

全球化布局，打造综合金控平台

买入（首次）

2015年7月16日

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	6,852	9,087	12,157	15,311
同比 (%)	7%	33%	34%	26%
净利润 (百万元)	913	1,397	1,892	2,400
同比 (%)	-13%	53%	35%	27%
毛利率 (%)	46.42%	46.70%	47.66%	48.30%
ROE (%)	11.8%	11.6%	11.0%	10.0%
每股收益 (元)	0.26	0.39	0.53	0.68
P/E	32.4	21.2	15.6	12.3
P/B	3.02	2.05	1.47	1.05

投资要点

- 政策支持租赁行业快速扩张，公司分享行业高速增长：**国内政策支持不断，并受益于自贸区、“一带一路”战略和产业升级等，融资租赁行业迅速发展，公司拥有租赁行业全牌照，拥有金融租赁的稀缺牌照，享有天津自贸区、皖江城市带、横琴新区、前海经济特区等国家重点扶持经济特区的区位和政策扶持优势，将分享行业高速发展。
- 飞机租赁、集装箱租赁国际龙头地位：**7月14日公告拟收购全球领先飞机租赁公司Avolon20%股权。全球经济复苏推动市场需求上升，飞机、集装箱租赁业务繁荣发展，公司通过境外资产整合，已成为全球第一大集装箱租赁服务商，旗下HKAC竞争实力不断增强，拟增资80亿用于HKAC飞机租赁业，未来公司飞机租赁业务想象空间巨大。
- 海航系全面资本布局，打造金控平台：**公司为海航系旗下租赁业务的唯一资本运作平台，根据海航系发展战略，公司拟以租赁业为基础，构建多元金控平台。海航资本承载海航集团金融板块职能，公司是海航资本的重要资产，承担了海航系上市金控平台的作用。公司已参与渤海人寿增资，受让联讯证券股权，将持续推进产业链条延伸与拓展，打造以租赁为主，包括保险、证券、信托、互联网金融的综合金控平台。
- 盈利预测及投资建议：**公司拥有租赁行业全牌照，且全球业务布局完善，市场份额领先。作为海航资本旗下A股上市平台，将打造综合金控平台。预计公司2015/16/17年EPS 0.39、0.53、0.68元，当前股价对应2015年PE为21.2倍。我们认为公司合理估值为30倍PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价11.7元。
- 风险提示：**1)新一轮增发失败；2)并购计划未成功实施；3)国内经济增速大幅低于预期；4)全球经济复苏放缓，租赁行业景气度大幅下降。

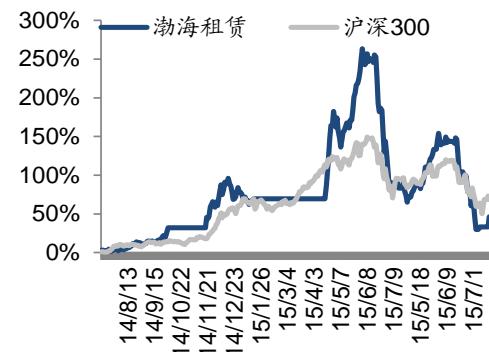
首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业资格证书号码: S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2015年7月15日)

市场数据

收盘价 (元)	8.33
一年最低价/最高价	6.50 / 28.49
市净率	3.00
流通A股市值(百万元)	25952.4

基础数据

每股净资产 (元)	2.78
资产负债率 (%)	81.40
总股本 (百万股)	3548.61
流通A股 (百万股)	3115.54

目录

1. 国内租赁行业快速扩张，全球飞机、集装箱租赁业务繁荣发展，公司全面受益.....	4
1.1. 政策支持租赁行业快速扩张，公司分享行业高速增长 ..	4
1.1.1. 市场渗透率有待提升，发展空间仍然巨大.....	4
1.1.2. 国内政策支持力度大，公司分享行业高速增长.....	5
1.2. 全球飞机、集装箱租赁繁荣发展，公司全球化布局受益 ..	6
1.2.1. 飞机租赁：拟收购 Avolon20% 股权，全球化布局再下一城.....	6
1.2.2. 集装箱租赁市场回暖，公司业务全球排名第一.....	7
1. 3. 行业格局及公司地位	8
2. 渤海租赁全牌照、多元化发展.....	10
2.1. 国内全面布局	10
2.1.1. 天津渤海租赁----基础设施租赁行业领先者，境内飞机租赁业务快速扩张	10
2.1.2. 皖江金融租赁----稀缺金融租赁牌照资源	11
2.1.3. 横琴国际融资租赁----地缘优势+境外融资低成本	12
2.1.4. 天津航空金融服务----国内首家专业的飞机资产管理公司	12
2.2. 境外资产整合，打造国际龙头	12
2.2.1. 境外资产整合，飞机租赁行业领先，集装箱租赁全球第一.....	12
2.2.2. 成功搭建境外融资平台，再融资持续推动业务发展.....	14
2.2.3. 国内外业务协同受益	14
3. 海航系全面资本布局，打造金控平台	14
3.1. 渤海人寿保险、新光海航人寿保险、民安财险	16
3.2. 联讯证券	16
3.3. 渤海国际信托	16
4. 盈利预测与投资建议.....	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 融资租赁规模和企业数量快速增加	4
图表 2: 融资租赁市场渗透率 (%)	5
图表 3: 融资租赁投资在 GDP 中占比 (%)	5
图表 4: 2014 年至今租赁相关政策汇总	5
图表 5: 我国融资租赁行业细分市场规模变化情况 (单位: 亿元)	8
图表 6: 三类融资租赁公司数量	8
图表 7: 渤海租赁控股公司	9
图表 8: 渤海租赁业务	9
图表 9: 2014 中国融资租赁企业十强排行榜 (以注册资金排序)	10
图表 10: 天津渤海租赁 5 大核心业务部	11
图表 11: 渤海租赁股权结构	15
图表 12: 海航资本控股子公司情况	15

