

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：余春生 S0350513090001

021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

并购丰汇租赁获正式通过，开启公司跨越式发展新征程

——金叶珠宝（000587）重大资产重组获证监会通过点评

■ 事件：

1、9月7日晚，金叶珠宝（000587）公告，公司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事项获得有条件通过。具体事项为：4月26日公司公告收购丰汇租赁，拟以每股11.92元的价格向丰汇租赁原股东发行2.8亿股，合计33.2亿元，同时支付现金26.3亿元，其中15.0亿元来源于向大股东九五集团定向增发1.3亿股所募集，总对价59.5亿元，购买丰汇租赁原股东中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓洋合计持有的丰汇租赁90%股权。四位补偿责任人中融资产、盟科投资、盛运环保及重庆拓洋承诺丰汇租赁2015/16/17年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为5亿元、8亿元和10亿元。按公司90%的股权收购，即为4.5/7.2/9亿元。大股东九五集团承诺金叶珠宝业绩2015/16/17年分别为1.5/2/2.5亿元。由此，金叶珠宝合并后2015/16/17备考业绩分别为6/9.2/11.5亿元。

2、财联社8月26日讯，李克强8月26日主持召开国常会，确定加快融资租赁和金融租赁行业发展的措施，更好服务实体经济。会议指出，加快发展融资租赁和金融租赁，是深化金融改革的重要举措，有利于缓解融资难融资贵，拉动企业设备投资，带动产业升级。会议确定，一是厉行简政放权，对融资租赁公司设立子公司不设最低注册资本限制。对船舶、农机、医疗器械、飞机等设备融资租赁简化相关登记许可或进出口手续。在经营资质认定上同等对待租赁方式购入和自行购买的设备。二是突出结构调整，加快发展高端核心装备进口、清洁能源、社会民生等领域的租赁业务，支持设立面向小微企业、“三农”的租赁公司。鼓励通过租赁推动装备走出去和国际产能合作。三是创新业务模式，用好“互联网+”，坚持融资与融物结合，建立租赁物与二手设备流通市场，发展售后回租业务。四是加大政策支持，鼓励各地通过奖励、风险补偿等方式，引导融资租赁和金融租赁更好服务实体经济。同时，有关部门要协调配合，加强风险管理。

点评：

1、我国融资租赁行业正处高速发展阶段，融资租赁市场空间与渗透率都有望大幅提升

经济转型和产业升级催生市场需求。融资租赁与信托类似，是为了满足银行之外的大额资金需求，通过提供以固定资产为主的租赁物满足固定资产投资需求。目前我国正加快产业结构调整和技术革新深化，融资租赁行业将是产业结构转型的受益者。随着国家对落后产能的淘汰和市场竞争加快产业技术革命进程，新技术革命对融资租赁带来新的需求。

我国融资租赁市场空间与渗透率都有望大幅提升。目前，我国租赁行业正处于经济结构调整、金融改革和区域产业政策落实的三重红利驱动的黄金发展时期。我国经济发展模式正从粗放型转向集约型，工业化、城镇化的推进，传统行业的升级，民生工程（保障房的建设）、新兴行业和装备制造业的发展都将带动相关设备投资需求持续增长，为融资租赁行业带来巨大的发展机遇和市场空间。

根据行业测算，预计我国2015年租赁业务规模在3万亿元，未来5年预计能实现年均25%的复合增长率达9万亿元。我国融资租赁行业除市场空间提升之外，市场渗透率也有望较大幅度提升。据《世界租赁年报2011》统计，2010年中国的租赁渗透率（租赁额/社会设备投资总额）只有3.8%，远低于美国的22%，瑞典的24.60%和德国的15.80%，在统计的50个国家中排名第33位。而租赁行业发达的英国、美国的租赁渗透率都在17%以上。若我国融资租赁渗透率达到国际平均水平10%，则也有近3倍的增长空间。

专业化金融租赁公司更具竞争优势。在利率市场化的背景下，纯金融租赁公司的利差正在收窄。而专业化的租赁公司可以根据产业链专业优势，深耕一个或多个产业，以租赁为入口，转型为综合金融服务平台，为产业进行专业的金融服务和结构化融资服务。丰汇租赁目前业务主要覆盖电力、冶金和化工医疗方面，金叶珠宝收购后，丰汇租赁业务将有望更集中在黄金产业链上，更为突出专业化的竞争优势。

2、国务院加快发展融资租赁的会议规定，将有利于积极推动融资租赁行业快速发展

目前，我国宏观经济下滑，很多企业经营困难，通过融资租赁和金融租赁的方式，可有效解决企业融资困难和融资成本高的问题，对改善企业经营和促进经济发展具有积极的作用，而作为处在该项业务风口的融资租赁和金融租赁公司，也将积极受益此项规定的各项政策利好。

具体而言，国务院会议确定“融资租赁公司设立子公司不设最低注册资本限制”，将使融资租赁公司更好的在各地设立子公司开展融资租赁业务，有利于实现全国化布局，加快融资租赁业务在全国的渗透；“简化相关手续和对设备经营资质上同等对待，同时通过“互联网+”提高融资租赁业务效率，以及鼓励政府政策支持和实施奖励补偿”等规定，也将使众多企业尤其是小微企业愿意或乐意接受或主动寻找和开展融资租赁业务，这将对提高整个融资租赁行业业务规模具有积极的推动作用。

