

ST 汇通 (000415)

蛟龙出海、借基生财

买入 / 首次评级

股价: RMB10.03

分析师

李聪
SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

分析师

张黎
SAC 执业证书编号:S1000210060004
+755-82366995 zhanglislz@lhqz.com

ST 汇通在 8 月 6 日召开了股东大会, 高票通过了渤海租赁和 ST 汇通的资产重组, 渤海租赁极有可能成为 A 股市场第一家上市的租赁类企业。我们认为换股增发后的渤海租赁极具投资价值, 给予首次“买入”的评级, 合理估值为 14.47~15.85 元, 对应 2010 年 2.1~2.3 倍 P/B。主要观点如下:

1、公司目前股价具有较高的安全性:

- A. 公司的大股东用几乎现金的方式注入 ST 汇通, 其最终的投资 ST 汇通的成本都将至少达到 9 元每股, 同时海航实业的成本更高, 大多数投资者还需要承担 3 年的锁定期。**
- B. 公司换股后的相对估值较低, 目前 P/B 只有 1.49 倍, 到今年年底只有 1.44 倍, 安全边际充分。**

2、未来 3 年确定性较高的高增长:

我们预计公司在未来的三年内, 都将保持在一个高速增长阶段, 在不考虑融资的情况且只考虑传统业务模式的情况下, 预计 2010 年、2011 年及 2012 年公司的盈利将达到 3.2 亿、5.1 亿、6.6 亿元左右的水平, 折合每股 0.33 元、0.52 元、0.68 元。其中 2011 年与 2012 年的盈利增速分别为 59%和 30%, 即便是看 P/E 也同样支撑目前的股价。

3、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点

对于整个租赁行业而言, 其业务的发展都离不开大量的资本金, 自有资本金多的公司必然拥有更大的话语权。因此我们可以预计公司至少在未来的 2-3 年内都需要进行增发融资。

4、再融资对于投资角度的思考

- A. 公司未来的发展在融资之后将占据明显的优势地位, 公司有望迅速成为整个租赁行业的垄断寡头, 从而拥有行业定价权。**
- B. 公司为了达到业绩高速增长的目标, 我们预计其极有可能对管理层采用股权激励等方式进行激励。**
- C. 持续性的再融资将是公司保持在一个较低的 P/B 的水平, 对于一个金融企业来讲, 较低的 P/B 一直是其股价推动和安全边际寻找的重要支柱, 将为公司带来明显的安全性。**
- D. 公司再融资之后对于业绩并无摊薄之虑。**

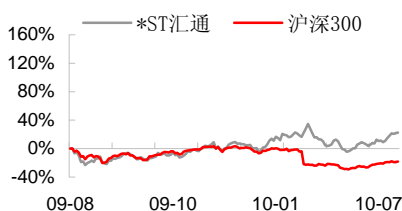
风险提示: 如果公司未能取得最终证监会的批准, 我们的假设均不成立。

相关研究

基础数据

| | |
|----------------|------|
| 总股本 (百万股) | 300 |
| 流通 A 股 (百万股) | 300 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0.00 |
| 可转债 (百万元) | N/A |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 3012 |

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

目 录

| | |
|--|----|
| 前言..... | 3 |
| 当前价格处于安全区间..... | 5 |
| 渤海租赁股东投资成本分析..... | 5 |
| 金融类企业中少见的相对低估值..... | 6 |
| 未来 5 年高成长可期..... | 7 |
| 行业处于低基数、高成长阶段..... | 7 |
| 公司上下游环境均支持业务高成长..... | 9 |
| 盈利分析..... | 10 |
| 传统业务..... | 10 |
| 创新业务的发展——未来的定价权之争..... | 11 |
| 盈利预测:..... | 11 |
| 再融资是福不是祸..... | 12 |
| 业务风险可控..... | 12 |
| 风险提示..... | 13 |
| 投资建议..... | 13 |
| | |
| 图表 1 1978~2005 年世界租赁总额..... | 7 |
| 图表 2 1978~2004 年世界各国租赁金额..... | 8 |
| 图表 3 国内固定资产投资额..... | 9 |
| | |
| 表格 1 截至 2009 年 12 月 28 日渤海租赁注册资本金情况..... | 5 |
| 表格 2 主要金融类企业估值水平一览..... | 6 |
| 表格 3 世界各国租赁行业市场渗透率..... | 8 |
| 表格 4 2008 年末金融租赁公司注册资本(亿元)..... | 10 |
| 表格 5 公司目前项目汇总..... | 10 |
| 表格 6 渤海租赁现有业务利差(单位:亿元)..... | 11 |

前言

通过对租赁行业和渤海租赁业务的研究，我们认为重组之后 ST 汇通的估值将出现明显的低估，同时公司未来发展正处于一个明显的向上周期之中。这样的公司是目前市场上少有的既有安全边际又有发展潜力的公司，对此，我们给予首次“买入”的评级。

