

渤海租赁 (000415)
买入/维持评级

股价: RMB10.31

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

丁文韬
SAC 执业证书编号:S1000511090006
021-50106410
dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

华莎
(021)6849 8507
huasha@mail.htlhsc.com.cn

内生、外延双轮驱动

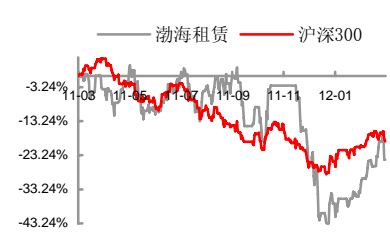
——2011 年年报点评

- 回顾: 2011 年净利润高增 46%, 归于租赁余额增长 63%。**渤海租赁 2011 年实现归属母公司净利润 3.67 亿元, 同比增长 46%, 最新股本口径下 EPS 为 0.38 元。业绩高增主因归于旺盛的业务需求推动公司 2011 年末租赁余额达到了 130.49 亿元, 同比高增 63%。另外, 考虑到将要注入的海航香港在 2011 年预计实现净利润 1.22 亿元, 公司合计备考净利润就可达 4.89 亿元, 对应备考 EPS 为 0.50 元。
- 展望: 内生增长、外延扩张双轮驱动。1) 内生增长: 公司 roe 有望从目前 5.3% 逐步提升至 15%。**A. 基础设施租赁业务在仅 3.48 倍财务杠杆(上限可达到 10 倍)情境下实际 roae 已达到 10.2%; B. 皖江金融租赁牌照将带来价、量齐增, roe 向上有望接近 15%; C. 国内租赁产业目前正处于高速增长阶段。展望未来几年, 随着公司整体租赁业务杠杆率提高、皖江金融租赁业务拓展以及借助国内正处于租赁行业高速增长阶段, 渤海租赁 roe 将有望从目前的 5.3% 提升至 15% 左右的水平。2) 外延扩张: 大股东海航旗下优质租赁资产众多。A. 拟注入的飞机租赁业务在 2013 年的 roe 可达到 18.6%, 后续年份稳定在 15% 左右; B. 海航旗下还拥有众多租赁资产。
- 投资建议: 积极买入, 分享成长, 维持“买入”评级。1) 估值安全: A. 公司 P/B 仅 1.42 倍, 2012 年 P/E 仅 14 倍。B. 股价接近于产业资本的成本。2009 年末公司战略投资者的购入成本为 9 元/股, 考虑时间成本因素, 目前二级市场股价接近于当时产业资本的成本。C. 目前股价接近于重置成本。目前公司总市值 101 亿, 而归属母公司净资产已达到 71 亿。考虑到目前公司同时拥有 3 块租赁牌照: 天津渤海租赁牌照(商务部监管), 皖江金融租赁牌照(银监会监管, 国内仅 20 家), 海航香港飞机租赁牌照(拥有数 10 年的全球飞机租赁经验, 目前排名全球 14 位)。考虑到时间成本、监管壁垒等因素, 目前溢价已接近于实务中的牌照价值。2) 盈利高增长: 预计 2012-13 年公司净利润在内生增长、外延扩张的双轮驱动下将达到 7.13、9.96 亿元, EPS 0.73、1.02 元。维持“买入”评级。**
- 风险提示: 飞机租赁资产注入仍需等待证监会正式批复。**

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)	10,632

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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,069	3,010	3,870
(+/-%)	85	182	31
归属母公司净利润(百万元)	367	713	996
(+/-%)	46	94	40
EPS(元)	0.38	0.73	1.02
P/E(倍)	27	14	10

目 录

回顾：2011 年净利润高增 46%，归于租赁余额增长 63%	4
展望：内生增长、外延扩张双轮驱动	4
内生增长：公司 roe 有望从目前 5.3%提升至 15%	4
外延扩张：大股东海航旗下优质租赁资产众多	7
投资建议：积极买入，分享成长，维持“买入”评级	9
风险提示：飞机租赁资产注入仍需等待证监会正式批复	9

图表目录

图 1: 欧洲租赁高增长触发点为人均 GDP7556 美元.....	7
图 2: 南美洲租赁高增长触发点为人均 GDP2736 美元.....	7
图 1: 国内租赁余额 2006-11 年 CAGR 为 159%.....	7
图 2: 经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%.....	8
表格 1: 渤海租赁 2011 年租赁余额高增 63% (单位: 百万元).....	4
表格 2: 渤海租赁租赁利差基本保持在 2%左右 (单位: 百万元).....	4
表格 3: 海航香港盈利预测 (单位: 亿元).....	4
表格 4: 国内租赁公司 roe.....	5
表格 5: 皖江金融租赁公司的股权结构 (单位: 亿元).....	5
表格 6: 内资租赁、金融租赁的融资渠道比较.....	6
表格 7: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较.....	6
表格 8: 海航香港的实际 roe 测算 (单位: 亿元).....	8
表格 9: 海航集团旗下其他租赁公司资料.....	8

