

证券研究报告—深度报告

金融

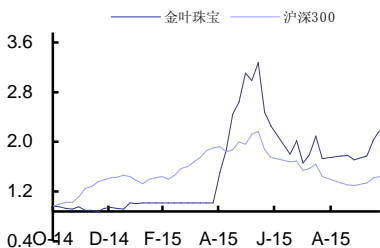
非银行金融

金叶珠宝(000587)
买入

合理估值: 26-33 元 昨收盘: 21.15 元 (首次评级)

2015年10月30日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	557/557
总市值/流通(百万元)	11,783/11,783
上证综指/深圳成指	3,387/11,567
12个月最高/最低(元)	39.00/9.26

相关研究报告:

证券分析师: 陈福

电话: 0755-82133390

E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080002

联系人: 王继林

电话: 010-88005302

E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

联系人: 赵秋实

电话: 0755-22940879

E-MAIL: zhaogs@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

首次覆盖

在最适合供应链金融的领域起航

● 最适合供应链金融的土壤

公司是黄金加工领域龙头,黄金具有单价高、易存储、标准化程度高的特点,天然适合做供应链金融。通过供应链金融业务实现公司长期浸淫黄金加工行业的价值,基于五维模型判断,公司转型逻辑顺畅。

● 业务端: 黄金租赁超千亿级市场

2014年国内黄金租赁涉及黄金2000吨,金额超4500亿,但同时具备产业优势与金融优势的公司少之又少,公司优势明显且独特。金叶珠宝在黄金租赁市场每一个百分点的市占率就对应着45亿的租赁规模,对于注册资本20亿的丰汇租赁而言,弹性足够大。

● 成本端: 资金成本由11%到7%

1) 通过与银行合作黄金租赁业务,资金成本在3%-4%; 2) 通过上市股东支持,获得低成本银行信贷资金; 3) 利用上市平台,资本市场多渠道融资; 4) 通过外商系租赁子公司获得低成本资金。综合判断成本将由上市前的11%降至7%左右,红利释放相当可观。

● 可能的催化因素

除了较好的基本面因素外,公司在中短期仍具备可能的催化因素,主要包括: 1) 员工持股计划的最终实施; 2) 黄金租赁业务的放量; 3) 真实业绩超承诺业绩。

● 公司合理估值区间26~33元,首次给予“买入”评级

预计15-17年公司EPS为0.77/1.31/1.63元/股。考虑到: 1) 融资租赁余额近5年复合增速超45%; 2) 黄金产业天然适合供应链金融; 3) 长期看,租赁公司区别于其他金融机构的优势,在于对特定行业的渗透力,金叶珠宝具备条件。好行业、好公司,理应享受估值溢价,我们给予上市公司2016年20-25倍PE估值,对应股价合理区间为26-33元,首次给予“买入”评级。

● 风险提示

如果中国宏观经济增长大幅趋缓,将导致公司租赁资产的质量出现下滑,影响利润水平。同时转型公司面临转型进度不达预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8,831	10,333	13,827	16,659	19,861
(+/-%)	37.4%	17.0%	33.8%	20.5%	19.2%
净利润(百万元)	147	142	739	1,255	1,575
(+/-%)	-17.3%	-2.9%	418.8%	69.8%	25.5%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.26	0.77	1.31	1.64
EBITMargin	2.5%	2.1%	9.6%	13.4%	14.6%
净资产收益率(ROE)	12.3%	10.9%	11.4%	17.8%	20.2%
市盈率(PE)	80.3	82.7	25.5	15.0	12.0
EV/EBITDA	53.7	57.7	19.1	13.0	11.2
市净率(PB)	9.9	9.0	2.9	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

金叶珠宝完成对丰汇租赁的收购后，主业完成从黄金加工向融资租赁的转型，通过供应链金融变现其在黄金加工领域长期浸淫的综合优势。预计 2015-2017 年可实现每股收益分别为 0.77/1.31/1.63 元，目前股价对应动态市盈率分别为 28/16/13x，估值偏低。考虑到目前租赁行业近几年高达 45% 的复合增速，以及公司本身的优势地位，给予公司 20-25 倍的 PE 估值，按 2016 年业绩，对应合理估值区间为 26-33 元/股。目前价位具备较高安全边际，且中短期催化因素较多，给予买入评级。

核心假设或逻辑

对公司的估值以及评级，包含以下核心假设条件：

- 1) 上市公司以及丰汇租赁原股东方的业绩承诺均能够实现；
- 2) 成本端：参考上市租赁公司水平，丰汇租赁资金成本由 11% 下降至 7% 左右，且在两年完成成本端的下降；
- 3) 业务端：丰汇租赁保持之前盈利能力，但并未要求在黄金租赁业务上具体的业务规模。

与市场预期的差异之处

与市场一般预期的差异之处主要体现在：

- 1) 提出供应链金融的五维模型，筛选优质标的。市场在对供应链金融的认知上存在“转型即合理”的倾向，在筛选标的上并未做太多的工作，对金叶珠宝的推荐亦是如此。我们通过五维模型去详细展示公司供应链金融转型的优势，指出公司由于其他的原因；
- 2) 量化成本端下降的影响。市场缺乏对租赁公司成本端下降所带来影响的测算，由于成本端下降对于净利润的影响较大，我们则在估值模型中重点考虑了成本端下降所能带来的影响；
- 3) 融资租赁的下一个风口在于产融结合。市场对于租赁公司的关注点仍在于租赁行业“量”的增长方面，我们则前瞻性提出产融结合是融资租赁下一个风口，也是选择标的重要参考因素之一。金叶珠宝的租赁业务将重点渗透黄金产业链，相比于一租赁公司，可享受一定估值溢价。

