

国银租赁 (1606 HK)

飞机租赁迈向国际；基础设施租赁加大投放

❖ **2017 年经营业绩回顾。**收入同比增长 9% 至 118 亿元人民币，比我们预期低 6%。融资租赁收入同比增长 8% 至 58 亿元人民币；经营租赁收入同比增长 10% 至 60 亿元人民币。由于融资成本上涨和国内市场竞争加剧，融资租赁业务净利差下降 0.25 个百分点至 1.85%。经营租赁业务净租金收益率上升 0.39 个百分点至 9.13%，反映出公司通过发行美元债券实现有效的成本控制。通过处置不良资产，减值损失减少 50%。因此，总支出保持平稳，净利润同比增长 36% 至 21.31 亿元人民币，分别高于我们及市场一直预期 10% 和 2%。

❖ **飞机租赁国际化战略缓解了对潜在贸易战的担忧。**截至 2017 年底，公司共订购 93 架波音飞机。管理层表示，如果中国通过对进口波音窄体飞机施加 25% 的关税进行报复，公司可以将这些飞机租赁到海外以避免加税影响。随着国内市场竞争加剧和租金收益率下降，公司已加大海外投资力度。2017 年，公司旗下全资子公司国银航空租赁在爱尔兰都柏林开业。2017 年，国银航空租赁向 9 个国家的 15 家航空公司交付了 38 架新飞机。目前，海外业务占飞机租赁收入的 45%。管理层希望未来将比例提高至约 70%。

❖ **加大基础设施租赁业务投放力度。**分部资产同比增长 13% 至 770 亿元人民币。分部收入同比增长 18% 至 41.64 亿元人民币。然而，分部利润率和 ROA 分别从 2016 年的 43.74% 和 2.33% 下降至 24.56% 和 1.33%，反映出融资成本的上升。2018 年，公司将继续推进基础设施租赁业务，增加中长期项目融资以控制成本上涨。我们预计 2018 年净利差将有所改善。

❖ **船舶、商用车和工程机械租赁业务复苏。**分部融资租赁收入同比增长 2%，结束了自 2015 年以来的负增长趋势。利润率和 ROA 也分别从 2016 年的 -19.02% 和 -1.03% 转正，分别为 28.67% 和 1.42%。这些改善表明公司主动处置不良资产的努力和全球航运市场的复苏。2018 年，公司将继续审慎推进船舶、商用车和工程机械租赁业务。

❖ **维持买入评级。**考虑到公司业务规模扩大及有效的成本控制，我们预测公司 2018 年至 2020 年净利润分别增长 20%、12% 和 3%，至 25.62 亿元人民币、28.55 亿元人民币和 29.44 亿元人民币。目前公司的股价相当于 0.69 倍 2018 年预测市帐率。我们给予公司新的目标价 2.09 港元，相当于 0.85 倍 2018 年预测市帐率（可比同业 2018 年平均预测市帐率减一个标准差）。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入总额(百万元人民币)	11,441	12,315	13,478	14,702	16,058
净利润(百万元人民币)	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944
市帐率(x)	0.78	0.74	0.69	0.64	0.60
市盈率(x)	9.63	8.12	6.76	6.06	5.88
股息率(%)	4.67	5.54	6.66	7.42	7.65
权益收益率(%)	8.37	9.30	10.51	10.92	10.54
不良资产率(%)	1.63	1.31	1.31	1.31	1.31
拨备覆盖率(%)	150.70	197.85	192.54	192.54	192.54
净杠杆率(%)	544.1	571.7	622.6	636.2	609.6

来源：公司及招銀国际研究部预测

买入（维持）

目标价	HK\$2.09
(此前目标价)	HK\$2.54
潜在升幅	+23.7%
当前股价	HK\$1.69

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国租赁业

市值(百万港元)	21,366
3 月平均流通量(百万港元)	0.15
52 周内股价高/低(港元)	2.03/1.55
总股本(百万)	12,642

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.	12.15%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.6%	1.7%
3-月	-10.1%	-9.5%
6-月	-10.1%	-17.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

