

渤海租赁 (000415)

买入/维持评级

股价: RMB12.6

分析师

李聪
SAC 执业证书编号:S1000510120013
(021)6849 8610
licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎
SAC 执业证书编号:S1000510120017
(0755)8236 6995
zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

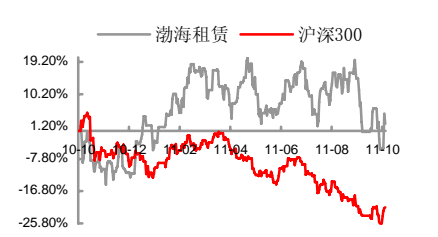
丁文韬
021-50106410
dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

华莎
相关研究

基础数据

| | |
|----------------|--------|
| 总股本 (百万股) | 976 |
| 流通 A 股 (百万股) | 976 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0 |
| 可转债 (百万元) | |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 12,302 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

厚积薄发

——2011Q3 财报点评

- 前 3 季净利润增长 33%，归于租赁余额较 2010 年期末增长 61%。渤海租赁 2011 前 3 季实现归属母公司净利润 2.59 亿元，接近于此前业绩预告区间【2.55,2.60】亿元上限，同比增长 33%，按照最新股本 9.76 亿股计算，EPS 为 0.27 元。业绩增长 33%主因归于 2011Q3 末租赁余额 129 亿元，较 2010 年期末增长了 61%。
- 业绩增速较缓原因不在于需求。根据我们草根调研了解，基础设施租赁的需求依然非常旺盛，公司业绩增速较缓的主要原因在于公司从去年下半年开始一直比较谨慎地使用资本金，而更多愿意利用银行借款来开展业务。我们做个简单比较，2010 年中期之前的租赁项目合计财务杠杆仅为 2.2 倍，而 2010 年中期之后的租赁项目合计财务杠杆高达 12.9 倍。我们以此推测，公司保留资本金或许另有其他用途。
- 公司盈利前景依然十分光明。公司从 2009 年 4 月起租第一个项目到现在仅运营 2 年多时间，能有前述盈利已属不易，随着未来业务正常化以及杠杆率提升，公司 RoE 提升将是必然。渤海租赁属于内资租赁，在不考虑近期拟成立子公司并已获得金融租赁牌照的情况下，其财务杠杆上限就可达到 10 倍，按照公司 2011Q3 期末 69.6 亿元净资产计算，最多可承揽近 696 亿元的租赁余额，2011Q3 末公司的租赁余额约为 129 亿元，即目前公司“产能利用率”仅为 19%(=129/696)，未来产能提升潜力巨大，结合公司目前旺盛的业务需求，盈利前景依然十分光明。
- 投资建议：积极买入，分享成长。1) 安全性：长期 ROE 将至少提升至 15%左右，目前 1.7 倍 PB 明显偏低，合理估值至少 2.5 倍。2) 金融股中其估值全面占优：流动市值仅 35 亿，但其 P/B 远低于同类流动市值较低的金融股估值。3) 行业空间巨大：可望数十倍成长空间。4) 集团租赁资产众多。合理估值 17-19 元，对应 2011 年底 2.3-2.6 倍 P/B，维持“买入”评级。
- 风险提示：租赁牌照批设提速风险。

| 经营预测与估值 | 2010A | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 577 | 1,397 | 2,923 |
| (+/-%) | 276 | 142 | 109 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 252 | 510 | 660 |
| (+/-%) | 148 | 102 | 29 |
| EPS(元) | 0.26 | 0.52 | 0.68 |
| P/E(倍) | 48 | 24 | 19 |