股价变化的催化因素

中短期来看，公司可能的催化因素包括：1) 员工持股计划的完成，将有利于激发业务团队的积极性；2) 租赁业务的超预期，参照丰汇租赁历史成长性，不排除其业绩超出承诺的可能性；3) 黄金租赁业务开始明显放量。以上三点均可带动公司估值水平的提升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，如果中国宏观经济增长大幅趋缓，将导致公司租赁资产的质量出现下滑，影响利润水平；

第二，转型公司面临进度不达预期的风险。

内容目录

并购租赁谋转型.....	5
并购租赁切入黄金供应链金融.....	5
收购方案概况.....	5
租赁资产盈利能力远胜主业.....	6
丰汇租赁：打造综合金融平台.....	6
丰汇租赁概况.....	6
打造综合金融平台,盈利能力业内领先.....	8
未来看点：切入新蓝海&负债端成本下滑.....	10
看点之一：黄金产业链金融空间超千亿.....	10
看点之二：资金成本将由 11%下降到 7%.....	10
看点之三：拟实施员工持股计划，转型动力足.....	11
下一个风口在于产融结合.....	11
估值分析.....	13
风险提示.....	14
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

图表目录

图 1: 丰汇租赁股权结构	7
图 2: 丰汇租赁近三年营收、净利润情况	8
图 3: 丰汇租赁综合金融业务平台	9
图 4: 黄金供应链金融图谱	10
图 5: 丰汇租赁融资结构较为单一	11
图 6: 丰汇租赁成本端潜在下降空间	11
图 7: 融资租赁行业合同余额 (亿元)	12
图 8: 融资租赁的下一个风口在于产融结合	13
表 1: 金叶珠宝黄金主业盈利能力偏低	5
表 2: 收购及定增募集资金总方案	5
表 3: 发行前后上市公司股本变化 (股份数单位: 万股)	6
表 4: 并购方案的业绩承诺	6
表 5: 内资租赁公司注册资本排名 (截至 2014 年底)	7
表 6: 丰汇租赁 2014 年主要资金来源	8
表 7: 丰汇租赁 2014 年业务端前五名客户	8
表 8: 丰汇租赁收入结构多元化	9
表 9: 丰汇租赁盈利能力行业领先	9
表 10: 上市公司业绩预测 (单位: 亿元)	14

并购租赁谋转型

并购租赁切入黄金供应链金融

收购丰汇租赁，主业谋转型。金叶珠宝传统业务为黄金首饰加工与批发，受限于主业展业空间较为有限以及充分竞争的市场格局，盈利能力偏弱。2014年公司营业收入达到103亿元，但创造净利润仅1.4亿元，同时ROA、ROE水平均不高。公司有转型的内在需求，通过并购丰汇租赁切入供应链金融领域，变其在黄金产业链浸淫多年的综合资源优势。

表 1: 金叶珠宝黄金主业盈利能力偏低

	2015年 H1	2014年	2013年	2012年
总资产 (亿元)	33.5	28.6	22.2	19.5
净资产 (亿元)	14.8	14.1	12.0	10.5
营业收入 (亿元)	47.5	103.3	88.3	64.3
净利润 (亿元)	0.7	1.4	1.5	1.8
ROA (年化)	4.3%	5.0%	6.6%	9.1%
ROE (年化)	9.8%	10.1%	12.3%	16.9%
销售净利率	1.5%	1.4%	1.7%	2.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

供应链金融已经成为行业转型新领地，占据先发优势至关重要。供应链金融已经成为传统产业转型的战略级突破点，同时黄金单价高、易存储、标准化程度高的特点，决定了黄金产业天然适合做供应链金融。金叶珠宝是首家以实际行动践行黄金供应链金融布局的公司，在供应链金融崛起的关口下，抢得先机至关重要。得益于公司在黄金加工领域的龙头地位，以及丰汇租赁的突出盈利能力，金叶珠宝切入供应链金融的实操方式务实、高效。

收购方案概况

59.5亿元收购丰汇租赁90%股权，对应2015年一季度PB3.1倍。金叶珠宝通过发行股份以及支付现金的方式购买中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓洋持有的丰汇租赁90%股权，总计支付价款为59.5亿元，估价水平相当于2015年1季度租赁公司净资产的3.1倍。同时金叶珠宝向大股东九五集团定向增发1.3亿股，募集配套资金。发行股份购买资产及向大股东定增对应股票价格均为11.92元/股。收购方案已于9月初获得证监会通过。

表 2: 收购及定增募集资金总方案

	九五集团	中融资产	盟科投资	盛运环保	重庆拓洋
收购方案					
股份支付					
发行股份 (万股)		9,971	9,121	8,735	
对应金额 (万元)		118,850	108,717	104,123	
现金支付 (万元)		158,812	43,336	44,624	16,528
募资方案					
发行股份 (万股)	12618				
对应金额 (万元)	150410				
总计	购买资产: 发行股份 2.8 亿股, 支付现金 26.3 亿元, 共计金额 59.5 亿元; 大股东定增募资: 1.26 亿股, 对应金额 15 亿元。				