1. 国内租赁行业快速扩张，全球飞机、集装箱租赁业务繁荣发展，公司全面受益

1.1. 政策支持租赁行业快速扩张，公司分享行业高速成长

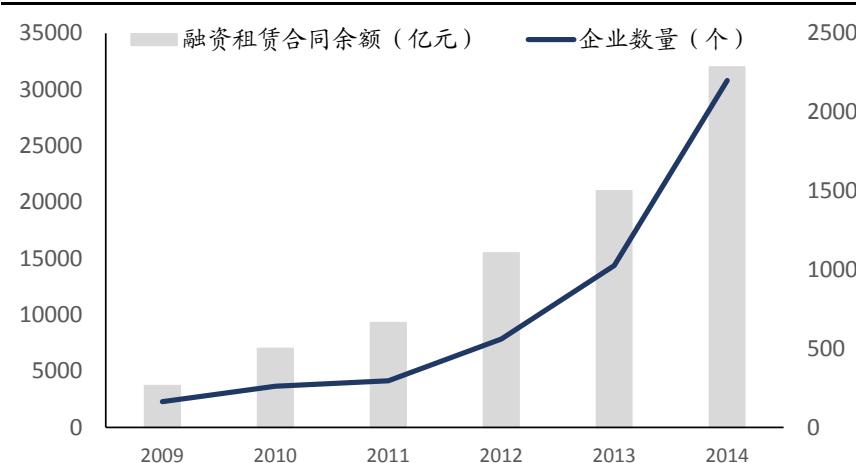
1.1.1. 市场渗透率有待提升，发展空间仍然巨大

我国融资租赁始于 20 世纪 80 年代，融资租赁属于新型的金融行业，在我国的发展经历了四个特色鲜明的阶段：1981 年-1987 年的高速增长期、1988 年-1998 年的市场转型期、1999 年-2003 年的法制建设期、2004 年-今的恢复活力快速增长期。

随着国内融资租赁相关法律法规的日益完善、内资融资租赁企业试点的工作开展，国内融资租赁行业 2007 年开始高速增长。从企业数量上看，2008 年融资租赁企业共 70 家，而到 2014 年底我国现存融资租赁企业共 2202 家。从融资租赁合同余额上看，2009 年国内融资租赁合同余额仅为 3700 亿元，而到了 2014 年迅速扩大至 32000 亿元，复合增长率 53.9%。

全球市场来看，欧美国家目前的融资租赁市场规模增长率在 10% 左右，而中国的增长率则保持在 40% 以上，按照这个增速，在未来几年内，中国将成为世界规模最大的融资租赁市场，融资租赁在中国将成为仅次于银行信贷的第二大融资工具和拉动内需的主要渠道。

图表 1：融资租赁规模和企业数量快速增长



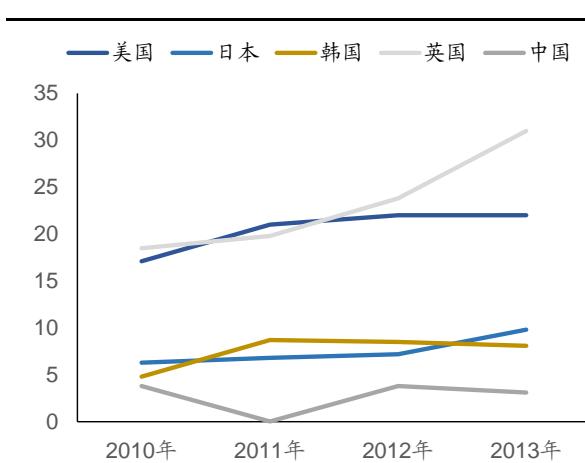
资料来源：中国金融租赁行业发展报告，东吴证券研究所

从融资租赁市场渗透率和融资租赁投资额占 GDP 所的比重来看，我国的情况和发达国家存在较大差距，未来提升空间较大。融资租赁市场渗透率是衡量金融服务实体经济以及金融市场经济成熟度的重要指标之一，我国的融资租赁市场渗透率维持在 5% 以下，而发达国家融资租赁市场渗透率平均在 15%—30% 之间，美国融资租赁渗透率在 30% 左右，亚洲国家日本和韩国的融资租赁渗透率也高于中国，平均在 10% 左右。

融资租赁投资与 GDP 之比反映了一国融资租赁在国民经济总量中

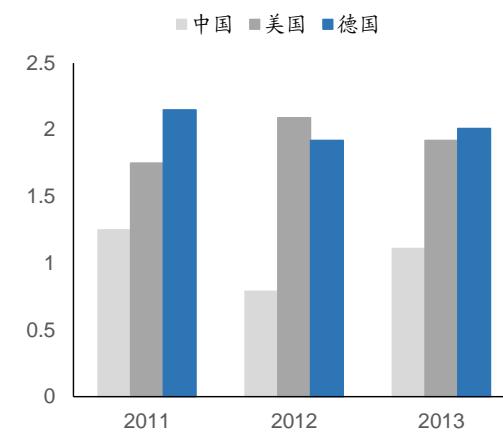
地位的指标，我国的比率约为 1%，但与欧美发达国家维持在 2% 以上的水平相比，还有一定的差距。我国经济处于快速增长阶段，设备投资需求旺盛，而通过融资租赁取得的设备占设备投资总量比例还很低，未来我国融资租赁市场发展空间广阔，率先进入融资租赁行业的公司将拥有更多的发展机遇。

图表 2：融资租赁市场渗透率（%）



资料来源：White Clarke Group Global Leasing Report (2015)，东吴证券研究所

图表 3：融资租赁投资在 GDP 中占比（%）



资料来源：White Clarke Group Global Leasing Report (2015)，东吴证券研究所

1.1.2. 国内政策支持力度大，公司分享行业高速成长

融资租赁的本质是满足新增设备的融资需求，具备产业与资本结合纽带的特征，是连接金融和实体经济的最佳纽带，对促进产业结构转型、装备制造业发展、中小企业融资、企业技术升级改造、设备进出口等方面有重要作用。

过去我国的融资租赁业在发展过程中遇到了相关法律法规不到位、租赁公司资金来源渠道狭窄等问题。融资租赁是我国金融支持实体经济的“新高地”，与实体经济关系最为密切，近年来我国对融资租赁的政策扶持度逐年加大。

在政策支持下，伴随我国大规模的经济结构调整，融资租赁业实现了跨越式发展，随着“十二五”规划进入后期，战略性新兴产业发展迅速，相关的固定资产和新增设备投资需求持续增长，推动融资租赁行业快速发展。在新常态经济条件下，受益于国内一带一路、海上丝绸之路、国有企业改革、过剩产能转化，租赁行业发展将迎来极大的发展机遇。

图表 4：2014 年至今租赁相关政策汇总

发布时间	发布机构	政策
14年2月	外汇局 上海分局	关于印发支持中国(上海)自由贸易试验区建设外汇管理实施细则的通知
14年5月	国务院	关于租赁企业进口飞机有关税收政策的通知
14年6月	发改委	国家发展改革委关于飞机租赁企业订购国外飞机报备的通知

