

## 渤海租赁 (000415.SZ):

### 借行业东风, 全方位布局进入高速成长期

#### ⑤ 核心观点

2013 年年初开始, 融资租赁行业就呈现出快速发展的态势, 到 6 月底, 融资租赁合同余额达到 19000 亿元, 比 2012 年末增长 22.6%, 其中售后回租业务占比在 50% 以上。而“营改增”方案的取消更提升了融资租赁行业的发展空间。

从国际融资租赁行业情形来看, 融资租赁规模最大的是北美和欧洲, 2012 年, 北美融资租赁共成交 3364 亿美元, 同比增长 15%, 欧洲成交 3140 亿美元, 同比增长 3.7%。增长最快的地区是澳洲和亚洲, 同比分别增长 34.3% 和 17.5%。

天津渤海租赁有限公司成立于 2007 年, 注册资本为人民币 626085 万元, 是国内最大的基础设施租赁服务供应商之一, 也是国内唯一一家拥有金融租赁和非金融租赁两块牌照的租赁公司。目前, 渤海租赁持有天津渤海租赁、皖江金融租赁、香港航空租赁、横琴国际融资租赁、SEACO 集装箱租赁, 基本实现了租赁行业的全方位布局。

#### ⑤ 投资建议

我们认为, 目前我国融资租赁行业与国际平均水平仍有较大差距, 融资渗透率不足 5%, 远低于美、英、加等国 20% 以上的融资渗透率。随着我国市政基础设施建设、电力基础设施建设、交通运输基础设施建设以及新能源/清洁能源等行业的发展, 融资租赁业务空间十分广泛。而渤海租赁通过近几年的扩张与并购, 已经在基础设施租赁、飞机租赁、集装箱及航运租赁等业务上实现了全面覆盖, 并且成为国内第一家同时具有金融租赁和融资租赁双牌照的租赁公司。而目前渤海租赁股价仅为 8.49 元, 对应 PE (2013E) 仅为 12 倍。

因此, 我们对渤海租赁 (000415) 给出首次**强烈推荐**评级, 14 年目标价格 12 元。

#### ⑤ 盈利预测

受益于融资租赁行业高速成长的状态, 我们预计 2013、2014、2015 年公司净利润分别为 11.3 亿元、17.3 亿元、22.5 亿元; 预计 2013、2014、2015 年的 EPS 分别为 0.70、1.06、1.38 (未考虑 2014 年定增影响)。

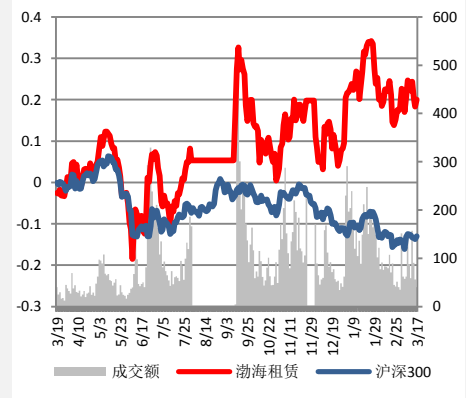
#### ⑤ 风险提示

船运、航运等租赁业务的重点行业利润下滑可能导致违约风险

## 渤海租赁 (000415.SZ)

投资评级: **强烈推荐**

市场表现 截止 2014-04-02



市场数据 2014-04-02

收盘价	8.49
52 周内高	9.63
52 周内低	5.41
总市值(百万元)	10775.96
流通市值(百万元)	3696.71
总股本(百万股)	1269.25
流通股(百万股)	435.42
每股净资产(元)	0.3162

分析师: 曹雪峰

证书编号: S1490513070003

联系人: 宋蕊

Tel: 010-58565126

Email: songrui@hrsec.com.cn

**目 录**

---

<b>一、融资租赁行业正在驶入快车道.....</b>	<b>4</b>
1、租赁行业发展迅速.....	4
2、金融租赁公司占有绝对优势.....	6
3、“营改增”方案废止带来强劲利好.....	7
4、与国际相比，租赁行业发展空间巨大.....	7
<b>二、全方位布局奠定公司发展基础.....</b>	<b>9</b>
1、伴随海航的扩张而成长.....	9
2、并购壮大公司实力，提升利润空间.....	10
3、业务结构以融资租赁为主.....	12
4、各业务平台特色明显，发展潜力巨大.....	14
5、依托天津，展望全球.....	16
<b>三、盈利预测及估值.....</b>	<b>16</b>
<b>四、投资建议.....</b>	<b>16</b>
<b>五、风险提示.....</b>	<b>17</b>
<b>附表.....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1: 金融租赁牌照有限, 外资租赁发展迅猛 (家数) .....	4
图表 2: 金融租赁公司规模较大, 内资租赁略显不足 (亿元) .....	5
图表 3: 融资租赁业务规模增长迅猛 (亿元) .....	5
图表 4: 规模排名前十位的融资租赁公司 .....	6
图表 5: 2012 年各地区融资租赁交易额及增长率 .....	7
图表 6: 各地区融资租赁交易规模历年变动 .....	8
图表 7: 主要国家的租赁渗透率历年变动 .....	9
图表 8: 渤海租赁的股东结构 .....	9
图表 9: 渤海租赁前十大股东 (2013.Q3) .....	10
图表 10: 渤海租赁历年收入及利润情况 .....	11
图表 11: ROE 及 ROA 正在稳步回升 .....	11
图表 12: 控股股东海航资本的下属子公司 .....	12
图表 13: 公司业务以融资租赁为主 .....	12
图表 14: 全社会固定资产投资额快速增长 .....	13
图表 14: 天津渤海租赁以基础设施、物业等租赁为主 .....	14
图表 15: 皖江租赁以基础设施、机器设备等租赁为主 .....	14
图表 16: 2012 年全球集装箱租赁公司排名 .....	15