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

中植系将成为第二大股东，后续合作空间充分打开。本次交易完成后，九五集团依然是上市公司控股股东，持股比例由之前 29.95% 增长至 30.48%，中融资产、盟科投资、盛运环保持股比例分别达到 10.37%、9.48%、9.08%。其中中融资产、盟科投资所持丰汇租赁股份的实际控制人均为谢直锟，其将间接持有上市公司 19.85% 的股权，成为上市公司第二大股东，中植系与上市公司后续合作空间充分打开。

表 3: 发行前后上市公司股本变化 (股份数单位: 万股)

	发行前股份数	持股比例	本次增加股数	发行后总计	持股比例
九五集团	16,686	29.95%	12,618	29,304	30.48%
中融资产			9,971	9,971	10.37%
盟科投资			9,121	9,121	9.48%
盛运环保			8,735	8,735	9.08%
其他股东	39,027	70.05%			
总股本	55,713	100%	40,445	96,158	100%

资料来源: 国信证券经济研究所 (注释: 中融资产、盟科投资实际控制人为谢直锟)

租赁资产盈利能力远胜主业

并购双方均对业绩作出承诺，上市公司业绩有保障。除了丰汇租赁各股东方对租赁业绩的承诺外，作为并购方，九五集团亦对上市公司主业业绩作出承诺，在上市公司并购案例中极为少见。其中九五集团对传统黄金业务的承诺为：2015-2017 年归母扣非净利润分别为 1.5 亿元、2.0 亿元、2.5 亿元；丰汇租赁原股东对租赁业务承诺为：2015-2017 年净利润分别达到 5 亿元、8 亿元、10 亿元，上市公司 90% 股权对应净利润 4.5 亿元、7.2 亿元、9.0 亿元。

按双方业绩承诺，同时考虑到本次发行后每股收益摊薄，不考虑业绩超预期的前提下，金叶珠宝 2015-2017 年可实现每股收益 0.62 元、0.96 元、1.20 元。

表 4: 并购方案的业绩承诺

	2015 年	2016 年	2017 年
金叶珠宝业绩承诺 (亿元)	1.5	2.0	2.5
丰汇租赁业绩承诺 (亿元)	5.0	8.0	10.0
90% 股权对应 (亿元)	4.5	7.2	9.0
双方业绩承诺总计	6.0	9.2	11.5
发行后总股本 (亿股)	9.6	9.6	9.6
EPS-黄金业务贡献 (元/股)	0.16	0.21	0.26
EPS-租赁业务贡献 (元/股)	0.47	0.75	0.94
EPS 贡献倍数 (租赁/黄金主业)	3	3.6	3.6
EPS-总计 (元/股)	0.62	0.96	1.20

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

租赁业绩贡献将是黄金主业的 3-4 倍。丰汇租赁公司盈利能力突出，明显好于传统主业。并购完成后，仅按业绩承诺，租赁业务 2015 年-2017 年贡献 EPS 0.47、0.75 和 0.94 元/股，分别是黄金主业的 3 倍、3.6 倍和 3.6 倍，租赁资产盈利能力大幅高于传统业务。

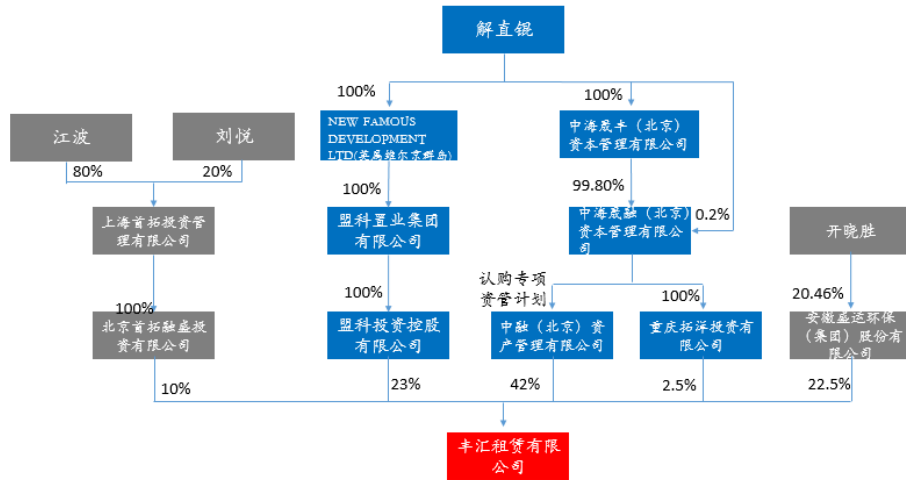
丰汇租赁：打造综合金融平台

丰汇租赁概况

谢直锟是丰汇租赁原实际控制人。本次并购前，中植系解直锟通过盟科投资、中融资产 (认购专项资产管理计划) 和重庆拓洋间接持有丰汇租赁 67.5% 股份，是其实际控制人；北京首拓融盛投资有限公司、盛运环保 (上市公司) 持有丰