14年6月	浙江经信委	关于在海宁市等 4 个县（市）开展中小企业融资租赁试点工作的通知
14年7月	国家外汇管理国家外汇管理局	关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知
14年7月	银监会	金融租赁公司专业子公司管理暂行规定
14年7月	人行天津分行	关于促进金融租赁发展服务实体经济的指导意见
14年7月	商务部	中国（上海）自由贸易试验区条例
14年7月	国务院	国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见
14年8月	国务院	国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见
14年8月	横琴新区	横琴新区促进融资租赁业发展试行办法
14年9月	商务部	关于在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点的通知
14年9月	商务部	境外投资管理办法
14年9月	广州市政府	关于加快推进融资租赁业发展的实施意见
14年12月	商务部	商务部关于利用全国金融租赁企业管理信息系统进行租赁物等级查询等有关问题的公告
15年1月	天津市政府	关于加快天津市融资租赁业发展的实施意见
15年1月	科技部	关于进一步推动科技型中小企业创新发展的若干意见
15年3月	商务部	《外商投资租赁业管理办法》的补充规定
15年3月	天津市金融局、商务委	关于做好融资租赁公司和商业保理公司接入人民银行企业征信系统有关工作的通知
15年5月	东疆保税港区	《中国(天津)自由贸易试验区天津港东疆片区关于加快海事金融产业发展(暂行)鼓励办法》

资料来源：东吴证券研究所

渤海租赁在国内拥有位于天津滨海新区的天津渤海租赁有限公司、位于芜湖的皖江金融租赁有限公司、位于珠海横琴新区的横琴国际融资租赁公司，将受益于天津自贸区、皖江城市带、横琴新区、前海经济特区等国家重点扶持的经济特区对融资租赁的政策支持，分享行业高速增长。

1.2. 全球飞机、集装箱租赁繁荣发展，公司全球化布局受益

1.2.1. 飞机租赁：拟收购 Avolon 20% 股权，全球化布局再下一城

公司将通过再融资方式继续加大对飞机租赁业务的投放，拟设立子公司 HKACDC 从事飞机租赁业务。7 月 14 日公司公告，拟要约收购纽交所上市公司 Avolon Holdings Limited (Avolon) 20% 股权，成为其第一大股东，Avolon 是全球领先的飞机租赁公司之一，公司在全球飞机租赁行业的影响和市场占有率有望进一步加强。

飞机租赁行业的发展受益于发达市场与新兴市场需求的推动以及飞机租赁行业渗透率的提高。发达市场飞机需求量与整体经济环境景气程度关联密切，全球经济形势逐渐复苏和国际油价走低，将催生大量的人流和物流，促进航空运输业发展，带来飞机需求量的增加。新兴市场自 2005 年航空运输业发展速度迅猛，客运量爆发式增长，飞机需求量极大。

与此同时，受益于国内一带一路及海上丝绸之路计划，亚太地区航空业发展空间巨大。

飞机租赁是各国航空公司更新和扩充机队的基本手段之一，在全世界机队中，全球经营性商用飞机租赁的渗透率（商用租赁飞机/商用飞机总数）逐年增长，近年来已经攀升至 40%，以 2010 年为例，全球商用飞机总量 21341 架，其中 7621 架为经营租赁，渗透率 35.7%。飞机租赁以其成本低、灵活性高及融资渠道广等特点成为航空公司的现实选择。

公司于 2012 年收购香港航空租赁有限公司（HKAC），公司租赁业务开始向海外延伸，并开始从事国际飞机租赁业务。HKAC 是香港地区机队规模最大的飞机租赁公司和全球领先的飞机出租商，具有总部所在地香港的区位优势，开展面向全球客户，重点着眼于亚太地区，主要客户是全球信誉良好的航空公司，例如阿联酋航空（Emirates）、澳大利亚航空（Qantas）、印地高航空（IndiGo）、斯里兰卡航空（SriLankan）和捷星航空（Jetstar）等。此外，HKAC 在欧、美、中东地区也开展飞机租赁业务，合作客户主要包括巴西蔚蓝航空（Azul）、Flybe 航空和威兹航空公司（Wizz Air）等，在国际飞机租赁市场尤其是亚洲市场具有较强的竞争力。2013 年天津渤海在继续巩固基础设施领域专业地位的同时，与河北航空有限公司合作，完成了渤海租赁第一单飞机租赁业务，标志着天津渤海成功进入了国内飞机租赁市场。

公司控股股东海航集团旗下还有多家租赁公司，其中长江租赁和扬子江租赁主要从事飞机租赁业务，根据海航集团的战略规划，将以渤海租赁作为发展下属租赁业务的唯一资本运作平台，整合下属租赁业务资产，在条件成熟时逐渐将旗下租赁公司股权注入上市公司，逐步解决潜在同业竞争问题。目前公司已与长江租赁有限公司、浦航租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司签订《托管经营合同》，约定将浦航租赁、长江租赁、扬子江租赁的经营管理权全部委托给公司，包括但不限于人员、财务、资金、业务等全部经营管理工作。

1.2.2. 集装箱租赁市场回暖，公司业务全球排名第一

从宏观层面看，集装箱租赁业与集装箱贸易运输量高度正相关，根据研究机构 Harrison 的统计，世界集装箱贸易运输量与全球经济增长具有高度相关性，1980 年以来集装箱贸易运输量保持了全球 GDP 的 2 至 4 倍的增长速度。根据国际货币基金组织（IMF）预测，受美国经济超预期回暖和新兴经济体的持续增长的刺激，2015 年全球 GDP 增长率为 3.8%，全球 GDP 增长率开始缓慢回升，在其带动下，集装箱贸易增长率逐步回升，集装箱运输正逐步替代传统运输方式，全球集装箱租赁业前景看好，近几年，租箱公司的箱量一直占全世界总箱量的 45% 以上。

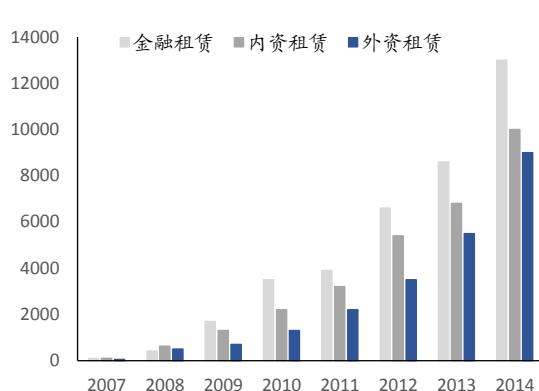
2013 年底，渤海租赁通过增发募资收购全球第六大集装箱租赁公司 Seaco SRL 100% 股权（天津渤海是收购主体），正式进军国际集装箱租赁市场。2014 年 11 月天津渤海出资 38 亿元人民币现金购买 Cronos 集装箱租赁公司 80% 的股权，使得公司集装箱租赁业务优势巩固，公司目前已成为全球第一大集装箱租赁服务商，业务网络覆盖全球六大洲，为全世界 80 多个国家提供全方位的租赁服务，全球市场占有率为 15%，在集装箱租赁领域具有绝对优势。