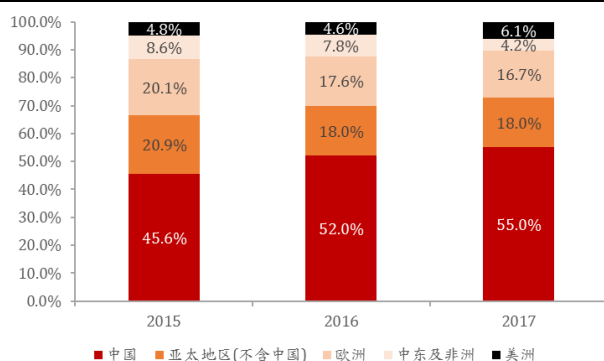
公司网站：www.cdb-leasing.com

图 1: 2017 年经营业绩回顾

(百万元人民币)	2017A	2016A	Yoy	2017E	Dev.
损益表					
收入	11,800	10,817	9%	12,587	-6%
融资租赁收入	5,784	5,364	8%	5,923	-2%
经营租赁收入	6,016	5,453	10%	6,664	-10%
收入及其他收益总额	12,315	11,441	8%	12,968	-5%
折旧及摊销	(2,702)	(2,477)	9%	(3,087)	-12%
利息支出	(4,984)	(4,400)	13%	(5,130)	-3%
减值损失	(913)	(1,826)	-50%	(1,139)	-20%
支出总额	(9,507)	(9,373)	1%	(10,510)	-10%
净利润	2,131	1,561	36%	1,929	10%
资产负债表					
应收账款	6,610	6,842	-3%	6,726	-2%
应收融资租赁款	98,881	88,464	12%	98,097	1%
物业及设备	49,532	47,344	5%	54,686	-9%
资产总值	187,099	166,512	12%	182,080	3%
借款	116,245	106,198	9%	115,756	0%
应付债券	32,327	17,794	82%	21,709	49%
负债总额	161,560	137,074	18%	158,545	2%
股东权益	23,509	22,302	5%	23,535	0%
财务比率					
融资租赁业务净利差	1.85%	2.10%	-0.25ppt	2.00%	-0.15ppt
经营租赁业务净租金收益率	9.13%	8.74%	0.39ppt	9.15%	-0.02ppt
融资租赁业务不良资产率	1.31%	1.63%	-0.32ppt	1.84%	-0.53ppt

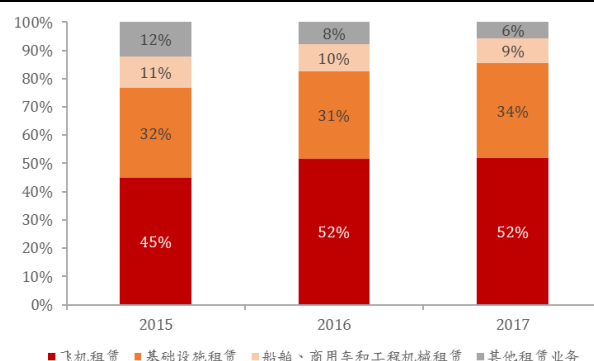
来源：公司，招银国际研究

图 2: 按承租人地区划分的飞机租赁收入



来源：公司，招银国际研究

图 3: 分部收入及其他收益



来源：公司，招银国际研究

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	10,817	11,800	12,858	13,924	14,866
融资租赁收入	5,364	5,784	6,246	6,671	7,027
经营租赁收入	5,453	6,016	6,612	7,254	7,839
其他收入	624	514	620	778	1,192
收入及其他收益总额	11,441	12,315	13,478	14,702	16,058
折旧及摊销	(2,477)	(2,702)	(3,044)	(2,987)	(3,452)
利息支出	(4,400)	(4,984)	(5,239)	(5,999)	(6,683)
减值损失	(1,826)	(913)	(922)	(975)	(975)
支出总额	(9,373)	(9,507)	(10,096)	(10,933)	(12,172)
所得税前利润	2,068	2,808	3,382	3,769	3,887
所得税费用	(506)	(677)	(820)	(914)	(942)
年度利润	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,561	2,131	2,562	2,855	2,944

