



证券研究报告·上市公司深度

证券、信托

不动产租赁的领导者

成长空间超想象

借壳 ST 汇通：渤海租赁的嬗变之路

渤海租赁成立于 2007 年，是商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业之一。渤海租赁计划通过 ST 汇通实现借壳上市。作为控股股东的海航实业其参与成本为每股 9 元左右。

渤海租赁：不动产租赁的领导者

随着经济快速增长，以及城市化、工业化的进一步推进，我国的基础设施建设未来仍将保持较高增速。海航集团以其为地方经济发展提供航空、物流运输等领域提供支持，受到了地方政府的青睐。渤海租赁作为集团的重要一员，未来在基础设施租赁业务领域将有独特和强大的竞争优势。

货币信贷紧缩，融资租赁需求大增

随着货币和信贷政策的日益紧缩，具有融资和融物双重特色的融资租赁受到企业青睐。据我们近期对融资租赁公司的调研，发现业务需求大增，收益率也提升较大。这完全复合我们在 2010 年年度策略报告《货币信贷收紧，新型金融业大发展》（2010 年 12 月）对融资租赁业发展的判断。这将对租赁业、特别是渤海租赁这样资本金充足的企业提供良好的发展机会。

借壳上市后，渤海租赁业绩高成长可期

通过对工银租赁和华融租赁的认真分析，我们认为，渤海租赁的杠杆可以达到 6 倍，利差介于 2% 左右。渤海租赁的资产损失应较华融租赁小很多，公司的 ROE 应该可以达到 13.2% 左右。如果未来发债融资的话，按 10 倍杠杆，公司 ROE 为 19%。

适当时机介入其他融资租赁的蓝海领域

未来公司将择机进入电力设施和设备、新能源/清洁能源设施和设备等受到国家产业政策扶持的领域。此外，不排除公司通过兼并收购等形式介入发展前景非常广阔的飞机船舶等交通工具融资租赁的领域，以整合海航租赁板块的可能。

投资建议

融资租赁业未来 5 年保持 40% 以上增长速度，渤海租赁的 ROE 提升空间巨大。按照重组后股本 9.7 亿来计算，每股价值为 18.3 元。

*ST 汇通 (000415)

维持

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

发布日期：2011 年 4 月 6 日

当前股价：13.75 元

目标价格 6 个月：18.3 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.65/-1.50	14.58/10.56	51.10/57.13
12 月最高/最低价 (元)		15.09/7.31
总股本 (万股)		30033.58
流通 A 股 (万股)		30029.49
总市值 (亿元)		41.30
流通市值 (亿元)		41.29
近 3 月日均成交量 (万)		473.11
主要股东		
舟基 (集团) 有限公司		10.99%

股价表现



相关研究报告

11.02.22 *ST 汇通 (000415): 去星是重组推进的又一步



	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	319.66	1,334.98	2,094.90	3,183.42
营业收入增长率	108.12%	317.63%	56.92%	51.96%
净利润（百万）	327.20	501.49	636.93	810.86
净利润增长率	221.61%	53.27%	27.01%	27.31%
ROE	5.01%	7.31%	8.70%	10.26%
EPS（元）	0.01	0.51	0.65	0.83
P/E	1400.00	27.26	21.46	16.86
P/B		1.91	1.78	1.64



目录

一、借壳 ST 汇通：渤海租赁的嬗变之路	1
二、渤海租赁：不动产租赁的领导者	2
三、借壳上市后，渤海租赁业绩高成长可期	6
四、适当时机介入其他融资租赁的蓝海领域	11
五、投资建议	12
六、风险分析	13

一、借壳 ST 汇通：渤海租赁的嬗变之路

渤海租赁成立于 2007 年，是商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业之一。渤海租赁业务定位于市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域。经过多次增资扩股，渤海租赁注册资本已增加至 626,085 万元，居行业前列。近几年，渤海租赁业务增长势头良好，迫切需要借助资本市场提升自身发展能力，以为后续发展奠定基础。目前渤海租赁的控股股东海航实业与 ST 汇通达成协议，计划通过 ST 汇通实现渤海租赁的借壳上市。

