



买入

26% ↑

目标价格:人民币 30.00

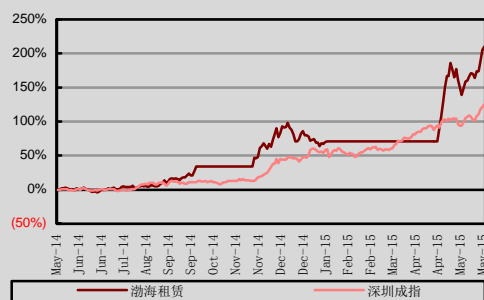
000415.CH

价格:人民币 23.85

目标价格基础:市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	80.0	16.0	81.0	211.4
相对深证成指	38.1	4.0	39.3	85.5

发行股数(百万)	1,774
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	37,153
3个月日均交易额(人民币 百万)	691
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
海航资本集团有限公司	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 5 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

渤海租赁

新董事长上任, 皖江租赁拟进军新三板

公司发布《第八届董事会第一次会议决议公告》, 三大要点值得关注: 一是选举汤亮先生为公司第八届董事会董事长; 二是公司全资子公司天津渤海租赁有限公司之控股子公司皖江金融租赁有限公司拟依法整体变更为股份有限公司; 三是皖江金融租赁有限公司在整体改制后申请在全国中小企业股份转让系统(即“新三板”)挂牌。维持买入评级, 目标价 30.00 元。

支撑评级的要点

- 新任董事长汤亮先生 1999 年加入海航集团, 现任海航资本集团有限公司副董事长兼首席执行官、首席风控官, 聚宝互联科技(深圳)股份有限公司董事长。聚宝互联科技(深圳)股份有限公司, 成立于 2014 年 5 月, 是海航集团旗下互联网金融电商平台(聚宝汇)。结合此前公司对渤海人寿增资, 收购联讯证券股权等举措, 我们推测, 在“以租赁业为基础构建多元金融协同平台战略”的大框架下, 公司进军互联网金融具有较大可能性。
- 目前, 新三板已挂牌的租赁公司有融信租赁, 2014 年市盈率为 72 倍。皖江租赁为金融租赁牌照, 相对于融信租赁(内资租赁), 市场竞争力显著占优, 估值应高于融信租赁。但考虑到皖江租赁规模较大, 市场给予的估值水平可能偏低。主板市场租赁相关标的 14 年市盈率平均水平为 57 倍, 我们认为给予皖江租赁三板挂牌后 60 倍市盈率较合理, 对应市值将达到 248 亿元, 按上市公司 55% 的持股比例, 皖江租赁市值贡献为 136.6 亿元。假设主板给皖江租赁估值水平与渤海租赁上市公司一致(14 年 42 倍市盈率), 那么皖江租赁新三板挂牌的市值增量达 40 亿元左右。

评级面临的主要风险

- 皖江租赁新三板挂牌未获审批通过; 新一轮增发不成功。

估值

- A 股市场中, 公司是唯一纯正租赁业标的, 其余从事租赁业公司基本都是多元经营, 因此, 估值水平仅具有一定的参考性。这类标的 2015 年预测市盈率水平在 35 倍左右, 公司为 30 倍左右(不考虑增发)。按照公司未来 5 年业绩保持 30% 左右复合增长的保守预测, 以及公司标的稀缺性溢价, 我们认为, 可以给予公司 2015 年 35 倍~38 倍市盈率, 目标价 30.00 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币, 百万)	6,376.49	6,851.96	9,993.29	12,388.34	17,250.56
同比(%)	155.90	7.46	45.85	23.97	39.25
归属母公司净利润(人民币, 百万)	1,052.52	913.20	1,407.21	1,880.53	2,584.97
同比(%)	113.95	(13.24)	54.10	33.64	37.46
净资产收益率(%)	18.60	9.33	13.05	15.52	18.53
每股收益(元)	0.59	0.51	0.79	1.06	1.46
每股净资产(元)	3.19	5.52	6.08	6.83	7.86
市盈率(倍)	40.21	46.34	30.07	22.50	16.37
市净率(倍)	7.48	4.32	3.92	3.49	3.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

