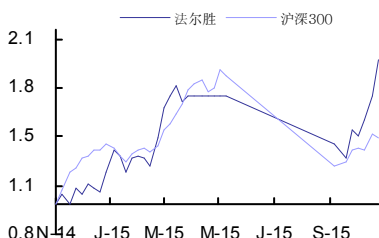


证券研究报告—深度报告
金融
非银行金融
法尔胜 (000890)
增持

合理估值： 元 昨收盘： 14.58 元 (首次评级)

2015年11月16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)	380/380
总市值/流通(百万元)	5,535/5,534
上证综指/深圳成指	3,607/12,620
12个月最高/最低(元)	14.58/6.15

相关研究报告：
证券分析师：陈福

 电话：
 E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080002

联系人：王继林

 电话：
 E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

联系人：赵秋实

 电话：
 E-MAIL: zhaoqs@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。

首次覆盖

并购租赁和保理，启航供应链金融

● 并购租赁和保理，转型供应链金融

公司虽贵为特种钢丝绳龙头，但受制于需求不振，近年来盈利能力较弱。公司以收购华中租赁、摩山保理的方式切入供应链金融领域，完成主业转型。其中租赁、保理公司分别作价 21.6 亿、12 亿，对应 PB 估值 2.1 倍、3.6 倍。

● 三年业绩承诺 13 亿，确定性高

按承诺，租赁和保理公司 15-17 年承诺净利润不低于 3.2 亿、4.3 亿、5.7 亿，三年累计业绩承诺超 13 亿，为公司转型提供安全垫，同时，基于成本假设，我们判断存在超预期可能。

● 租赁看点：项目储备+低杠杆

截至 2015 年 5 月，华中租赁总资产规模 11.5 亿，租赁杠杆率仅 1 倍左右，参照目前上市租赁公司 6 倍左右杠杆水平，后续弹性空间较大。储备项目 23 个，涉及租赁金额 43 亿元，业务端需求旺盛。

● 保理看点：一流资本运作能力+项目储备

2015 年 5 月，摩山保理成功发行国内第一单商业保理资产证券化产品“摩山保理一期资产支持专项计划”，成为业内标杆，且模式向租赁业务的复制性较强，解决金融业务杠杆瓶颈问题。摩山保理已储备项目 55 个，涉及融资金额 37 亿元。

● 估值：增持评级

采用分部估值法：1) 传统主业部分按 2-3 倍 PB 估值，对应 21 亿-31 亿元；2) 供应链金融业务仅考虑业绩承诺部分，同时给予融资租赁和商业保理 25-30 倍 PE 估值，则对应 2016 年市值区间为 108 亿-129 亿。综上，公司合理市值区间为 129 亿-160 亿元。按增发后股本口径，目前市值 128 亿，考虑到租赁和保理业务的优势，以及业绩存在超预期的可能，给予增持评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,566	1,552	2,141	2,829	3,440
(+/-%)	-10.9%	-0.9%	37.9%	32.1%	21.6%
净利润(百万元)	6	5	320	430	566
(+/-%)	-38.6%	-18.5%	6044.3%	34.2%	31.7%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.01	0.38	0.52	0.68
EBIT Margin	8.0%	6.6%	35.0%	39.8%	48.7%
净资产收益率(ROE)	0.6%	0.5%	6.6%	8.4%	10.2%
市盈率(PE)	864.8	1061.7	35.6	26.5	20.1
EV/EBITDA	31.6	34.5	17.0	17.3	14.6
市净率(PB)	5.3	5.3	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测。注：假定增发完成，日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

公司拟将收购华中租赁和摩山保理，切入供应链金融领域。预计租赁业务和保理业务将加速推进，按业绩承诺，上市公司15-17年净利润水平分别为3.2亿、4.3亿和5.7亿，考虑股本增发后，对应每股盈利分别为0.38、0.52、0.68元/股。在不考虑业绩超预期，亦不考虑租赁和保理在项目储备上的优势、摩山保理在资产证券化上的优势，给予主业2-3倍PB估值，供应链金融25-30倍PE估值，公司合理市值区间为129-160亿元，对应股价区间14.7-18.2元，目前股价估值相对合理，给予增持评级。

核心假设或逻辑

1) 华中租赁和摩山保理均完成业绩承诺，且业绩测算暂不考虑超预期情况；2) 业务规模上：根据目前华中租赁、摩山保理的项目储备情况，2015-2017年租赁规模为26.2亿、56.9亿、95.8亿，摩山保理业务规模11.8亿、22.7亿和29.6亿；3) 融资成本上：参照各自经营历史记录，华中租赁融资成本8.4%、摩山保理融资成本10%。

与市场预期的差异之处

截至目前，市场对公司关注度较低，公司这次转型仍未得到市场的充分认知。我们团队结合之前供应链金融研究成果，给予较为深入的分析。同时，上市公司不仅是“基于收购而收购”，基于自身传统产业的优势，切入服务上下游客户的供应链金融业务将是公司未来核心看点。

华中租赁和摩山保理自身的优势尚未被市场充分认知，特别是公司在项目储备上的优势、多元化的收入构成、华中租赁较大的业务弹性以及摩山保理在资产证券化方面的优势。我们认为公司收购的两个标的均是同行业中的佼佼者，具备较强的业务拓展能力。

