安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 26 日

公司快报

证券研究报告

综合

渤海金控（000415.SZ）

经营租赁精耕细作，参股多家金融机构

■**事件：**公司 2016 年实现营业总收入 242 亿元，同比上升 147%；实现归母净利润 23 亿元，同比上升 75%。2017 年一季度公司实现营业总收入 95 亿元，同比增长 78%；归母净利润 4 亿元，同比上升 86%。2016 年公司总资产达到 2166 亿元，同比增长 64%；归属上市公司股东净资产达到 311 亿元，同比增长 14%；加权平均 ROE 为 7.79%，比 2015 年下降 4.49 个百分点。营业收入大幅提升主要由于 Avolon 的并表。

■**外延做强租赁业务，加速海外扩张。**飞机租赁及销售业务为公司主要收入来源，2016 年公司飞机租赁及销售业务实现收入 156 亿元，集装箱业务实现收入 47 亿元，基础设施租赁收入 25 亿元。公司发展方向上采用外延并购模式，通过收购全球第六大集装箱租赁公司 Seaco 以及第八大公司 Cronos 成为全球最大的集装箱租赁企业。2016 年公司完成 Avolon100%股权收购，此外还拟收购 CIT Leasing 持有的 C2 的 100%股权。截至 2016 年 6 月 30 日，C2 自有飞机数量全球第 4 位，未来收购完成后，公司规模将达到全球第 3 位，租赁业务市场竞争力及盈利能力都将大幅提升。

■**租赁业务向经营性租赁转型。**2016 年公司经营租赁收入达到 116 亿元，占比为 48%；融资性租赁业务收入达到 39 亿元，占比为 16%。天津渤海、皖江租赁、横琴租赁主要从事融资租赁业务，而 HKAC、Seaco、Cronos 主要从事经营租赁业务。国内租赁公司以融资租赁为主，同质化竞争严重，而公司发展差异化竞争，以经营租赁为主，融资租赁为辅，运行模式从而也将从债务融资转为资产投资。

■**加强多元布局，业务协作发展。**公司由渤海租赁更名为渤海金控，从而确立了构建以租赁产业为基础，多元金融业态并存的发展战略。公司金融板块涉足证券、保险、互联网金融及银行，包括渤海人寿（持股比例 20%）、联讯证券（持股比例 3.57%）、天津银行（持股比例 1.77%），公司拟发行股份收购华安财险 14.77%股权，降低租赁业务成本提高投资收益。互联网金融方面，公司获得聚宝互联科技 9.5%股份，出资 2.6 亿元获得点融网 6.18%股份，助力公司提高融资效率，拓展公司资金来源。根据公司年报披露，未来公司将择机并购优质金融资产。

■**背靠海航集团，股东资源丰厚。**截至 2016 年末海航资本直接持有公司 34.56%的股份，并与一致行动人合计持有公司 52.35%的股份。海航集团产业扩张至航空、实业、金融、旅游、物流、科技等领域，2016 年实现收入逾 6000 亿元。截至 2016 年 12 月，海航集团拥有飞机逾 1250 架，旗下航空运输企业开通国内外航线近 1100 条，通航城市 270 余个。公司作为海航旗下金控平台，在产业方面与集团形成协同效应。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 8.9 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.62 元、0.71 元。

■**风险提示：**宏观经济下行风险，汇率风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	9,659.0	24,257.5	32,747.7	41,786.1	49,035.9
净利润	1,304.5	2,276.8	2,990.5	3,848.3	4,376.8
每股收益(元)	0.21	0.37	0.48	0.62	0.71
每股净资产(元)	4.41	5.04	5.05	5.69	6.40

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	32.3	18.5	14.1	10.9	9.6
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
净利润率	13.5%	9.4%	9.1%	9.2%	8.9%
净资产收益率	4.8%	7.3%	9.6%	10.9%	11.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.3%
ROIC	13.3%	12.7%	5.8%	8.7%	8.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