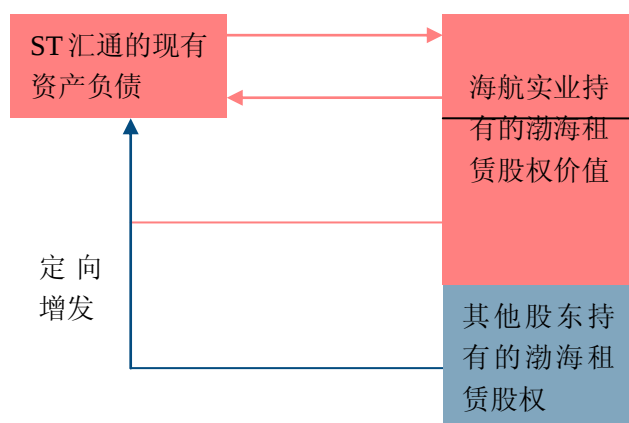
借壳方案的要点：

(1) 置换出目前 ST 汇通的现有资产和负债。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。

(2) ST 汇通向渤海租赁的现有股东进行定向增发。渤海租赁的现有股东以渤海租赁的评估价值作为对价参与定向增发。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。

(3) 将现有 ST 汇通的资产负债评估值 42,639.06 转让给海航实业，海航实业以其持有的渤海租赁的对价作为冲减。即海航实业以其持有的渤海租赁 67.15% 股权价值为 437,200.02 万元，扣掉拟置出的 ST 汇通现有资产和负债 42,639.06 万元后，海航实业持有的渤海租赁的股权价值为 394,560.97 万元。

图 1：渤海租赁借壳上市交易机构



资料来源：中信建投证券研究发展部



借壳完成后，ST 汇通（渤海租赁）的股权结构变化见下表。

表 1：ST 汇通（渤海租赁）的股权结构变化

股份类别	本次交易前		本次交易后	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
一、有限售条件流通股	40,955	0.01	676,053,561	69.24
海航实业			438,401,073	44.9
燕山投资			119,065,736	12.2
天信投资			41,595,017	4.26
天保投资			34,662,514	3.55
远景投资			23,108,342	2.37
通合投资			11,554,171	1.18
天诚投资			7,625,753	0.78
高管持股	40,955	0.01	40,955	0.0042
二、无限售条件流通股	300,294,879	99.99	300,294,879	30.76
舟基集团	33,000,000	10.99	33,000,000	3.38
其他股东	267,294,879	89	267,294,879	27.38
三、股份总数	300,335,834	100	976,348,440	100

资料来源：中信建投证券研究发展部

从以上交易可以看出，作为控股股东的海航实业，付出了 394,560.97 万元的对价，得到了 438,401,073 股，成本为 9 元。

二、渤海租赁：不动产租赁的领导者

渤海租赁业务定位于市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域。

目前渤海租赁的业务开展主要在不动产租赁领域开展。不动产包括基础设施、民用房地产、商用房地产等。

1、基础设施融资租赁的市场空间巨大

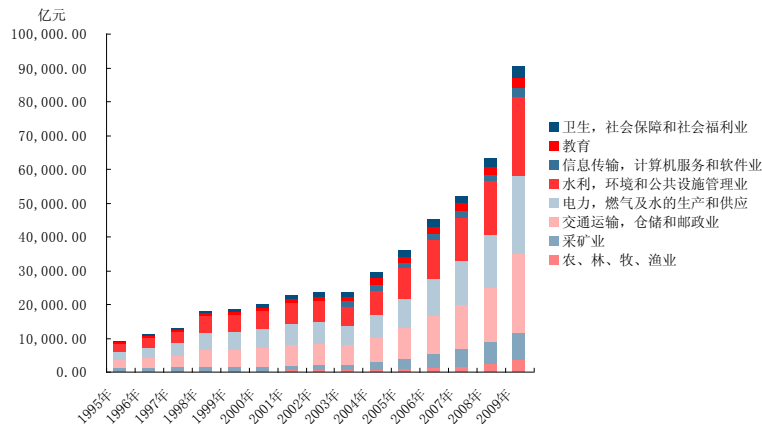
（1）我国基础实施仍将保持较快增长。

改革开放 30 年来，我国基础产业和基础设施建设投资快速增长。1979-2007 年，全国基础产业和基础设施方面的投资累计达到 297985 亿元，占同期全社会投资的 38.4%，年均增长 19.9%，比同期国民经济年均增幅高 4.2 个百分点。每年的基础设施建设投资额从 1995 的 9000 亿元增长到 2009 年的 90000 亿元作用，而 1995—2009 年的基础设施建设完成投资合计高达 47 万亿元之巨。