股价变化的催化因素

我们认为，公司未来仍在几个方面存在超预期的可能性：

1) 金融业务融资成本下降带来的增量利润。公司承诺业绩中，租赁、保理的融资利率分别按8.4%和10%进行测算，明显高于目前已经上市的租赁或保理公司利率水平；

2) 公司作为特种钢丝绳领域的龙头，转型供应链金融后，有望加速变现公司在行业中沉淀的综合资源价值。

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，公司传统主业将会受到影响；

第二，融资租赁和商业保理均属于金融业务，资产质量受到宏观经济环境以及特定行业的影响；

第三，公司收购方案仍需证监会审批，具有一定不确定性。

内容目录

特种钢丝绳龙头，转型供应链金融	6
传统主业盈利能力偏低	6
并购方案简介	8
转型供应链金融，业绩承诺有保障	9
华西集团成第二大股东，后续合作空间打开	10
华中租赁-较大弹性的外商租赁公司	10
优势分析：项目储备丰富，杠杆率低	10
经营面：盈利模式多元化	11
租赁行业：仍处于快速增长期	12
摩山保理-资本运作能力业内领先	13
经营面：模式、资金、客户质量均具看点	13
优势分析：首单商业保理资产证券化+丰富储备项目	15
从 0 到 1 的保理行业	15
估值分析	17
附表：财务预测与估值	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1：上市公司控股股东.....	7
图 2：华中租赁股权结构-本次并购前.....	8
图 3：摩山保理股权结构-本次并购前.....	8
图 4：华西集团与法尔胜泓昇集团“交叉持股”.....	10
图 5：直接租赁业务模式.....	11
图 6：通道业务模式.....	11
图 7：融资租赁行业合同余额（亿元）.....	12
图 8：自有资金保理业务模式.....	13
图 9：第三方资金保理业务模式.....	13
图 10：摩山保理资产证券化项目-运作模式.....	15
图 11：我国保理业务量及其增速.....	16
图 12：我国商业保理业务量及其增速.....	16
图 13：历年新增投资布局商业保理上市公司数量.....	17
表 1：法尔胜经营情况.....	6
表 2：法尔胜盈利能力偏低.....	6
表 3：法尔胜泓昇集团主要子公司情况.....	7
表 4：收购及募资方案概括.....	8
表 5：本次交易前后股权机构变化.....	9
表 6：收购资产承诺净利润（单位：万元）.....	9
表 7：华中租赁经营概况.....	10

表 8：租赁业务开展情况.....	11
表 9：华中租赁前五大客户	12
表 10：摩山保理主要财务概况.....	14
表 11：保理业务运营及资金来源	14
表 12：摩山保理前五大客户	14
表 13：上市公司并购后业绩测算（单位：亿元）	17

特种钢丝绳龙头，转型供应链金融

传统主业盈利能力偏低

虽贵为特种钢丝绳龙头企业，绝对业务规模仍不高。法尔胜是目前全球最大的特种中细规格钢丝绳的生产企业，主要产品包括：斜拉索、悬索、特种合金绳等。虽然贵为全球最大，但由于产品在实际应用中绝对量并不大，公司近年来营收规模维持在 15 亿元左右，绝对业务规模受限较为明显。

表 1：法尔胜经营情况

项目	2015 前三季度	2014 年	2013 年
营业总收入	109,510	155,209	156,644
营业总成本	109,569	133,672	130,755
投资收益	849	2,671	1,203
营业利润	778	1,802	2,821
营业外收入	270	261	340
营业外支出	51	94	337
利润总额	996	1,970	2,823
净利润	784	1,139	1,638
归属于母公司所有者净利润	298	521	640

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下游需求低迷，公司盈利能力偏低。受下游需求低迷影响，公司盈利能力较低，2013-2014 年归属母公司净利润仅 640 万元、521 万元，2015 年前三季度归母净利润 298 万元，加权平均净资产收益率仅 0.61%、0.50%、0.39%。

表 2：法尔胜盈利能力偏低

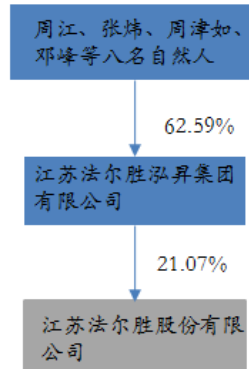
项目	2015 年	2014 年	2013 年
销售净利率	0.96%	0.73%	1.05%
加权平均净资产收益率	0.39%	0.50%	0.61%
加权平均净资产收益率（扣非）	0.11%	-1.39%	0.62%
每股收益（元/股）	0.01	0.01	0.02
每股收益（扣非）（元/股）	0.01	-0.04	0.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：2015 年为使用前三季度数据年化处理得到）

公司虽贵为特种钢丝世界龙头企业，但无论是业务规模还是盈利能力均呈现出明显弱势格局，转型内在激励较为充足。

控股股东法尔胜泓昇集团业务布局多元化。公司控股股东-法尔胜泓昇集团有公司多元化布局，主要从事金融制品的研发、生产和销售、园区服务及投资管理，目前拥有子公司（包括上市公司）多大 19 家。控股股东的多元化，形成对相关产业更强的渗透力，为上市公司后续的供应链金融业务打下良好基础。

图 1：上市公司控股股东



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

周江等八名自然人为公司实际控制人。公司控股股东为江苏法尔胜泓昇集团有限公司，持有上市公司 21.07% 股份，实际控制人为周江、张炜、周津如和邓峰等八名自然人。

表 3：法尔胜泓昇集团主要子公司情况

	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例
1	法尔胜集团有限公司	10197	100%
2	江阴鼎天科技有限公司	551	100%
3	江阴泓锦设备制造有限公司	6000	100%
4	江阴法尔胜钢铁制品有限公司	12426	100%
5	江阴泓昇酒店管理有限公司	500	100%
6	金湖泓达木业制品有限公司	100	100%
7	江苏法尔胜新型管业有限公司	11000	100%
8	江苏法尔胜光电科技有限公司	3000	100%
9	江阴法尔胜投资管理有限公司	130000	98.46%
10	江阴法尔胜大酒店有限公司	7510	95.22%
11	江苏泓安物业管理有限公司	500	90%
12	江阴高新技术开发有限公司	250	90%
13	上海摩山商业保理有限公司	30000	90%
14	江阴宝丽石建材科技有限公司	100 万美元	75%
15	江阴泓宇钢铁制品有限公司	700 万美元	75%
16	珠海宝丽石建材科技有限公司	1500	71.60%
17	广州泓富金属制品有限公司	1200	70%
18	无锡法尔胜悦能动力有限公司	5000	60%