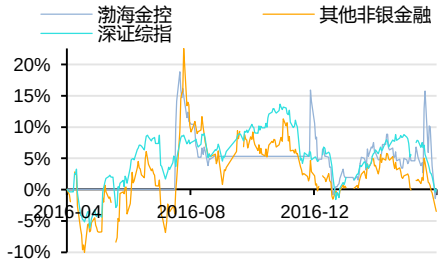
6 个月目标价： **8.9 元**

股价（2017-04-25） **6.81 元**

交易数据

总市值（百万元）	42,116.59
流通市值(百万元)	21,217.14
总股本（百万股）	6,184.52
流通股本(百万股)	3,115.59
12 个月价格区间	6.72/8.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.12	-0.9	-2.7
绝对收益	-4.89	-2.01	-1.47

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

檀天 报告联系人
tantian@essence.com.cn
021-35082392

相关报告

渤海金控：全球布局租赁，金控雏形渐显	2016-11-01
渤海金控：租赁规模质量并进，金控布局仍有空间	2016-08-31

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,659.0	24,257.5	32,747.7	41,786.1	49,035.9
减:营业成本	4,837.4	15,365.1	20,631.0	26,952.0	32,363.7
营业税费	82.9	78.6	225.1	317.6	441.3
销售费用	58.5	122.8	214.8	246.3	382.5
管理费用	881.1	1,226.0	2,532.2	3,760.7	4,462.3
财务费用	1,665.6	3,919.8	3,919.8	3,919.8	3,919.8
资产减值损失	362.5	944.5	1,038.9	1,142.8	1,371.4
加:公允价值变动收益	35.0	3.7	-	-	-
投资和汇兑收益	36.0	390.6	149.4	192.0	244.0
营业利润	1,841.9	2,995.0	4,335.3	5,638.8	6,339.0
加:营业外净收支	254.0	308.0	242.6	268.2	272.9
利润总额	2,096.0	3,302.9	4,577.9	5,907.0	6,611.9
减:所得税	307.7	461.7	686.7	886.1	991.8
净利润	1,304.5	2,276.8	2,990.5	3,848.3	4,376.8

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	28,238.7	19,377.1	2,619.8	3,342.9	3,922.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,232.7	5,060.0	2,125.1	7,343.0	4,187.1
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	5.4	25.8	66.0	12.3	88.9
存货	1.1	1.9	11.6	3.2	12.0
其他流动资产	12,315.5	20,150.4	13,444.0	15,303.3	16,299.2
可供出售金融资产	575.4	1,502.1	729.7	935.8	1,055.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,194.2	2,845.5	2,845.5	2,845.5	2,845.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	47,866.0	117,283.5	114,476.1	111,668.7	108,861.3
在建工程	0.3	18.5	18.5	18.5	18.5
无形资产	648.3	585.0	482.1	379.2	276.3
其他非流动资产	39,823.3	49,782.1	42,586.3	45,186.7	45,713.6
资产总额	131,900.9	216,632.1	179,404.7	187,039.1	183,281.2
短期债务	19,463.4	27,179.0	44,130.1	45,881.4	47,908.1
应付帐款	2,559.9	1,703.4	27,253.7	12,457.0	16,062.6
应付票据	180.0	-	336.5	249.6	287.3
其他流动负债	10,746.5	19,521.9	13,979.4	15,851.5	17,073.5
长期借款	56,994.0	107,405.9	42,086.9	53,681.3	35,570.8
其他非流动负债	9,418.7	23,085.0	12,929.6	15,144.4	17,053.0
负债总额	99,362.4	178,895.2	140,716.1	143,265.2	133,955.2
少数股东权益	5,247.4	6,589.2	7,444.8	8,558.8	9,739.9
股本	6,184.5	6,184.5	6,184.5	6,184.5	6,184.5
留存收益	20,741.1	23,034.9	25,059.3	29,030.6	33,401.6
股东权益	32,538.5	37,736.9	38,688.6	43,773.9	49,326.0