对于 ST 汇通的推荐，我们主要考虑的因素如下：

1、公司目前股价具有较高的安全性：

A. 公司的大股东用几乎现金的方式注入 ST 汇通，无论是何时进入的投资者，其最终的投资 ST 汇通的成本都将至少达到 9 元每股，同时海航实业的成本更高，而且绝大多数投资者还需要承担 3 年的锁定期，如果考虑到这些资金投入的年限等时间成本，应该说目前的股价，相对于大股东的投资来讲，并没有多少溢价可言，更何况大股东投入的是现金，并不是一些通过评估之后的资产。

B. 公司换股后的相对估值较低，目前 P/B 只有 1.49 倍，到今年年底只有 1.44 倍，安全边际充分。

2、未来 3 年确定性较高的高增长：

我们预计公司在未来的三年内，都将保持在一个高速的增长阶段，在不考虑融资的情况且只考虑传统业务模式的情况下，预计 2010 年、2011 年及 2012 年公司的盈利将达到 3.2 亿，5.1 亿，6.6 亿左右的水平，折合每股 0.33 元、0.52 元，0.68 元。其中 2011 年与 2012 年的盈利增速为 59%和 30%，即便是看 P/E 也支撑目前的股价。但是我们认为对于一个刚刚成立在 2 年的公司而言，明显处于一个成长期，同时其业务的发展也远未达到成熟期的状态，用 P/E 的方式来估值是明显低估的，且不合理的。更何况，公司一旦签订一笔业务，其利润是长期锁定了，但是当期的利润根本不能真实的体现公司的价值。因此，我们并不建议用 P/E 的方式对公司进行估值，P/E 的方式将明显低估公司的价值。

3、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点

对于整个租赁行业而言，其业务的发展都离不开大量的资本金，自有资本金的多少决定了公司能做多大的一个重要因素，同时未来随着租赁行业的发展，租赁市场中的相互交易，也将逐渐和扩大。而先期拥有规模和较大的资本金的公司无疑将占据优势。例如，一个需要较大投入的项目，在目前的中国市场上，很少有租赁企业能够单独吃下，因此就需要很多企业共同的去谈判，较大的租赁公司将占据明显的优势，而一些较小的公司将会明显受到抑制，通常即便是同一个项目，大家所能拿到的收益也将不同。

在未来公司也可以通过做财务安排，先接下一些项目，再将项目进行打包出售赚取稳定的中间收入。在这种模式下，其业务并不需要占用任何资本金，我们预计这块市场在中国市场逐渐壮大将成为必然，未来的金融创新也必将成为公司新的盈利增长点，而在这个方面，对于资本金的诉求将成为关键。

根据 2009 年底的统计，渤海租赁目前的注册资本金 62 亿占据市场的第二位，但是其规模相对于目前的一些动辄数十亿的项目需求来讲，公司的资本金也并非充足，因此我们可以预计公司至少在未来的 2-3 年内都需要进行增发融资。

4、再融资对于投资角度的思考

我们可以看到的结果将有如下几条：

A. 渤海租赁是市场上目前唯一且第一个即将上市的租赁类公司，上市之后将完全打开公司的融资平台，公司未来的发展在融资之后将占据明显的优势地位，公司有望迅速成为整个租赁行业的垄断寡头，从而拥有行业定价权。

B. 同时公司如果要在资本市场进行融资，那么公司也必然要为资本市场创造更多的收益，因此，公司为了达到业绩高速增长的目标，我们预计其极有可能对管理层采用股权激励等方式进行激励。

C. 持续性的再融资将是公司保持在一个较低的 P/B 的水平，对于一个金融企业来讲，较低的 P/B 一直是其股价推动和安全边际寻找的重要支柱，而公司在未来可以预见的持续低 P/B，将为公司带来明显的安全性。

D. 公司再融资之后对于业绩并无摊薄之虑，从租赁的行业目前的需求而言，特别是在地方融资平台被控制之后，整个基础设施建设对于融资租赁的需要迅速得到放大，我们预计这种需求在未来的数年内都不会改变。公司在再融资之后，只需要迅速安排好项目，业绩被摊薄的程度将相对较小，同时这种摊薄也只是短期现象。

我们的投资建议：综上所述，我们认为目前的渤海租赁毕竟成立才 2 年的时间，公司还处于明显的成长的阶段，近年的高增长是完全可以期待的，同时由于租赁行业在过去一直处于被限制之中，也就是近年来才开始初步真正发展，未来的前景巨大。由于渤海租赁即有可能成为第一个上市的租赁类企业，其未来即有可能借助这个平台，迅速壮大并占据行业的话语权，至少说渤海租赁目前具备了这样的机会。

通过我们对公司成熟期的业绩预估的测算，在不考虑未来公司的资产包转卖业务的前提下，我们认为公司的合理估值为 14.47~15.85 元，对应 2010 年 2.1~2.3 倍 P/B，给予公司“买入”的评级。