随着经济快速增长,以及城市化、工业化的进一步推进，我国的基础设施建设未来仍将保持较高增速。未来每年的



图 2：我国基础设施历年投资完成情况



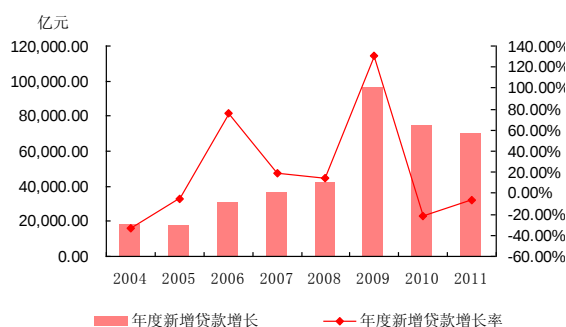
资料来源：中信建投证券研究发展部

（2）随着国家信贷政策的调整，地方基础设施建设对融资租赁有极大的期待

2010 年下半年，特别是 2011 年以来，中央为了反通胀的需要，实施了稳中偏紧的货币信贷措施。2010 年新增信贷规模大约为 80000 亿元，但加上 2010 年银信合作规模近 2 万亿元左右，实际投放的货币仍达到了 10 万亿元之巨。2011 年，监管层要求将银信合作产品的信托融资业务在年底按每季度 25% 进行缩减。而银行新增信贷规模的增速控制在 15% 左右，即大约 70000 亿元左右，比 2010 年的信贷加银信规模减少了 30% 左右。因此 2011 年全社会的融资缺口很大。

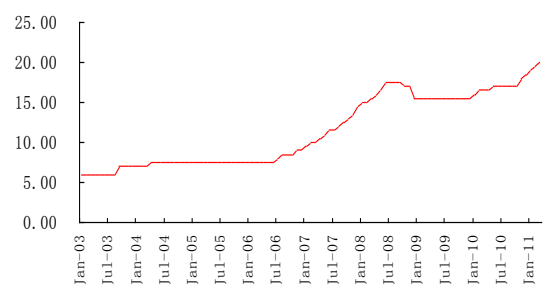
而融资租赁租赁、特别是售后回租的融资租赁对于地方政府来说，可以盘活存量资产、一定程度上满足基础设施建设的资金需要，因此受到各地政府的极大关注。

图 3：货币供应和利率情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 4：存款准备金率情况



（3）依托海航与地方政府的良好关系，渤海租赁发力基础设施租赁

2000 年以来，海航集团以其为地方经济发展提供航空、物流运输等领域提供支持，而受到了地方政府的青睐。据我们统计，海航集团仅与省级以上的地方政府展开合作和签署有关合作协议的情况如下：山西、重庆、甘肃、安徽、吉林、天津、广州、云南、安徽、深圳、浙江、河南、陕西、上海、广东等省级以上地方政府，



以及舟山、宝鸡、汉中、大连、连云港、上海市闵行区、亳州、烟台、保定、广州市白云区、广西百色、密云、潍坊等地市级以上地方政府。此外，还和中国华能、上海铁路局、中国农业银行等大型企业集团签署了合作协议。