回顾：2011 年净利润高增 46%，归于租赁余额增长 63%

渤海租赁 2011 年实现归属母公司净利润 3.67 亿元，同比增长 46%，最新股本口径下 EPS 为 0.38 元。

业绩高增主因归于旺盛的业务需求推动公司 2011 年末租赁余额达到了 130.49 亿元，同比高增 63%，其中 2011 年新增租赁余额达到 50.52 亿元，同比增长了 97%。

表格 1：渤海租赁 2011 年租赁余额高增 63%（单位：百万元）

	2009	2010	2011
天津渤海租赁（基础设施租赁业务）：			
期末租赁余额	5,430	7,998	13,049
yoy	-	47%	63%
期末租赁余额-自有资金	1,530	3,464	3,754
期末租赁余额-银行贷款	3,900	4,534	9,295
期末租赁项目财务杠杆	3.55	2.31	3.48
当期新增租赁金额	5,430	2,568	5,052
yoy	-	-53%	97%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

租赁利率和贷款利率在 2011 年资金偏紧的环境下处于上行态势，但利差仍然基本保持在 2%左右的水平。

表格 2：渤海租赁租赁利差基本保持在 2%左右（单位：百万元）

	2009	2010	2011
天津渤海租赁（基础设施租赁业务）：			
租赁利率测算	5.66%	8.59%	10.15%
贷款利率测算	3.41%	6.66%	8.20%
利差测算	2.25%	1.93%	1.96%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

另外，考虑到将要注入的海航香港在 2011 年预计实现净利润 1.22 亿元，公司合计备考净利润就可达到 4.89 亿元，对应备考 EPS 为 0.50 元。

表格 3：海航香港盈利预测（单位：亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利润预测值	1.22	1.41	2.71	2.35	2.60	3.58	3.95	5.18	5.36	5.22

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

展望：内生增长、外延扩张双轮驱动

内生增长：公司 roe 有望从目前 5.3%提升至 15%

1) 基础设施租赁业务在仅 3.48 倍财务杠杆(上限可达到 10 倍)情境下实际 roae 已达到 10.2%;

截止 2011 年末，渤海租赁的租赁余额为 130 亿元，其中自有资金出资 37 亿元，银行贷款 93 亿元，全部租赁项目的财务杠杆为 3.48 倍 (=130/37)，公司 2011 年净利润 3.67 亿元。即公司在动用 37 亿元净资产、财务杠杆仅 3.48 倍的情境下，roae 已

达到 10.2%。未来随着租赁项目增加，杠杆率提升，基础设施租赁业务的 roe 还将进一步提升。

参考国内其他租赁公司，一般而言，当财务杠杆超过 5 倍时，其 roe 均在 10% 以上。

表格 4：国内租赁公司 roe

	roe	财务杠杆
远东宏信	25.8%	7.3
民生租赁	13.4%	10.5
招银租赁	11.8%	9.4
华融租赁	11.4%	7.3
工银租赁	10.2%	9.4
交银租赁	7.3%	n.a.
建银租赁	3.5%	5.0

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

2) 皖江金融租赁牌照将带来价、量齐增，roe 向上有望接近 15%；

除了基础设施租赁和飞机租赁业务外，渤海租赁与芜湖建投、美的集团共同联合筹建了皖江金融租赁公司，渤海租赁出资 16.5 亿元，持有皖江金融租赁 55% 股权。

表格 5：皖江金融租赁公司的股权结构（单位：亿元）

	出资额	持股比例
渤海租赁	16.5	55%
芜湖建投	9.9	33%
美的集团	3.6	12%
合计	30.0	100%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

继渤海租赁的内资租赁牌照之后，公司 2011 年再获一张金融租赁牌照实属不易，截止 2011 年末国内一共仅发放了 20 家金融租赁牌照，可见银监会对渤海租赁经营能力的认可。公司未来有望从以下四方面受益：

A. 融资成本降低

相比内资租赁主要依靠银行贷款的单一融资来源，金融租赁可以通过同业拆借、发行金融债券、吸收股东一年期以上定期存款等方式来进行融资，相比银行贷款而言融资成本大幅降低。