风险提示：如果公司未能取得最终证监会的批准，我们的假设均不成立。

当前价格处于安全区间

目前 st 汇通最大的优势还是来自于其相对安全的价格，在这个价格中，**一是公司原有股东的成本，另一个因素是其相对便宜的估值水平。**

根据 ST 汇通与渤海租赁的换股重组方案，渤海租赁几乎以全部现金入股。

截止评估基准日，拟置出资产净资产评估值为 42,639.06 万元，确定交易价格为 42,639.06 万元。截止评估基准日，拟置入及购买资产净资产评估值为 651,050.40 万元，确定交易价格为 651,050.40 万元，则海航实业持有的渤海租赁 67.15% 股权价值为 437,200.02 万元。本次拟置入资产价值 42,639.06 万元，本次资产置换后，海航实业持有的渤海租赁的股权价值为 394,560.97 万元。

扣除掉置换的资产后，渤海租赁 93.45% 的股权价值 608,411.34 万元，然后 ST 汇通向渤海租赁增发 676,012,606 股，置换渤海租赁 93.45% 的股权，价值 608,411.34 万元，**折合每股定价 9 元。**

渤海租赁股东投资成本分析

渤海租赁原名天津海航租赁控股有限公司，为海航实业控股子公司，2007 年 12 月 4 日于天津市工商行政管理局保税分局登记设立，成立时注册资本为 10,000 万元。后来经过数次注资后，到 2009 年 12 月 28 日止，公司的注册资本金扩大到 62.6085 亿元。

表格 1 截至 2009 年 12 月 28 日渤海租赁注册资本金情况

| 股东名称 | 累计出资金额（万元） | 占注册资本比例 |
|------|------------|---------|
| 海航实业 | 420,435 | 67.15% |
| 燕山投资 | 103,050 | 16.46% |
| 天信投资 | 36,000 | 5.75% |
| 天保投资 | 30,000 | 4.79% |
| 远景投资 | 20,000 | 3.19% |
| 通合投资 | 10,000 | 1.60% |
| 天诚投资 | 6,600 | 1.06% |
| 合计 | 626,085 | 100.00% |

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

渤海租赁 2008 年实现归属母公司净利润 3,875.26 万元，2009 年实现归属母公司净利润 10,173.82 万元，2010 年 1-2 月实现归属母公司所有者净利润 10,778.24 万元。2008 年到截止今年 2 月份的利润，公司的利润总额为 24,837.32 万元，加上公司原始投入的资本金，公司的净资产为：650,922 万元，相对于评估后确定交易价格为 651,050.40 万元，公司的评估可以说完全没有升值。再加上渤海租赁现有业务未来能够带来的利润，其公司的内在价值应该是要高过目前的评估价值 651,050.40 万元。

表面上渤海租赁的股东，每股的注入价值是 9 元每股，而实际的现有价值都已经超过了这个数据，可以看到，渤海租赁在这次与 ST 汇通的换股方案中，是出于明显的受

损的状态，渤海租赁的所有股东，可以说都是以几乎超过 9 元每股的价格进入了 ST 汇通。

而大股东海航实业，其成本相对其他公司来讲，其成本更高，首先在和 ST 汇通进行置换的过程中，海航实业花去了渤海租赁 6.55% 的股权来进行置换，截止评估基准日，汇通集团拟置出资产的净资产账面值为 34,333.06 万元，评估值为 42,639.06 万元，评估增值 8,306.00 万元，增值率 24.19%。同时海航实业并对 ST 汇通的一些或有负债承担风险，我们至少可以相信，在这个过程中，为了使重组能够顺利完成，海航实业是对小股东进行了利益的转让的。

从公司的资料中可以看到，无论是何时进入的投资者，其最终的投资 ST 汇通的成本都将至少达到 9 元每股，同时海航实业的成本更高，而且绝大多数投资者还需要承担 3 年的锁定期，如果考虑到这些资金投入的年限等时间成本，应该说目前的股价，相对于大股东的投资来讲，并没有多少溢价可言，更何况大股东投入的是现金，并不是一些通过评估之后的资产。这也是我们在资本市场上少有看到的大股东如此慷慨的情况。

金融类企业中少见的相对低估值

从目前的股价来看，ST 汇通的股价为 9.97 元，而依据 2010 年 2 月 28 日的财务报表，置换后，ST 汇通的每股净资产将达到 6.67 元，对于目前的股价的 P/B 为：1.49 倍，如果考虑进今年的盈利，保守估计，今年的净利润为 3.2 亿，**公司到今年年底的每股净资产为 6.89 元，对应的 P/B 水平将下降为 1.45 倍。**而这个估值，针对目前几乎没有任何资金质量问题的渤海租赁而言，估值的安全性不言而喻了。