1.3. 行业格局及公司地位

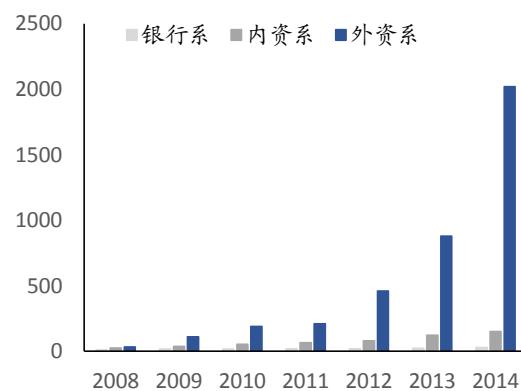
在国内，根据监管单位和注册资金来源不同，开展融资租赁业务的企业主要分为三类：外资系融资租赁公司（商务部监管）、内资系融资租赁公司（商务部和国税总局监管）和银行系金融租赁公司（银监会监管）。

在三类融资租赁公司中，外资系融资租赁公司数量最多，2014 年我国 2202 家融资租赁公司中外资系融资租赁公司多达 2020 家，占比超过 90%。2004 年，内资系融资租赁公司开始试点，发展速度非常快。2007 年中国银监会颁布了新的《金融租赁公司管理办法》，银行系金融租赁公司应运而生，凭借其雄厚的资金实力和客户渠道优势，金融租赁公司交易额迅速增加，增速远高于行业平均增速。我国金融租赁公司数量在三类公司中最少，2014 年金融租赁公司数量占比约为 1.4%，而其发展速度远高于其他两类公司，2014 年新增的 11000 亿元业务额中，中国银监会监管的 30 家金融租赁公司占据了 40% 的市场份额。

图表 5：我国融资租赁行业细分市场规模变化情况（单位：亿元）



图表 6：三类融资租赁公司数量



资料来源：2014 年融资租赁业发展报告，东吴证券研究所

资料来源：2014 年融资租赁业发展报告，东吴证券研究所

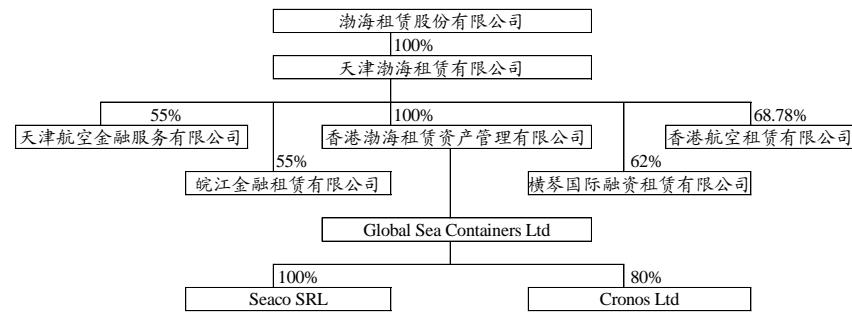
从国际市场来看，很多租赁业务面临的市场是全球性的，比如飞机、船舶等，国际化程度较高的租赁业务，需要在国际市场上寻找客户以及实现境外融资，而现有条件下，国内金融租赁公司无法实现从境外直接融资，且外汇资金渠道来源单一、融资成本较高，国内的租赁公司已将国际化作为其战略发展目标。

天津渤海租赁有限公司是渤海租赁在国内最大的主体成员公司，成立于 2007 年，是经国家商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业，2011 年，渤海租赁通过资产置换及发行股份方式购买天津渤海租赁有限公司 100% 股权。2011 年年底，公司组建皖江金融租赁有限公司，获得金融租赁牌照。2013 年与澳门南通信托合资设立横琴国际融资租赁有限公司，引入外资。为借鉴国际租赁业的先进经验，公司在 2011 年完成借壳重组后即确立了全球化发展战略。

2012 年，以收购香港航空租赁有限公司为标志，公司租赁业务开始

向海外延伸，并开始从事国际飞机租赁业务；公司 2013 年完成对 Seaco SRL100% 股权的收购，2015 年完成 Cronos 集装箱租赁公司 80% 股权，进军国际集装箱租赁业务。

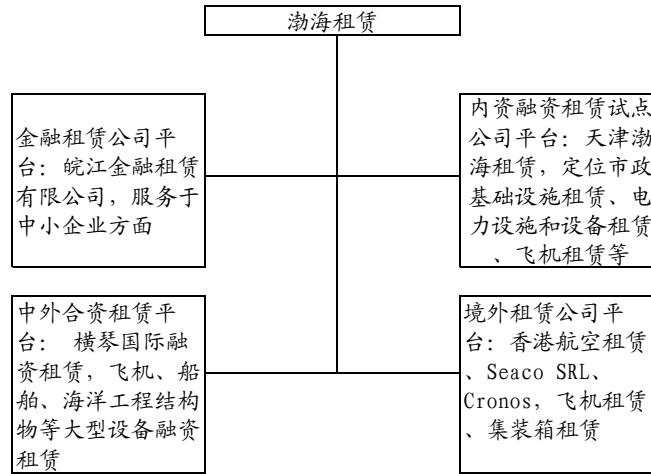
图表 7：渤海租赁控股公司



资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

通过上述一系列资本运作，公司已全面实现租赁全牌照运营，旗下境内金融租赁平台、融资租赁平台、中外合资租赁平台及境外飞机租赁平台、集装箱租赁平台协同发展。公司基本形成了以集装箱租赁、飞机租赁、基础设施租赁、高端机械设备租赁为主要业态的国际化综合租赁产业集团。建立了境内以天津港保税区、皖江城市带、横琴新区、前海经济特区等国家重点扶持经济特区为中心，境外以香港、新加坡为中心，辐射中国内地及全球各大洲的租赁产业区域布局。业务来源与融资渠道呈现多元化的发展态势，综合实力进一步提升。

图表 8：渤海租赁业务



资料来源：上市公司公告，东吴证券研究所

渤海租赁下属境内外租赁业务平台专业优势明显，基本覆盖了国家当前重点经济领域：在服务中小企业方面，皖江金融租赁定位于帮助解决中小企业融资问题，支持中小企业发展；在飞机租赁方面，天津渤海租赁和香港航空租赁均从事大型飞机租赁项目；在航运业方面，公司拥有全球第 6 大集装箱租赁公司 Seaco，控股全球第 8 大集装箱租赁公司