表格 6：内资租赁、金融租赁的融资渠道比较

	内资租赁	金融租赁
监管规定	融资租赁试点企业应严格遵守国家有关法律法规，不得从事下列业务： （一）吸收存款或变相存款； （二）向承租人提供租赁项下的流动资金贷款和其他贷款； （三）有价证券投资、金融机构股权投资； （四）同业拆借业务； （五）未经中国银行业监督管理委员会批准的其他金融业务。	经中国银行业监督管理委员会批准，金融租赁公司可经营下列部分或全部本外币业务： （一）融资租赁业务； （二）吸收股东 1 年期（含）以上定期存款； （三）接受承租人的租赁保证金； （四）向商业银行转让应收租赁款； （五）经批准发行金融债券； （六）同业拆借； （七）向金融机构借款； （八）境外外汇借款； （九）租赁物品残值变卖及处理业务； （十）经济咨询； （十一）中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。

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

B. 财务杠杆提升

相比内资租赁 10 倍的财务杠杆上限，金融租赁的财务杠杆上限可以达到 12.5 倍。

表格 7：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

C. 项目资源无忧

2010 年芜湖市实现 GDP1108.63 亿元，同比增长 18.2%，经济总量、增速分别位居安徽省第二、第一位。皖江金融租赁的第二大股东芜湖建投（拟持股 33%）直属芜湖市人民政府领导，可为皖江金融租赁提供丰富的项目支持。

D. 税收优惠可期

参考渤海租赁此前与天津市政府的密切合作关系，诸多税收项目都获得减免。我们认为，皖江金融租赁在芜湖当地从事租赁业务同样有望获得相应的税收优惠政策。

参照表格 4 中国内金融租赁公司的盈利能力，我们判断，皖江金融租赁的 roe 向上有望接近 15%。

3) 国内租赁产业目前正处于高速增长阶段

参考租赁行业增长的 S 型曲线，各大洲进入高速增长阶段的人均 GDP 触发点存在较大差异。我们推测，主要原因可能在于，租赁行业作为一个对政策、制度较为敏感的金融子行业，其对经济成熟度的敏感度相比之下较政策、制度建设等方面会弱一些。

图 1： 欧洲租赁高增长触发点为人均 GDP7556 美元

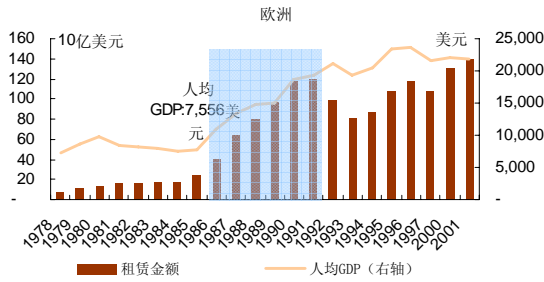
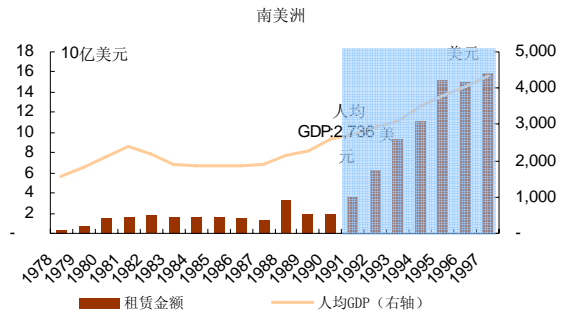


图 2： 南美洲租赁高增长触发点为人均 GDP2736 美元

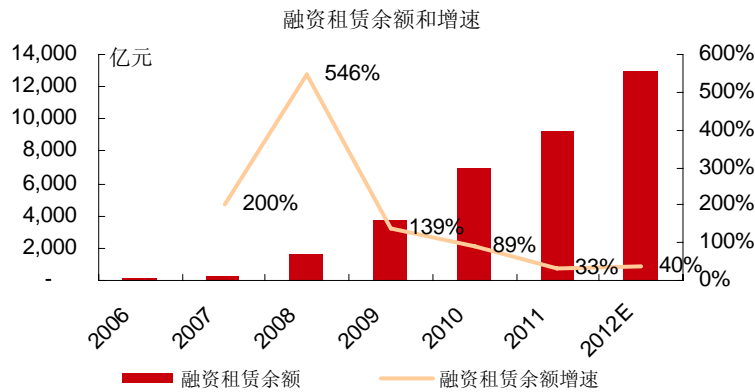


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

通常而言，法律、监管、会计、税收方面的制度建设是租赁行业的 4 大支柱。从国内来看，第一家租赁公司于 1981 年成立，当时背景是改革开放初期，为了解决国内资金紧缺以及从国外引进先进技术、设备和管理的需求，由此引入了融资租赁业务。此后的 30 年时间里，国内租赁行业经历了起源（1981-84）、发展（1985-88）、动荡（1989-1999）、复苏（2000 至今）四个阶段，其中，直到 1999 年之后的两年中，国内完成法律、监管、会计、税收的租赁行业四大支柱建设，国内租赁行业才算真正迈入到规范化发展的道路上来，制度建设上的逐渐完善迎来了近年国内租赁行业的高速发展。