目 录

| | |
|-----------------------|---|
| 前 3 季净利润增长 33% | 4 |
| 业绩增速较缓原因不在于需求..... | 4 |
| 公司盈利前景依然十分光明 | 5 |
| 投资建议：积极买入，分享成长..... | 6 |
| 风险提示：租赁牌照批设提速风险 | 8 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 渤海租赁 2010 年中期前后起租项目的财务杠杆比较 | 5 |
| 表格 1: 渤海租赁的租赁余额与利率测算 (单位: 亿元) | 4 |
| 表格 2: 渤海租赁截止 2011 年 2 月末承揽租赁项目一览 (单位: 亿元) | 5 |
| 表格 3: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较 | 5 |
| 表格 4: 金融类企业流通市值从低到高排序 (单位: 亿元) | 6 |
| 表格 5: 金融类企业 PB 估值从低到高排序 (单位: 亿元) | 7 |
| 表格 6: 海航集团旗下其他租赁公司资料 | 8 |

前 3 季净利润增长 33%

渤海租赁 2011 前 3 季实现归属母公司净利润 2.59 亿元，接近于此前业绩预告区间【2.55,2.60】亿元的上限，同比增长 33%，按照最新股本 9.76 亿股计算，EPS 为 0.27 元。业绩增长 33%主要归于 2011Q3 末租赁余额 129 亿元，较 2010 年期末增长了 61%。

根据我们测算，2011 前 3 季租赁业务的资金融出、融入利率分别为 9.06%、7.16%，利差 1.91%。

表格 1：渤海租赁的租赁余额与利率测算（单位：亿元）

| | 2009 | 2010 | 2011Q1-Q3 |
|-------------|-------|-------|-----------|
| 租赁余额 | | | |
| 租赁余额 | 54.30 | 79.98 | 128.77 |
| 自有资金投入 | 15.30 | 34.64 | 37.93 |
| 银行借款投入 | 39.00 | 45.34 | 90.84 |
| 租赁项目财务杠杆 | 3.55 | 2.31 | 3.40 |
| 租赁利率 | | | |
| 资金融出利率(年化) | 5.66% | 8.59% | 9.06% |
| 资金融入利率(年化) | 3.41% | 6.66% | 7.16% |
| 利差(年化) | 2.25% | 1.93% | 1.91% |

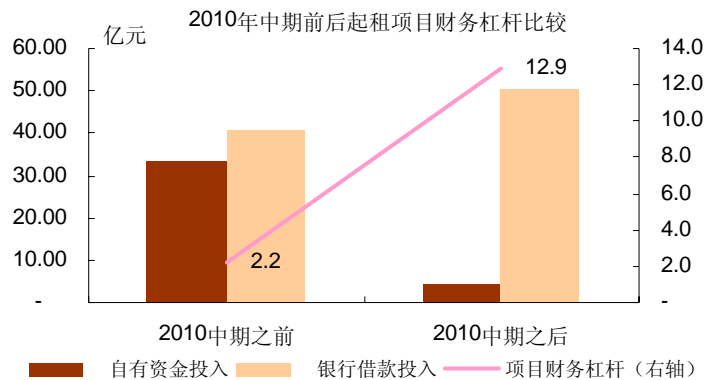
资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

业绩增速较缓原因不在于需求

根据我们草根调研了解，基础设施租赁的需求依然非常旺盛，公司业绩增速较缓的主要原因在于公司从去年下半年开始一直比较谨慎地使用资本金，而更多愿意利用银行借款来开展业务。

我们做个简单比较，2010 年中期之前起租的租赁项目总额为 74 亿元，其中自有资金 34 亿元，银行借款 40 亿元，2010 年中期之前项目合计财务杠杆仅为 2.2 倍；2010 年中期之后起租的租赁项目总额 55 亿元，其中自有资金 4 亿元，银行借款 50 亿元，2010 年中期之后项目合计财务杠杆高达 12.9 倍，远远超过 2010 年中期之前起租项目的杠杆水平。我们以此推测，公司保留资本金或许另有其他用途。