汇租赁 10%、22.5%股份。

图 1: 丰汇租赁股权结构



资料来源：上市公司公告信息整理，国信证券经济研究所

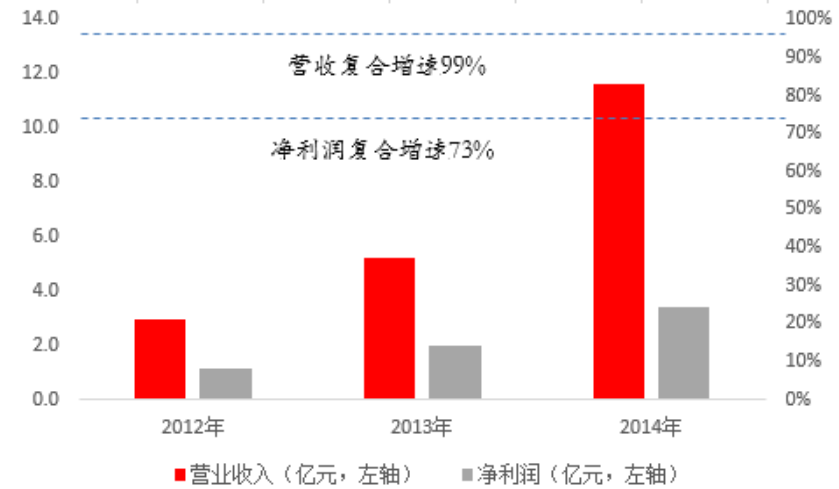
规模居前，近三年收入、净利润复合增速 99%、73%。在杠杠经营的租赁机构中，注册资本是业务端的生命线，按 2014 年底数据计算，丰汇租赁注册资本 20 亿在内资租赁公司规模中排名第十位，规模居前。2014 年丰汇租赁分别实现营业收入、净利润 11.7 亿元、3.4 亿元，近三年复合增速分别为 99%、73%，远高于行业 45% 的均值水平。

表 5: 内资租赁公司注册资本排名 (截至 2014 年底)

排名	公司	注册时间	注册地	注册资金 (亿元)
1	浦银租赁有限公司	2009 年	上海	76.60
2	天津渤海租赁有限公司	2008 年	天津	62.60
3	长江租赁有限公司	2004 年	天津	58.00
4	中航国际租赁有限公司	2004 年	上海	37.90
5	国泰租赁有限公司	2007 年	济南	30.00
6	庞大乐业租赁有限公司	2009 年	唐山	25.00
7	南车投资租赁有限公司	2008 年	北京	23.00
8	汇通信诚租赁有限公司	2012 年	乌鲁木齐	21.60
9	中建投租赁有限责任公司	2011 年	北京	20.00
10	中联重科租赁(北京)有限公司	2006 年	北京	15.02

资料来源：上市公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2: 丰江租赁近三年营收、净利润情况



资料来源: 上市公司公告信息整理, 国信证券经济研究所

负债、资产端均蕴含较大提升空间。丰江租赁负债端资金来源主要依托非银金融机构, 其中信托计划是最为主要资金来源, 总资金成本显著高于上市租赁公司, 本次并购后将逐步释放成本下降红利; 资产端, 目前丰江租赁业务领域并未体现出明显的聚焦领域, 依托中植系金融平台和较强业务拓展能力, 形成了自身独特优势, 本次并购计划若能顺利实施, 未来业务端将逐渐聚焦黄金产业链金融领域, 形成自身鲜明特色和享受一定估值溢价。

表 6: 丰江租赁 2014 年主要资金来源

客户名称	是否存在关联关系	期末余额 (亿元)	占比
中融国际信托有限公司	否	33.6	57.11%
上海财通资产管理有限公司	否	17.4	29.47%
中国银行高粱桥支行	否	2.8	4.82%
英大国际信托有限责任公司	否	1.8	3.06%
渤海国际信托有限公司	否	1.1	1.88%
总计	--	56.7	96.34%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 7: 丰江租赁 2014 年业务端前五名客户

客户名称	业务类型	收入 (万元)	占比
青州市宏利水务有限公司	融资租赁	7450	6.39%
贵阳大地驰骋房地产开发有限公司	委托贷款	7431	6.38%
沈阳泰华林房地产开发有限公司	委托贷款	5679	4.87%
宁夏庆华煤化集团有限公司	融资租赁	5512	4.73%
昌乐县益民热力有限公司	融资租赁	4154	3.56%
客户名称	业务类型	收入 (万元)	占比