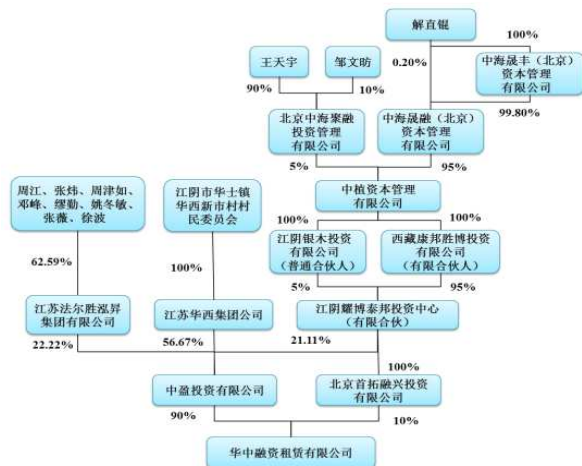
资料来源：上市公司公开资料、国信证券经济研究所整理

2015 年 9 月，公司公告拟将以发行股份和支付现金的方式收购华中租赁、摩山保理 100% 的股权，同时定向增发募集资金。通过并购融资租赁和商业保理的方式切入供应链金融领域，完成从特种钢丝绳产业向金融业务的转型。公司的业务逻辑及投资逻辑发生重大转折。

并购方案简介

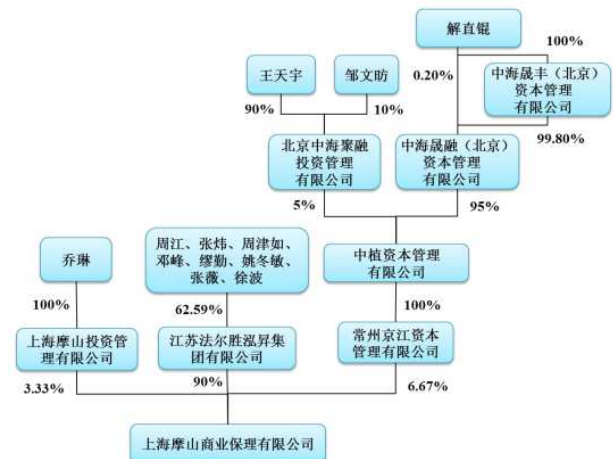
方案包含两个部分：1) 发行股份以及现金支付的方式完成对华中租赁、摩山保理 100% 股权的收购；2) 向包括大股东在内的投资者定增募集资金。

图 2：华中租赁股权结构-本次并购前



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：摩山保理股权结构-本次并购前



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

华中租赁、摩山保理作价分别为 21.6 亿、12 亿，对应 PB 估值 2.1、3.6 倍。上市公司向法尔胜泓昇集团、江苏华西集团、江阴耀博泰邦支付现金和发行股份的方式收购中盈投资 100% 股权，从而间接持股华中租赁 90% 股权，向北京首拓融兴定增收购其持有的华中租赁 10% 股权，完成对华中租赁 100% 股权的收购。向上海摩山投资、法尔胜泓昇集团、常州京江资本定增收购其持有的摩山保理 100% 股权。在收购部分，定向增发价格不低于 7.74 元/股。

定增募集配套资金 6.5 亿元。上市公司向泓昇集团和上海华富利得资产管理公司拟设立并管理的华富资管稳鑫增发专项资管计划非公开发行 6200 万股，共募集配套资金 6.5 亿元，其中 3.28 亿元用于本次收购的支付。募集资金部分，定向增发价格 10.48 元/股。

表 4：收购及募资方案概况

交易对手	标的资产	总额 (亿元)	发行股份 (亿股)	支付现金 (亿元)
一、收购华中租赁				
华西集团	中盈投资 56.67% 股权	11.01	1	3.27
泓昇集团	中盈投资 22.22% 股权	4.32	0.56	-
江阴耀博	中盈投资 21.11 股权	4.10	0.53	-
首拓融兴	华中租赁 100% 股权	2.16	0.28	-
总计	华中租赁 100% 股权	21.6	2.37	3.27
二、收购摩山保理				
泓昇集团	摩山保理 90% 股权	10.80	1.40	-
京江资本	摩山保理 6.67% 股权	0.80	0.10	-
摩山投资	摩山保理 3.33% 股权	0.40	0.05	-
总计	摩山保理 100% 股权	12.00	1.55	-
三、定增募集资金				
华富资管稳鑫增	-	6.50	0.62	-

发专项计划(由泓
昇集团和华富利
得发起设立)

资料来源：上市公司公开资料、国信证券经济研究所整理

交易完成后泓昇集团仍为控股股东，且持股比例不低于 38.07%。本次交易完成后，法尔胜泓昇集团仍为上市公司控股股东，且持股比例由之前 21.07% 上升至不低于 38.07%。泓昇集团持股比例上升后，预计将为上市公司后续供应链金融业务拓展提供更大支持力度。

表 5：本次交易前后股权结构变化

股东名称	发行前持股数	本次新增	发行后持股数	发行后股权比例
泓昇集团	79,973,918	237,348,836	317,322,754	38.07%
华西集团	-	100,000,000	100,000,000	12.00%
江阴耀博	-	53,023,255	53,023,255	6.36%
北京首拓	-	27,906,976	27,906,976	3.35%
京江资本	-	10,335,917	10,335,917	1.24%
摩山投资	-	5,167,958	5,167,958	0.62%
稳鑫专项计划	-	20,000,000	20,000,000	2.40%
其他中小股东	299,667,682	—	299,667,682	35.96%
合计	379,641,600	453,782,942	833,424,542	100.00%