Cronos；在装备制造业方面，天津渤海、皖江租赁均有专业的业务团队和大量实际落地的项目。

在品牌建设上，作为国内 A 股唯一一家上市的租赁公司，随着公司逐渐增加的曝光度，业内对其的认可程度也随之提升，在租赁行业具有良好口碑。

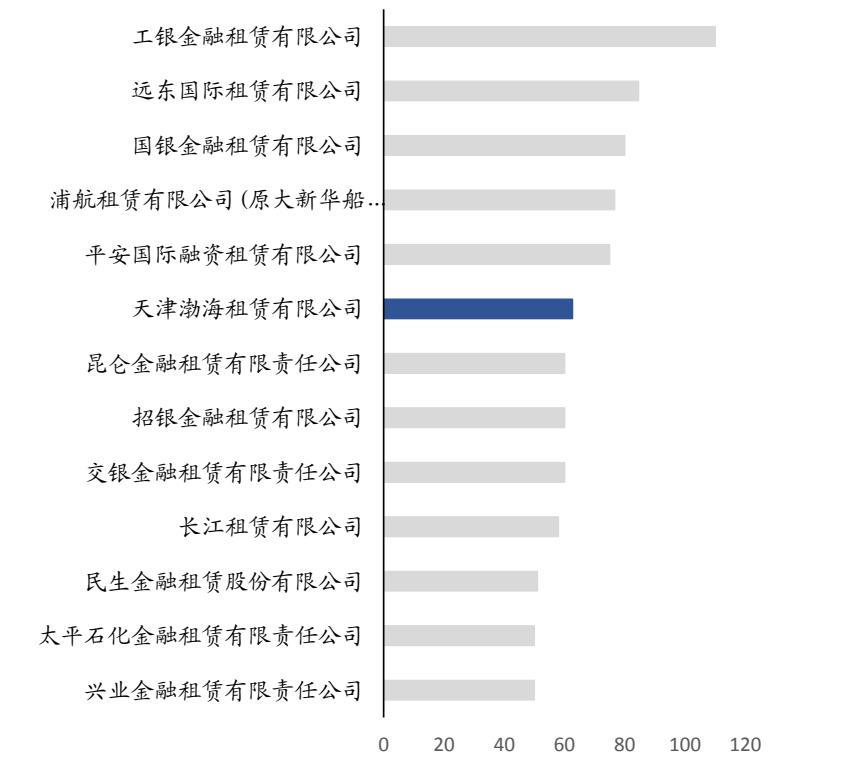
2. 渤海租赁全牌照、多元化发展

2.1. 国内全面布局

2.1.1. 天津渤海租赁----基础设施租赁行业领先者，境内飞机租赁业务快速扩张

天津渤海租赁有限公司成立于 2007 年 12 月 4 日，是商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业之一，是国内第一家专业从事基础设施租赁的企业。经过多次增资扩股，天津渤海注册资本增加至 62.61 亿元，在内资融资租赁公司中排名第二。

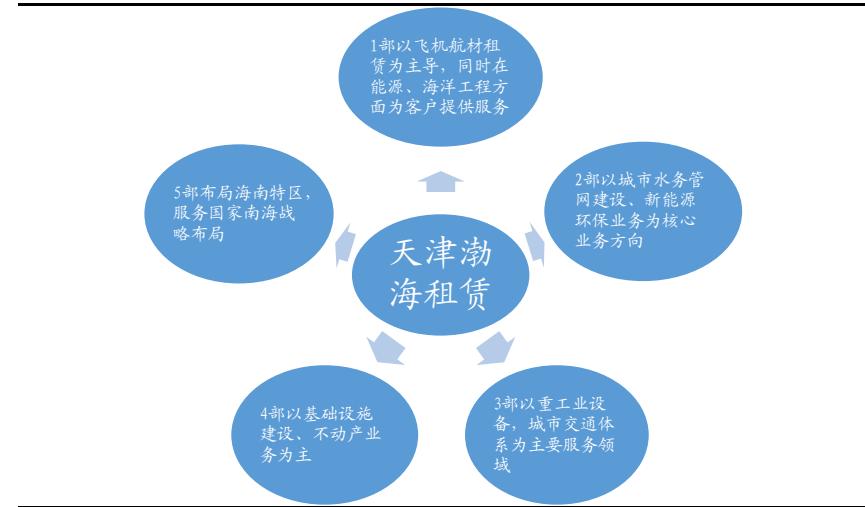
图表 9：2014 中国融资租赁企业十强排行榜（以注册资金排序）



资料来源：中国金融租赁行业发展报告，东吴证券研究所

天津渤海租赁业务定位为市政基础设施租赁、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，下设 5 个各具核心产品特色的业务部，覆盖国家重点经济领域。

图表 10: 天津渤海租赁 5 大核心业务部



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

“一带一路”规划和天津自贸区的设置将大力带动基础设施投资，基础设施和物业租赁业务是位于天津滨海新区的天津渤海租赁的传统业务优势领域，随着“一带一路”规划的实施将大力带动公司的基础设施租赁业务的发展。

天津渤海租赁 2013 年进军国内飞机租赁市场，已完成河北航空 737-800、长龙航空 A320-200 等价值近 2.3 亿美元的飞机融资租赁项目，14 年天津渤海租赁通过“前海渤海一号”SPV，利用跨境人民币贷款成功从香港引入价值 5000 万元的两架 B737-300 货机，租赁给顺丰航空，这是深圳前海自贸区首单飞机融资租赁业务，也是国内首单利用跨境人民币贷款完成的飞机租赁业务。标志着前海跨境融资租赁业务渠道正式打通，在我国融资租赁业务发展历程中具有里程碑意义。2015 年 4 月，公司全资子公司天津渤海租赁有限公司为开展飞机租赁业务并依托利用东疆保税港区的相关优惠政策，拟在天津东疆保税港区设立十家特殊目的公司。

在渤海租赁新一轮增发的 160 亿中有 34 亿增资天津渤海租赁，将全部用于境内的租赁项目。2015 年 5 月，天津渤海租赁与中国进出口银行、巴西国家经济社会发展银行、巴西航空工业公司签署融资框架协议，由中国进出口银行及巴西国家经济社会发展银行提供航空信贷融资支持天津渤海从巴西航空工业公司购买 40 架 E190 系列飞机，若该事项得以顺利实施，天津渤海租赁业务规模将进一步扩张。天津渤海租赁将逐步向国家政策支持力度大的飞机租赁业务渗透，境内飞机租赁业务快速扩张。

2.1.2. 皖江金融租赁----稀缺金融租赁牌照资源

2011 年天津渤海租赁、芜湖市建投和美的集团于共同出资组建了皖江金融租赁有限公司，其中天津渤海租赁出资比率为 55%。皖江金融租赁是由中国银监会批准的全国第 18 家金融租赁公司，注册地在安徽芜湖，位于皖江城市带承接产业转移示范区，是目前国内成长速度最快的金融租赁公司之一。

根据银监会规定，金融租赁公司可进入同业拆借市场，央行鼓励和支持金融租赁公司通过发行金融债券、参与信贷资产证券化试点等方式，扩大融资渠道，相比于内、外资租赁公司具有融资渠道广、资金成本低，融资来源稳定等优势。目前国内金融租赁公司业务规模和增速高于内资和外资租赁公司，2202 家融资租赁企业中，拥有金融租赁牌照的仅 30 家，但是发展势头在国内租赁三种业态中最为迅猛，业务总量占比和新增业务占比均在 40% 以上，全国排名前十的融资租赁公司就有 7 家是金融租赁公司，皖江金融租赁拥有的金融租赁牌照具有稀缺性。