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

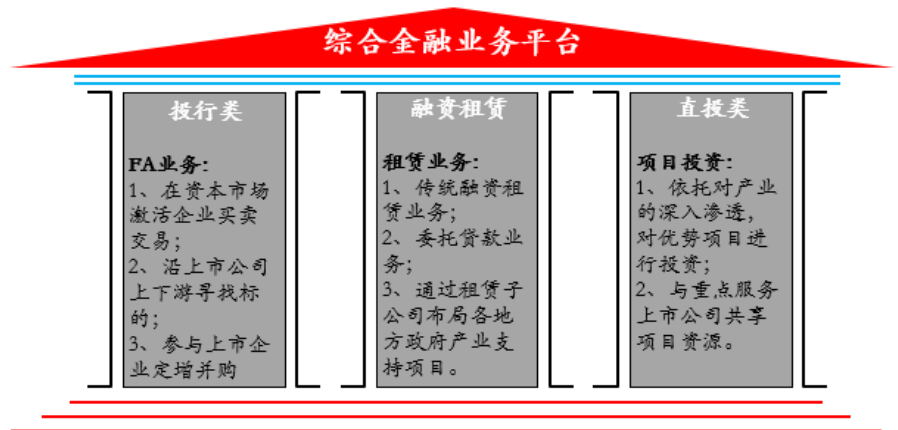
打造综合金融平台, 盈利能力业内领先

不止于租赁, 丰江租赁定位于综合金融业务。丰江租赁所能提供的不仅是传统意义上的融资租赁业务, 而是以租赁为平台, 构建了一个多元金融业务群, 其中主要模块包括了: 投行类业务、传统融资租赁业务以及直投类业务。1) 投行类主要包括 FA (财务顾问) 业务, 通过为上市公司在产业链上下游寻找并购标的参与并购业务, 或者直接参与上市公司定增业务; 2) 融资租赁板块, 除了一般意义上租赁, 还以租赁为基础开展委托贷款业务; 3) 直投类业务, 借助丰江

租赁长期在产业链的渗透和认知，寻找优势投资项目，也可和上市公司分享项目资源。

丰汇租赁多元化金融业务定位是其经营表现好于行业的重要原因，在结果上体现为两个方面：收入结构多元化、盈利能力领先于行业。

图 3: 丰汇租赁综合金融业务平台



资料来源：上市公司公告信息整理，国信证券经济研究所

丰汇租赁收入结构多元化。2014年丰汇租赁收入结构中，财务顾问收入占比高达51%，委托贷款和融资租赁业务收入占比分别为33%、16%。虽然在结果上表现为纯粹租赁业务收入占比不高，但其委托贷款利息收入和财务顾问收入均是以租赁业务为基础，均依托于租赁业务常年浸淫行业的深刻认知优势，强大的租赁业务拓展能力是丰汇租赁强大的根本。

表 8: 丰汇租赁收入结构多元化

	2013年		2014年	
	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比
租赁租金	1.13	22%	1.83	16%
委托贷款利息	1.38	27%	3.86	33%
财务顾问	2.68	52%	5.97	51%
总计	5.19	100%	11.66	100%

资料来源：上市公司公告信息整理，国信证券经济研究所

盈利能力在行业内处于领先水平。我们统计了上市租赁公司（包括A股、新三板和港股租赁公司），丰汇租赁的盈利能力处于明显领先地位，虽然其杠杆倍数处于中间水平，但其ROA、ROE指标全面领先行业，同时考虑到丰汇租赁注册资本20亿元，在内资融资租赁公司中排名第十的体量，其盈利能力的领先更难能可贵。

表 9: 丰汇租赁盈利能力行业领先

	丰汇租赁	渤海租赁	聚信租赁	远东宏信	中国飞机租赁	融信租赁	福能租赁
总资产	79.9	677.2	48.0	1107.3	146.8	11.89	16.22
营业收入	11.7	68.5	2.1	100.6	6.9	0.84	1.58
净利润	3.4	11.8	0.5	23.0	2.4	0.29	0.69
杠杆倍数	5.2	5.0	5.6	6.2	9.5	3.6	4.0
ROA(年化)	4.3%	1.7%	2.1%	2.1%	1.7%	2.4%	4.3%
ROE(年化)	22.7%	9.4%	12.9%	13.2%	17.0%	10.3%	18.3%

资料来源：国信证券经济研究所（考虑到季节周期因素，采用2014年数据，其中聚信租赁数据为2014年半年数据，相关指标经年化处理）

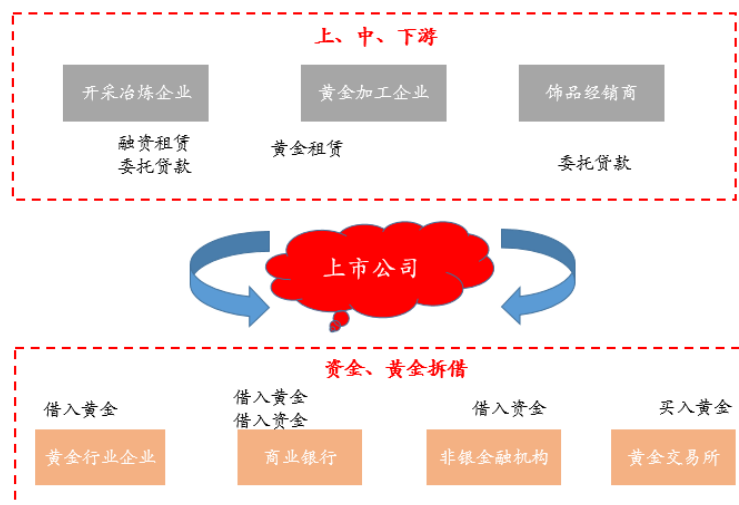
未来看点：切入新蓝海&负债端成本下滑

看点之一：黄金产业链金融空间超千亿

黄金产业链金融沿三个方向展开，行业空间超千亿。1) 为上游金矿开采、冶炼企业提供设备租赁融资和委托贷款服务。上游开采企业对设备的投资往往站到总投资的 35%左右，且租赁公司在设备抵押贷款方面相传统商业银行更具优势；2) 为中游企业提供黄金租赁服务，公司通过从银行或其他行业其他拆借黄金，租赁给客户赚取中间利差，盘活行业存量，2014 年国内租赁黄金涉及 2000 吨，金额超 4500 亿；3) 为下游黄金饰品经销商提供委托贷款服务，解决企业融资难问题。