表格 2 主要金融类企业估值水平一览

| 简称 | 市净率 PB | 简称 | 市净率 PB | 简称 | 市净率 PB |
|-------|--------|--------------|-------------|--------|--------|
| 银行业中值 | 2.16 | 保险行业中值 | 3.12 | 证券行业中值 | 3.76 |
| 民生银行 | 1.58 | 中国平安 | 3.96 | 广发证券 | 5.18 |
| 中国银行 | 1.65 | 中国人寿 | 3.12 | 东北证券 | 5.19 |
| 华夏银行 | 1.90 | 中国太保 | 2.57 | 招商证券 | 3.44 |
| 建设银行 | 1.92 | | | 宏源证券 | 3.76 |
| 工商银行 | 1.98 | | | 光大证券 | 2.58 |
| 交通银行 | 2.11 | | | 国金证券 | 5.60 |
| 北京银行 | 2.13 | | | 华泰证券 | 2.77 |
| 中信银行 | 2.16 | | | 西南证券 | 5.54 |
| 南京银行 | 2.20 | | | 国元证券 | 1.80 |
| 浦发银行 | 2.34 | | | 中信证券 | 2.05 |
| 农业银行 | 2.55 | | | 长江证券 | 2.80 |
| 兴业银行 | 2.58 | | | 太平洋 | 9.94 |
| 招商银行 | 2.59 | | | 陕国投 A | 6.52 |
| 深发展 A | 2.76 | | | 海通证券 | 1.89 |
| 宁波银行 | 3.03 | | | 爱建股份 | 6.66 |
| | | ST 汇通 | 1.49 | | |

资料来源：wind 统计、华泰联合证券整理

注：市净率PB (MRQ) = \sum 成份股的指定交易日期的收盘价 * 成份股的截至当日公司总股本 / \sum 成份股的最新报告期净资产

从上表中，我们可以看出，ST 汇通目前的股价相对于整个金融行业内其他股票而言，其估值水平非常低，甚至低过了目前的银行，但是其实我们反过来比较，融资租赁行业虽然也有风险，但是其目前所有的项目均有政府做担保，同时公司的业务也是有租赁物做担保的，要产生如我们现在对于地方融资平台的担忧，无疑是多余的。

我们认为，就目前渤海租赁目前的业务而言，其要产生坏账的风险可能性相对较小，同时其现有净资产又基本以现金为主，因此，公司估值上的相对安全性得到完美的体现。换句话说，公司目前的股价是明显被低估了。

未来 5 年高成长可期

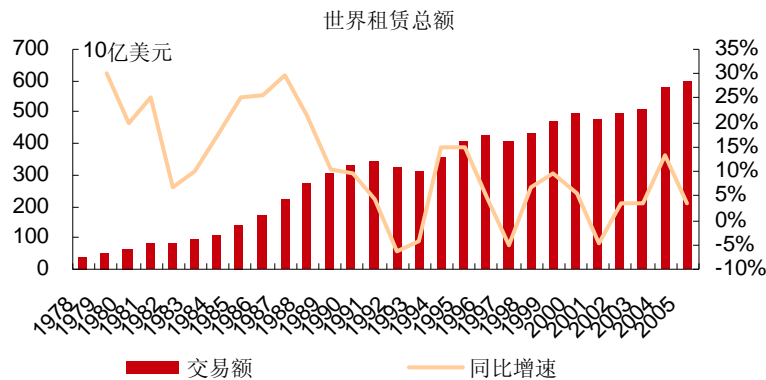
行业处于低基数、高成长阶段

融资租赁：根据《国际融资租赁公约》定义，指出租人根据承租人的规格要求及其所同意的条件同供货人缔结一项供货协议，据此，出租人取得工厂、资本货物或其他设备；并同承租人缔结一项租赁协议，授予承租人使用该设备的权利，以补偿其所付的租金。

现代融资租赁行业始于二次世界大战之后，美国出现产能过剩，厂商迫于销售压力，将商品使用权转移给客户并保留其所有权，直至以租金的形式收回全部货款，才将所有权转移给客户。

此后，融资租赁模式在世界范围内被广泛应用，从 1978-2005 的 27 年间，世界租赁总额复合增速高达 10.5%，远远超过全球 GDP 增速。

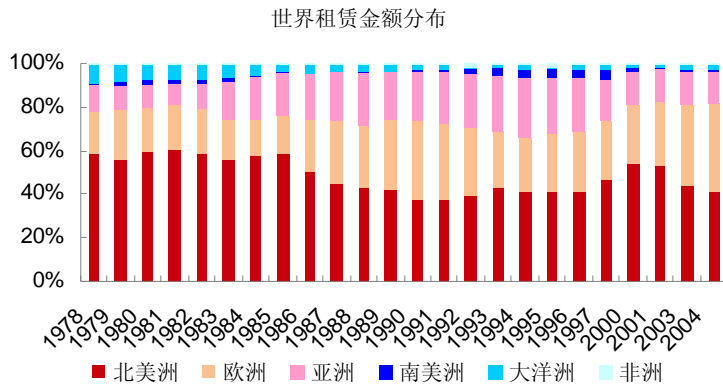
图表 1 1978~2005 年世界租赁总额



资料来源：世界租赁年报，华泰联合证券

从全球范围来看，北美和欧洲占据了近8成的市场份额，亚洲仅占15%左右，但 1978-2004 年的复合增速为 11.7%，高于全球增速 1 个百分点。

图表 2 1978~2004 年世界各国租赁金额



资料来源：世界租赁年报，华泰联合证券

租赁行业市场渗透率指租赁交易额占固定资产投资额的比例，是衡量一国租赁行业成熟度的重要指标。在租赁行业发展最成熟的美国，市场渗透率基本稳定在30%左右的水平，即便是同为金砖四国的巴西，也远高于中国。