## 一、融资租赁行业正在驶入快车道

### 1、租赁行业发展迅速

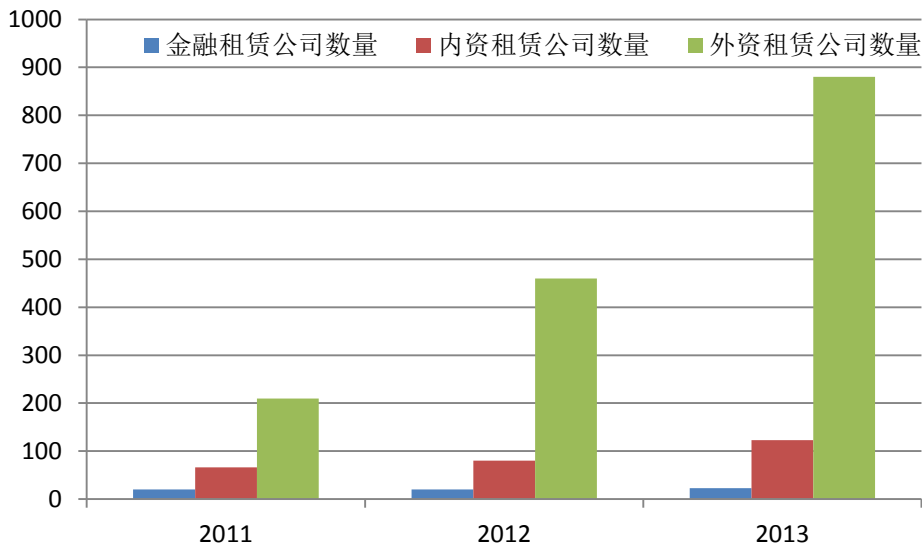
我国目前租赁公司主要分为融资租赁公司和金融租赁公司，其中内资融资租赁试点企业和外商投资的融资租赁公司归商务部监管，金融租赁公司归银监会监管。

**内资融资租赁试点企业：**根据《关于从事融资租赁业务有关问题的通知》的规定，商务部负责对内资租赁企业开展从事融资租赁业务的试点工作。各省、自治区、直辖市、计划单列市商务主管部门可以根据本地区租赁行业发展的实际情况，推荐1-2家从事各种先进或适用的生产、通信、医疗、环保、科研等设备，工程机械及交通运输工具（包括飞机、轮船、汽车等）租赁业务的企业参与试点工作。被推荐的企业经商务部、国家税务总局联合确认后，纳入融资租赁试点范围。

**外商投资的融资租赁公司：**根据《外商投资租赁业管理办法》的规定，外商投资租赁公司是指经中国商务部批准设立的，从事融资租赁业务的租赁公司和从事除融资租赁业务外租赁业务的租赁公司。外商投资租赁业可以采取有限责任公司或股份有限公司的形式。外商投资融资租赁公司可以采取直接租赁、转租赁、回租赁、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等不同形式开展融资租赁业务。租赁财产包括：1. 生产设备、通信设备、医疗设备、科研设备、检验检测设备、工程机械设备、办公设备等各类动产；2. 飞机、汽车、船舶等各类交通工具；3. 上述动产和交通工具附带的软件、技术等无形资产，但附带的无形资产价值不得超过租赁财产价值的二分之一。

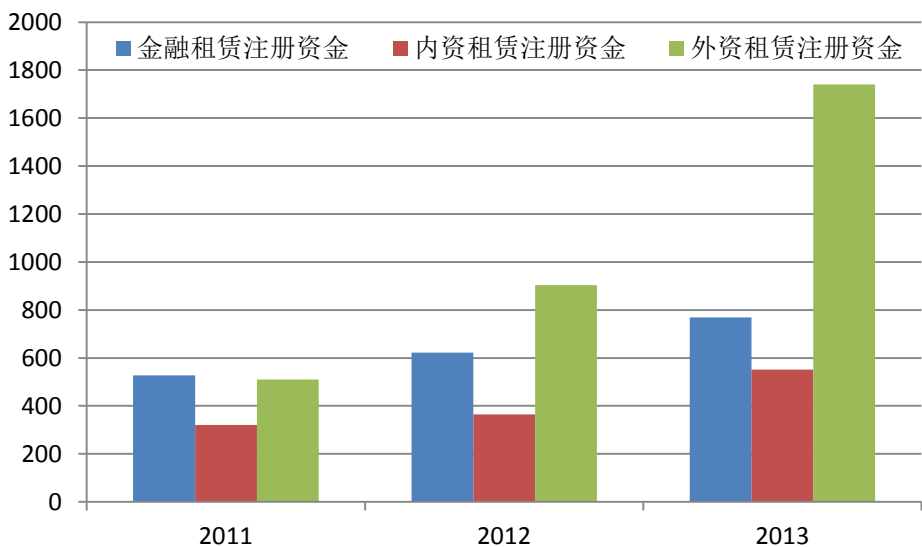
**金融租赁公司：**根据《金融租赁公司管理办法》第2条的规定，“金融租赁公司是指经中国银行业监督管理委员会批准，以经营融资租赁业务为主的非银行金融机构。”金融租赁公司大多是银行机构成立的子公司，属于非银行金融机构，必须取得《金融许可证》牌照，并接受银监会的严格监管（如1104报表系统）。