五维模型看价值，黄金产业天然适合供应链金融。参照我们对供应链金融的五维价值模型，黄金行业天然适合供应链金融。1) 大产业：2014 年国内黄金消费 886 吨，按 250 元/克计算，涉及消费金额 2200 亿元；2) 弱上下游：国内黄金开采企业参差不齐，下游经销商更是处于弱势地位，从银行获得贷款的难度加大；3) 强控制力：金叶珠宝依托在加工领域的优势，对于上下游企业均具有一定话语权；4) 资金端优势：通过并购丰汇租赁，享受 10 倍资金杠杆优势，租赁公司注册资本 20 亿，据内资租赁公司第十位；5) 标准化高：黄金自身标准化程度很高，且单品价值大，天然适合做供应链金融质押标的。

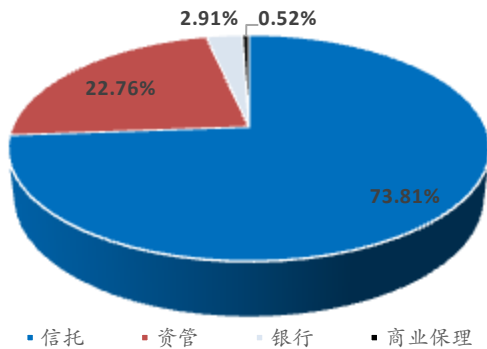
图 4：黄金供应链金融图谱



看点之二：资金成本将由 11%下降到 7%

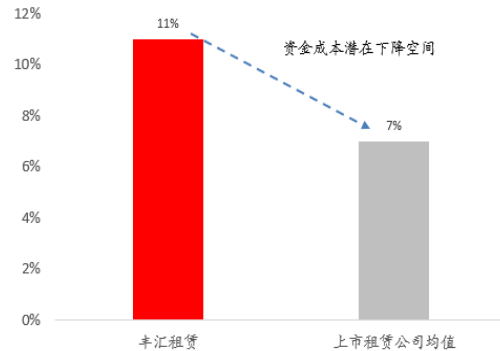
上市丰富融资途径，资金成本有望由 11%下降到 7%。丰汇租赁的短板在于融资渠道较为单一，高度依赖以信托、资管计划为主的非银机构，占比超 96%，综合资金成本在 11%左右。通过并购间接上市后，丰汇租赁可在四个方面降低资金成本：1) 通过与银行合作黄金租赁业务，资金成本在 3%-4%；2) 通过上市股东支持，获得低成本银行信贷资金；3) 利用上市平台，资本市场多渠道融资，如渤海租赁 2013 年发行 35 亿元公司债，票面利率为 6%；4) 通过租赁子公司获得低成本资金，如通过外商系子公司丰植租赁获得 70 亿元人民币的外资使用额度，综合成本 5%-6%。

图 5: 丰汇租赁融资结构较为单一



资料来源: 上市公司公告信息整理, 国信证券经济研究所

图 6: 丰汇租赁成本端潜在下降空间



资料来源: 上市公司公告信息整理, 国信证券经济研究所

看点之三: 拟实施员工持股计划, 转型动力足

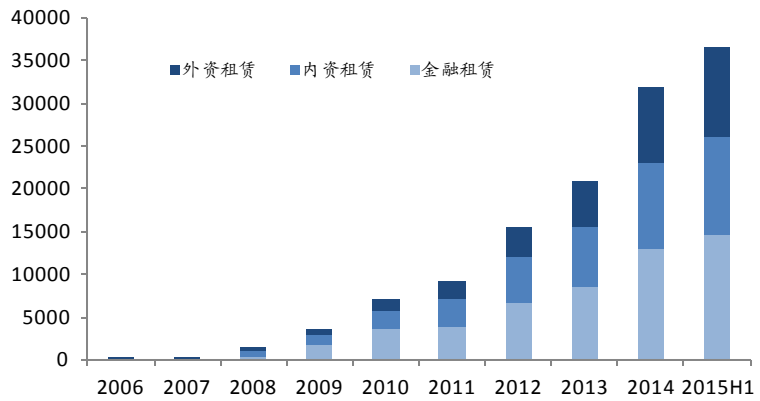
三亿元员工持股计划, 各方利益趋同。公司于 2015 年 9 月公告拟实施总额 3 亿元的员工持股计划, 预计将重点覆盖上市公司及租赁子公司层面的核心管理人员, 形成对黄金租赁业务的重点支持。员工持股计划设立后将委托具有资产管理资质的机构管理, 并通过二级市场买卖的方式实现持股。若员工持股计划顺利完成, 将进一步统一股东方及业务团队的利益, 同时管理层与二级市场之间也可形成良性互动。

金融业务不变的模式: 得人才者得天下。金融行业是最讲究人才激励的行业, 长期看, 人才也是金融企业兴衰周期背后重要的驱动因素。金叶珠宝转型后, 金融业务利润占比将达到 80%以上, 融资租赁成为最为重要的利润源, 对于业务人员的激励重要性不言而喻, 员工持股计划的尽早推出将是个多赢的局面, 利于后续展业。