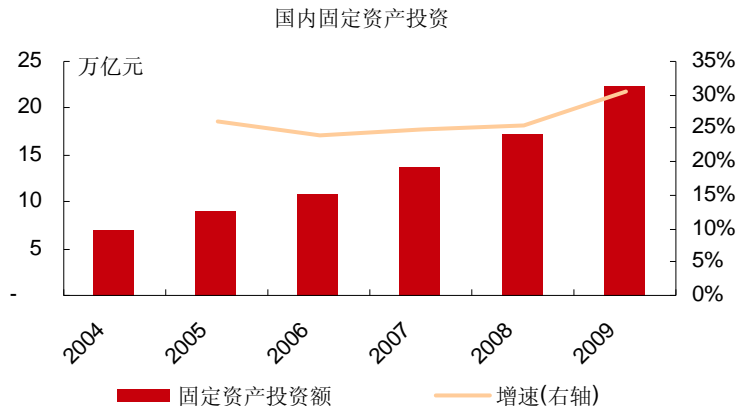
表格 3 世界各国租赁行业市场渗透率

| | 美国 | 日本 | 德国 | 韩国 | 英国 | 法国 | 意大利 | 巴西 | 加拿大 | 澳大利亚 | 瑞典 | 中国 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 1981 | 20.1 | 4.1 | 2.8 | - | 13.3 | 7.3 | 6.2 | - | 4.7 | 22.2 | 8.5 | 0.0 |
| 1982 | 21.6 | 4.8 | 3.0 | - | 13.0 | 8.5 | 6.8 | - | 3.3 | 23.1 | 9.0 | 0.1 |
| 1983 | 22.0 | 5.9 | 2.5 | 3.0 | 12.6 | 6.2 | 8.4 | - | 5.3 | 29.0 | 20.0 | 0.1 |
| 1984 | 22.7 | 7.1 | 2.0 | 5.0 | 15.2 | 4.0 | 9.9 | - | 6.1 | 30.5 | 12.5 | 0.4 |
| 1985 | 27.1 | 7.8 | 4.0 | 6.0 | 19.4 | 4.5 | 11.5 | - | 8.4 | 35.8 | 14.5 | 1.2 |
| 1986 | 28.7 | 8.2 | 8.7 | 7.1 | 18.3 | 5.2 | 18.0 | - | 9.3 | 26.0 | 16.5 | 2.7 |
| 1987 | 31.5 | 8.9 | 14.0 | 11.4 | 17.5 | 12.0 | 12.0 | - | 10.0 | 26.1 | 15.1 | 3.3 |
| 1988 | 32.3 | 9.2 | 15.2 | 12.5 | 20.2 | 16.9 | 12.5 | 4.0 | 10.3 | 30.3 | 27.0 | 2.9 |
| 1989 | 34.3 | 10.3 | 17.8 | 10.9 | 23.5 | 19.7 | 14.7 | 1.0 | 9.3 | 31.6 | 20.0 | 2.6 |
| 1990 | 32.0 | 9.0 | 15.7 | 16.1 | 20.3 | 17.3 | 21.3 | 1.0 | 9.3 | 25.8 | 15.4 | 3.4 |
| 1991 | 32.0 | 7.7 | 14.0 | 21.5 | 23.0 | 16.8 | 15.8 | 4.0 | 10.4 | 18.6 | 22.3 | 5.1 |
| 1992 | 32.0 | 7.5 | 16.6 | 20.2 | 18.6 | 14.6 | 11.5 | 8.0 | 11.0 | 20.3 | 26.3 | 6.5 |
| 1993 | 29.4 | 8.1 | 15.9 | 23.0 | 19.0 | 13.1 | 10.8 | 10.0 | 12.8 | 22.1 | 20.0 | 4.0 |
| 1994 | 28.7 | 8.9 | 15.8 | 26.2 | 15.8 | 13.0 | 13.1 | 20.0 | 14.0 | 21.8 | 20.0 | 2.6 |
| 1995 | 28.1 | 9.4 | 16.9 | 30.0 | 17.9 | 15.2 | 16.8 | 20.5 | 15.9 | 22.3 | 27.0 | 1.8 |
| 1996 | 30.9 | 9.5 | 18.0 | 26.5 | 24.0 | 15.2 | 16.8 | 18.1 | 16.1 | 20.0 | 28.0 | 1.2 |
| 1997 | 30.9 | 8.9 | 19.3 | 28.3 | 19.2 | 12.4 | 10.9 | 20.7 | 15.7 | 25.0 | 28.0 | 1.9 |
| 1998 | 30.9 | 9.2 | 19.7 | 13.1 | 15.0 | 17.0 | 12.3 | 20.7 | 22.0 | 25.0 | 20.0 | 1.9 |
| 1999 | 30.0 | 9.5 | 14.8 | 2.8 | 15.9 | 15.7 | 12.4 | 12.5 | 22.0 | 25.4 | 17.5 | 0.2 |
| 2000 | 31.7 | 9.1 | 14.8 | 2.4 | 13.8 | 9.2 | 12.3 | 11.4 | 22.5 | 20.0 | 12.9 | - |
| 2001 | 31.0 | 9.2 | 13.5 | 1.6 | 14.4 | 13.7 | 10.4 | 7.6 | 22.0 | 9.2 | 20.0 | - |
| 2002 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2003 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2004 | 29.2 | 8.7 | 15.7 | 5.6 | 9.4 | 9.0 | 11.4 | 7.4 | 23.3 | 20.0 | 12.7 | 3.0 |
| 2005 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 1.3 |