图 1: 渤海租赁 2010 年中期前后起租项目的财务杠杆比较



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

公司盈利前景依然十分光明

公司从 2009 年 4 月起租第一个项目到现在仅运营 2 年时间, 能有前述盈利已属不易, 随着未来业务正常化以及杠杆率提升, 公司 RoE 提升将是必然。

表格 2: 渤海租赁截止 2011 年 2 月末承揽租赁项目一览 (单位: 亿元)

| 序号 | 项目名称 | 总金额 | 自有资金 | 银行借款 | 财务杠杆 | 起租时间 | 租期 |
|----|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|----|
| 1 | 天津保税区办公大楼租赁项目 | 8.00 | 3.00 | 5.00 | 2.67 | 2009 年 4 月 | 20 |
| 2 | 空客 A320 飞机厂房租赁项目 | 36.30 | 2.30 | 34.00 | 15.78 | 2009 年 10 月 | 15 |
| 3 | 舟山同基船业有限公司关于在建船坞码头构筑物及设备租赁项目 | 10.00 | 10.00 | 0.00 | 1.00 | 2009 年 11 月 | 15 |
| 4 | 武汉四座大桥融资租赁项目 | 18.00 | 18.00 | 0.00 | 1.00 | 2010 年 3 月 | 15 |
| 5 | 天津蓟县道路租赁项目 | 1.88 | 0.38 | 1.50 | 5.00 | 2010 年 1 月 | 7 |
| 6 | 东丽供热设备及配套设施租赁项目 | 0.80 | 0.16 | 0.64 | 4.98 | 2010 年 11 月 | 3 |
| 7 | 天津海河路桥租赁项目 | 5.00 | 0.80 | 4.20 | 6.25 | 2010 年 12 月 | 8 |
| 8 | 天津津南葛沽创意中心租赁项目 | 3.70 | 0.74 | 2.96 | 5.00 | 2011 年 2 月 | 8 |
| 9 | 斗山挖掘机租赁项目 | 0.02 | 0.00 | 0.02 | - | 2011 年 2 月 | 2 |
| 合计 | | 83.69 | 35.38 | 48.32 | 2.37 | | |

资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

渤海租赁属于内资租赁, 在不考虑近期拟成立子公司并已获得金融租赁牌照的情况下, 其财务杠杆上限就可达到 10 倍。

表格 3: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较

| 内资租赁 | | 金融租赁 |
|------|---------------------------------------|---------------------------|
| 监管规定 | 融资租赁试点企业的风险资产 (含担保余额) 不得超过资本总额的 10 倍。 | 金融租赁公司资本净额不得低于风险加权资产的 8%。 |

资料来源: 《金融租赁公司管理办法》, 《商务部、国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》, 华泰联合证券研究所

按照公司 2011Q3 期末 69.6 亿元净资产计算，最多可承揽近 696 亿元的租赁余额，2011Q3 末公司的租赁余额约为 129 亿元，即目前公司“产能利用率”仅为 19%(=129/696)，未来产能提升的潜力巨大，结合公司目前旺盛的业务需求，盈利前景依然十分光明。

投资建议：积极买入，分享成长

2011.10.27, 渤海租赁的前身 ST 汇通已完成摘帽。股价对应 2011 年 PB 仅为 1.7 倍，目前正是一个非常好的介入时点。主要推荐理由：

1) 安全性

目前的渤海租赁，2011 年 P/B 仅为 1.7 倍，处于金融业中估值非常低的一个位置，公司今年的业绩承诺是 3.6 亿，目前只花了近一半的净资产约 38 亿元预计就可以达到该盈利，即公司实际投入资金的 ROE 回报目前接近 10%（公司这只是第二年正式开展业务，潜在空间巨大）。

与目前我们正在推荐的海通证券、中信证券做比较，目前海通的 ROE 今年预计 6% 左右，正常化 8% 左右，乐观也就 10% 左右，目前估值大约 1.6PB，（中信类似），渤海租赁，我们相信随着业务的正常化，公司的 ROE 水平将至少达到 15% 左右，对应目前 1.6PB 的估值明显偏低，合理估值至少 2.5 倍 P/B 左右。

2) 金融股中其估值全面占优

假如，我们只把渤海租赁当成一个金融股，目前其流动市值只有 38 亿，在所有金融股中，仅次于国海证券（23 亿），但其 P/B 估值水平远远低于流动市值较低的前 20 位的金融股估值。如果按照估值水平排名，渤海租赁的流通市值远远低于在 2 倍 P/B 水平下的其他任何金融个股。