**图表 1：金融租赁牌照有限，外资租赁发展迅猛（家数）**



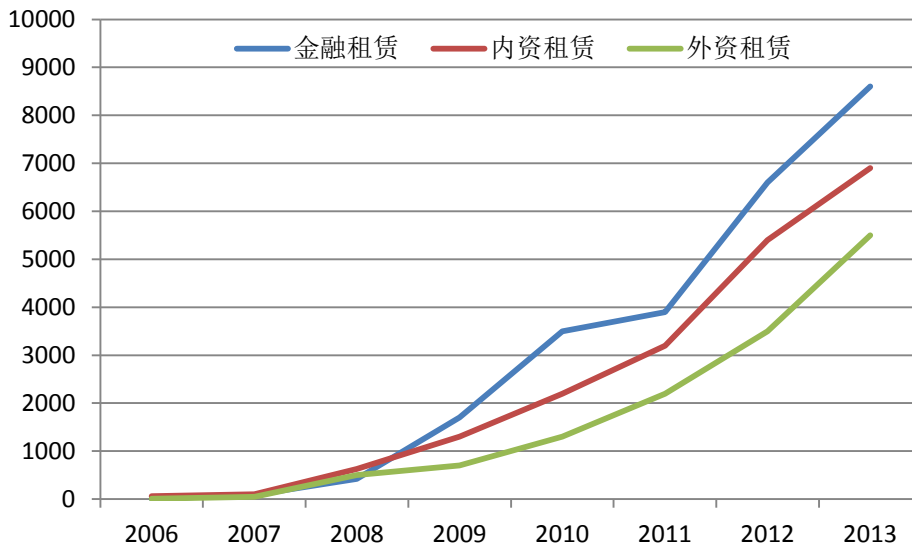
数据来源：2013年中国融资租赁业发展报告，华融证券整理

**图表 2：金融租赁公司规模较大，内资租赁略显不足（亿元）**



数据来源：2013年中国融资租赁业发展报告，华融证券整理

**图表 3：融资租赁业务规模增长迅猛（亿元）**



数据来源：2013 年中国融资租赁业发展报告，华融证券整理

## 2、金融租赁公司占有绝对优势

**杠杆比率的优势。**根据《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》第九条规定，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。风险资产是指按企业的总资产减去现金、银行存款、国债和委托租赁资产后的剩余资产总额确定。而金融租赁公司参照银行业标准监管，需要满足资本充足率的监管要求，即金融租赁公司的资本净额不得低于风险加权资产的 8%，杠杆率为 12.5。

**融资方式的优势。**融资租赁公司一般都通过资本金和银行贷款来获得资金来源。而根据 2014 年 3 月修订后的《金融租赁公司管理办法》，进一步放宽资本准入，同时扩大了金融租赁公司业务范围，增加固定收益类证券投资等业务，并允许符合条件的金融租赁公司发行金融债。

**规模效应的优势。**金融租赁牌照有限，目前仅发放了 23 张金融租赁牌照，且大多为银行旗下的金融租赁公司，比如工银租赁、建银租赁、交银租赁等等。因此，在注册资本总量上，金融租赁远超内资租赁的资本规模。而在主要以资本金和银行贷款为资金来源的租赁行业，规模效应可以带来更大的业务优势。

**图表 4：规模排名前十位的融资租赁公司**

名称	注册资金 (亿元)	注册地	注册时间	监管部门
国银金融租赁有限公司	80	深圳	1984	银监会
工银金融租赁有限公司	80	天津	2007	银监会

远东国际租赁有限公司	63	上海	1981	商务部
天津渤海租赁有限公司	62.5	天津	2008	商务部
昆仑金融租赁公司	60	重庆	2010	银监会
民生金融租赁有限公司	50.95	天津	2007	银监会
建银金融租赁有限公司	45	北京	2007	银监会
交银金融租赁有限公司	40	上海	2007	银监会
招银金融租赁有限公司	40	上海	2007	银监会
长江租赁有限公司	38.3	天津	2004	商务部
兴银金融租赁有限公司	35	天津	2010	银监会
国泰租赁有限公司	30	济南	2007	商务部
皖江金融租赁	30	芜湖	2011	银监会

数据来源：中国租赁联盟，华融证券整理

### 3、“营改增”方案废止带来强劲利好

2013 年年初开始，融资租赁行业就呈现出快速发展的态势，到 6 月底，融资租赁合同余额达到 19000 亿元，比 2012 年末增长 22.6%，其中售后回租业务占比在 50%以上。

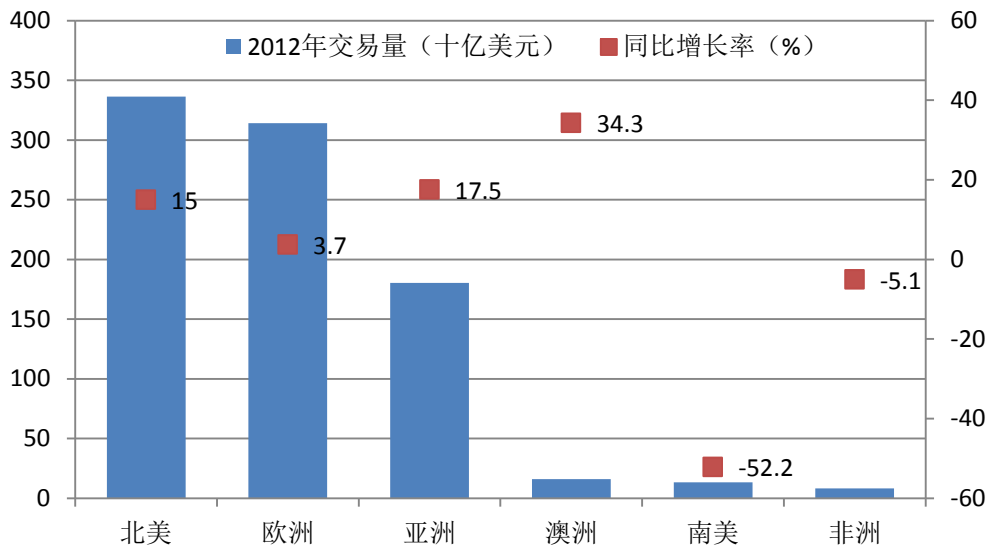
2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发了营业税改征增值税试点的方案。2013 年 5 月，国家税务总局发布了“财税[2013]37 号”营改增新文件，宣布自 8 月 1 日起在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营改增方案。营改增方案的实施大幅增加了租赁行业的税负负担，主要是其中的售后回租业务，按照新方案，承租方在向租赁公司转让有形动产时，不征收增值税，企业只能给租赁公司开具普通发票。而租赁公司在计算售后回租业务销项税额时，没有增值税发票，无法抵扣进项税，结果导致企业重复纳税，成本急速上升。“营改增”方案导致 8 月份之后，售后回租业务几乎处于停滞状态，三季度融资租赁业务总量首次出现环比零增长。

