

海通证券 (600837.SH) 证券业行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王琨

分析师 SAC 执业编号: S1130513080010

(8621)60753901

wangkun@gjzq.com.cn

进军融资租赁市场，依托上海自贸快速发展；

事件

- 2013年9月25日，海通证券全资子公司海通国际控股向 UT Capital Holdings 收购恒信金融集团 100% 的股份，收购的对价为 7.15 亿美元，交易交割后，恒信金融集团将成为海通证券的间接控制全资子公司。

评论

- **恒信金融集团主要经营融资租赁和贸易金融业务，业务资质优良：**恒信金融隶属于 TPG（成立于 1992 年的全球领先的私募股权投资公司，旗下管理的资产规模达 545 亿美元），为各行各业客户提供直接租赁和售后回租服务，其拥有两家直接全资子公司恒信和恒运，以及一家通过恒信间接拥有的全资子公司泛圆。恒信注册于上海，经营设备融资租赁服务；恒运注册于天津，主要经营重型卡车租赁业务；泛圆注册于上海，是集团专门的贸易融资平台，为其现有的租赁客户提供增值服务。恒信金融集团 2012 年营业收入 13.74 亿元，净利润 2.78 亿元，ROE13%，盈利能力居行业前列，优于我们熟悉的远东宏信（12%）和渤海租赁（7%），且显著高于海通证券 ROE（5.63%）。
- **进入融资租赁市场，符合海通证券大力发展资本中介业务战略，并有望依托上海自贸区快速发展。**在证券公司负债融资渠道打通后，资金的使用方式和效率成为证券公司的重要战略考虑。融资租赁，以净息差为主的盈利模式，对资金需求量大，但回报稳定、快速，符合海通证券大力发展资本中介业务的总体战略，也将进一步降低市场波动对公司营收的影响。另外，上海自贸区将为当地金融机构带来更多的业务机会，其中融资租赁有望在税收优惠上给予扶持，恒信租赁注册地上海，有望依托上海自贸区快速发展。
- **收购价格不算便宜，且将对公司的租赁业务专业能力和管理能力带来一定考验。**此次收购对价 7.15 亿美元折合 43.97 亿元人民币，对应 11/15x13/12PE, 1.7/2.0X13/12PB，估值高于远东宏信（7X12PE, 1.0X12PB）、渤海租赁（15X12PE, 1.2X12PB），收购价格不算便宜。从未来的经验来讲，目前银行系、厂商系、独立第三方租赁公司三分天下：银行系最大优势在于资金成本低，定位于银行内部高端客户，专注于大型设备租赁；厂商系优势在于拥有对租赁物进行维护、增值和处置的专业能力，通常专注于厂商的自有客户和自身设备；第三方租赁公司只能靠专业化取胜，因此通常会专注于某些行业，通过对租赁物件和行业专业知识的经验积累，满足客户多方需求。**海通收购租赁公司后定位将类似于第三方租赁公司，优势在于可依托券商多业务背景满足客户多方面融资、信贷需求，但也将对公司的租赁业务专业力带来一定考验。**恒信租赁此前主要聚焦在医疗、印刷、政教、机床等设备租赁，这些领域对于海通都相对陌生，因此对原有团队的稳定激励、新近人才的吸引，预计公司都将付出一定的成本牺牲（平安租赁的案例）。

投资建议

- **维持“买入”评级。**公司进军融资租赁市场超市场预期，符合公司大力发展资本中介业务的大战略定位，并有望依托上海自贸区快速发展。但收购价格不算便宜，且将对公司的租赁业务专业能力和管理能力带来一定考验。在日均股票交易额 1800/2000（2013/2014）亿元假设下，预计公司 13 和 14 年的 EPS 分别至 0.46 元和 0.55 元，同比分别增长 47% 和 19%，目前股价对应 27X13PE 和 1.92X13PB。维持对公司“买入”的投资评级。

收购分析
图表1: 恒信金融及相关上市公司盈利、估值对比分析 (2012年)