下一个风口在于产融结合

租赁行业爆发式增长, 成为非银领域亮眼的明星。截至 2015 年中期, 全国在册运营的各类融资租赁公司共 3185 家, 其中金融租赁公司 39 家, 内资租赁公司 191 家, 外资租赁公司达 2955 家; 租赁合同余额达 3.7 万亿, 较 2014 年底增长 14%, 其中金融租赁、内资租赁和外资租赁公司合同余额分别为 1.47 万亿、1.15 万亿及 1.04 万亿, 单企业平均合同余额分别为 377 亿、60 亿及 4 亿。

图 7: 融资租赁行业合同余额 (亿元)



年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
金融租赁	10	90	420	1700	3500	3900	6600	8600	13000	14700
内资产租赁	60	100	630	1300	2200	3200	5400	6900	10000	11450
外资产租赁	10	50	500	700	1300	2200	3500	5500	9000	10400
总计	80	240	1550	3700	7000	9300	15500	21000	32000	36550

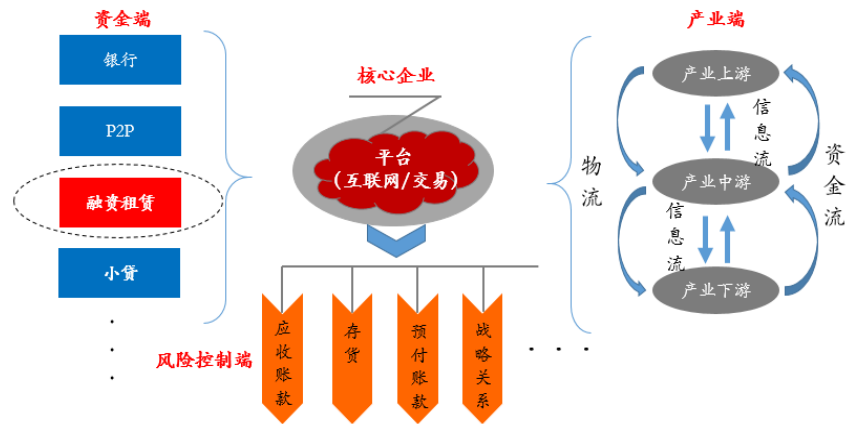
资料来源: 租赁联盟, 国信证券经济研究所整理

产融结合是租赁公司下一个重量级风口, 供应链金融提供绝佳弯道超车机会。 租赁公司的优点有三: 10 倍资金杠杆、低成本外资利用渠道以及设备的加速折旧。在行业爆发增长阶段, 更多体现的是量的增长, 截至 2015 年中期, 租赁公司家数已突破 3000 家, 租赁合同余额 3.7 万亿元。随着租赁公司竞争的加剧, 行业下一个发展主旋律将是比拼质量的时代, 而供应链金融的崛起无疑提供了一个绝佳的机会。

随着利率市场化的推进, 租赁公司单纯比拼息差的逻辑将逐渐面临利差缩窄的尴尬现实, 单纯意义上租赁公司的估值也受限于此。而真正的优质租赁公司, 必将是深耕某些专业领域的行业翘楚, 供应链金融无疑为租赁公司发挥其最大能量提供了载体。未来租赁行业格局将是以超大型租赁公司和深耕特定行业租赁公司并存的局面, 借供应链金融实现弯道超车是绝佳战略。

丰汇租赁自身强大已经在历史经营数据上获得证明, 切入黄金产业链金融后, 借助上市公司在黄金产业链常年积累的优势, 发展前景值得看好。

图 8: 融资租赁的下一个风口在于产融结合



资料来源：上市公司公告信息整理，国信证券经济研究所

估值分析

假定 1: 业绩承诺双方均能兑现业绩;

假定 2: 本次收购中，过渡期间所实现盈利均归上市公司所有;

按九五集团对金叶珠宝黄金业务业绩承诺，2015 年-2017 年黄金主业实现净利润将分别达到 1.5 亿元、2 亿元、2.5 亿元；丰汇租赁股东对租赁业务业绩承诺为，2015 年-2017 年净利润不低于 5 亿元、8 亿元、10 亿元，上市公司 90% 股权对应净利润分别为 4.5 亿元、7.2 亿元、9 亿元。

根据收购报告书，本次收购的过渡期所实现收益均归上市公司所有，过渡期指 2015 年 3 月 31 日至资产交割日。丰汇租赁 2015 年一季度实现净利润 0.42 亿元，则仅按业绩承诺，上市公司 2015 年-2017 年可实现净利润总额为 5.58 亿、9.2 亿、11.5 亿元。

假定 3: 丰汇租赁资金成本由 11%逐步下降到 7%，历时 2 年，且匀速降低;

参考上市租赁公司案例，丰汇租赁资金成本下降趋势较为确定，考虑到融资资金、租赁项目的时间周期，以及目前并购审批进度、丰汇租赁新融资运作等时间间隔，我们假定 2015 年丰汇租赁融资成本仍维持在 11%的水平，后两年分别下降为 9%、7%，逐步向行业平均水平看齐。对资金成本修正后，丰汇租赁 2015 年-2017 年可实现净利润可分别达到：7 亿、11.7 亿、14.7 亿，上市公司 90% 股权分别对应净利润 6.3 亿元、10.5 亿元、13.2 亿元。