资料来源：上市公司公开资料、国信证券经济研究所整理

转型供应链金融，业绩承诺有保障

供应链金融已经成为转型战略级风口，并购后公司主业华丽转型。在宏观经济增速趋缓的背景下，制造业收到影响尤为明显，企业转型诉求强烈。目前供应链金融已经成为转型的战略级风口，在转型初期，布局速度尤为重要。法尔胜在完成本次并购和募资交易后，主业将实现重大转型，基于融资租赁以及商业保理的供应链金融业务成为主要利润贡献点。

收购资产均有业绩承诺，15-17 年分别承诺净利润 3.2、4.3、5.7 亿元。本次资产收购中，收购资产原股东对资产未来三年盈利能力做出承诺，其中华中租赁 2015-2017 年实现净利润分别为 2.1 亿、3.1 亿和 4.1 亿，三年累计 9.3 亿；摩山保理 2015-2017 年实现净利润分别为 1.1 亿、1.2 亿和 1.6 亿，三年累计 3.9 亿。

表 6：收购资产承诺净利润(单位：万元)

公司名称	2015 年	2016 年	2017 年	小计
华中租赁	20981	30898	40646	92526
摩山保理	11000	12000	16000	39000
总计	31981	42898	56646	131526

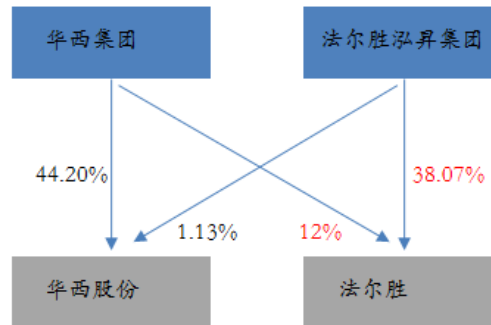
资料来源：上市公司公开资料、国信证券经济研究所整理(注：净利润口径为“归属于母公司扣非后的净利润”)

华西集团成第二大股东，后续合作空间打开

华西集团将持有上市公司 12% 股权，支持金融业务展业。本次收购后华西集团将成为公司第二大股东，持股占比 12%。华西集团由华西新市村村民委员会 100% 持股，是集工、农、商、贸为一体的大型集体所有制企业集团，目前控股和参股子公司共计 140 家，截至 2014 年底总资产 482 亿元，年总收入 272 亿元。华西集团业务规模庞大，预计将对上市公司融资租赁、商业保理业务的展开提供较大支持力度。

相互持股已为公司与华西集团后续业务合作做好铺垫。2014 年 10 月华西股份公告定增计划，其中法尔胜泓昇集团认购 1000 万股，占发行后华西股份总股本的 1.13%。本次定增后，华西集团也将持有法尔胜 12% 股权，华西集团与法尔胜泓昇集团的交叉持股格局形成，依托华西集团的规模优势，为法尔胜金融业务的展业在股权结构上做好铺垫。

图 4：华西集团与法尔胜泓昇集团“交叉持股”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：红色字体表示以本次定增收购和募资为前提）

华中租赁-较大弹性的外商租赁公司

优势分析：项目储备丰富，杠杆率低

杠杆率仅一倍，租赁业务仍处于起步阶段。华中租赁注册资本 1.54 亿美元，属于外商系租赁公司。截至到 2015 年 5 月底，公司总资产规模 11.5 亿，所有者权益 10.4 亿，租赁业务杠杆率水平仅一倍左右，整体资产负债率为 9.17%。参照上市租赁公司平均 6 倍左右的杠杆率水平公司租赁业务仍处于起步阶段，预计本次并购后将进入快速增长期。

表 7：华中租赁经营概况

	2015 年 (1-5 月)	2014 年	2013 年
所有者权益 (万元)	104,108	102,119	93,772
总资产 (万元)	114,613	106,287	93,827
资产负债率	9.17%	3.92%	0.06%
营业收入 (万元)	3,513	10,192	91
归属净利润 (万元)	1,988	8,347	-216

资料来源：Wind、上市公司公告，国信证券经济研究所整理

项目储备丰富，固定收益率产品化解利率风险。截至 2015 年 5 月底，华中租赁共储备项目 23 个，涉及融资租赁额 42.9 亿元，其中融资租赁类项目 17 个，涉及金额 31.4 亿，通道类项目 6 个，涉及规模 11.5 亿。项目储备丰富，为之后融资租赁业务实现平滑快速增长打下基础。同时，由于目前国内宏观经济仍处于降息通道中，华中租赁未来负债端和业务端都将更多利用固定收益率的方式实现业务运作，减少利率风险。

表 8：租赁业务开展情况

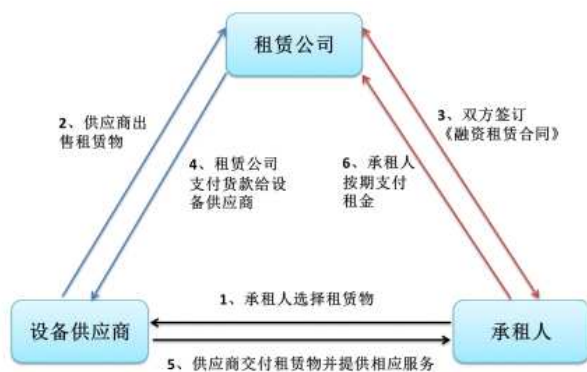
	合同签署日期	融资金额 (万元)	营业收入 (万元)
融资租赁业务	2013 年	28000	91
	2014 年	71000	6542
	2015 年 1-5 月	49432	3423
合计	-	1484332	10056
通道类业务	2013 年	-	-
	2014 年	323204	3650
	2015 年 1-5 月	-	90
合计	-	323204	3740