2013 年 12 月，在综合考虑了融资租赁行业的具体情况之后，财政部和国家税务总局下发了 106 号文，宣布 37 号文废止，售后回租等业务继续施行差额纳税的政策，行业重回正常运行轨道。

### 4、与国际相比，租赁行业发展空间巨大

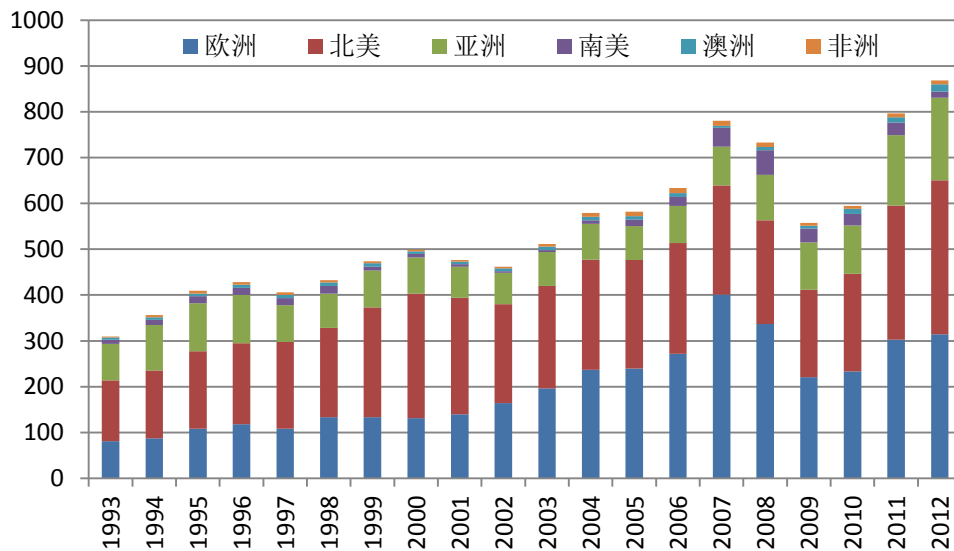
从国际融资租赁行业情形来看，融资租赁规模最大的是北美和欧洲，2012 年，北美融资租赁共成交 3364 亿美元，同比增长 15%，欧洲成交 3140 亿美元，同比增长 3.7%。而增长最快的地区是澳洲和亚洲，同比分别增长 34.3%和 17.5%。

**图表 5：2012 年各地区融资租赁交易额及增长率**



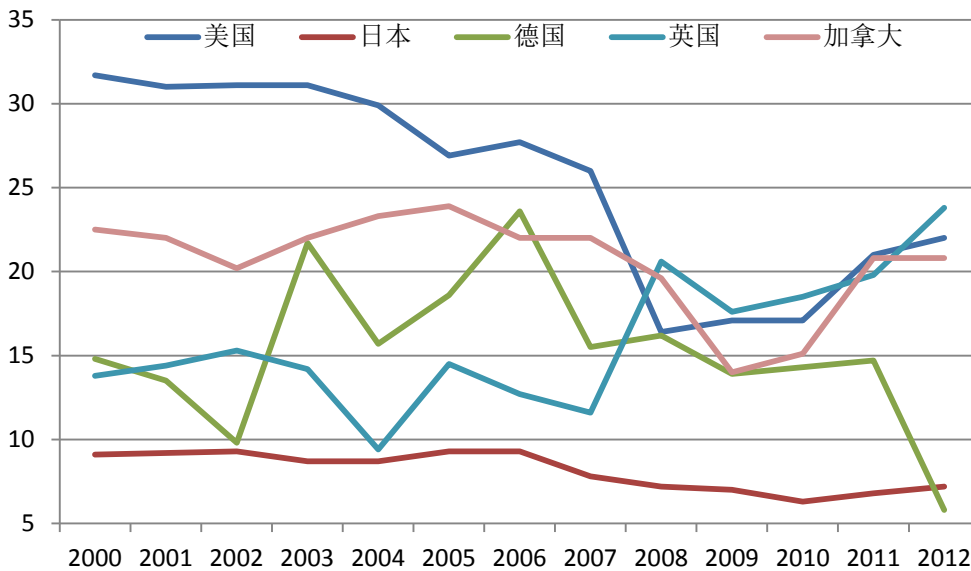
数据来源：White Clarke Group's Global Leasing Report 2014，华融证券整理

图表 6：各地区融资租赁交易规模历年变动



数据来源：White Clarke Group's Global Leasing Report 2014，华融证券整理

从国家情形来看，2012年融资租赁成交额排名前六位的分别是美国、中国、日本、德国、英国和加拿大，分别成交2943亿美元、886亿美元、695亿美元、663亿美元、616亿美元和370亿美元。从租赁渗透率来看（年租赁交易量与年设备投资额的比率），美国、英国、加拿大、澳大利亚的租赁渗透率都在20%以上，而我国的租赁渗透率不到5%，因此，具有非常大的成长空间。