资料来源：世界租赁年报，华泰联合证券

另一方面，近年来国内固定资产投资额始终保持 20% 以上的快速增长，和未来渗透率提升一同构成国内租赁行业高速增长的双引擎。

图表 3 国内固定资产投资额



资料来源：公司公告，华泰联合证券

公司上下游环境均支持业务高成长

渤海租赁主营市政、电力、交通运输、新能源等基础设施租赁。

1、下游需求旺盛

1) 地方政府更青睐融资租赁模式

目前公司主要业务的下游客户是地方政府，而地方政府高管均存在推进 GDP 的冲动，盘活存量资产进行再投资可达到立竿见影的效果。尽管融资租赁和抵押贷款在融资功能上存在一定的相似性，但是由于银行一般不接受土地以外的固定资产抵押或者只给予很低的抵押率，同时还会参考贷款申请人的资产负债率以及再投资项目的盈利能力等指标，因此，**地方政府为了更容易以及争取更高比例的融资额，则会优先考虑融资租赁公司。**

2) 金融租赁受制于监管约束需分出业务

金融租赁受银监会监管，约束较多，比如“对同一承租人的融资额最高不得超过租赁公司资本总额的 30%”。而基础设施建设的租赁项目又往往是大单，即便金融租赁公司依靠其银行股东关系获取到项目，仍然需要出售其超额部分的租赁业务，考虑到金融租赁公司之间更加敏感的竞争关系，金融租赁公司往往会选择金融租赁以外的公司来出售业务。渤海租赁雄厚的资本实力仅次于行业龙头国银金融租赁，更加容易获得承租人和联合租赁方的信任。这也是我们从公司公告中多次看到渤海租赁与工银租赁进行联合租赁的重要原因。

表格 4 2008 年末金融租赁公司注册资本（亿元）

| | 注册资本 |
|------------|------|
| 国银金融租赁公司 | 75 |
| 建银金融租赁有限公司 | 45 |
| 民生金融租赁有限公司 | 32 |
| 工银金融租赁有限公司 | 20 |
| 交银金融租赁有限公司 | 20 |
| 招银金融租赁有限公司 | 20 |
| 华融金融租赁公司 | 15 |
| 外贸金融租赁公司 | 8 |
| 新疆金融租赁有限公司 | 5 |
| 河北省金融租赁公司 | 5 |
| 江苏金融租赁有限公司 | 5 |
| 山西金融租赁有限公司 | 5 |

资料来源：公司公告，华泰联合证券

2、上游资金供给充足

对于高信用的国内地方政府的基础设施项目，银行往往会乐于放贷，但是苦于厂房等设施不能或者需要大比例折扣等因素，银行难以大额地对其发放贷款，而融资租赁公司作为中间方，恰恰可以解决该问题。另一方面，融资租赁行业的重要作用之一便是充当银行的防火墙，银行非常乐于与资本实力雄厚的租赁公司结成共患难的合作伙伴。

盈利分析

传统业务

渤海租赁目前的盈利模式，主要还是依靠售后返租的形式，帮客户盘活存量资产，也就是通过自有资本金与银行贷款的共同合作向客户进行放贷的做法，其业务主要是银行的抵押贷款业务未能覆盖的领域。比如银行一般不大愿意接受土地以外的固定资产抵押或者是给予较大的抵押折扣，而融资租赁可以填补该项空缺。