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

经营面：盈利模式多元化

收入主要来源：融资、咨询与通道业务。华中租赁在坚守传统融资租赁业务的基础上，在咨询以及通道业务亦有所涉及。其中，咨询业务一般属于传统融资租赁业务的衍生业务；通道业务是指到业务风险由其他资金提供方承担的业务，华中租赁仅按一定的费率获得收入。

图 5：直接租赁业务模式



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：通道业务模式



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

起步阶段聚焦大客户，利于信用风险控制。在租赁业务的起步阶段，通过自身积累的客户优势，聚焦在规模上具备优势的大客户，利于风险控制。2014 年、2015 年前五个月前五大客户贡献收入占到对应期间公司营收的 86%、85%。并购之后，随着租赁规模的逐步放量，客户多元化将成为常态。

表 9：华中租赁前五大客户

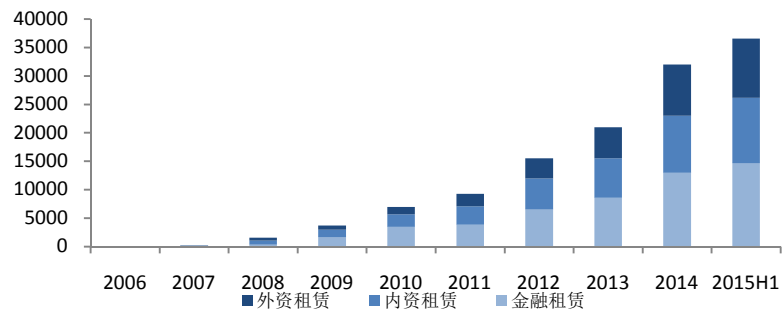
	类型	贡献收入 (万元)	占比
2015 年 (1-5 月)			
江阴华西钢铁有限公司	融资租赁收入	936.49	26.66%
焦作市中宸高速公路有限公司	融资租赁收入	902.57	25.69%
中盐吉兰泰盐化集团有限公司	融资租赁收入	551.06	15.69%
乌拉特前旗恒力新能源有限责任公司	融资租赁收入	339.72	9.67%
重庆三峡技术纺织有限公司	融资租赁收入	255.23	7.27%
合计		2,985.07	84.98%
2014 年			
江阴市华西热电有限公司	融资租赁收入	2,541.50	24.94%
焦作市中宸高速公路有限公司	融资租赁收入	2,213.93	21.72%
中盐吉兰泰盐化集团有限公司	融资租赁收入	1,577.07	15.47%
北京盘古氏投资有限公司	融资租赁收入	1,750.00	17.17%
北京市基础设施投资有限公司	融资租赁收入	720	7.06%
合计		8,802.49	86.37%

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理；

租赁行业：仍处于快速增长期

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	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015H1
金租	90	420	1700	3500	3900	6600	8600	13000	14700
内租	100	630	1300	2200	3200	5400	6900	10000	11450
外租	50	500	700	1300	2200	3500	5500	9000	10400
总计	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。

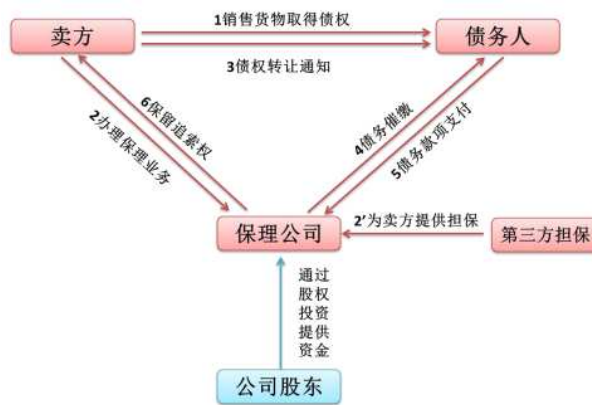
上市公司传统主业历年来盈利能力偏弱，而供应链金融正成为传统企业转型的战略级风口，看好公司转型。

摩山保理-资本运作能力业内领先

经营面：模式、资金、客户质量均具看点

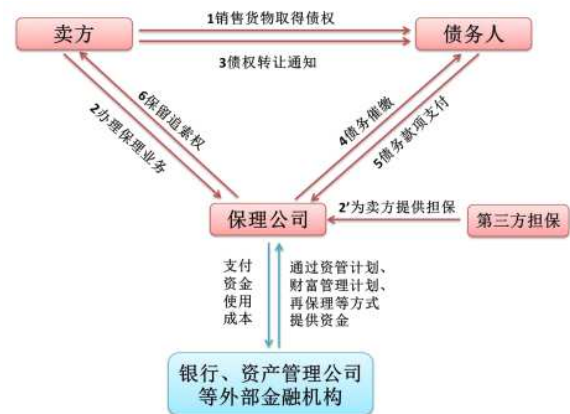
综合服务能力突出，收入来源多元、均衡。从 2014 年收入结构看，摩山保理利息收入、手续费收入、信用风险评估收入以及财务顾问收入占比分别为 35%、18%、12%和 35%，受益于摩山保理综合服务能力的突出，公司收入来源多元化趋势明显。

图 8：自有资金保理业务模式



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：第三方资金保理业务模式



资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理

摩山保理 2015 年已经进入发展快车道。2015 年将是摩山保理的第一个完成会计年度，从资产负债表看，摩山保理已经进入保理规模扩张的快车道，保理公司总资产规模已由 2014 年底的 5.47 亿增长到 2015 年 5 月份的 17.13 亿，相应保理业务杠杆倍数分别为 1.8 倍、5.7 倍。