**图表 7：主要国家的租赁渗透率历年变动**


数据来源：White Clarke Group's Global Leasing Report 2014，华融证券整理

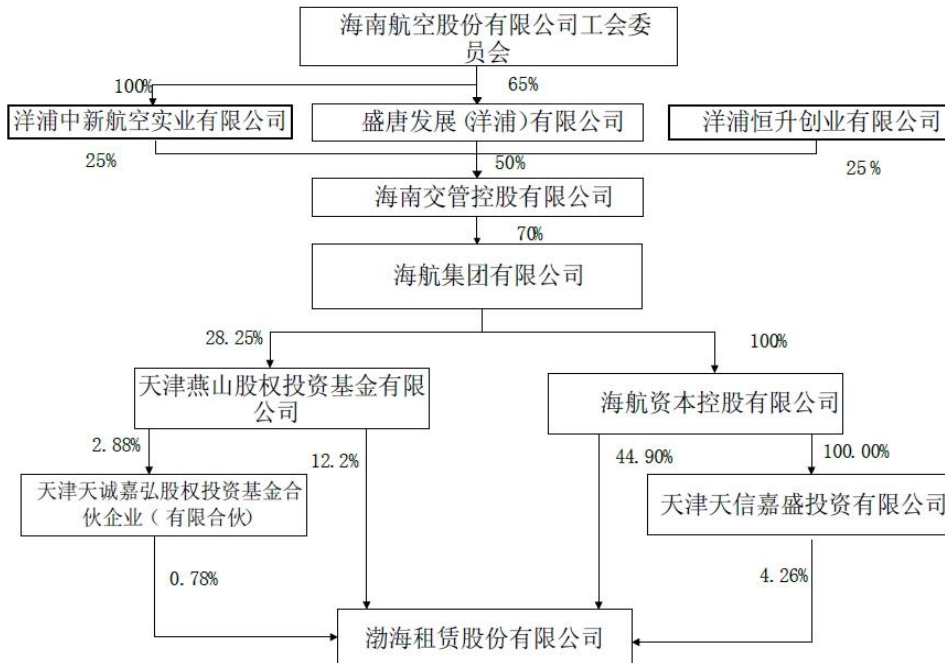
## 二、全方位布局奠定公司发展基础

### 1、伴随海航的扩张而成长

天津渤海租赁有限公司是经国家商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业。公司成立于 2007 年，注册资本为人民币 626085 万元，是国内最大的基础设施租赁服务供应商之一，也是国内唯一一家拥有金融租赁和非金融租赁两块牌照的租赁公司。

海航集团通过海航资本和一致行动人天津燕山股权投资基金、天津天信嘉盛投资、天津天诚嘉弘股权投资基金持有渤海租赁 62.14% 的股权。海航集团从 1993 年的 1000 万元起步，通过融资、并购等以金融控股为核心的多元化方式不断扩张，到目前总资产超过 3000 亿元。海航集团是国内较早开展飞机和航空发动机融资租赁业务的公司，目前拥有渤海租赁、长江租赁、扬子江租赁、大新华租赁、香港国际租赁、海航香港以及皖江金融租赁七家租赁公司，还是国银金融租赁的股东之一。

**图表 8：渤海租赁的股东结构**



据来源：渤海租赁公告，华融证券整理

**图表 9：渤海租赁前十大股东 (2013.Q3)**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	持有有限售条件的股份数量
海航资本控股有限公司	境内非国有法人	44.90%	569,921,395	569,921,395
天津燕山股权投资基金有限公司	境内非国有法人	12.20%	154,785,457	154,785,457
天津天信嘉盛投资有限公司	境内非国有法人	4.26%	54,073,522	54,073,522
天津保税区投资有限公司	国有法人	3.55%	45,061,268	45,061,268
天津远景天创股权投资合伙企业	境内非国有法人	2.37%	30,040,845	30,040,845
广发证券股份有限公司	境内非国有法人	2.10%	26,674,076	0
天津通合投资有限公司	境内非国有法人	1.18%	15,020,422	15,020,422
陶秀珍	境内自然人	0.96%	12,225,429	0
天津天诚嘉弘股权投资基金合伙企业	境内非国有法人	0.78%	9,913,479	9,913,479
西藏中凯控股有限公司	境内非国有法人	0.37%	4,637,301	0

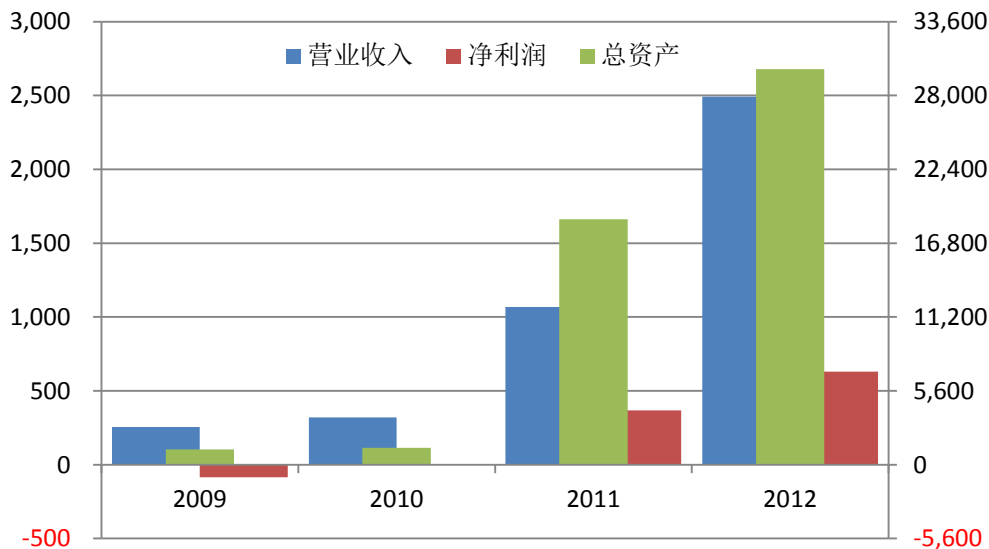
数据来源：渤海租赁三季报，华融证券整理

## 2、并购壮大公司实力，提升利润空间

**渤海租赁实现租赁行业全方位布局。**目前，渤海租赁持有天津渤海租赁有限公司 100% 的股权，天津渤海租赁持有皖江金融租赁 55% 的股权、香港航空租赁有限公司 100% 的股权、横琴国际融资租赁有限公司 51% 的股权、SEACO 集装箱租赁有限公司 100% 的股权。其中，皖江金融租赁是全国仅有的 23 家金融租赁公司之