表格 4：金融类企业流通市值从低到高排序（单位：亿元）

| 序号 | 公司 | 流通市值 | 总市值 | 最新 PB | 2011PE |
|----|-------------|-----------|------------|-------------|--------------|
| 1 | 国海证券 | 23 | 112 | 3.99 | 26.38 |
| 2 | 渤海租赁 | 38 | 123 | 1.79 | 24.31 |
| 3 | 香溢融通 | 38 | 38 | 2.50 | 30.93 |
| 4 | 山西证券 | 39 | 235 | 3.96 | 64.71 |
| 5 | 中国中期 | 39 | 39 | 9.14 | - |
| 6 | 陕国投 A | 44 | 44 | 5.47 | 44.35 |
| 7 | 方正证券 | 55 | 405 | 2.79 | 41.92 |
| 8 | 爱建股份 | 69 | 69 | 5.25 | 42.55 |
| 9 | 安信信托 | 76 | 76 | 17.83 | 18.25 |
| 10 | 鲁信创投 | 77 | 142 | 5.60 | 23.89 |
| 11 | 西南证券 | 88 | 255 | 2.28 | 38.58 |
| 12 | 大众公用 | 95 | 95 | 2.33 | 16.56 |
| 13 | 东北证券 | 115 | 115 | 3.53 | 56.23 |
| 14 | 国金证券 | 128 | 128 | 3.94 | 26.17 |
| 15 | 太平洋 | 134 | 135 | 6.46 | 43.46 |
| 16 | 光大证券 | 139 | 434 | 2.00 | 21.78 |

| | | | | | |
|----|------|-----|-----|------|-------|
| 17 | 兴业证券 | 153 | 275 | 3.26 | 31.37 |
| 18 | 吉林敖东 | 178 | 193 | 2.14 | 11.96 |
| 19 | 华泰证券 | 185 | 584 | 1.76 | 19.20 |
| 20 | 辽宁成大 | 209 | 209 | 2.21 | 12.10 |

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 5: 金融类企业 PB 估值从低到高排序 (单位: 亿元)

| 序号 | 公司 | 流通市值 | 总市值 | 最新 PB | 2011PE |
|----|-------|--------|--------|-------|--------|
| 1 | 交通银行 | 1,554 | 1,554 | 1.19 | 5.92 |
| 2 | 中国银行 | 5,885 | 5,885 | 1.21 | 6.54 |
| 3 | 深发展 A | 519 | 857 | 1.23 | 8.67 |
| 4 | 中信银行 | 1,426 | 1,436 | 1.24 | 7.49 |
| 5 | 浦发银行 | 1,382 | 1,727 | 1.30 | 6.73 |
| 6 | 华夏银行 | 571 | 784 | 1.33 | 9.49 |
| 7 | 南京银行 | 265 | 265 | 1.34 | 8.69 |
| 8 | 北京银行 | 633 | 633 | 1.38 | 8.20 |
| 9 | 光大银行 | 457 | 1,213 | 1.40 | 7.47 |
| 10 | 农业银行 | 548 | 7,881 | 1.40 | 6.75 |
| 11 | 国元证券 | 209 | 209 | 1.41 | 22.70 |
| 12 | 民生银行 | 1,371 | 1,371 | 1.41 | 6.58 |
| 13 | 兴业银行 | 1,430 | 1,430 | 1.41 | 6.07 |
| 14 | 建设银行 | 460 | 460 | 1.64 | 7.09 |
| 15 | 海通证券 | 745 | 745 | 1.65 | 17.79 |
| 16 | 宁波银行 | 242 | 281 | 1.66 | 9.33 |
| 17 | 中信证券 | 1,179 | 1,182 | 1.67 | 16.88 |
| 18 | 工商银行 | 11,276 | 11,276 | 1.75 | 7.21 |
| 19 | 华泰证券 | 185 | 584 | 1.76 | 19.20 |
| 20 | 渤海租赁 | 38 | 123 | 1.79 | 24.31 |