表 10：摩山保理主要财务概况

	2015 年 (1-5 月)	2014 年
流动负债 (万元)	91,250	20,554
非流动负债 (万元)	43,824	-
负债合计 (万元)	135,074	20,554
资产总计 (万元)	171,340	54,565
营业收入 (万元)	7,647	6,821
归属净利润 (万元)	2,255	4,012
权益倍数	4.7	1.6
ROA	3.2%	7.4%
ROE	14.9%	11.8%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：2015 年 ROA、ROE 为使用前三季度数据年化处理得到）

保理资金来源多元化，资产证券化渠道是亮点。摩山保理 2015 年业务规模扩张以来，资金的融通成为必要一环。从公司目前融资渠道来看，摩山保理已经建立起来了相对多元化的融资渠道，2015 年前 5 月，契约式基金、资金拆借、资产证券化以及自有资金占比分别为 33.26%、21.47%、26.87%和 18.40%，特别是资产证券化渠道依然成为最大亮点。

表 11：保理业务运营及资金来源

	2015 年 (1-5 月)	占比	2014 年	占比
业务运营				
保理业务规模(万元)	68000	-	94402	-
保理利息收入(万元)	3514	46%	2416	35%
手续费收入(万元)	2189	29%	1198	18%
信用风险评估费收入(万元)	1882	25%	795	12%
咨询费收入(万元)	63	1%	2412	35%
合计(万元)	7647	100%	6821	100%
资金来源				
契约式基金	54,209	33.26%	18,836	38.57%
资金拆借	35,000	21.47%	-	-
资产证券化	43,800	26.87%	-	-
自有资金	30,000	18.40%	30,000	61.43%
合计	163,009	100.00%	48,836	100.00%

资料来源：上市公司公开资料、国信证券经济研究所整理；

前五大客户中不乏上市公司，质量高于行业水平。从摩山保理的前五大客户看，其中不乏上市公司，客户质量较高。同时 2014 年、2015 年前 5 月，前五大客户贡献收入占比均达到 77%。

表 12：摩山保理前五大客户

	业务类型	贡献收入 (万元)	占比
2015 年 (1-5 月)			
上海九盛农业建设有限公司	保理业务收入	1,679	21.96%
北京三聚创洁科技发展有限公司	保理业务收入	1,503	19.66%
北京三聚环保新材料股份有限公司	保理业务收入	1,108	14.49%
上海国联能源有限公司	保理业务收入	1,030	13.47%
上海张铁军翡翠有限公司	保理业务收入	565	7.39%

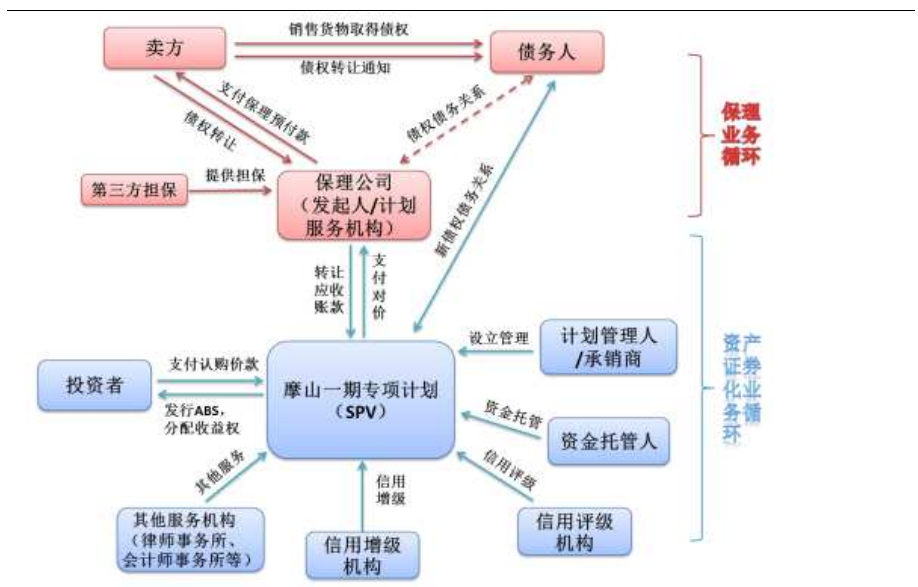
合计		5,886	76.97%
2014 年			
山西普大煤业集团有限公司	咨询业务收入	1,411	20.69%
上海张铁军翡翠有限公司	保理业务收入	1,077	15.79%
包头市恒通(集团)有限责任公司	咨询业务收入	1,000	14.66%
上海国联能源有限公司	保理业务收入	944	13.84%
上海耀富珠宝销售中心	保理业务收入	804	11.79%
合计		5,236	76.76%

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理；

优势分析：首单商业保理资产证券化+丰富储备项目

第一单商业保理资产证券化，业内标杆。摩山保理是国内首家成功运作保理资产证券化的商业保理企业，成为业内标杆。2015 年 5 月成功发行“摩山保理一期资产支持专项计划”，总规模 4.38 亿，其中优先级 A1.31 亿、优先级 B2.63 亿，次级 0.44 亿（次级由摩山保理全额认购）。相对于其他融资渠道，资产证券化对于资产出表，降低杠杆比例有天然优势，同时也可嫁接资产证券化资金与商业保理需求，服务实体经济。

图 10：摩山保理资产证券化项目-运作模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

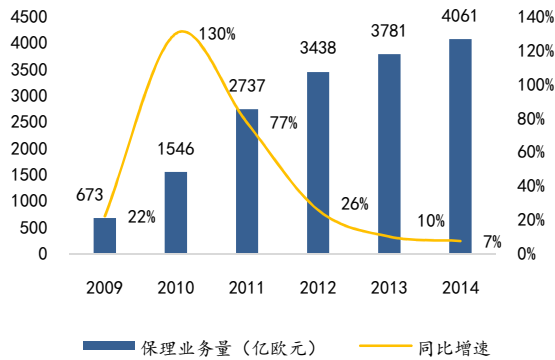
储备项目金额 36.7 亿元，展业深度强。截至 2015 年 5 月底，摩山保理储备项目共 55 个，融资总金额约 36.7 亿元。其中，已立项的项目金额 20.5 亿元，完成尽职调查阶段项目 9.6 亿，已通过审核的项目涉及金额 6.6 亿，为后续保理业务的开展提供良好基础。

