

2010-09-21

综合类/综合类

公司研究 / 跟踪报告

ST 汇通 (000415)

买入/ 维持评级

股价: RMB10.22

分析师

李聪

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

张黎

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

相关研究

2010.08.09 《ST 汇通: 蛟龙出海、借基生财》(买入)

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

租赁税收新政 利于量价双升

- 事件: 上周五 (2010.9.17), 上海证券报发表了《融资性售后回租业务可免增值税、营业税》的报道。
- 影响: 1、本次政策对 ST 汇通是重大利好。政策的核心在于大幅降低了租赁产业链上的成本。一方面渤海租赁的业务量有望因承租方成本降低将获提振, 另一方面, 公司的租金回报也将因承租方负担减少而获得更大谈判空间。根据我们邀请的租赁行业专家解读, 本次国税总局出台的税收政策对租赁行业的主要影响如下:
 - 1) 增值税和营业税予以免征
 - 2) 折旧政策加以明文确定
 - 3) 融资利息税前扣除条件更加宽松
- 2、除了对租赁产业的直接利好之外, 本次政策也反映出政府对租赁产业的扶持态度。本次税收政策仅仅是惠及租赁行业四大支柱 (法律、会计、税收、监管) 之一, 未来我们还可以期待国内租赁行业在其他三大支柱上获得更多的扶持政策。
- 投资建议: 维持 ST 汇通的“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。
 - 1、根据公司进行股东大会的时间推算, 我们预计公司最终过会的时间点可能会在 10 月底左右。
 - 2、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。公司换股后的绝对估值较低, 目前 P/B 只有 1.48 倍, 安全边际充分。
 - 3、未来 3 年确定性较高的高增长: 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%。
 - 4、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点。融资租赁行业除了简单的借款放贷之外还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, 对于资本金的诉求将成为关键。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。
 - 5、再融资对于投资角度的多重利好。
- 风险提示: 重组过会风险。

事件:

上周五(2010.9.17),上海证券报发表了《融资性售后回租业务可免增值税、营业税》的文章,主要报道了国家税务总局9月份发布的《国家税务总局关于融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题的公告》中的政策要点:

- 1、融资性售后回租业务中承租方出售资产的行为,不征收增值税和营业税。
- 2、对融资性租赁的资产,仍按承租人出售前原账面价值作为计算企业所得税基础计提折旧。
- 3、租赁期间,承租人支付的属于融资利息的部分,作为企业财务费用在税前扣除。

影响:

1、本次政策对 ST 汇通是重大利好。政策的核心在于大幅降低了租赁产业链上的成本。一方面渤海租赁的业务量有望因承租方成本降低将获提升,另一方面,公司的租金回报也将因承租方负担减少而获得更大谈判空间。

根据我们邀请的租赁行业专家的解读,本次国税总局出台的税收政策对租赁行业的主要影响如下:

1) 增值税和营业税予以免征

此前融资租赁的承租方在期初向出租方卖出租赁标的时,需要针对不动产租赁标的缴纳相当于标的价值 5.5%的营业税及附加,针对动产租赁标的缴纳相当于标的价值 2%左右的增值税,本次政策取消了期初交易时承租人需缴纳的营业税和增值税,直接降低了承租方成本进而刺激了需求,同时间接扩大了出租方在租金回报上的谈判空间。本次政策针对期末出租人向承租人回售租赁标的时缴纳的营业税和增值税情况并未做出明文规定,但理论上应视同期初情况予以免征处理。

2) 折旧政策加以明文确定

此前融资租赁的承租方在实务操作中已经可按承租人出售前原账面价值作为计算企业所得税基础计提折旧,本次政策主要是加以明文确定。

3) 融资利息税前扣除条件更加宽松

此前融资租赁的承租方使用租赁利息支出进行抵税时要受到银行贷款利率加减 10%的区间限制,本次政策允许承租方按照实际租赁利息进行抵扣。

2、除了对租赁产业的直接利好之外,本次政策也反映出政府对租赁产业的扶持态度,尤其是在银行信贷扩张遭遇资本瓶颈、监管约束等背景下,政府更希望能够扶持和培育起更多的融资渠道。(租赁已成为发达国家里资本形成中仅次于银行的第二大融资渠道。)本次税收政策仅仅是惠及租赁行业四大支柱(法律、会计、税收、监管)之一,未来我们还可以期待国内租赁行业在其他三大支柱上获得更多的扶持政策。