图 1： 国内租赁余额 2006-11 年 CAGR 为 159%



资料来源：中国租赁联盟，华泰联合证券研究所

展望未来几年，随着公司整体租赁业务杠杆率提高、皖江金融租赁业务拓展以及借助国内正处于租赁行业高增长阶段，渤海租赁 roe 将有望从目前的 5.3% 提升至 15% 左右的水平。

外延扩张：大股东海航旗下优质租赁资产众多

1) 拟注入的飞机租赁业务在 2013 年 roe 可达到 18.6%，后续年份稳定在 15% 左右；

目前拟注入的海航香港，主营飞机租赁业务，最新净资产 18.3 亿元，考虑到海航对海航香港的债务为 7.8 亿元，扣除该债务后，海航香港实际可用净资产为 10.5 亿元 (=18.3-7.8)，海航香港 2011-13 年的业绩承诺为 1.22、1.41、2.71 亿元（按最新汇

率计算)。由此推算, 2011-13 年的海航香港的实际 roe 分别为 11.7%、11.9%、18.6%, 后续年份基本稳定在 15% 左右。

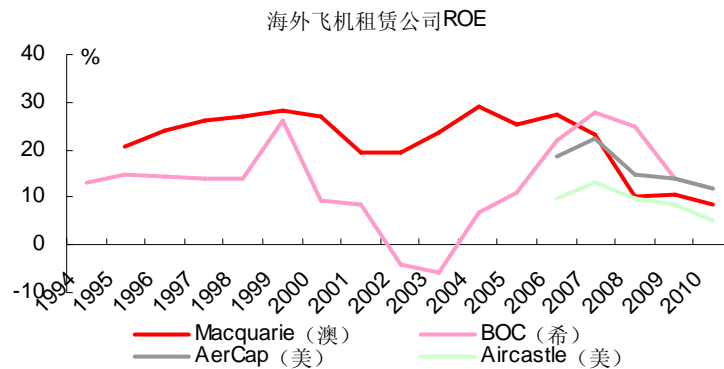
表格 8: 海航香港的实际 roe 测算 (单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利润预测值	1.22	1.41	2.71	2.35	2.60	3.58	3.95	5.18	5.36	5.22
净资产	18.27	19.68	22.39	24.74	27.34	30.92	34.87	40.06	45.42	50.64
扣除海航债务后净资产	10.44	11.85	14.56	16.91	19.51	23.09	27.04	32.23	37.59	42.81
实际 roe	11.7%	11.9%	18.6%	13.9%	13.3%	15.5%	14.6%	16.1%	14.3%	12.2%

资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所

参考海外飞机租赁公司, 经营较好的公司长期 roe 可达到 20% 左右的水平。

图 2: 经营较好的海外飞机租赁公司 ROE 可达到 20%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

2) 海航旗下还拥有众多租赁资产

公司在此前公告中已明确提及未来对公司实际控制人海航集团旗下其他租赁资产的整合可能, 渤海租赁未来外延扩张的潜力巨大。

表格 9: 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
GE SeaCo (拟收购)	N.A.	N.A.	N.A.	全球海运集装箱租赁	全球海运集装箱租赁行业第五大运营商

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。GE SeaCo 的拟收购信息来自于公共媒体披露。

投资建议：积极买入，分享成长，维持“买入”评级

综合考虑到公司目前非常安全的估值水平，以及内生、外延双轮驱动的盈利高增长，我们维持对公司的“买入”评级。主要推荐理由：

1) 估值安全

A.公司 P/B 仅 1.42 倍，2012 年 P/E 仅 14 倍。

B.股价接近于产业资本的成本。2009 年末公司战略投资者的购入成本为 9 元/股，考虑时间成本因素，目前二级市场股价接近于当时产业资本的成本。

C.目前股价接近于重置成本。目前公司总市值 101 亿，而归属母公司净资产已达到 71 亿。考虑到目前公司同时拥有 3 块租赁牌照：天津渤海租赁牌照（商务部监管），皖江金融租赁牌照（银监会监管，国内仅 20 家），海航香港飞机租赁牌照（拥有数 10 年的全球飞机租赁经验，目前排名全球 14 位）。考虑到时间成本、监管壁垒等因素，目前溢价已接近于实务中的牌照价值。

2) 盈利高增长

预计 2012-13 年公司净利润在内生增长、外延扩张的双轮驱动下将达到 7.13、9.96 亿元，EPS0.73、1.02 元。维持“买入”评级。

风险提示：飞机租赁资产注入仍需等待证监会正式批复



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。