新董事长上任，多元金融协同战略或添新军？

新任董事长汤亮先生 1999 年加入海航集团，现任海航资本集团有限公司副董事长兼首席执行官、首席风控官，聚宝互联科技（深圳）股份有限公司董事长。聚宝互联科技（深圳）股份有限公司，成立于 2014 年 5 月，是海航集团旗下互联网金融电商平台（聚宝汇）。结合此前公司对渤海人寿增资，收购联讯证券股权等举措，我们推测，在“以租赁业为基础构建多元金融协同平台战略”的大框架下，公司进军互联网金融具有较大可能性。

皖江租赁拟“新三板”挂牌，或将提升估值

目前，新三板已挂牌的租赁公司有融信租赁，2014 年市盈率为 72 倍。皖江租赁为金融租赁牌照，相对于融信租赁（内资租赁），市场竞争力显著占优，估值应高于融信租赁。但考虑到皖江租赁规模较大，市场给予的估值水平可能偏低。主板市场租赁相关标的 14 年市盈率平均水平为 57 倍，我们认为给予皖江租赁三板挂牌后 60 倍市盈率较合理，对应市值将达到 248 亿元，按上市公司 55% 的持股比例，皖江租赁市值贡献为 136.6 亿元。假设主板给皖江租赁估值水平与渤海租赁上市公司一致（14 年 42 倍市盈率），那么皖江租赁新三板挂牌的市值增量达 40 亿元左右。

需要注意的是，皖江租赁是银监会的金融租赁牌照，新三板挂牌需要经过银监会、证监会审批流程，能否顺利挂牌还具有一定不确定性。

维持买入评级，目标价 30.00 元

公司作为 A 股唯一纯正的全牌照租赁公司（同时拥有内资、外资、金融租赁牌照），业务发展触角多元化，业务扩张能力和空间充足；同时，金融租赁及外资租赁牌照帮助公司打通低成本融资渠道，公司盈利空间有逐步扩大的趋势。我们认为公司增发完成后，业绩有望进入快速增长通道。结合公司可能进军互联网金融及皖江租赁新三板挂牌预期，我们认为公司股价有较大上升空间。维持**买入**评级，目标价 30.00 元。

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,254	4,190	6,492	12,845	17,155
应收和预付款项	676	714	1,312	1,199	2,298
存货	1	3	2	4	5
其他流动资产	5,257	7,866	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	25,475	27,316	24,047	20,778	17,508
无形资产和开发支出	1,112	1,104	1,068	1,055	1,055
其他非流动资产	20,812	25,971	25,813	25,654	25,654
资产总计	56,585	67,164	58,734	61,534	63,675
短期借款	4,395	9,151	0	0	0
应付和预收款项	6,964	3,826	3,140	4,062	3,619
长期借款	29,564	32,197	32,197	32,197	32,197
其他负债	7,276	9,392	9,392	9,392	9,392
负债合计	48,200	54,566	44,729	45,651	45,209
股本	1,269	1,774	1,774	1,774	1,774
资本公积	2,713	5,639	5,639	5,639	5,639
留存收益	1,677	2,376	3,373	4,705	6,537
归属母公司股东权益	5,660	9,789	10,786	12,118	13,950
少数股东权益	2,726	2,810	3,219	3,765	4,517
股东权益合计	8,386	12,598	14,004	15,883	18,466
负债和股东权益合计	56,585	67,164	58,734	61,534	63,675

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,376	6,852	9,993	12,388	17,251
减: 营业成本	3,231	3,671	5,296	6,566	9,143
营业税金及附加	57	60	88	109	152
营业费用	52	59	85	106	148
管理费用	516	618	902	1,118	1,556
财务费用	905	992	1,178	1,231	1,781
资产减值损失	167	242	163	163	163
加: 投资收益	3	22	0	0	0
公允价值变动损益	0	2	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	1,452	1,234	2,282	3,096	4,308
加: 其他非经营损益	169	166	140	140	140
利润总额	1,621	1,400	2,422	3,236	4,448
减: 所得税	287	222	605	809	1,112
净利润	1,334	1,179	1,816	2,427	3,336
减: 少数股东损益	281	265	409	547	751
归属母公司股东净利润	1,053	913	1,407	1,881	2,585

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371