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）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及银行结余	9,336	16,207	23,030	38,521	51,730
应收账款	6,842	6,610	7,656	8,095	8,498
应收融资租赁款	88,464	98,881	106,234	112,318	117,915
物业及设备	47,344	49,532	59,384	58,228	67,384
资产总值	166,512	187,099	215,032	241,932	264,778
借款	106,198	116,245	118,749	121,375	121,847
应付债券	17,794	32,327	53,627	73,777	92,437
负债总额	144,210	163,590	189,800	214,879	235,945
股本	12,642	12,642	12,642	12,642	12,642
储备及留存利润	9,659	10,867	12,589	14,411	16,191
股东权益	22,302	23,509	25,231	27,054	28,833
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	22,302	23,509	25,231	27,054	28,833

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）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动					
所得税前利润	2,068	2,808	3,382	3,769	3,887
折旧及摊销	2,477	2,702	3,044	2,987	3,452
营运资金变动	(2,259)	(6,682)	(632)	3,294	44
已付所得税费用	(383)	(329)	(820)	(914)	(942)
经营活动所产生的现金净额	4,085	104	2,706	8,929	7,546
投资活动					
购置物业及设备	(10,761)	(12,562)	(14,000)	(10,870)	(10,000)
投资活动所使用的现金净额	(8,909)	(8,733)	(14,000)	(10,870)	(10,000)
筹资活动					
发行普通股收到的款项	5,286	0	0	0	0
发行应付债券收到的款项	3,000	18,959	24,800	24,800	24,800
偿还应付债券	0	(3,302)	(3,500)	(4,650)	(6,140)
债券发行费用	(9)	(50)	(72)	(72)	(72)
支付的债券利息	(480)	(816)	(1,220)	(1,493)	(1,640)
已付股息	0	(703)	(959)	(1,153)	(1,285)
筹资活动所产生的现金净额	7,797	14,089	19,050	17,432	15,663
现金及现金等价物增加净额	2,973	5,460	7,756	15,491	13,209
现金及现金等价物年初余额	6,816	9,789	15,274	23,030	38,521
汇率变动的影响	0	25	0	0	0
现金及现金等价物年末余额	9,789	15,274	23,030	38,521	51,730

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益						
融资租赁收入	54.6%	46.9%	47.0%	46.3%	45.4%	43.8%
经营租赁收入	42.3%	47.7%	48.9%	49.1%	49.3%	48.8%
其他收入	3.1%	5.5%	4.2%	4.6%	5.3%	7.4%
增长率						
融资租赁收入	-10.5%	7.8%	8.0%	6.8%	5.3%	
经营租赁收入	17.4%	10.3%	9.9%	9.7%	8.1%	
收入	1.7%	9.1%	9.0%	8.3%	6.8%	
收入及其他收益总额	4.2%	7.6%	9.4%	9.1%	9.2%	
所得税前利润	59.1%	35.8%	20.4%	11.5%	3.1%	
净利润	48.3%	36.5%	20%	11%	3%	
资产负债比率						
总债务/权益比率	775.9%	556.0%	632.0%	683.2%	721.3%	743.2%
融资租赁相关不良资产	2.21%	1.63%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
融资租赁相关不良资产拨备覆盖率	150.5%	150.7%	197.8%	192.5%	192.5%	192.5%
回报率						
资本回报率	7.26%	8.37%	9.30%	10.51%	10.92%	10.54%
资产回报率	0.71%	0.97%	1.21%	1.27%	1.25%	1.16%
每股数据						
每股利润（人民币）	0.11	0.14	0.17	0.20	0.23	0.23
每股股息（人民币）	0.016	0.064	0.076	0.091	0.102	0.105
每股账面值（人民币）	1.58	1.76	1.86	2.00	2.14	2.28

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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責任。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。