从 0 到 1 的保理行业

2011 年，中国跃居全球第一大保理市场并一直延续至今，截止 2014 年中国保理市场规模达 4061 亿欧元，同比增长 7%。目前中国市场与欧洲市场相似，银

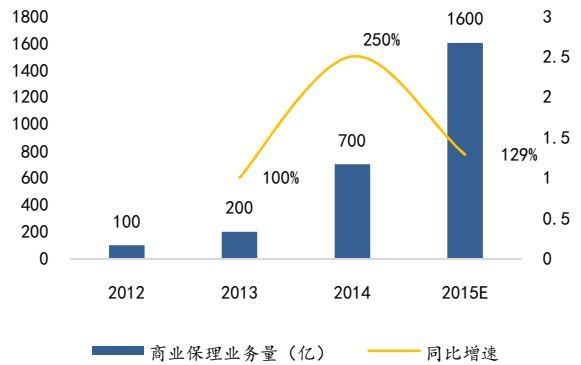
行保理占据绝对主导地位。根据中国服务贸易协会商业保理专业委员会发布的《2014 中国商业保理行业发展报告》，我国商业保理规模仅为银行保理的 2.5%。

图 11：我国保理业务量及其增速



资料来源：FCI，国信证券经济研究所整理

图 12：我国商业保理业务量及其增速



资料来源：中国服务贸易协会商业保理专业委员会，国信证券经济研究所整理

从当前时点看，我们判断商业保理正经历着从 0 到 1 的爆发增长期：

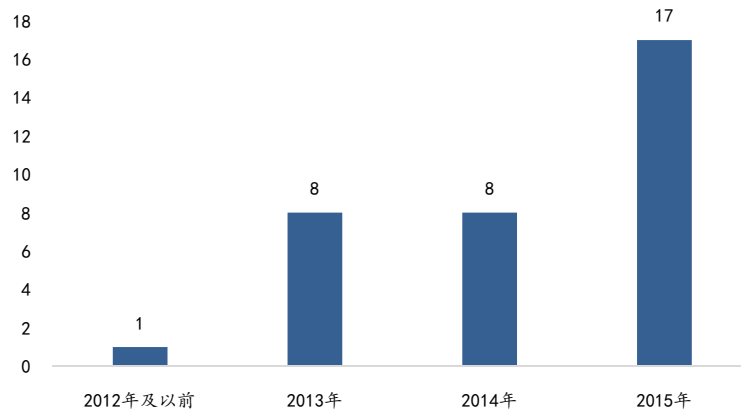
1) 信用收缩周期，中小企业融资需求日益强烈。随着我国经济增速的减档，消费与投资需求下滑，信贷质量不断下降，表现为制造业 PMI 指数不断走低并长时间位于荣枯线以下以及银行不良贷款率不断走高。在此背景下，我们观察到无论是银行信用还是商业信用都明显进入了收缩周期。

2) 存量需求：中小企业应收账款存量 9 万亿以上，潜在融资需求较大。根据商务部的估计值，截止 2012 年全国应收账款总规模在 20 万亿左右，我们保守假定其保持不变，扣除统计局公布的同期规模以上工业企业应收账款总额（10.8 万亿），截止 2015 年上半年仅中小工业企业应收账款存量规模就应该在 9.2 万亿左右。在社会总需求下行的背景下，广大中小企业对加速资金周转，特别是收回应收账款、兑现收益的需求日趋强烈。

3) 政策春风不断，上市公司抢跑布局。2009 年以来，商业保理政策频出，预计年内将会出台的《商业保理企业管理办法》更会将政策支持力度提高到新的层面。在政策春风不断的背景下，2012 年以来已经先后有 34 家先知先觉的上市公司（包含在沪深股市、香港股市及美国纳斯达克市场上市的所有中国公司）开始布局商业保理，抢跑供应链金融蓝海市场以期获得先发优势。特别是 2015 年以来，上市公司投资商业保理的热情激增，截止 9 月 30 日已新增 17 家境内外上市的中国公司投资布局商业保理，市场关注度正在快速升温。

商业保理成为上市公司转型利器。商业保理的快速崛起，上市公司也获得主业转型和弯道超车的机会。自 2012 年以来，已经先后有 34 家先知先觉的上市公司（包含在沪深股市、香港股市及美国纳斯达克市场上市的所有中国公司）开始布局商业保理，抢跑供应链金融蓝海市场以期获得先发优势。特别是 2015 年以来，上市公司投资商业保理的热情激增，截止 9 月 30 日已新增 17 家境内外上市的中国公司投资布局商业保理，市场关注度正在快速升温。

图 13：历年新增投资布局商业保理上市公司数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；(注：2015年为截止9月30日的统计数据)

估值分析

在以上研究基础之上，我们对上市公司并购后的净利润水平进行预测，基本假定如下：

- 1) 上市公司主要业绩来自于保理和租赁业务；
- 2) 华中租赁和摩山保理均完成业绩承诺，且业绩测算暂不考虑超预期情况；
- 3) 业务规模上：根据目前华中租赁、摩山保理的项目储备情况，预计2015-2017年租赁规模分别为26.2亿、56.9亿、95.8亿，摩山保理业务规模分别为11.8亿、22.7亿和29.6亿；
- 4) 融资成本上：参照各自经营历史记录，华中租赁融资成本8.4%、摩山保理融资成本10%；
- 5) 其他各项指标水平均参照历史经营数据水平；
- 6) 所得税率为25%。

