國銀租賃 (1606 HK, HK$1.94, 目標價：HK$2.40, 買入）—「雙輪驅動」業務模式預測將進一步得到增強

張淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

國銀租賃(1606 HK)

評級	買入
收市價	HK$1.94
目標價	HK$2.40
市值 (港幣百萬)	24,526
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	9.02
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%)

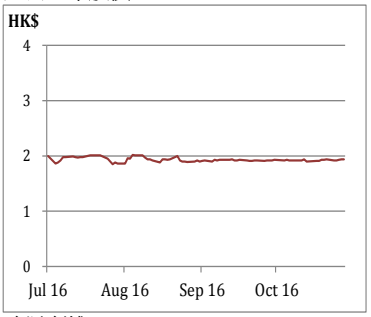
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.0%	5.5%
3 月	4.3%	1.8%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

- **「雙輪驅動」業務模式進一步得到增強。**國銀租賃致力於逐步優化自身業務結構，從綜合租賃服務提供者向「雙輪」業務模式轉型。「雙輪」指的是飛機租賃業務及基礎設施租賃業務。我們預期，以上兩項業務 2016 年的收入將分別按年增長 15.0%及 3.7%，達到人民幣 54.4 億元及人民幣 35.5 億元。「雙輪」帶來的收入預計將佔 2016 年公司總收入的 85.4%，2017 年預計這一比例將增至 92.0%。

- **融資租賃業務以風險管控為首要任務。**由於中小企業經驗有限、資產質素較低，國銀租賃的不良資產主要集中於船舶、商用車和工程機械租賃以及其他租賃兩個業務板塊。我們預計，截至 2016 年底，公司的不良資產率將按年下降 0.22 個百分點，至 1.99%。不良資產率的回落主要受惠於風險管控的加強以及不良資產核銷力度的加大。對於融資租賃業務，我們認為，在宏觀經濟下行的大環境下，風險的管控遠比規模的擴張更為重要。較低的風險會相應地令收益率降低，我們預計，2016 年公司的淨利差及淨利息收益率分別為 2.17%及 2.56%，按年分別下降 0.04 及 0.05 個百分點；2017 年則將進一步下降至 2.10%及 2.51%。今明兩年，根據我們的預測，融資租賃業務收入將分別按年下跌 9.4%及 2.4%，至人民幣 54.3 億元及人民幣 53.0 億元。

- **飛機租賃業務盈利能力改善。**2016 年及 2017 年，我們預測飛機租賃業務的收入將按年分別增長 15.0%及 24.1%至人民幣 54.4 億元及人民幣 67.5 億元，主要是受惠於新交付的飛機及盈利能力的提升。經營租賃業務是收入貢獻的主體。新交付飛機主要來自於直接訂單，預期 2016 年及 2017 年將各有 21 架波音和空客飛機交付。我們預計公司的淨租金收益率在 2016 年及 2017 年將分別達到 8.81%及 9.01%。人民幣面對貶值的壓力，而公司的飛機租賃業務以美元進行結算，相信將因此受惠。

- **維持「買入」評級。**由於國銀租賃對利息支出及減值損失的控制得當，我們把對公司 2016 年至 2018 年的純利預測向上修正 4.2%、1.8%及 2.1%。公司業務表現正常，但股份成交並不活躍，過去 3 個月平均成交額僅為港幣 902 萬元且自由流通的股票佔比僅為 5.9%。公司目前股價相當於 2017 年預測市賬率的 0.95 倍，相對比同業估值較低。我們給予公司目標價 2.40 元，相當於 2017 年預測市賬率的 1.18 倍，同時也是同業 2017 年的平均預測市賬率。

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	11,081	12,041	13,145
淨利潤 (百萬人民幣)	1,916	1,053	1,662	2,107	2,332
每股收益 (人民幣)	0.20	0.11	0.15	0.17	0.18
每股收益變動 (%)	1.55	(45.07)	35.52	11.02	10.67
市盈率(x)	8.41	15.30	11.29	10.17	9.19
市賬率 (x)	1.03	1.07	1.01	0.95	0.89
股息率 (%)	0.0	0.9	2.3	2.9	3.3
權益收益率 (%)	14.7	7.3	9.2	9.6	10.0
淨財務杠杆率 (%)	785.3	802.6	543.5	528.5	500.7