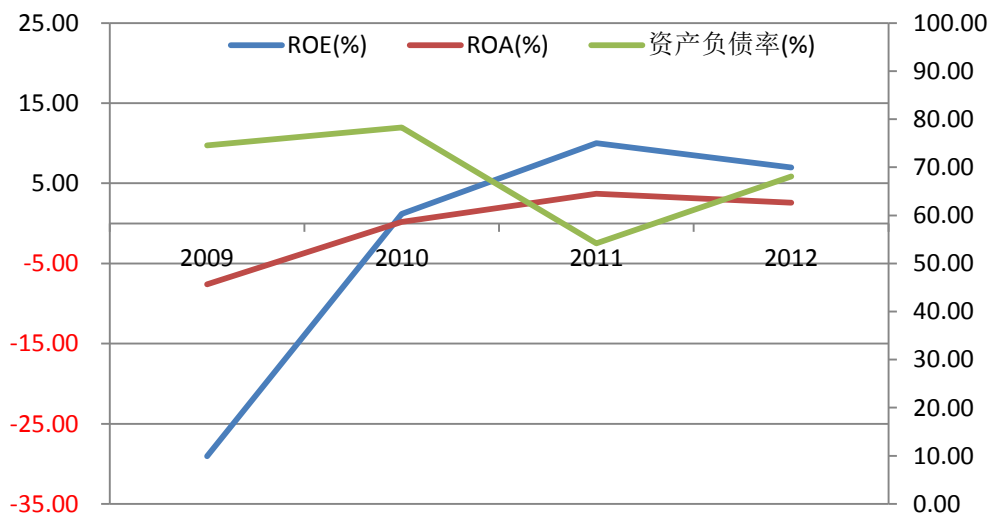
一；香港航空租赁注册地在香港，主营飞机租赁业务；横琴国际融资租赁布局前海经济开发区；SEACO 则是原 GE 旗下集装箱租赁平台，位居全球集装箱租赁的第六位。至此，渤海租赁基本实现了租赁行业的全方位布局。

**图表 10：渤海租赁历年收入及利润情况**



数据来源：渤海租赁年报，华融证券整理

**图表 11：ROE 及 ROA 正在稳步回升**



数据来源：渤海租赁年报，华融证券整理

通过并购重组扩展公司实力。纵观渤海租赁发展历程，2011 年底，渤海租赁

斥资 24.3 亿元购买了海航香港（后更名为香港航空租赁）100%的股权，增强了其在飞机租赁业务上的竞争实力，海航香港是专业从事飞机租赁业务的公司，2013 年 6 月，又新订购 60 架空客 A320 系列飞机。2013 年，渤海租赁又出资 81 亿元，收购了海航集团旗下的全球第六大集装箱租赁公司 Seaco SRL100%的股权，正式进军集装箱租赁和航运业务。目前，渤海租赁的母公司海航资本旗下还有长江租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司、大新华船舶租赁有限公司、香港国际租赁有限公司等。我们预计未来渤海租赁有望通过进一步整合海航旗下的租赁公司，避免同业竞争，继续做大做强。

**图表 12：控股股东海航资本的下属子公司**

子公司全称	主营业务	注册资本（万元）	持股比例
长江租赁有限公司	租赁	383,000	57.44%
浦航租赁有限公司	租赁	370,000	100.00%
渤海租赁股份有限公司	租赁	126,925.30	44.90%
扬子江国际租赁有限公司	租赁	18,740（万美元）	47.97%
海航租赁控股（北京）有限公司	租赁	10,000	100.00%
渤海国际信托有限公司	信托	200,000	60.22%
海航风险投资管理有限公司	投资咨询	10,000	100%
航美投资管理有限公司	投资咨询	5,000	51.00%
天津天信嘉盛投资有限公司	投资咨询	2,000	100.00%
天津燕山科技创新投资有限公司	投资咨询	50,000	100.00%
Eros International Investment Co., Ltd.	投资咨询	52（万美元）	100.00%
海航资本南方总部（深圳）有限公司	咨询	10,000	100.00%
天津燕山小额贷款有限公司	小额贷款	20,000	100.00%
天津渤海融资担保有限公司	担保	50,000	60.00%
渤海国际保理有限公司	保理	10,000	100.00%
亿城集团股份有限公司	房地产	143,023.44	19.98%