单位: 百万元	恒信金融	远东宏信	渤海租赁
营业收入	1374.20	6338.80	2491.84
净利润	277.50	1484.03	491.95
净资产	2147.60	12567.59	7077.70
ROE	13%	12%	7%
ROA	3%	3%	2%
PE	15.85 (收购对价)	6.71 (对应13/9/25日收盘价)	15.21 (对应13/8/16日收盘价)
PB	2.05 (收购对价)	0.98 (对应13/9/25日收盘价)	1.19 (对应13/8/16日收盘价)

来源: 国金证券研究所

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表2: 海通证券利润表预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,006.52	9,939.72	9,767.69	9,292.73	9,140.69	10,428.01	11,811.80	12,969.15
手续费净收入	4,022.53	6,274.18	4,863.82	3,041.43	2,274.05	2,461.08	2,724.78	2,821.35
手续费收入	4,564.45	7,264.37	5,938.69	3,933.96	2,894.92	3,076.35	3,405.97	3,526.68
手续费支出	541.92	990.19	1,074.87	892.52	620.87	615.27	681.19	705.34
承销收入	168.36	381.55	919.74	839.07	657.49	720.00	870.30	945.03
受托管理收入	535.65	743.56	713.52	985.02	861.77	806.48	909.13	1,000.04
净利息收入	1,002.65	1,124.00	1,365.52	2,093.38	2,121.47	2,288.01	2,960.79	3,916.56
投资收益	1,861.06	1,312.91	1,056.44	2,053.71	2,042.46	2,988.66	3,109.05	2,996.31
公允价值变动	-819.85	-274.18	103.59	-473.87	476.95	434.14	435.18	403.63
其他业务收入	236.12	377.70	745.07	753.99	706.50	729.65	802.58	886.23
营业支出	3,342.46	4,209.72	4,934.76	5,125.06	5,153.91	4,405.33	4,638.11	4,707.87
业务及管理费	2,952.60	3,725.20	4,511.73	4,228.44	4,011.39	3,962.65	4,134.13	4,150.13
营业税金及附加	334.59	474.90	422.39	379.14	269.39	417.12	472.47	518.77
资产减值损失	51.70	3.10	-3.77	507.64	841.22	11.50	13.23	15.21
其他业务支出	3.56	6.52	4.41	9.83	31.92	14.06	18.28	23.77
上缴投资者保护基金								
营业利润	3,664.06	5,730.00	4,832.93	4,167.68	3,986.79	6,022.69	7,173.69	8,261.28
营业外收入	55.73	199.87	159.17	136.52	135.60	142.38	149.50	156.97
营业外支出	21.93	-51.97	2.41	4.03	12.91	15.50	18.59	22.31
利润总额	3,697.86	5,981.84	4,989.69	4,300.16	4,109.47	6,149.57	7,304.59	8,395.94
所得税	312.84	1,320.09	1,121.53	1,018.17	874.98	1,475.90	1,753.10	2,015.03
所得税率	8.46%	22.07%	22.48%	23.68%	21.29%	24.00%	24.00%	24.00%
净利润	3,385.02	4,661.75	3,868.16	3,282.00	3,234.49	4,673.67	5,551.49	6,380.91
少数股东损益	83.37	113.52	181.89	178.96	214.72	225.45	236.72	248.56
归属母公司所有者的净利润	3,301.65	4,548.23	3,686.26	3,103.03	3,019.78	4,448.22	5,314.77	6,132.35
					-2.68%	47.30%	19.48%	15.38%
Per share data								
股本, 期末(mn)	8,227.82	8,227.82	8,227.82	8,227.82	9,584.72	9,584.72	9,585.72	9,586.72
EPS(basic)	0.40	0.55	0.45	0.38	0.32	0.46	0.55	0.64
EPS(Diluted)	0.40	0.55	0.45	0.38	0.32	0.46	0.55	0.64
BVPS	4.66	5.28	5.40	5.47	6.12	6.46	6.83	7.24
BVPS(Diluted)	4.66	5.28	5.40	5.47	6.12	6.46	6.83	7.24

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-28	增持	9.24	N/A
2	2012-03-16	增持	9.56	N/A
3	2012-08-27	买入	8.28	N/A
4	2012-10-29	买入	8.90	N/A
5	2013-03-27	增持	10.87	N/A
6	2013-04-01	增持	10.20	12.00
7	2013-04-26	增持	10.73	N/A
8	2013-08-23	买入	10.50	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net