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	41.0%	151.1%	35.0%	27.6%	17.4%
营业利润增长率	49.2%	62.6%	44.8%	30.1%	12.4%
净利润增长率	42.8%	74.5%	31.3%	28.7%	13.7%
EBITDA 增长率	55.1%	104.2%	-5.9%	11.7%	5.6%
EBIT 增长率	57.6%	97.1%	19.4%	15.8%	7.3%
NOPLAT 增长率	59.7%	98.8%	18.0%	15.8%	7.3%
投资资本增长率	109.4%	159.9%	-23.7%	16.9%	-9.4%
净资产增长率	158.3%	16.0%	2.5%	13.1%	12.7%
利润率					
毛利率	49.9%	36.7%	37.0%	35.5%	34.0%
营业利润率	19.1%	12.3%	13.2%	13.5%	12.9%
净利润率	13.5%	9.4%	9.1%	9.2%	8.9%
EBITDA/营业收入	60.2%	48.9%	34.1%	29.8%	26.9%
EBIT/营业收入	36.3%	28.5%	25.2%	22.9%	20.9%
运营效率					
固定资产周转天数	1,401	1,225	1,274	974	810
流动营业资本周转天数	-133	-13	-142	-158	-87
流动资产周转天数	1,027	641	346	191	185
应收帐款周转天数	36	47	39	41	42
存货周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	3,720	2,586	2,177	1,579	1,359
投资资本周转天数	1,293	1,254	1,182	870	761
投资回报率					
ROE	4.8%	7.3%	9.6%	10.9%	11.1%
ROA	1.4%	1.3%	2.2%	2.7%	3.1%
ROIC	13.3%	12.7%	5.8%	8.7%	8.0%
费用率					
销售费用率	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%
管理费用率	9.1%	5.1%	7.7%	9.0%	9.1%
财务费用率	17.2%	16.2%	12.0%	9.4%	8.0%
三费/营业收入	27.0%	21.7%	20.4%	19.0%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	75.3%	82.6%	78.4%	76.6%	73.1%
负债权益比	305.4%	474.1%	363.7%	327.3%	271.6%
流动比率	1.27	0.92	0.21	0.35	0.30
速动比率	1.27	0.92	0.21	0.35	0.30
利息保障倍数	2.11	1.76	2.11	2.44	2.62
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.03	0.01	0.02
分红比率	0.0%	0.0%	6.5%	2.2%	2.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.3%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,788.2	2,841.2	2,990.5	3,848.3	4,376.8
加:折旧和摊销	2,365.0	5,026.7	2,910.3	2,910.3	2,910.3
资产减值准备	362.5	944.5	-	-	-
公允价值变动损失	-35.0	-3.7	-	-	-
财务费用	1,661.2	3,876.2	3,919.8	3,919.8	3,919.8
投资损失	-36.0	-390.6	-149.4	-192.0	-244.0
少数股东损益	483.8	564.4	900.7	1,172.6	1,243.3
营运资金的变动	-5,896.8	-913.5	33,262.2	-21,260.8	6,791.9
经营活动产生现金流量	7,014.2	13,944.6	43,834.1	-9,601.7	18,998.1
投资活动产生现金流量	-29,218.6	-55,584.8	4,727.7	-1,269.7	-307.6
融资活动产生现金流量	44,723.7	25,918.9	-65,319.1	11,594.4	-18,110.5

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.21	0.37	0.48	0.62	0.71
BVPS(元)	4.41	5.04	5.05	5.69	6.40
PE(X)	32.3	18.5	14.1	10.9	9.6
PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
P/FCF	2.4	-52.2	-1.6	11.9	87.2
P/S	4.4	1.7	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.0	11.4	9.3	9.3	7.7
CAGR(%)	41.1%	25.5%	48.9%	41.1%	25.5%
PEG	0.8	0.7	0.3	0.3	0.4
ROIC/WACC	4.4	4.1	1.9	2.9	2.6
REP	0.4	0.3	0.6	0.4	0.4

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。