数据来源：《渤海租赁发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》，华融证券整理

### 3、业务结构以融资租赁为主

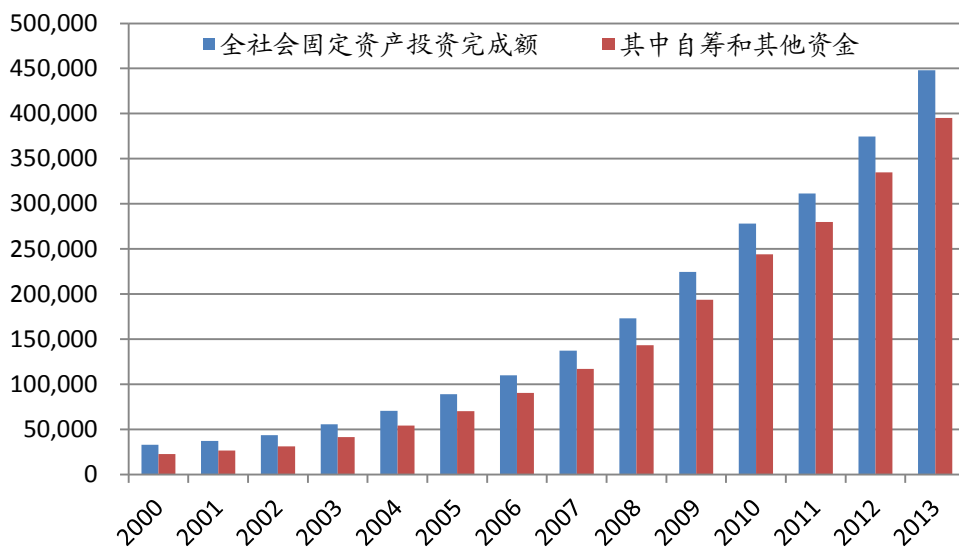
固定资产投资的增长推动融资租赁的发展空间。从渤海租赁的业务结构来看，融资租赁占据公司业务的主导地位，2012 年融资租赁业务收入占比达到 58%，毛利率达到 48%；经营租赁占比 42%，毛利率达到 66%。而随着全社会固定资产投资额的快速增长，未来融资租赁有着非常广阔的发展空间。

**图表 13：公司业务以融资租赁为主**

项目	2012年	2011年	2010年
<b>营业收入</b>			
融资租赁(万元)	146,653.08	106,467.41	56,336.79
经营租赁(万元)	102,510.80	99,413.70	-
金融担保(万元)	20.00	397.50	160.00
其他(万元)	-	-	1,192.12
<b>营业成本</b>			
融资租赁(万元)	75,802.31	56,668.78	28,085.51
经营租赁(万元)	34,629.50	30,788.10	-
金融担保(万元)	-	-	-
其他(万元)	-	-	-
<b>毛利率</b>			
融资租赁(%)	48.31	46.77	50.15
经营租赁(%)	66.22	69.03	-
金融担保(%)	100.00	100.00	100.00
其他(%)	-	-	100.00
<b>收入构成</b>			
融资租赁(%)	58.85	51.62	97.65
经营租赁(%)	41.14	48.19	-
金融担保(%)	0.01	0.19	0.28
其他(%)	-	-	2.07

数据来源：《渤海租赁发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(修订稿)》，华融证券整理

**图表 14：全社会固定资产投资额快速增长**

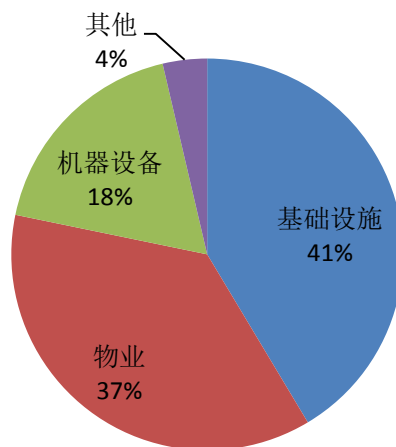


数据来源：国家统计局，华融证券整理

#### 4、各业务平台特色明显，发展潜力巨大

天津渤海主营市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁。截止 2012 年底，天津渤海合计完成了 23 个融资租赁项目，项目总金额 155.23 亿元，主要有武汉大桥联合租赁项目、东丽供热设备及配套设施租赁项目、天津海河路桥租赁项目、斗山挖掘机租赁、安徽安联高速公路租赁、国电肇庆热电租赁等项目。随着京津冀一体化战略的推出，环渤海地区基础设施建设的稳步推进将给天津渤海贡献充裕的业务机会。

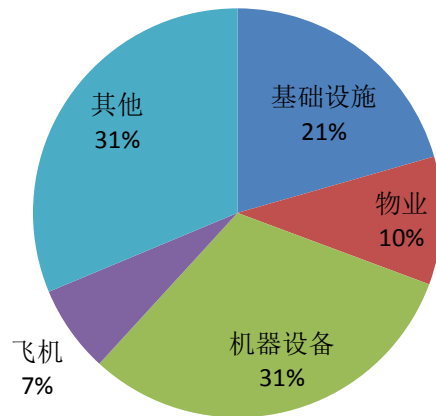
图表 14：天津渤海租赁以基础设施、物业等租赁为主



数据来源：《渤海租赁公开发行公司债券募集说明书》，华融证券整理

皖江租赁是 23 家具有金融租赁牌照的金融租赁公司之一。皖江租赁是天津渤海控股子公司，于 2011 年 12 月 31 日成立，天津渤海持有 55% 股权。皖江租赁自成立以来，业务开展迅速，2012 年完成 50 个售后回租项目，项目总金额达 64.21 亿元，主要有海航机场、天津天钢、龙海石化等项目。皖江租赁最大的优势在于金融租赁牌照可以为其提供更灵活的融资手段，而租赁行业本身就是资本密集型行业，雄厚的资金实力使其开展业务的强有力保障。

图表 15：皖江租赁以基础设施、机器设备等租赁为主



数据来源：国家统计局，华融证券整理

**海航香港主营国际飞机租赁业务。**海航香港目前已更名为香港航空租赁，天津渤海持有其 68.78% 股权。截止 2012 年 12 月 31 日，香港航空租赁共起租及管理 73 架飞机，其中控制飞机账面净值为 13.43 亿美元，管理飞机所占有份额账面净值 0.53 亿美元。2013 年 6 月，其又新订购 60 架空客 A320 系列飞机。香港航空租赁与海航集团的航空业务可以有效结合，提升集团的资金运用效率和竞争力。