2014 年皖江金融租赁实现营业收入 12.12 亿元，同比增加 55.58%，净利润 4.14 亿元，同比增加 29.38%。截至 2014 年底，皖江金融租赁租赁项目共计 207 笔；租赁合同本金为 213.28 亿元；其中新增项目 112 笔，新增投放金额 117.07 亿元，在安徽地区投放金额 36.49 亿元，占当年新增投放额的 31.17%。

2015 年 5 月，渤海租赁董事会决议将皖江金融租赁有限公司整体变更为股份有限公司，并在整体改制后申请新三板挂牌。

2.1.3. 横琴国际融资租赁----地缘优势+境外融资低成本

横琴国际融资租赁有限公司为渤海租赁控股子公司，成立于 2013 年 11 月，是珠海横琴新区首家实体化运营的合资租赁公司。横琴国际融资租赁利用横琴地区政策优势，先后取得多家境内外金融机构授信，公司依托横琴新区金融创新及地缘优势探索横琴新区基础设施建设等跨境融资新渠道，探索横琴新区飞机、船舶、海洋工程结构物等大型设备融资租赁，业务范围突出横琴新区和珠海市，辐射珠三角及全国，同时为其他企业进驻横琴新区开拓业务提供资金渠道和咨询服务。

横琴国际融资租赁有限公司以珠海横琴政策优势为突破口，借助粤港澳金融市场优势，有助于提升渤海租赁产业的整体资金优势，进一步提高整体资金融通能力。

2.1.4. 天津航空金融服务----国内首家专业的飞机资产管理公司

天津航空金融服务有限公司成立于 2015 年 1 月，注册于天津自贸区内，由天津东疆保税港区管委会牵头发起，注册资本为 5000 万元，其中：天津渤海出资 2750 万元，占注册资本的 55%；香港金融出资 1250 万元，占注册资本的 25%；东疆投资出资 1000 万元，占注册资本的 20%。天津航空金融服务是国内首家专业的飞机资产管理公司，致力于为航空投资机构、租赁公司及航空公司等机构提供专业化、全方位、客户化的航空金融和资产管理服务。天津航空金融服务有限公司位于天津自贸区内，自贸区相关优惠政策将进一步推动公司良好的发展。

天津航空金融服务有限公司拥有国内外一流的航空金融和资产管理信息化系统平台，有助于进一步飞机租赁金融服务领域的核心竞争力，为公司全球飞机租赁业务的发展奠定坚实基础。

2.2. 境外资产整合，打造国际龙头

2.2.1. 境外资产整合，飞机租赁行业领先，集装箱租赁全球第一 飞机租赁行业领先

渤海租赁于 2012 年收购了全球领先的飞机租赁公司香港航空租赁 (HKAC) 68.78% 股权，进入国际飞机租赁领域并首次进入国际市场，同时也扩大了 HKAC 在行业内的世界领先地位。目前公司飞机租赁业务全球市场占有率为第 20 位。2015 年，HKAC 拟联合天津燕山航空租赁产业股权投资合伙企业在开曼群岛共同发起设立一家从事飞机租赁业务的子公司 HKACDC，公司拟通过全资子公司 Global Aviation Leasing Co.,Ltd (GAL) 拟要约收购全球领先的飞机租赁公司 Avolon 20% 股权，成为其第一大股东，未来公司在全球飞机租赁市场的影响力和份额有望大幅提升，进入全球飞机租赁市场第一梯队。

香港航空租赁开展飞机租赁业务全部采用经营租赁方式，共拥有及管理飞机 71 架，2013 年 HKAC 成为东亚地区规模最大的飞机租赁公司之一。2014 年，HKAC 与空客达成了价值 70 亿美元的飞机采购意向。2014 年，香港航空租赁实现营业收入 13.08 亿元，净利润 2.49 亿元。目前香港航空租赁飞机租赁业务运营稳定，自有飞机数量不断增加，在国际飞机租赁市场尤其是亚洲市场具有较强的竞争力。

2015 年公司将通过再融资方式继续加大对飞机租赁业务的投放，拟非公开发行约 13.08 亿股股票，共募集 160 亿资金，其中 80 亿元用于增资 HKAC 开展飞机租赁业务。

2015 年 7 月 13 日，公司公告称其全资子公司天津渤海租赁之控股子公司 HKAC 拟联合天津燕山航空租赁产业股权投资合伙企业在开曼群岛共同发起设立一家名为 HKACDC 的公司，HKACDC 拟注册资金为约 6.12 亿美元，其中：HKAC 以其持有及待交付的共 18 架飞机资产未来现金流收益权作价出资约 3.12 亿美元，持股比例约 51%；航空租赁产业基金以现金方式出资 3 亿美元，持股比例约 49%，HKACDC 将主要从事飞机租赁业务。

2015 年 7 月 14 日，公司公告称拟通过全资子公司 Global Aviation Leasing Co.,Ltd (GAL) 要约收购 Avolon Holdings Limited (Avolon) 20% 股权，成为其第一大股东。Avolon 于 2014 年 12 月在美国纽约证券交易所挂牌上市，主要业务是购入商用喷气式飞机并出售、租赁给航空公司和承租人，同时也为第三方飞机所有者提供服务。目前，Avolon 已成为一家全球领先的飞机租赁公司，服务于全球 33 个国家的 56 个航空公司客户，包括 American Airlines、Japan Airlines、Flydubai 等全球知名航空公司。根据《AIRLINE BUSINESS》统计，按机队价值计算，Avolon 为全球第十一大飞机租赁公司。截至 2015 年 3 月 31 日，Avolon 机队规模 251 架，其中自有飞机 132 架，管理飞机 11 架，已签署购买协议的飞机 108 架，飞机资产的账面价值达 5,843,832 千美元。Avolon 拥有非常年轻的机队结构及相对较长的剩余租赁合同期限，保证了 Avolon 具有良好的成长性和持续盈利能力。Avolon 拥有一支经验丰富的管理团队，主要管理人员在飞机租赁行业的平均工作经历已超过 24 年，具有较强主动风险管理能力。

集装箱租赁全球第一

公司于 2013 年完成全球第六大集装箱租赁公司 Seaco SRL 100% 的股权收购，于 2015 年完成全球八大集装箱租赁公司 Cronos Ltd 80% 的股权收购，至此渤海租赁已成为全球第一大集装箱租赁服务商，业务

网络覆盖全球六大洲，为全世界 80 多个国家提供全方位的租赁服务，全球市场占有率为 15%。完成 Cronos Ltd 后，渤海租赁的境外业务的收入占公司总收入的比例将超过 70%。