表 13：上市公司并购后业绩测算（单位：亿元）

	2015年	2016年	2017年
一、华中租赁			
租赁规模	26.2	56.9	95.8
营业收入	4.1	8.6	13.4
营业成本	1.1	3.5	6.5
营业利润	2.8	4.1	5.4
净利润	2.1	3.1	4.1
二、保理业务			
保理规模	11.8	22.7	29.6
营业收入	2.9	4.2	5.4
营业成本	0.9	2.3	2.9
营业利润	1.2	1.3	1.8

净利润	1.1	1.2	1.6
总计-净利润	3.2	4.3	5.7

资料来源：上市公司公告、国信证券经济研究所整理；

采用分部估值法对公司进行估值：1) 主业部分：由于主业净利润仅百万级别，PE 估值参考意义不大，参照公司历史 PB 水平已经公司在特种钢丝绳领域的技术和市场优势，给予 2-3 倍 PB 估值水平，则主业部分对应市值区间为 21 亿-31 亿元；2) 供应链金融部分：仅考虑业绩承诺的前提下，2015-2017 年对应净利润水平分别为 3.2 亿、4.3 亿和 5.7 亿，给予融资租赁和保理业务 25-30 倍 PE 估值，则公司对应 2016 年市值区间为 108 亿-129 亿。

综上公司合理估值区间为 129 亿-160 亿元，考虑到增发股本后，对应每股合理价格 14.7-18.2 元/股。

上述估值过程并未考虑业绩超预期情况，且华中租赁和摩山保理的独特优势也未在估值中体现，考虑到以下因素，给予公司增持评级：

- 1) 租赁和保理项目储备丰富，业务拓展优势明显；
- 2) 租赁公司杠杆水平较低，后续弹性较大。及摩山保理在资产证券化运作上具备优势，目前仍是业内唯一一家具备相关经验的公司；
- 3) 上市公司切入自身行业供应链金融领域，有望变现其在行业中多年沉淀下来的综合优势，这部分未考虑在业绩测算中。

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	492	2522	5679	6545	营业收入	1552	2141	2829	3440
应收款项	774	2617	5685	9578	营业成本	1337	1121	1344	1337
存货净额	468	256	312	312	营业税金及附加	9	24	40	50
其他流动资产	168	1179	2273	2955	销售费用	47	107	141	172
流动资产合计	1902	6575	13950	19390	管理费用	90	140	178	206
固定资产	744	701	704	687	财务费用	83	69	178	412
无形资产及其他	130	126	122	118	投资收益	27	3	3	3
投资性房地产	334	334	334	334	资产减值及公允价值变动	5	15	15	0
长期股权投资	0	(6)	(11)	(17)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3111	7730	15098	20512	营业利润	18	698	966	1267
短期借款及交易性金融负债	1129	648	2081	2287	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	724	79	97	96	利润总额	20	698	966	1267
其他流动负债	85	590	1832	1791	所得税费用	8	159	233	304
流动负债合计	1937	1317	4010	4175	少数股东损益	6	219	303	398
长期借款及应付债券	29	677	2758	5046	归属于母公司净利润	5	320	430	566
其他长期负债	6	654	2736	5023					
长期负债合计	35	1331	5494	10069	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1973	2649	9504	14243	净利润	5	320	430	566
少数股东权益	96	250	462	740	资产减值准备	(6)	0	0	0
股东权益	1041	4832	5133	5529	折旧摊销	115	75	80	84
负债和股东权益总计	3111	7730	15098	20512	公允价值变动损失	(5)	(15)	(15)	0
					财务费用	83	69	178	412
关键财务与估值指标					营运资本变动	(187)	(2134)	(879)	(2327)
每股收益	0.01	0.38	0.52	0.68	其它	(100)	153	212	278
每股红利	0.25	0.12	0.15	0.20	经营活动现金流	(178)	(1600)	(172)	(1399)
每股净资产	2.74	5.80	6.16	6.63	资本开支	(64)	(13)	(63)	(63)
ROIC	2%	16%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	1%	7%	8%	10%	投资活动现金流	276	(7)	(57)	(57)
毛利率	14%	48%	53%	61%	权益性融资	0	3566	0	0
EBIT Margin	4%	35%	40%	49%	负债净变化	(29)	648	2081	2287
EBITDA Margin	12%	38%	43%	51%	支付股利、利息	(95)	(96)	(129)	(170)
收入增长	-1%	38%	32%	22%	其它融资现金流	148	(481)	1434	206
净利润增长率	-19%	6044%	34%	32%	融资活动现金流	(100)	3637	3386	2323
资产负债率	67%	37%	66%	73%	现金净变动	(2)	2030	3156	866
息率	2%	2%	2%	3%	货币资金的期初余额	494	492	2522	5679
P/E	995.5	35.6	26.5	20.1	货币资金的期末余额	492	2522	5679	6545
P/B	5.0	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	(95)	(1493)	(8)	(1032)
EV/EBITDA	38.8	17.0	17.3	14.6	权益自由现金流	23	(1379)	3372	1148

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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			食品饮料			非金属及建材		
梁铮	010-88005381		刘鹏	021-60933167		黄道立	0755-82130685	
王东	010-88005309					刘宏	0755-22940109	
徐培沛	0755-82130473							
房地产			化工			建筑工程		
区瑞明	0755-82130678		苏淼	021-60933150		刘萍	0755-22940678	
朱宏磊	0755-82130513		轻工造纸			汽车及零部件		
电力设备新能源			轻工造纸			汽车及零部件		
杨敬梅	021-60933160		邵达	0755-82130706		梁超	0755-22940097	
金融工程								
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
liuying@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		