金叶珠宝收购的丰汇租赁公司，将有望充分受益此项政策规定，快速提高业务规模和经营效益。丰汇租赁成立于1999年，是“中植系”旗下重要的融资租赁公司，目前注册资本高达20亿元，业务范围覆盖医疗、电力、钢铁等行业的直接租赁、售后返租、委托贷款等业务。2014年丰汇租赁营业收入11.7亿，净利润3.41亿，规模的盈利水平都排名民营租赁公司前列。国务院《加快融资租赁和金融租赁行业发展的规定》，将使处在该业务风口的丰汇租赁公司充分受益，从总体上提高公司业务规模和经营效益。

3、金叶珠宝收购丰汇租赁后将产生积极的协同作用，并有望开展供应链金融和黄金银行等相关业务

金叶珠宝在黄金产业链上具有极强的运作能力。1998年，金叶珠宝拿到了由中国人民银行颁发的“黄金经营许可证”，这是同业中极其罕见的。2003年，国家开发黄金市场，金叶珠宝抓住历史机遇，更名定了今天的“金叶珠宝”品牌，正式独立自主经营。此后，金叶珠宝开始与国内一线黄金厂商合作，并与国际珠宝巨头合作提升名气。金叶珠宝先后拿下了北京奥运会、上海世博会等系列金、银纪念品的订单。经过20年的快速发展，公司目前已成为集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售和品牌加盟于一体的国内著名珠宝企业，囊括了黄金全产业链。

金叶珠宝收购丰汇租赁后，丰汇租赁可以利用金叶珠宝上市公司的平台优势，通过增发股份、公司债券等再融资渠道注入更多的经营资本金，以及利用上市公司的优质资产通过抵押贷款或信用担保借款等方式获得资金支持，以此进一步扩大丰汇租赁资本规模及业务范围，增强盈利能力。

此外，金叶珠宝收购丰汇租赁后，还有望将丰汇租赁的融资租赁、黄金租赁和委托贷款等金融服务模式与公司的黄金全产业链经营优势有效结合，以进一步挖掘黄金的货币价值，开展诸如“黄金产业链金融”及“黄金银行”等业务，从而开启公司跨越式发展新征程。

4、盈利预测与投资建议

假定公司收购丰汇租赁并将丰汇租赁财务报表纳入公司合并报表，则我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.68、1.00、1.28，对应 2015/16/17 年 PE 分别为 28.70/19.56/15.36 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

业务拓展不达预期。

表 1、金叶珠宝盈利预测

证券代码:	000587.sz				股票价格:	19.60	投资评级:	买入		日期:	2015-9-7
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	36%	36%	33%	EPS	0.26	0.68	1.00	1.28		
毛利率	5%	9%	10%	11%	BVPS	2.34	1.81	2.65	3.73		
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值						
销售净利率	1%	5%	6%	7%	P/E	76.67	28.70	19.56	15.36		
成长能力					P/B	8.37	10.85	7.39	5.25		
收入增长率	17%	37%	18%	13%	P/S	1.06	1.47	1.25	1.10		
利润增长率	-3%	409%	47%	27%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	3.61	3.76	3.42	3.04	营业收入	10333	14156	16704	18875		
应收账款周转率	21.48	21.48	21.48	21.48	营业成本	9831	12867	15000	16799		
存货周转率	12.07	12.07	12.07	12.07	营业税金及附加	22	30	35	40		
偿债能力					销售费用	186	275	280	296		
资产负债率	51%	46%	40%	34%	管理费用	74	102	100	113		
流动比	1.91	2.02	2.34	2.75	财务费用	37	(9)	(29)	(60)		
速动比	1.35	1.41	1.70	2.08	其他费用/(-收入)	(17)	5	3	1		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	165	896	1321	1688		
现金及现金等价物	1393	1664	2358	3332	营业外净收支	14	14	14	14		
应收款项	481	659	778	879	利润总额	179	910	1335	1702		
存货净额	814	1068	1245	1395	所得税费用	34	171	252	323		
其他流动资产	89	122	143	162	净利润	145	738	1083	1379		
流动资产合计	2777	3513	4524	5767	少数股东损益	3	13	19	24		
固定资产	70	163	276	369	归属于母公司净利润	142	725	1064	1355		
在建工程	0	80	70	70	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	4	4	4	4	经营活动现金流	(141)	10	605	997		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	145	738	1083	1379		
资产总计	2860	3769	4883	6218	少数股东权益	3	13	19	24		
短期借款	354	354	354	354	折旧摊销	7	7	17	28		
应付款项	778	1020	1189	1332	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	110	151	178	202	营运资金变动	(296)	(748)	(514)	(435)		
其他流动负债	211	211	211	211	投资活动现金流	(35)	(173)	(104)	(92)		
流动负债合计	1453	1736	1933	2098	资本支出	3	(173)	(104)	(92)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(38)	0	0	0		
长期负债合计	2	2	2	2	筹资活动现金流	447	(113)	(165)	(210)		
负债合计	1454	1738	1934	2100	债务融资	(389)	0	0	0		
股本	557	1062	1062	1062	权益融资	98	0	0	0		
股东权益	1405	2031	2949	4118	其它	738	(113)	(165)	(210)		
负债和股东权益总计	2860	3769	4883	6218	现金净增加额	271	(275)	336	694		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。