综上，上市公司 2015 年-2017 年净利润总额分别为：7.4 亿元、12.5 亿元、15.7 亿元。

表 10: 上市公司业绩预测 (单位: 亿元)

	2015 年	2016 年	2017 年
一、租赁业务			
承诺净利润	5.0	8.0	10.0
可实现净利润-考虑成本下降	7.0	11.7	14.7
90%股权对应净利润	6.3	10.5	13.2
二、黄金主业			
承诺净利润	1.5	2	2.5
三、净利润总计	7.0	12.5	15.7
四、每股净收益			
总股本 (亿股)	9.6	9.6	9.6
EPS (元/股)	0.77	1.31	1.63

资料来源: 国信证券经济研究所整理 (注: 丰汇租赁 2015 年 2 季度开始, 收益归属上市公司)

存量业务提供安全边际, 黄金产业链金融提供往上弹性。在以上假定下, 金叶珠宝 2015 年-2017 年 EPS 可分别达到 0.77 元/股、1.31 元/股、1.63 元/股。且融资租赁行业租赁余额近 5 年复合增速超 45%, 若供应链金融蓝海业务实现突破, 不排除未来实际业绩超出我们上述分析的可能性。好行业、好公司, 理应享受估值溢价, 我们给予上市公司 2016 年 20-25 倍 PE 估值, 对应股价合理区间为 26-33 元, 对应合理市值区间 250-314 亿元, 买入评级。

黄金产业链金融是公司最大看点, 由于业务尚属蓝海, 我们在业绩测算中并未考虑相关业务贡献。即使不讲“黄金供应链金融”的大逻辑, 仅凭现有业务, 公司估值依然具备较大优势。

风险提示

租赁业务受宏观经济环境影响较大, 经济较大波动对业务稳定发展不利。另一方面, 公司黄金产业链金融业务目前尚处于战略布局期, 后续经营情况需要持续跟踪, 具有一定不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1393	1728	1826	1924	营业收入	10333	13827	16659	19861
应收款项	481	1287	1789	2272	营业成本	9831	12095	13951	16419
存货净额	814	1011	1199	1440	营业税金及附加	22	43	48	54
其他流动资产	89	3003	4174	5302	销售费用	186	243	285	331
流动资产合计	2777	7029	8988	10938	管理费用	74	120	137	155
固定资产	70	141	280	439	财务费用	37	229	456	669
无形资产及其他	4	5	6	7	投资收益	0	3	3	3
其他长期资产	9	6084	8457	10741	资产减值及公允价值变动	(17)	85	118	150
长期股权投资	0	(6)	(11)	(17)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2860	13254	17721	22108	营业利润	165	1184	1901	2386
短期借款及交易性金融负债	3237	5202	5304	5419	营业外净收支	14	0	0	0
应付款项	778	895	1032	1214	利润总额	179	1184	1901	2386
其他流动负债	(2562)	(3166)	(3653)	(4295)	所得税费用	34	284	456	573
流动负债合计	1453	2931	2683	2338	少数股东损益	3	161	190	239
长期借款及应付债券	0	2964	7010	10903	归属于母公司净利润	142	739	1255	1575
其他长期负债	2	720	720	720					
长期负债合计	2	3684	7729	11623	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1454	6614	10412	13961	净利润	142	739	1255	1575
少数股东权益	100	164	240	335	资产减值准备	(23)	17	30	38
股东权益	1305	6475	7068	7812	折旧摊销	7	9	11	15
负债和股东权益总计	2860	13254	17721	22108	公允价值变动损失	17	(85)	(118)	(150)
					财务费用	37	229	456	669
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2299)	(9745)	(4553)	(4557)
每股收益	0.26	0.77	1.31	1.64	其它	25	47	45	57
每股红利	0.13	0.41	0.69	0.86	经营活动现金流	(2131)	(9018)	(3330)	(3022)
每股净资产	2.34	6.73	7.35	8.12	资本开支	36	(13)	(63)	(63)
ROIC	5%	10%	10%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	11%	18%	20%	投资活动现金流	36	(7)	(57)	(57)
毛利率	5%	13%	16%	17%	权益性融资	98	4821	0	0
EBIT Margin	2%	10%	13%	15%	负债净变化	0	2964	4046	3893
EBITDA Margin	2%	10%	13%	15%	支付股利、利息	(75)	(390)	(662)	(831)
收入增长	17%	34%	20%	19%	其它融资现金流	2577	1965	101	115
净利润增长率	-3%	419%	70%	25%	融资活动现金流	2525	9361	3485	3178
资产负债率	54%	51%	60%	65%	现金净变动	430	335	98	98
息率	1%	4%	6%	8%	货币资金的期初余额	963	1393	1728	1826
P/E	76.7	25.5	15.0	12.0	货币资金的期末余额	1393	1728	1826	1924
P/B	8.4	2.9	2.7	2.4	企业自由现金流	(2078)	(8742)	(2906)	(2399)
EV/EBITDA	54.7	19.1	13.0	11.2	权益自由现金流	499	(3987)	895	1101

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				