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	**11,325**	**10,641**	**10,529**	**11,371**	**12,378**
融资租赁收入	7,015	5,995	5,430	5,301	5,297
经营租赁收入	4,310	4,646	5,099	6,070	7,081
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
收入及其他收益总额	**11,665**	**10,981**	**11,081**	**12,041**	**13,145**
折旧及摊销	(1,860)	(2,035)	(2,392)	(2,832)	(3,232)
员工成本	(109)	(123)	(111)	(120)	(171)
手续费及佣金支出	(77)	(56)	(50)	(55)	(61)
利息支出	(6,036)	(5,055)	(4,389)	(4,574)	(4,706)
其他营业支出	(405)	(405)	(384)	(397)	(434)
减值损失	(798)	(2,008)	(1,728)	(1,492)	(1,680)
支出总额	**(9,286)**	**(9,682)**	**(9,054)**	**(9,471)**	**(10,284)**
所得税前利润	**2,380**	**1,300**	**2,027**	**2,570**	**2,862**
所得税费用	(463)	(247)	(365)	(463)	(529)
年度利润	**1,916**	**1,053**	**1,662**	**2,107**	**2,332**
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**1,916**	**1,053**	**1,662**	**2,107**	**2,332**

來源: 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	22,956	28,525	31,833
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	81,938	82,334	82,876
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
资产总值	**140,366**	**155,695**	**174,885**	**185,729**	**193,767**
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	15,583	16,345	17,843
负债总额	**126,356**	**140,702**	**153,658**	**163,253**	**169,738**
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	8,585	9,834	11,388
股东权益	**14,010**	**14,993**	**21,227**	**22,476**	**24,030**
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益总额	**14,010**	**14,993**	**21,227**	**22,476**	**24,030**

來源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
所得税前利润	2,380	1,300	2,027	2,570	2,862
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	4,437	4,582	7,396
已付所得税费用	(430)	(512)	(280)	(359)	(410)
其他	1,088	2,365	2,186	1,946	2,051
经营活动产生的现金流量净额	**(804)**	**11,842**	**10,762**	**11,572**	**15,130**
投资活动					
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)
投资活动产生的现金流量净额	**(7,917)**	**(9,904)**	**(9,526)**	**(11,199)**	**(10,308)**
筹资活动					
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)
筹资活动产生的现金流量净额	**3,613**	**(584)**	**14,653**	**5,029**	**(1,391)**
现金及现金等价物（减少）增加额	**(5,107)**	**1,354**	**15,889**	**5,402**	**3,430**
现金及现金等价物的年初余额	**10,569**	**5,462**	**6,816**	**22,703**	**28,130**
外汇损益	**0**	**0**	**(2)**	**25**	**15**
现金及现金等价物的年末余额	**5,462**	**6,816**	**22,703**	**28,130**	**31,575**

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
收入及其他收益					
融资租赁收入	60.1%	54.6%	49.0%	44.0%	40.3%
经营租赁收入	36.9%	42.3%	46.0%	50.4%	53.9%
投资收益（损失）净额	0.0%	0.7%	0.6%	0.4%	0.7%
其他收入受益或（损失）	2.9%	2.4%	4.4%	5.2%	5.1%
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	5.0%	-14.5%	-9.4%	-2.4%	-0.1%
经营租赁收入	-1.4%	7.8%	9.7%	19.0%	16.7%
收入	2.5%	-6.0%	-1.0%	8.0%	8.9%
收入及其他收益	-0.1%	-5.9%	0.9%	8.7%	9.2%
所得税前利润	-4.8%	-45.4%	56.0%	26.8%	11.3%
净利润	1.6%	-45.1%	57.9%	26.8%	10.7%
资产负债比率					
总债务/ 权益比率	824.3%	848.1%	650.5%	653.6%	632.1%
净债务/ 权益比率	785.3%	802.6%	543.5%	528.5%	500.7%
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%	158.6%	160.8%	153.1%
回报率					
资本回报率	14.66%	7.26%	9.18%	9.64%	10.03%
资产回报率	1.36%	0.71%	1.01%	1.17%	1.23%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.202	0.111	0.150	0.167	0.184
每股股息（人民币）	0.000	0.016	0.039	0.050	0.055
每股账面值（人民币）	1.648	1.578	1.679	1.778	1.901

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 : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價於未來 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(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。