杆率(%)	802.6	544.1	570.3	545.9	524.5

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(上调)

目标价	HK\$2.54
(此前目标价)	HK\$2.06)
潜在升幅	+35.8%
当前股价	HK\$1.87

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	23,641
3月平均流通量(百万港元)	0.09
52周内股价高/低(港元)	2.06/1.76
总股本(百万)	12,642.4

资料来源：彭博

股东结构(H股)

中国长江三峡集团公司	37.80%
广东恒健投资控股有限公司	15.14%
Central Huijin Investment Ltd.	11.03%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.5%	-3.3%
3-月	-5.7%	-13.3%
6-月	-3.2%	-18.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

公司网站：www.cdb-leasing.com

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	10,641	10,817	12,587	14,297	16,226
融资租赁收入	5,995	5,364	5,923	6,441	6,968
经营租赁收入	4,646	5,453	6,664	7,856	9,258
投资收益（损失）净额	77	(52)	120	146	154
其他收入受益/(损失)	263	676	262	447	466
收入及其他收益总额	10,981	11,441	12,968	14,889	16,846
折旧及摊销	(2,035)	(2,477)	(3,087)	(3,283)	(3,509)
员工成本	(123)	(229)	(648)	(744)	(842)
手续费及佣金支出	(56)	(56)	(65)	(74)	(84)
利息支出	(5,055)	(4,400)	(5,130)	(5,742)	(6,469)
其他营业支出	(405)	(386)	(441)	(506)	(573)
减值损失	(2,008)	(1,826)	(1,139)	(1,256)	(1,329)
支出总额	(9,682)	(9,373)	(10,510)	(11,606)	(12,806)
所得税前利润	1,300	2,068	2,458	3,283	4,040
所得税费用	(247)	(506)	(528)	(706)	(868)
年度利润	1,053	1,561	1,929	2,577	3,171
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,053	1,561	1,929	2,577	3,171

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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及银行结余	6,314	9,336	8,959	13,604	16,162
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	98,097	102,890	107,933
物业及设备	42,249	47,344	54,686	56,880	59,514
其他资产	12,360	14,526	13,613	14,091	14,685
资产总值	155,695	166,512	182,080	194,184	205,037
借款	102,494	106,198	115,756	121,544	127,621
同业拆入	4,900	4,000	2,600	2,470	2,223
卖出回购金融资产款	5,922	3,136	2,760	2,787	2,815
应付债券	13,835	17,794	21,709	24,965	27,461
其他负债	13,551	13,082	15,721	17,069	17,425
负债总额	140,702	144,210	158,545	168,834	177,545
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	10,893	12,707	14,848
股东权益	14,993	22,302	23,535	25,350	27,492
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	14,993	22,302	23,535	25,350	27,492

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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
所得税前利润	1,300	2,068	2,458	3,283	4,040
折旧与摊销	2,035	2,477	3,087	3,283	3,509
营运资金变动	6,654	(2,259)	(1,346)	1,388	716
已付所得税费用	(512)	(383)	(449)	(600)	(738)
其他	2,365	2,183	1,746	1,866	1,932
经营活动产生的现金流量净额	11,842	4,085	5,496	9,221	9,458
投资活动					
资本开支	(6,703)	(10,761)	(10,830)	(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)	(9,078)	(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)	(1,628)	786
筹资活动产生的现金流量净额	(584)	7,797	2,382	1,629	3,283
现金及现金等价物（减少）增加额	1,354	2,973	(1,201)	4,756	2,514
现金及现金等价物的年初余额	5,462	6,816	9,789	8,613	13,384
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	8,613	13,384	15,915

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益					
融资租赁收入	54.6%	46.9%	45.7%	43.3%	41.4%
经营租赁收入	42.3%	47.7%	51.4%	52.8%	55.0%
投资收益（损失）净额	0.7%	-0.5%	0.9%	1.0%	0.9%
其他收入受益或（损失）	2.4%	5.9%	2.0%	3.0%	2.8%
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%	10.4%	8.8%	8.2%
经营租赁收入	7.8%	17.4%	22.2%	17.9%	17.9%
收入	-6.0%	1.7%	16.4%	13.6%	13.5%
收入及其他收益	-5.9%	4.2%	13.3%	14.8%	13.1%
所得税前利润	-45.4%	59.1%	18.9%	33.6%	23.0%
净利润	-45.1%	48.3%	23.6%	33.6%	23.0%
资产负债比率					
总债务/权益比率	848.1%	588.0%	606.9%	598.7%	582.4%
净债务/权益比率	802.6%	544.1%	570.3%	545.9%	524.5%
融资租赁相关不良资产	2.2%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	150.5%	164.3%	158.0%	158.6%	163.4%
回报率					
资本回报率	7.26%	8.37%	8.42%	10.54%	12.00%
资产回报率	0.71%	0.97%	1.11%	1.37%	1.59%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.11	0.14	0.15	0.20	0.25
每股股息（人民币）	0.016	0.056	0.061	0.082	0.100
每股账面值（人民币）	1.58	1.76	1.86	2.01	2.17

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上责任。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国投资者

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。