Seaco SRL 是世界第六大集装箱租赁公司，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位，并已在全球范围内建立起一个相对完整的客户和服务网络，通过一年的整合，Seaco SRL 已进入高效运行状态，Seaco SRL 的主要客户质量优异，包括世界排名前 20 航运公司。截至 2014 年末，Seaco SRL 总资产规模 189.27 亿元，净资产为 52.08 亿元；2014 年实现营业收入 31.69 亿元，净利润 6.54 亿元。

Cronos Ltd. 是全球八大集装箱租赁公司，拥有并管理超 80.7 万 TEU 的标准集装箱，客户涵盖了 Mediterranean、CMA、Cosco、CSCL、MOL 等世界前十大航运公司，在行业内积累了优异的信誉和口碑。

2.2.2. 成功搭建境外融资平台，再融资持续推动业务发展

渤海租赁通过境外资本运作成功搭建了境外融资平台，有利于公司充分利用境外平台优势，利用全球主要资本市场，在全球范围内实现资金、资源的有效配置，提高公司核心竞争力。

2014 年公司全资子公司 Seaco SRL 在境外发行的 10 年期 5 亿美元资产证券化产品获得标准普尔评级服务公司和 DBRS 信用评级公司 A 评级，综合年化票面固定利率为 3.15%，低于国内发行债券融资成本。公司还计划通过天津渤海租赁之全资子公司香港渤海租赁资产管理有限公司下设的全资子公司 BL Finance Limited 在境外公开发行不超过 15 亿元人民币（含 15 亿元人民币）债券，充分利用公司境外资源，进一步拓宽公司融资渠道，降低公司融资成本，推动公司业务发展。

2.2.3. 国内外业务协同受益

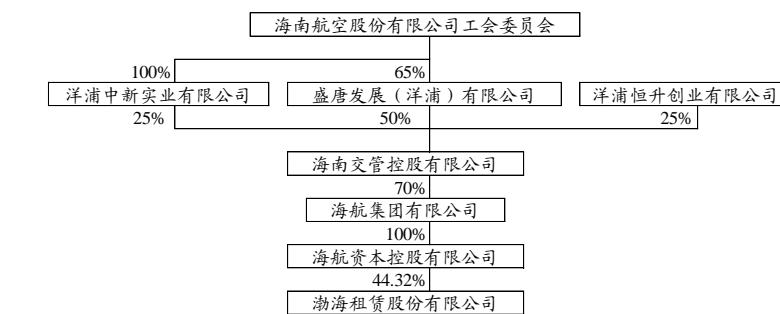
渤海租赁收购的境外公司 Seaco SRL、Cronos Ltd. 和 Avolon 都是在业界排名靠前，具有丰富的运营管理经验的成熟公司，其业务团队的管理经验、运营能力、核心技术、客户资源都可以与国内业务团队共享，充分优化国内外业务配置，发挥国内自公司外协同效应，提升国内业务团队的竞争力，帮助公司以最快的速度构建起成熟的商业模式。

3. 海航系全面资本布局，打造金控平台

渤海租赁前身为新疆江通，2011 年 5 月 13 日，中国证监会核准了新疆江通与海航资本控股有限公司、天津燕山股权投资基金有限公司等重大资产置换以及发行股份购买资产事宜；2011 年 6 月 1 日，海航资本等合计持有天津渤海租赁有限公司 100% 的股权过户至渤海租赁名下；2011 年 10 月新疆工商行政管理局核准公司变更登记，公司名称变更为现名。公司证券简称由“ST 江通”变更为“渤海租赁”。

截至 2015 年 3 月底，公司总股本为 177430.30 万股，海航资本持股占比 44.32%，为公司的控股股东，海南航空股份有限公司工会委员会是公司的实际控制人。

图表 11：渤海租赁股权结构



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

海航集团现在已经形成五大产业板块包括航空、实业、资本、旅游、物流五大产业板块，旗下四百多家成员公司，13家主板上市公司，2014年，海航集团整体收入达1300亿，总资产达4800亿。

海航资本集团有限公司是海航集团核心产业集团之一，承载海航集团金融板块职能，海航资本拥有租赁、保险、信托、证券、期货、投资银行、基金、保理等传统及创新金融业务，旗下涵盖渤海租赁、海航东银期货、联讯证券、渤海国际信托、民安财险、新光人寿、扬子江保险经纪、通汇保险代理、渤海担保、中合担保、燕山科技股权投资、渤海保理、燕山投资管理等公司，覆盖证券、融资租赁、信托、期货、保险、基金、担保等多领域的金融资产，渤海租赁是海航资本旗下的重要资产，承担了海航系上市金控平台的作用。

根据海航系战略发展规划，渤海租赁拟以租赁业为基础，向多元金融业态并存发展，构建多元金控平台。

图表 12：海航资本控股子公司情况

海航资本控股子公司名称	持股比例	经营范围
渤海租赁股份有限公司	44.32%	租赁
长江租赁有限公司	57.44%	租赁
扬子江国际租赁有限公司	59.82%	租赁
浦航租赁有限公司	61.35%	租赁
海航租赁控股(北京)有限公司	100.00%	租赁
渤海国际信托有限公司	60.22%	信托
天津燕山小额贷款有限公司	100.00%	小额贷款
天津燕山科技创业投资有限公司	100.00%	投资咨询
海航风险管理有限公司	100.00%	投资咨询
航美投资管理有限公司	51.00%	投资咨询
Eros international investment Co., Ltd.	100.00%	投资咨询
HNA Capital (Hong Kong) Holdings Company Limited	100.00%	投资咨询
天津燕山航空租赁产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	56.08%	投资及咨询
海航资本投资(北京)有限公司	100.00%	投资管理
天津盛兴投资合伙企业(有限合伙)	100.00%	投资
上海世富海华股权投资有限公司	98.86%	股权投资

海航投资集团股份有限公司	19.98%	房地产为主的综合类
天津渤海融资担保有限公司	60.00%	担保
渤海国际商业保理有限公司	100.00%	保理
海航资本南方总部(深圳)有限公司	100.00%	咨询

资料来源：海航资本集团有限公司 2014 年年度报告，东吴证券研究所

3.1. 渤海人寿保险、新光海航人寿保险、民安财险

渤海人寿保险股份有限公司成立于 2014 年 12 月，2015 年 4 月，渤海租赁拟出资 11.6 亿元参与渤海人寿保险股份有限公司增资计划，渤海人寿本次增资完成后其注册资本将增加到 58 亿元，渤海租赁占其增资后总股本的 20%。

新光海航人寿保险有限责任公司由新光人寿保险股份有限公司（台湾）与海航集团有限公司共同组建，于 2009 年 3 月 2 日注册成立，目前注册资本金 5 亿元人民币。