表格 5 公司目前项目汇总

| 项目名称 | 项目总金额 (亿元) | 占用自有资金 (亿元) | 利用银行借款 (亿元) | 起租时间 |
|------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------|
| 天津保税区办公大楼租赁项目 | 8.00 | 3.00 | 5.00 | 2009年4月 |
| 空客 A320 飞机厂房租赁项目 | 36.30 | 2.00 | 34.30 | 2009年10月 |
| 舟山同基船业有限公司关于在建船坞码头构筑物及设备租赁项目 | 10.00 | 10.00 | 0.00 | 2009年11月 |
| 武汉四座大桥融资租赁项目 | 18.00 | 18.00 | 0.00 | 2010年3月 |
| 天津蓟县道路租赁项目 | 1.875 | 0.375 | 1.50 | 2010年1月 |
| 合计 | 71.18 | 30.38 | 40.80 | |

资料来源：公司公告、华泰联合证券

在这种盈利模式中，公司的盈利通常来说分为两块，一是自有资本金部分，二是依靠银行借贷的部分，从渤海租赁目前的业务模式来讲，自有资本金与借贷部分的资金向

承租人收取，而自有资本金部分我们预计公司能获得 6%-8%左右的收益率水平，而从银行的借贷部分，在整个行业内大约的水平就是，成本端基本上是当期银行利率水平下浮 5%-10%左右，而收益端大约为利率水平上浮的 5%-10%左右，也就是利差基本上维持在 60BP-120BP 之间，但是从目前渤海租赁的情况看来，公司的利差水平应该说是远远高过了这个水平，公司在收取这样的利差水平的时候还有部分的财务安排的费用收入。

如果只考虑这个模式，并且考虑公司的杠杆水平为 8 倍（根据《商务部、国家税务总局关于从事融资租赁业务有关问题的通知》第九条规定，融资租赁试点企业的风险资产（含担保余额）不得超过资本总额的 10 倍。），同时还有一些项目安排的费用以及税收的优惠因素，公司正常化的 ROE 水平将维持在 12%-17%左右。因此，在成熟阶段即便公司只考虑到传统的租赁业务，公司也应该支撑 2-3 倍左右的 P/B。

创新业务的发展——未来的定价权之争

对于租赁公司而言，其未来业务的发展并非只是局限在 10 倍的融资杠杆之内，其未来的业务盈利也将通过资产包的转卖，财务安排而扩大，但是这一切都需要公司拥有强大的资本金。

例如：公司于 2010 年 3 月向工银租赁出售的舟山金海重工项目金额 15 亿元，收取租赁安排费 400 万元，对应费率 0.27%。若非公司与工行租赁的密切合作关系，实际上对应的费率应该更高。

如同我们前面所提到，先期拥有规模和较大的资本金的公司无疑将占据优势。例如，一个需要较大投入的项目，在目前的中国市场上，很少有租赁企业能够单独吃下，因此就需要很多企业共同的去谈判，较大的租赁公司将占据明显的优势，而一些较小的公司将会明显受到抑制，通常即便是同一个项目，大家所能拿到的收益也将不同。

如果公司拥有强大的资本金，那么公司将有能力单独拿下一些项目，并将这些项目再打包卖出，这种模式并不需要公司任何的资本金需求，并且拥有了行业内的定价权。我们预计这块市场在中国市场逐渐壮大将成为必然，未来的金融创新也必将成为公司新的盈利增长点，而在这个方面，对于资本金的诉求将成为关键。

表格 6 渤海租赁现有业务利差（单位：亿元）

| 项目名称 | 项目总金额 | 占用自有资本金 | 利用银行借款 | 财务杠杆 | 利差 |
|------------------------------|-------|---------|--------|------|---------------|
| 天津保税区办公大楼租赁项目 | 8 | 3 | 5 | 3 | 前十年 2%，后十年 3% |
| 空客 A320 飞机厂房租赁项目 | 36.3 | 2 | 34.3 | 18 | 2.50% |
| 舟山同基船业有限公司关于在建船坞码头构筑物及设备租赁项目 | 10 | 10 | 0 | 1 | N. A. |
| 武汉四座大桥融资租赁项目 | 18 | 18 | 0 | 1 | N. A. |
| 天津蓟县道路租赁项目 | 1.875 | 0.375 | 1.5 | 5 | 1.66% |
| 合计 | 71.18 | 30.38 | 40.8 | 2 | N. A. |

资料来源：公司公告，华泰联合证券

盈利预测

结合以上国内租赁行业的高成长以及公司上下游的支持，我们预计公司在未来的三年内，都将保持在一个高速的增长阶段。目前的业务规模仅 72 亿左右，同时公司预计

今年年底前再放入 66 亿左右的项目，明年至少再放入 70 亿左右的项目，我们预计这些项目应该是公司目前已经较为有把握的部分，保守预计，到明年年底公司的项目规模可能超过 200 亿，由于基建项目的需求庞大，我们预计公司在 2012 年的业务规模也至少将有 30% 左右的正增长。

