

2016-5-14

公司报告(点评报告)

 评级 **增持** **维持**

分析师 蒲东君

 (8621) 68751782

 pudj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511090002

分析师 周晶晶

 (8627)65799537

 zhoujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514070005

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《受让证券资产 布局多元金融》2015-5-14

《渤海租赁 2012 年报点评: 全牌照和杠杆化经营下的确定性增长》2013-3-10

《ST 汇通半年报点评: 项目拓展加速, 融资成本降低》2011-8-11

## 渤海金控 (000415)

# 渤海金控 2016 年一季报点评及跟踪报告: 飞机租赁快速发展, 多元金融潜力充沛

### 报告要点

#### ■ 事件描述

公司发布 2016 年一季报, 受益于 Avolon 并表因素一季度实现营业收入 53.36 亿元, 同比增长 148.83%; 实现净利润 2.15 亿元, 同比下滑 12.78%; 实现基本每股收益 0.03 元, 同比下滑 50.00%; 加权平均 ROE 为 0.79%, 同比下降 1.70 个百分点。

#### ■ 事件评论

- **收购和并表 Avolon, 将大幅提升公司飞机租赁业务营收增速和贡献。**  
公司主要租赁收入来源于集装箱租赁和销售、飞机租赁和基础设施租赁, 收入占比分别为 53.5%、18.4%、17.6%, 飞机租赁毛利率水平为 60.7%, 高于集装箱和基础设置租赁的毛利率 51.7%和 40%。Avolon2015 年实现营业收入和净利润分别为 95.27 和 14.42 亿元, 同比增长 39.55%和 156.74%, 收入增速高于飞机租赁业务, 预计并表后将提升公司飞机租赁业务收入利润增速。Avolon 在飞机处置领域经验丰富, 2013-2015 年处置收入占比超过 50%, 在为公司提供丰富管理经验的同时进一步优化收入结构。2015 年底公司自有及管理机队 117 架, 完成 Avolon 收购后自有及管理机队规模超过 400 架, 加速飞机租赁业务的业绩释放。
- **并购导致营业成本增加, 同时非经常损益致一季度业绩下滑。**并购 Avolon 带来一季度营收高增长的同时也导致营业成本同比增长 203.2%, 管理费用和财务费用同比增长 101.3%和 130.8%, 核心在于公司并购导致的中介费用并购费用增加以及新增项目贷款致利息支出增加; 境外子公司因衍生品套期无效导致浮亏 0.79 亿元; 参股的渤海人寿投资亏损至投资收益亏损 0.66 亿元, 多因素共同导致净利润下滑。
- **参股多元金融, 做大做强租赁生态。**公司入股渤海人寿 20%股权、参股联讯证券 3.57%、认购天津银行 H 股, 投资点融网聚宝科技等, 布局多元金融, 推进产业协同。2016 公司年完成 160 亿元再融资, 将增资子公司加速开展飞机租赁等业务拓展。
- 公司围绕飞机租赁业务, 积极推动外延拓展, 并表 Avolon 将增厚公司业绩水平; 2016 年完成再融资 160 亿元, 将推动公司租赁业务全面拓展; 公司积极布局多元金融, 入股银行、保险、证券、互联网金融等领域, 将持续推动金融租赁生态建设。预计公司 2016-2017 年全面 EPS 为 0.34、0.49, 对应 PE 为 20.27 倍、14.03 倍, 维持推荐评级。

## 飞机租赁快速发展，多元金融潜力充沛

公司发布 2016 年一季报，受益于 Avolon 并表因素一季度实现营业收入 53.36 亿元，同比增长 148.83%；但并表同时带来营业成本、费用支出的提升，实现净利润 2.15 亿元，同比下滑 12.78%；实现基本每股收益 0.03 元，同比下滑 50.00%；加权平均 ROE 为 0.79%，同比下降 1.70 个百分点。

表 1：2016 年公司主要会计数据（单位：亿元）

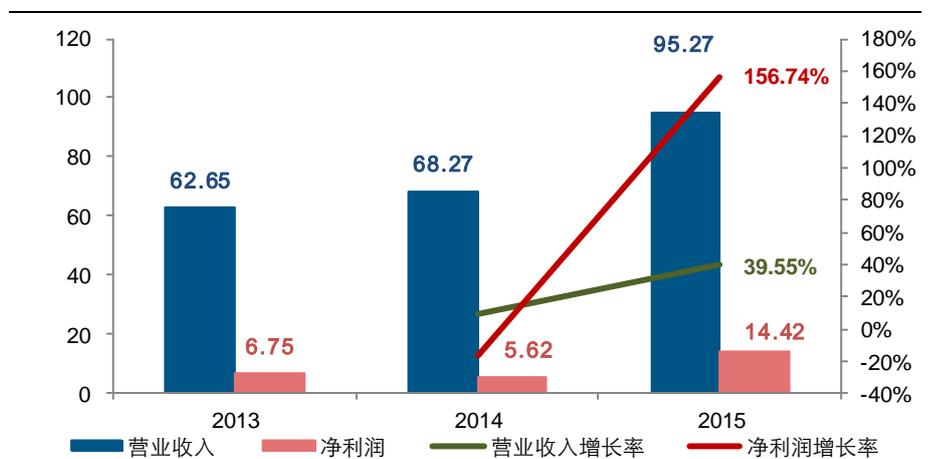
类别	2016Q1	2015Q1	同比
营业收入	53.36	21.44	148.83%
归母净利润	2.15	2.47	-12.78%
归母扣非净利润	2.74	2.46	11.12%
基本每股收益	0.0348	0.0696	-50.00%
加权平均净资产收益率	0.79%	2.49%	下降1.70%
总资产	1,773.56	1,319.01	34.46%
归母净资产	272.02	272.91	-0.33%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## Avolon 并表将加快业绩释放