**Seaco SRL 布局集装箱及航运业务。**于 1998 年成立，至今已有 15 年专业运作集装箱租赁业务的历史。Seaco SRL 成立即承继了 GE 原有的集装箱租赁业务，将先进的经营运作模式和多年积累的行业经验纳入体内，直接切入国际一流集装箱租赁公司行列。截至 2013 年 6 月，Seaco SRL 实现营业收入 15.6 亿元，净利润 2.58 亿元。

**图表 16：2012 年全球集装箱租赁公司排名**

租箱公司名称	TEU 排名	TEU 总数	市场占有率
Textainer Group	1	2,775,000	17.8%
Triton Container	2	2,060,000	13.2%
TAL international	3	1,935,000	12.4%
Florens Container Leasing	4	1,855,000	11.9%
SeaCube Container Leasing	5	1,225,000	7.8%
Seaco Global	6	1,095,000	7.0%
CAI international	7	1,060,000	6.8%
Cronos Group	8	790,000	5.1%
Touax-Gold Container Services	9	520,000	3.3%
DongFang international	10	485,000	3.1%

数据来源：《渤海租赁发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报

告书(修订稿)》，华融证券整理

注：TEU：国际标准集装箱

**横琴国际抢占前海试验田业务先机。**2013年11月，横琴国际融资租赁有限公司已获准开业，注册资本为1000万美元。其中，渤海租赁出资510万美元，出资比例51%；澳门南通信托投资有限公司出资250万美元，出资比例25%；珠海大横琴投资有限公司出资240万美元，出资比例24%。主要经营融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保等。

## 5、依托天津，展望全球

**争取打造国际化的租赁龙头企业。**渤海租赁立足于天津滨海新区，在京津冀一体化的战略规划背景下，在天津自贸区的前景展望下，在滨海新区良好的投资环境下，有望以天津滨海新区的开发与金融创新为基础，将服务半径辐射环渤海地区乃至全国、全世界。渤海租赁目前正在规划与各级政府的深度合作，争取成为政府产业规划和产业升级的投融资平台，重点拓展基础设施建设、市政工程等大型设备、设施租赁业务，打造以融资租赁业为轴心，以天津市市政和其他重点项目（比如空客A320系列飞机总装线项目）为契机，联结制造业及其相关上下游产业和其他金融服务业在内的完整的产业链，实现产业与金融协同发展的良性循环。我们认为渤海租赁在未来3年内，有望迅速提高经营能力，扩大公司盈利能力，成为国内基础设施租赁第一品牌，最终打造国际化的租赁龙头企业。

## 三、盈利预测及估值

截至2014年4月2日，渤海租赁EPS（TTM）0.38元/股，市盈率（TTM）22.3倍，市净率1.43倍。

受益于融资租赁行业高速增长的状态，我们预计2013、2014、2015年公司净利润分别为11.3亿元、17.3亿元、22.5亿元；预计2013、2014、2015年的EPS分别为0.70、1.06、1.38（未考虑2014年定增影响）。

## 四、投资建议

我们认为，目前我国融资租赁行业与国际平均水平仍有较大差距，融资渗透率不足5%，远低于美、英、加等国20%以上的融资渗透率。随着我国市政基础设施建设、电力基础设施建设、交通运输基础设施建设以及新能源/清洁能源等行业的发展，融资租赁业务空间十分广泛。而渤海租赁通过近几年的扩张与并购，已经在基础设施租赁、飞机租赁、集装箱及航运租赁等业务上实现了全面覆盖，并且成为国内第一家同时

具有金融租赁和融资租赁双牌照的租赁公司。而目前渤海租赁股价仅为 8.49 元，对应 PE（2013E）仅为 12 倍。

因此，我们对渤海租赁（000415）给出首次**强烈推荐**评级，14 年目标价格 12 元。

## 五、风险提示

船运、航运等租赁业务的重点行业利润下滑可能导致违约风险

## 附表

利润表

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
(单位：百万元)					
<b>营业总收入</b>	<b>1,068.65</b>	<b>2,491.84</b>	<b>4,485.31</b>	<b>6,727.96</b>	<b>8,746.35</b>
营业收入	1,068.65	2,491.84	4,236.13	6,354.19	8,260.45
<b>营业总成本</b>	<b>615.89</b>	<b>1,737.84</b>	<b>3,106.45</b>	<b>4,632.54</b>	<b>6,017.33</b>
营业成本	566.69	1,104.32	2,228.11	3,433.65	4,494.48
营业税金及附加	32.78	41.39	88.50	138.79	184.78
销售费用	7.81	34.33	43.67	70.62	95.89
管理费用	56.19	211.87	351.17	421.41	505.69
财务费用	-47.63	265.82	258.81	404.65	540.39
资产减值损失	0.04	80.11	136.18	163.42	196.10
<b>营业利润</b>	<b>452.76</b>	<b>753.78</b>	<b>1,378.86</b>	<b>2,095.42</b>	<b>2,729.02</b>
<b>利润总额</b>	<b>493.15</b>	<b>832.72</b>	<b>1,516.74</b>	<b>2,304.96</b>	<b>3,001.92</b>
减：所得税	125.93	201.90	379.19	576.24	750.48
<b>净利润</b>	<b>367.21</b>	<b>630.82</b>	<b>1,137.56</b>	<b>1,728.72</b>	<b>2,251.44</b>
减：少数股东损益	0.28	138.87	250.43	380.57	495.64
归属于母公司的净利润	366.93	491.95	887.13	1,348.16	1,755.80
<b>每股收益</b>	<b>0.43</b>	<b>0.39</b>	<b>0.70</b>	<b>1.06</b>	<b>1.38</b>

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

曹雪峰，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)