投资建议:

我们依然维持对于 ST 汇通的“买入”的评级，主要逻辑为:

1、根据公司进行股东大会的时间推算，我们预计公司最终过会的时间点可能会在 10 月底左右。

2、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。公司换股后的绝对估值较低，目前 P/B 只有 1.48 倍，安全边际充分。

3、未来 3 年确定性较高的高增长: 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%。

4、行业定价权的先机已占——未来盈利新增长点。融资租赁行业除了简单的借款放贷之外还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，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，但是其资本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。

5、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，我们预计其很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。

通过我们对公司成熟期的业绩测算，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，维持公司“买入”的评级。

风险提示:

如果公司重组方案未能取得证监会的最终批准,那么以上假设均不成立。

附件 1: 《关于融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题的公告》

国家税务总局 2010 年第 13 号

成文日期: 2010-09-08

现就融资性售后回租业务中承租方出售资产行为有关税收问题公告如下:

融资性售后回租业务是指承租方以融资为目的将资产出售给经批准从事融资租赁业务的企业后,又将该项资产从该融资租赁企业租回的行为。融资性售后回租业务中承租方出售资产时,资产所有权以及与资产所有权有关的全部报酬和风险并未完全转移。

一、 增值税和营业税

根据现行增值税和营业税有关规定,融资性售后回租业务中承租方出售资产的行为,不属于增值税和营业税征收范围,不征收增值税和营业税。

二、 企业所得税

根据现行企业所得税法及有关收入确定规定,融资性售后回租业务中,承租人出售资产的行为,不确认为销售收入,对融资性租赁的资产,仍按承租人出售前原账面价值作为计税基础计提折旧。租赁期间,承租人支付的属于融资利息的部分,作为企业财务费用在税前扣除。

本公告自 2010 年 10 月 1 日起施行。此前因与本公告规定不一致而已征的税款予以退税。

特此公告。

国家税务总局
二〇一〇年九月八日

附件 2: 关于华泰联合证券邀请租赁行业专家解读税收政策的电话会议纪要

主持人:

大家好!近期国家税务总局出台了关于融资租赁行业的税收政策。这个政策应该是对承租方很多的税收方面产生了根本性的影响,对于整个产业链也是有很强的积极影响。周五媒体报道了该政策后,我们得到了一些反馈,大家对这个政策,包括从股

价的角度来看反映不是很充分。我们今天开这个电话会议，邀请了一位行业内资深的特别是对财务、税收方面有非常深造的专家，给大家详细地介绍我们这次国家税务总局政策出台的背景，包括这个政策对于承租方、出租方以及整个产业链的影响。下面我们有请专家给大家讲讲这方面的情况。

专家：

大家好！我首先介绍一下税务总局政策的内容，再给大家从五个角度来讲一下政策出台的背景和一些影响，包括怎么缴这个税的情况。税收公告主要从三个方面来讲了售后回租业务的税收政策。

第一个政策，指的是融资性售后回租业务，不缴增值税和营业税。这一条是对我们租赁业是一个特别重大的利好，自从 2004 年以来，有了融资租赁试点企业以及金融系的租赁公司来做很多业务的时候，这一块税收一直都是很大的障碍，对行业发展是一个特别大的障碍。如果你做售后回租涉及到不动产，要上 5.5% 的营业税及附加，有的地方可能是 5.55% 的营业税及附加，有的地方有可能再多 0.05% 的水泥建筑费，这是涉及到不动产的。