**收购和并表 Avolon，将大幅提升公司飞机租赁业务营收增速和贡献。**公司主要租赁收入来源于集装箱租赁和销售、飞机租赁和基础设施租赁，收入占比分别为 53.5%、18.4%、17.6%，飞机租赁毛利率水平为 60.7%，高于集装箱和基础设施租赁的毛利率 51.7%和 40%。Avolon 2015 年实现营业收入和净利润分别为 95.27 和 14.42 亿元，同比增长 39.55%和 156.74%，收入增速高于飞机租赁业务，预计并表后将提升公司飞机租赁业务收入利润增速。Avolon 在飞机处置领域经验丰富，2013-2015 年处置收入占比超过 50%，在为公司提供丰富管理经验的同时进一步优化收入结构。2015 年底公司自有及管理机队 117 架，完成 Avolon 收购后自有及管理机队规模超过 400 架，加速飞机租赁业务的业绩释放。

图 1：2013-2015 年 Avolon 经营业绩（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 成本费用高企致业绩下滑

并购导致营业成本增加，同时非经常损益致一季度业绩下滑。并购 Avolon 带来一季度营收高速增长同时也导致营业成本同比增长 203.2%，管理费用和财务费用同比增长 101.3%和 130.8%，核心在于，同时公司并购导致的中介费用并购费用增加以及新增项目贷款致利息支出增加。境外子公司因衍生品套期无效导致浮亏 0.79 亿元；参股的渤海人寿投资亏损致投资净收益亏损 0.66 亿元，多因素共同导致净利润下滑。

## 增发完成加速业务拓展

**再融资完成后将加快租赁业务拓展。**公司 2016 年完成融资 160 亿元，极大补充资本金规模，其中 80 亿元用于增资 HKAC，33.93 亿元用于增资天津渤海租赁，20 亿元偿还所欠 Seaco 债务并增资开展集装箱租赁业务，融资完成后将进一步加快公司业务拓展。未来公司将持续深化集装箱租赁业务和飞机租赁业务的整合，提升公司租赁市场地位。

表 2: 渤海金控 2015 年增发预案

类别	募集资金投资金额
增资HKAC开展飞机租赁业务	80亿元
增资天津渤海开展租赁业务	33.93亿元
偿还所欠GSCII债务	26.07亿元
偿还所欠 Seaco SRL 债务并增资 Seaco SRL 开展集装箱租赁业务	20亿元
合计	160亿元

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 产融结合加强业务协同

**股东的产业金融资源将与公司业务产生良好协同。**公司大股东海航资本作为海航集团核心产业集团之一，承担着发展海航集团金融板块、强化集团金融服务能力的职能。公司作为海航资本下租赁业务开展主体，未来在业务拓展过程中，将更多依托于海航集团旗下的航空公司和机场资源，目前海航集团拥有飞机超过 1150 架，将为公司带来有效业务增量；同时海航资本旗下的金融资源有利于公司开展融资活动以满足日常经营需要。