民安财产保险有限公司总部位于深圳，其前身为 1982 年在深圳设立的香港民安保险有限公司深圳分公司，是改革开放后首家进入国内保险市场的境外保险公司，2005 年、2006 年，民安财险连续被深圳市人民政府授予“深圳市创新发展效益领先企业”称号，2009 年被深圳市人民政府授予“深圳市金融创新二等奖”，2011 年成为海航资本成员公司。

3.2. 联讯证券

2015 年 5 月，联讯证券大股东美兰机场计划将其持有的 5.82 亿股股份转让给渤海租赁，占联讯证券总股份的 18.6%。

联讯证券是在新三板挂牌的首家做市交易券商，集经纪业务、投行业务、自营业务、资管业务、信用交易业务、沪港通业务、新三板业务等多重牌照于一身。联讯证券业绩预告中，预计今年上半年实现营业收入 7.61 亿元，同比增长约 292.42%，净利润 2.82 亿元，同比增长约 964.85%。2015 年联讯证券将重点布局新三板和互联网金融业务。联讯证券与腾讯于 2015 年 7 月 7 日签署《合作协议》，在新三板研究业务领域建立合作关系，共谋发展。腾讯网负责宣传推广，联讯证券负责提供专业服务。联讯证券将探索互联网金融经营模式，布局互联网金融业务。

3.3. 渤海国际信托

渤海国际信托成立于 1982 年 10 月，前身为河北省国际信托投资有限责任公司，2006 年完成重组，成为海航集团成员企业，2007 年更名为渤海国际信托有限公司。2014 年渤海国际信托营业收入为 11.5 亿，同比增加 14%，净利润 416 万，同比增加 3%。在京津冀协同发展的大背景下，渤海国际信托作为唯一一家注册地在河北的信托公司，在相关业务的开拓上具有独特优势。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

2015 年上半年公司实现了 Cronos Ltd 的并表，业绩增速较快；实现净利润约 6.05~6.5 亿元，同比增加 31.12%~40.87%。在公司整体整合以后，受规模效应和协同效应的影响，集装箱租赁领域会有一个效益的释放。2014 年公司净资产为 98 亿，募集的 160 亿全部投向租赁产业，公司净资产规模达到 260 亿，实现公司二次腾飞。随着募集资金的到位和投放，公司业绩会有一个较大的提升。

按未来 3 年净利润 35% 的复合增长率保守估计，进行盈利预测如下：

盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	6,852	9,087	12,157	15,311
同比（%）	7%	33%	34%	26%
净利润（百万元）	913	1,397	1,892	2,400
同比（%）	-13%	53%	35%	27%
毛利率（%）	46.42%	46.70%	47.66%	48.30%
ROE（%）	11.8%	11.6%	11.0%	10.0%
每股收益（元）	0.26	0.39	0.53	0.68
P/E	32.4	21.2	15.6	12.3
P/B	3.02	2.05	1.47	1.05

4.2. 投资建议

公司拥有租赁行业全牌照，且全球业务布局完善，市场份额领先。此次公告拟收购全球领先飞机租赁公司 Avolon 20% 股权，成为其第一大股东，未来公司飞机租赁业务发展具有巨大想象空间。作为海航资本旗下 A 股上市平台，未来根据海航系发展战略，打造以租赁为主，包括保险、证券、信托、互联网金融的综合金融控平台。

预计公司 2015/16/17 年 EPS 0.39、0.53、0.68 元，当前股价对应 2015 年 PE 为 21.2 倍。我们认为公司合理估值为 30 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 11.7 元。

5. 风险提示

- 1) 新一轮增发失败；
- 2) 并购计划未成功实施；
- 3) 国内经济增速大幅低于预期；
- 4) 全球经济复苏放缓，租赁行业景气度大幅下降。

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	13307.9	18631.1	26083.5	36516.9	营业收入	6,852	9,087	12,157	15,311
货币资金	4725.7	6615.9	9262.3	12967.3	营业成本	3,671	4,506	5,934	7,402
应收款项	622.6	870.2	1218.3	1705.7	营业税金及附加	60.2	79.9	106.9	134.6
一年内到期非流动资产	7512.4	10517.3	14724.3	20614.0	销售费用	58.6	77.7	104.0	130.9
其他	448.2	627.5	878.6	1230.0	管理费用	618.2	819.8	1,096.8	1,381.3
非流动资产	54412.8	65295.4	75089.7	86353.1	财务费用	991.6	1,315.1	1,759.4	2,215.9
固定资产	27293.7	32752.4	37665.3	43315.1	资产减值损失	241.5	320.3	428.6	539.8
长期应收款	24857.2	29828.7	34303.0	39448.4	其他经营收益	23.5	7.4	7.7	8.1
其他	2261.9	2714.2	3121.4	3589.6	营业利润	1,234.5	1,975.6	2,734.8	3,514.3
资产总计	67720.7	83926.4	101173.1	122870.0	营业外净收支	165.9	165.9	165.9	165.9
流动负债	20133.3	25166.6	30199.9	36240.0	利润总额	1,400.4	2,141.5	2,900.7	3,680.3
短期借款	9151.4	11439.2	13727.1	16472.5	所得税费用	221.7	339.1	459.3	582.8
应付账款	288.1	360.1	432.1	518.6	净利润	1,178.6	1,802.4	2,441.4	3,097.5
其他应付款	2990.2	3737.7	4485.3	5382.3	少数股东损益	265.45	405.94	549.83	697.60
一年内到期非流动负债	6706.1	8382.6	10059.2	12071.0	归属母公司净利润	913.2	1,396.5	1,891.5	2,399.9
其他	997.5	1246.9	1496.3	1795.5	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
非流动负债	34989.3	40237.7	45066.2	50474.2	每股收益(元)	0.26	0.39	0.53	0.68
长期借款	28704.2	33009.9	36971.0	41407.6	每股净资产(元)	2.76	4.06	5.67	7.92
其他	6285.1	7227.8	8095.2	9066.6	发行在外股份(百万股)	3549	3549	3549	3549
负债总计	55122.6	65404.3	75266.1	86714.1	ROE(%)	11.8%	11.6%	11.0%	10.0%
少数股东权益	2809.6	4130.8	5777.7	8063.4	毛利率(%)	46.42%	46.70%	47.66%	48.30%
归属母公司股东权益	9788.5	14391.4	20129.3	28092.5	销售净利率	17.2%	19.5%	20.3%	20.4%
负债和股东权益总计	67720.7	83926.4	101173.1	122870.0	资产负债率	81.4%	77.9%	74.4%	70.6%
					收入增长率	7%	33%	34%	26%
					净利润增长率	-13%	53%	35%	27%
					P/E	32.4	21.2	15.6	12.3

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>