动产的因为涉及到资产的买卖，所以按照增值税的条例规定，二手设备买卖的税率是 4% 减半，也就是最终的税率是在百分之一九几，接近 2%。这个税是由谁来缴呢？在售后回租的起始环节是由承租人来交，因为承租人想卖资产给出租方。项目结束的时候，是由出租人以很低的价格，如果要卖给承租方的话，以很低的价格对应的税来交。有时这个很低的价格，远远低于市场的公允价值。所以在售后里面缴税的时候有一定的争议，很多部门执行的时候就认为：最后这个项目结束的时候，不能按你那个定的价格来交，而应该按照当时市场的公允价值来交，所以税负给承租方和出租方带来的税收成本是相当大的。自从这个文明确规定在起始这个环节，承租方是不交增值税和营业税的，这样就减少了整个链条的税收成本，尽管在里面没有规定到项目结束的时候，出租人要不要缴，但是我们可以拿这个文件跟税务局沟通，我们在项目结束的时候，应该也不用交。预计税务总局那边会补充一个解释，这一块的税可以不缴。这个税不缴，能够减少多少呢？如果涉及到动产的话，大概 2% 左右，如果不动产的话 5.5% 左右。

第二个政策，指的是出租方把资产卖给承租方，只要是属于融资性租赁这种业务，那么承租方还可以按它的价值折旧，这个折旧是可以在税前扣除的。那么以前执行的政策也是可以扣除的，但是没有特别明确出来。所以有了这个文之后，就明确了，承租方就有依据了。

第三个政策，就是在租赁期间，承租人支付的利息也可以做财务费用在税前扣除。很多企业向银行来融资，银行贷款的利息都是有上下浮动 10% 左右的限制，而税务局这边也有一定的限制，就是也在这个范围，如果是银行贷款成本太低或者太高的话，都要做税收的调节。而这个文件规定里面，就是按实际的融资利率来扣除。也就是说我们做租赁业务的时候，也许比银行的基准利率超过或低于 10% 都是可以的。

主要是以上三个方面的内容，这是文件的介绍。第二部分我们简单从几个方面来作一个讲解。

第一，就是原来的税收，我们刚才已经介绍了，原来的不动产是 5.55%，原来的动产是 4% 减半，即 2% 左右。这是原来的税收政策，而在实际我们在操作的项目里面，都是按税法的规定，依法来缴这个税的。

第二，现在新定下的税收对整个链条的影响，从起始阶段来讲，就是不动产是 5.55%，动产是 2%，但是从项目结束的时候，这个影响就是不确定的因素，因为税务局可能认为按市场价来评估，按市场价来算的话，应该也是比例比较高的。

第三，这个政策不会增加出租人的费用。因为从起始来讲，按税法的规定，承租人缴这个税跟出租人是没什么关系的。而现在明确了承租人不交，所以对这个出租人是没有直接影响的。

第四，这个政策确实是降低了整个产业链的成本，对出租人也是明显受益，对出租人的明显受益是在项目期间结束以后，以很低的价格卖给承租人的情况之下，这个税也免掉了。

第五，这个政策的背景，推动这个政策是也几部分的力量在推动。第一部分推动力量是行业协会，行业协会里面从 2006 年起，以二手设备协会，还有商务部下面的外资外商协会，多次和税务总局沟通，把融资租赁里面的税收政策和对我们不利的政策，以及没有明确的政策都不断在反馈。第二部分推动力量是天津市政府。天津市政府把融资租赁作为产业里面很重要的一个部分在推动，先后组织了好几次会议，找相关的一些租赁公司给税务总局作了汇报，提到了目前的税制下对我们的一些不利之处，包括重复征税等问题都反馈了。第三个部分推动力量是租赁企业。我们请很多企业在开展售后回租的业务时，不断地找税务总局提交了一些书面的材料汇报，最近最典型的是铁道部曾经涉及到铁皮的租赁，也涉及到 4% 减半的增值税，以铁道部和工商银行这边也找了税务总局，还有其它很多大的集团，公司里面都把这个文件写给税务总局和财政部，所以这几方面的力量促成了文件的推出。

这个文件的推出对租赁业的发展是有非常积极的作用，目前很多业务在开展过程中，涉及到比较重税负的问题，很多业务没法开展或者停滞状态，要么业务做不成，要么就是承租方看到这么高的税负，出租人在利益方面要让点利给他们，所以在很多业务上面，都会有很大的制约，这个文件出台以后，对租赁业是一个利好。简单介绍这些，谢谢大家！

提问一

提问：

请问这个行业你们重点推荐的公司排序是怎样的？

主持人：

这个行业在 A 股市场还是比较新兴的，所以目前上市公司中，基本上是没有单独做租赁的。只有一个是做典当业务，有些类似业务，但是和租赁这一块还不太一样。所以目前 A 股上市公司中就只有 ST 汇通和租赁业务相关。

提问二

提问:

这个新的政策出台之后,对于我们售后回租业务的需求方会比较好吧。如果采取售后回租业务的话,跟以前相比会更多地享受一些税收方面的优势,对我们作为一个出租人的话,有哪些财务上的改善呢?