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

3) 行业空间巨大

在整个金融产业中,我们认为未来增速最大,增长空间最大的也将是租赁产业。截止 2010 年年底,整个银行业存量资产余额超过 93 万亿,保险业管理资产余额超过 5 万亿,信托业管理资产余额超过 3 万亿,而整个租赁产业合同余额才 7000 亿,行业的空间巨大。2008-2010 年国内融资租赁余额分别为 1500 亿元、3700 亿元、7000 亿元,2009、2010 年同比增速高达 139%、89%。

从租赁渗透率(租赁渗透率=租赁交易额/固定资产投资额)上来讲,美国在 30%左右,其他发达国家基本上也在 10%以上,而在我国这项比例才 1.4%左右,这与国外市场有着数十倍的差异。租赁产业的未来发展空间巨大。

4) 集团租赁资产众多,经营经验丰富

公司背靠海航集团,后者旗下拥有众多租赁产业,如下表所示:

表格 6：海航集团旗下其他租赁公司资料

| 公司名称 | 注册资本 | 总资产 | 净资产 | 主营业务 | 业务进展 |
|--------|----------|-----------|----------|----------------------------|--|
| 长江租赁 | 28 亿元 | 167.28 亿元 | 40.18 亿元 | 通用飞机、飞机发动机及其他航空器材 | 截止 2010 年 4 月底，已起租的项目包括 56 架飞机 |
| 扬子江租赁 | 1.14 亿美元 | 31.21 亿元 | 8.65 亿元 | 通用飞机、飞机发动机及其他航空器材 | 截止 2010 年 4 月底，扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元，已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元 |
| 大新华租赁 | 17 亿元 | 5.00 亿元 | 5.00 亿元 | 船舶租赁 | 尚未开展具体业务 |
| 香港国际租赁 | 3.89 亿港元 | 19.11 亿港元 | 3.90 亿港元 | 民用飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁 | 截止 2010 年 4 月底，香港国际租赁已起租的项目包括 5 架飞机和一台飞机发动机 |
| 香港航空租赁 | 100 万港币 | n.a. | n.a. | 民用飞机租赁和投融资服务 | 截止 2010 年 4 月底，共起租 64 架飞机 |

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：总资产、净资产均为 2009 年数据。

公司目前 2011 年 P/B 仅为 1.7 倍，且是进入正常化经营的第二年，因此，我们目前需求公司较高的 ROE 水平也不现实，随着公司将账上的资金充分利用，公司整体的 ROE 水平还将不断上移，明年的整体 ROE 有望上升到 10% 左右，但是同时，公司又是资本消耗型的企业，因此，公司必将进行再融资，此时公司的 P/B 水平又将下移，而整体 ROE 水平随着经营的正常化还将一步步上移。（2010 年，民生租赁 ROE 都达到 15% 左右，远东宏信 ROE 高达 26% 左右）。（同时公司的 ROE 水平也还可以通过债项融资的方式完成，ROE 的水平远高过发债成本）

所以在未来的过程中，随着整体 ROE 上移的过程，公司的 P/B 水平却还在不停的下降，这必将带来不错的收益。

简单而言：渤海租赁，没有银行的坏账担忧，却享受着与银行一般的估值，金融板块内流动市值第二小的公司且身处朝阳产业，却没有享受到流动性溢价，本属逆周期品种，却没有在逆周期中显示出优势。从 A 股市场的交易规则来看，我们认为随着更名摘帽的完成，这些问题都将会得到解决。作为 A 股唯一的租赁类企业，公司在更名摘帽完成之后将受到的重视程度必将会大幅提高。

综上所述，我们认为公司的合理估值区间为 17-19 元，对应 2011 年年底 2.3-2.6 倍 P/B，维持公司“买入”的评级。

风险提示：租赁牌照批设提速风险

2010 年金融租赁、内资租赁、外资租赁数量分别为 17、45、120 家，相比 2009 年的 12、45、60 家分别增加了 5、0、60 家，未来需关注租赁牌照批设进度对行业竞争的影响。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。