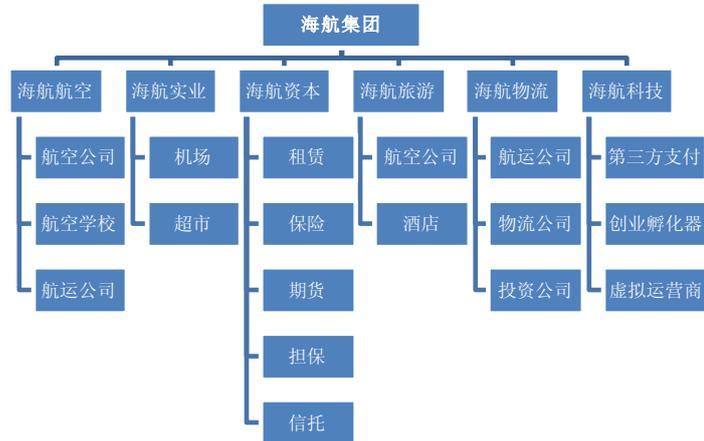
表 3: 渤海金控与股东旗下公司合作

类别	合作方	合作事项
2016-01-15	海南航空	天津渤海租赁通过全资SPV海口渤海五号与海南航空开展一架全新空客A330-300飞机经营性租赁业务
2016-01-15	天津航空	天津渤海租赁通过全资SPV天津渤海五号与天津航空开展一架ERJ190-200LR飞机经营性租赁业务
2015-10-28	金海重工、中基船业	天津渤海租赁出资1.2亿元向金海重工、中基船业购买估值2.21亿元的造船设备并开展售后回租业务,租期3年
2015-10-08	大通建设、空港商贸	天津渤海租赁出资3.13亿元向大通建设、空港商贸购买估值6.04亿元的空港物流加工园区商业物业资产并开展售后回租,租期3年
2015-09-19	凤凰机场	横琴租赁出资0.2亿元购买凤凰机场价值0.22亿元机场设备，并开展售后回租，租期1年，年化租赁利率6.12%
2015-01-27	金海重工	皖江金租与浦航租赁开展租赁资产权益转让业务，浦航租赁以1.52

亿元向金海重工购买1.72亿元的造船设备并回租给金海重工，现将收益权转让给皖江租赁，转让价格为人民币0.55亿元

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：海航集团业务结构



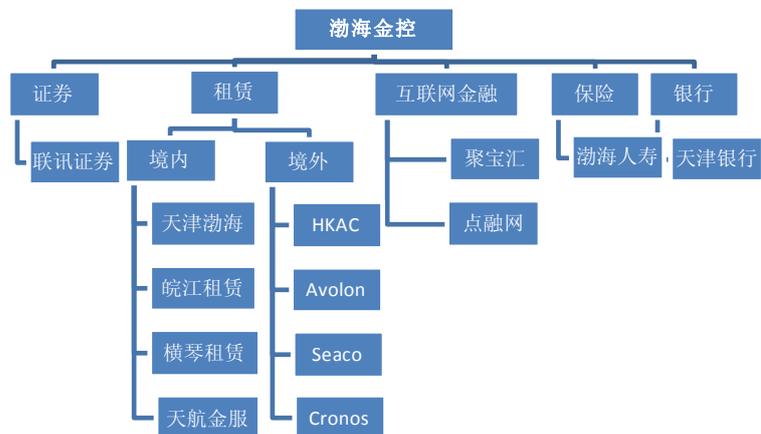
资料来源：Wind，长江证券研究所

### 多元金融生态完善

**参股多元金融，做大做强租赁生态。**公司入股渤海人寿 20%股权、参股联讯证券 3.57%、认购天津银行 H 股，投资点融网聚宝科技等，布局多元金融，推进产业协同。2016 年公司年完成 160 亿元再融资，将增资子公司加速开展飞机租赁等业务拓展。

**各项业务质地良好。**渤海人寿成立于 2014 年，于 2015 年实现盈利，2016 年一季度保费收入 57.04 亿元，同比增长 715.49%，未来随着渤海人寿的注册资本扩充至 200 亿元，将进一步提高资本实力；联讯证券完成再融资后加快业务拓展，一方面加快分支机构设置，同时成立直投和另类子公司丰富公司业务结构；入股天津银行有望降低公司融资成本。未来公司将持续加大对于证券、保险业务的投入，发挥各金融产业之间的协同效应，不断提升综合金融服务能力。

图 3：渤海金控多元金融业务布局



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 4: 渤海金控旗下公司 2015 年经营业绩 (单位: 亿元)

牌照类别	公司	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	ROE
内资租赁	天津渤海租赁	100%	1,143.71	127.99	96.55	19.11	14.93%
金融租赁	皖江租赁	55%	265.23	39.68	16.65	4.92	12.39%
外资租赁	横琴租赁	57%	6.92	2.65	0.42	0.13	4.98%
资产管理	天航金服	55%	0.11	0.09	0.07	0.02	18.97%
境外租赁	HKAC	68.78%	233.88	60.36	15.71	3.27	5.42%
	Seaco	100%	222.18	64.54	32.83	6.67	10.34%
	Cronos	80%	128.04	7.06	18.66	5.96	84.40%
	Avolon	100%	445.50	108.03	95.27	14.42	13.35%
证券	联讯证券	3.57%	261.53	49.82	15.52	4.70	9.43%
保险	渤海人寿	20%	96.43	57.94	7.10	0.81	1.40%
银行	天津银行	1.77%	5,656.68	332.48	100.90	49.16	14.79%
互联网金融	聚宝科技	12%	na	na	na	na	na
	点融网	6.18%	na	na	na	na	na

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

## 投资建议

公司围绕飞机租赁业务, 积极推动外延拓展, 并表 Avolon 将增厚公司业绩水平; 2016 年完成再融资 160 亿元, 将推动公司租赁业务全面拓展; 公司积极布局多元金融, 入股银行、保险、证券、互联网金融等领域, 将持续推动金融租赁生态建设。预计公司 2016-2017 年全面 EPS 为 0.34、0.49, 对应 PE 为 20.27 倍、14.03 倍, 维持推荐评级。

**风险提示: 资本市场大幅波动; 收购整合低于预期。**

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)  
电话：021-68751100 传真：021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼 (430015)  
传真：027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)  
传真：021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)  
传真：0755-82750808, 0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。