专家:

我觉得这个税收政策出来之后,出租方表面上是没有其它税收上的改善,主要是在整个产业链条里面,整个交易过程中能够降低承租人的税收成本,承租人的税收成本能够传导到出租人那边,我们可以在谈判的时候,可以在利率上面加一些。

第二个方面,这个制度里面没有写税后回租期满之后,判断融资租赁有五条标准:其中第一条是以很低的价格,低于市价 5%左右的价格,卖给承租方了。那么这个制度出台,我们对税务总局做出我们是融资性售后回租的解释后,就可以不交增值税和营业税,这是对承租方的好处。项目结束,有一种可能出租方也要卖资产给承租方,有这么一个好处在里面。从立法的经验来看,应该是不用再缴了。因为我们目前做的很多项目里面,好多人都提出来了,就是说期满之后以和低的价格卖给人家,但是税务局立法原则是买卖之间都是以公允价值来计算的,这个价格远远低于公允价值,有时候不承认你用这个价格做税基来缴税,如果用公允价值来计税,成本也是挺高的了。

提问三

提问:

请教一个关于营业税的问题,具体到渤海租赁公司,主要是做不动产,所以就不牵扯到增值税一块。营业税这的话,我对这个文的理解,对您说的出租方征收营业税方面可能有一些不同。您刚才提到了文里面没有明确在租赁终结日,如果出租方需要把不动产售回给承租方的话,您的意思有可能按照这个文的推断,有可能不收营业税,我的感觉可能正好相反,因为我觉得这个营业税假如承租方在售后回租的起始阶段就不收的话,必定有一个环节要补回来的,税务局是不太可能让自己吃亏的。因为作为不动产来讲,它的出售最终还是要收一个营业税的,而之前的税法不动产收营业税应该是按照差额征收,也就是我向最终的买家收到的这笔钱扣除我之前购置不动产的费用以后,就是差额征收增值税。在文出来之后,相当于在向承租方买这批不动产的时候,我没有拿到它的营业税的完税凭证,因为在这个环节它是不纳税的。将来,我把这个不动产再卖出去的时候,我会不会按照全额来纳营业税。

专家:

我分两个方面来回答。先回答后一个容易回答的问题:不动产之间的交易和个人之间买卖房子是不一样的,如果个人买房可能存在两年、五年,可以做差额抵扣,这个政策原来是 2004 年出台的。但是如果涉及到不动产,涉及到办公大楼,或者是一些基础设施这些项目的话,都没有抵扣的说法,而只是以买卖价 5.5%来缴。所以不存在以前没有缴税,后面会不会抵扣的问题。

第二,这个文对行业里面还有一个重大利好,它把融资性售后回租定义了一下,实质上承租方以融资为目的的资产出售,而不是以买卖资产来赚差价这个销售的行

为，这个这两个行为是界定开来了。所以，整个租赁业从起始到中间，都是以融资为目的的，可以区别于买卖商品的那种行为，应该也是不缴的，有待于税务总局进一步解释。税务总局可能上下文没有考虑的这一块，再做一个补充规定，或者口头解释一下，我觉得可能是很大的。因为它是以融资为目的的，整个环节都是以融资为目的的，不是说我买个东西赚个差价，再卖出去，不是这样的。

提问五

提问：

专家，麻烦问一下，刚才听到承租方之前由于高税收，希望承租方有让利，我不知道这个幅度有多少？比如说5%的营业税在讲价的时候来出让这部分利润？

专家：

任何业务在谈判的过程中，他觉得自己这一块的成本太高了，自己给自己算一下承受的限度，他觉得这个成本太高了，要么就不做这个业务，要么就是说出租人的收益让一点给我们，具体的多少是以双方能够接受的程度为下，只能是一笔一笔判定，是没法有一个综合的判定的。

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