在不考虑融资的情况且只考虑传统业务模式的情况下，预计 2010 年、2011 年及 2012 年公司的盈利将达到 3.2 亿，5.1 亿，6.6 亿左右的水平，折合每股 0.33 元、0.52 元，0.68 元。其中 2011 年与 2012 年的盈利增速为 59% 和 30%，即便是看 P/E 也支撑目前的股价。但是我们认为对于一个刚刚成立在 2 年的公司而言，明显处于一个成长期，同时其业务的发展也远未达到成熟期的状态，用 P/E 的方式来估值是明显低估的，且不合理的。更何况，公司一旦签订一笔业务，其利润是长期锁定了，但是当期的利润根本不能真实的体现公司的价值。因此，我们并不建议用 P/E 的方式对公司进行估值，P/E 的方式将明显低估公司的价值。

再融资是福不是祸

融资租赁行业是一个高资本消耗的行业，当资本全部投完、杠杆接近上限时，资本不足就成为了公司发展的瓶颈，而此时只需要在 1 倍 PB 以上的价格进行股权融资，对于老股东而言都是受益的。

观察目前公司业务的快速推进情况，我们预计公司到明年就有可能面临资本不足的问题，并有望进行再融资。我们认为：

- 1、渤海租赁是市场上目前唯一且第一个即将上市的租赁类公司，上市之后将完全打开公司的融资平台，公司未来的发展在融资之后将占据明显的优势地位，公司有望迅速成为整个租赁行业的垄断寡头，从而拥有行业定价权。
- 2、同时公司如果要在资本市场进行融资，那么公司也必然要为资本市场创造更多的收益，因此，公司为了达到业绩高速增长的目标，我们预计其极有可能对管理层采用股权激励等方式进行激励。
- 3、持续性的再融资将是公司保持在一个较低的 P/B 的水平，对于一个金融企业来讲，较低的 P/B 一直是其股价推动和安全边际寻找的重要支柱，而公司在未来可以预见的持续低 P/B，将为公司带来明显的安全性。
- 4、公司再融资之后对于业绩并无摊薄之虑，从租赁的行业目前的需求而言，特别是在地方融资平台被控制之后，整个基础设施建设对于融资租赁的需要迅速得到放大，我们预计这种需求在未来的数年内都不会改变。公司在再融资之后，只需要迅速安排好项目，业绩被摊薄的程度将相对较小，同时这种摊薄也只是短期现象。

业务风险可控

对于融资租赁业务，大家自然会想到其风险是否可控，是否会出现明显的坏账，对此，我想通过两个方面来进行简单的描述。

第一、类似地方融资平台的第一类

目前，渤海租赁所开展的业务，其大部分均是与地方政府合作，进行的基础设施建设类的业务，这部分业务，有项目的担保，同时也有地方政府的担保。这就如果我们为地方融资平台所做分类中的第一类。

第一类：有项目有担保

第二类：有项目无担保

第三类：无项目无担保

个人认为目前的市场，对于地方融资平台的担心主要也还在第三类上面，并不认为第二类与第一类上面。因此如果渤海租赁的业务出现坏账风险，那么地方融资平台的风险将是惊人的。

第二、 合同具有极大的保护作用

通常一个租赁合同对于出租方的保护而言，主要体现在如下几个方面。

- 1、 公司主营基础设施建设租赁业务，主要客户是地方政府，信用风险相对较小，且有相关方的担保。
- 2、 所有权并没有转移，例如天津保税区的大楼，公司在整个租赁期间内即便到期其所有权并不转移。
- 3、 公司始终控制着租赁物品的所有权，且租赁物品的租金一般都高于折旧，公司在租赁物到期前早就已经收回了本金。如果客户违约，其损失更大。
- 4、 公司通常会要求先收取有 2~3 个季度的保证金，因此在出现坏账风险时，公司将 有 9 个月左右的时间进行追索，并进行相关的法律处理，在法律上，毁约方有义务承担所有的租金损失。
- 5、 公司始终控制着租赁物品的所有权，且租赁物品的租金一般都高于折旧，如果客户违约，其损失更大。

综合以上两点，我们认为，目前的渤海租赁，其业务具有相对较高的安全性。我们认为公司产生明显坏账的可能性相对较小。

风险提示

- 1、 重组方案能够获得批文仍需等待结果。
- 2、 地方政府的担保出现大规模问题。

投资建议

综上所述，我们认为目前的渤海租赁毕竟成立才 2 年的时间，公司还处于明显的成长的阶段，近年的高增长是完全可以期待的，同时由于租赁行业在过去一直处于被限制之中，也就是近年来才开始初步真正发展，未来的前景巨大。由于渤海租赁即有可能成为第一个上市的租赁类企业，其未来即有可能借助这个平台，迅速壮大并占据行业的话语权，至少说渤海租赁目前具备了这样的机会。

通过我们对公司成熟期的业绩预估的测算，在不考虑未来公司的资产包转卖业务的前提下，我们认为公司的合理估值为 14.47~15.85 元，对应 2010 年 2.1~2.3 倍 P/B，给予公司“买入”的评级。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com