表 2：海航集团和省级以上地方政府合作大事记

时间地点	事件
2009 年 2 月 26 日 海南	大新华快运与西部机场集团共同推进西部支线航空发展战略合作协议签字仪式在海南新国宾馆顺利举行。陕西省委常委、副省长洪峰；海南省人大常委会副主任毕志强；海航集团董事局董事长陈峰等出席了签字仪式。
2009 年 3 月 20 日 上海	中央政治局委员、上海市委书记俞正声在上海会见了海航集团董事局陈峰董事长，大新华物流集团执行董事长兼总裁贾鸿祥等会见时在座。
2009 年 5 月 7 号 广东广州	中共中央政治局委员、广东省委书记汪洋在广州会见了海航集团董事局董事长陈峰一行，双方进行了友好会谈。
2009 年 5 月 10 日 陕西西安	海航集团向陕西省法门寺慈善基金会捐款仪式在西安市大唐芙蓉园紫云楼举行。陕西省副省长姚引良，陕西省工商联（总商会）主席冯钧平，法门寺慈善基金会理事长、陕西省佛教协会副会长、大慈恩寺方丈增勤，法门寺文化景区建设有限公司总经理刘兵；海航集团董事局董事长陈峰等出席了捐赠仪式。
2009 年 6 月 9 日 河南郑州	河南省人民政府与海航集团战略合作协议签约仪式在郑州市中州宾馆顺利进行。此次战略合作框架协议的签署，标志着海航集团与河南省政府战略合作正式启动。
2009 年 7 月 9 日 天津	海航集团董事局王健副董事长兼首席执行官一行在天津市迎宾馆拜访了天津市委副书记、市长黄兴国，就如何进一步深化海航集团和天津市战略合作举行了正式会谈。
2009 年 7 月 15 日 浙江杭州	浙江省人民政府与海航集团战略合作框架协议签字仪式在浙江西子宾馆顺利举行。浙江省副书记、省长吕祖善，海南省委副书记、省长罗保铭，浙江省副省长王建满，海航集团董事局陈峰董事长等出席签字仪式。
2009 年 7 月 21 日 广东深圳	海航集团与深圳市政府战略合作框架签约暨海航深圳分公司挂牌仪式在深圳市五洲宾馆隆重举行。广东省委常委、深圳市委副书记、代市长王荣，深圳市委副书记张思平，海南省人民政府副秘书长毛志华，民航中南管理局副局长秦喜生，深圳市空港办主任黄敏；海航集团董事局陈峰董事长等出席了仪式。
2009 年 8 月 28 日 上海	上海铁路局与海航集团战略合作意向书签约仪式在上海新天鹭会议中心顺利举行。上海铁路局局长安路生、常务副局长俞光耀；海航集团董事局陈峰董事长等出席了签约仪式。
2009 年 11 月 18 日 -20 日 安徽合肥 江苏常熟	海航集团董事局董事、海航实业执行董事长谭向东赴安徽合肥市和江苏常熟市进行商务考察，拜会了安徽省委常委、合肥市委书记孙金龙，安徽省银监局局长余龙武，合肥市副市长顾斌；江苏常熟市委常委、市经济开发集团董事长桑五官等政府领导；海航实业副董事长兼总裁、天津渤海租赁董事长刘小勇，新光海航人寿董事长闻安民，渤海信托总裁杨健等陪同考察。
2009 年 11 月 23 日 天津	天津市人民政府与海航集团新阶段全面战略合作协议暨空客厂房融资租赁创新项目签约仪式在天津市迎宾馆顺利举行。中共中央政治局委员、天津市委书记张高丽会见了各方主要负责人。天津市委副书记、市长黄兴国，天津市委常委、常务副市长杨栋梁，天津市委常委、副市长崔津渡，天津市政府秘书长李泉山；海南省副省长林方略；中国光大（集团）总公司、中国光大银行董事长唐双宁，中国光大银行副行长张华宇，中国光大银行天津分行行长赵苹、副行长李淑芬；海航集团董事局董事长陈峰，海航集团董事局副董事长兼首席执行官王健，海航集团董事局董事陈文理、谭向东、李清，海航实业副董事长兼总裁、天津渤海租赁董事长刘小勇，天津航空董事长包启发，海航商业执行董事长兼 CEO 王贺新；以及天津市各相关局委办、保税区、宁河县、驻津“一行三会”、天津港集团公司、东疆保税港区、宁河县政府以及海航集团驻津单位相关负责人、社会新闻媒体共 100 余人参加了此次签约仪式。签约仪式由天津市政府副秘书长陈宗胜主持。
2008 年 1 月 28 日 海南海口	海南省政府与中国农业银行全面深化战略合作座谈会暨中国农业银行与海航集团战略合作框架协议签字仪式在海南新国宾馆顺利举行。海南省政府罗保铭省长、陈成副省长、陈如军副秘书长及省发改厅、财政厅、国土资源



	厅、农业厅、海洋与渔业厅、卫生厅、林业厅、农垦总局、扶贫办，政策研究室等相关厅局领导；中国农业银行项俊波行长、杨琨副行长、海南省分行梁国祥行长及农总行相关部门、海南分行相关领导；海航集团董事局陈峰董事长、王健副董事长、李先华董事、谭向东董事，集团财务总监朱卫军，海航股份财务总监刘丹及集团总部各部门、财务系统部分管理干部出席了签字仪式。
2008 年 6 月 6 日 云南昆明	云南省国资委与海航集团在云南震庄迎宾馆顺利举行战略合作协议签字仪式。云南省委副书记、省长秦光荣，全国政协人口资源环境委员会副主任王广宪，云南省人大常委会常务副主任晏友琼，云南省政府副省长刘平、副省长和段琪，云南省政协副主席王学智，云南省高院院长许前飞，云南省政府副秘书长杨洪波、王俊强、叶燎原，云南省国资委主任徐盛鹏，海南省高院院长董治良，海航集团董事局董事长陈峰，海航旅业总裁马国华，云南省相关厅局、民航系统和昆明市政府领导及云南祥鹏航空主要负责人等出席了签字仪式。
2008 年 10 月 15 日 广东广州	大新华物流与中国华能集团、广东省粤电集团全面合作战略协议签字仪式在广州顺利举行。标志着中国华能集团、广东省粤电集团和大新华物流三方之间以电煤为基础的封闭式能源物流业务正式启动。
2008 年 10 月 23 日 海南海口	海航集团与广州市人民政府战略合作框架协议签字仪式在海南新国宾馆金色大厅举行。海南省政府副省长林方略；中共广州市委副书记、市长张广宁，民进中央委员、广州市人大常委会副主任陈国安，广州市人大常委会副主任杨武，广州市政府秘书长陈如桂、副秘书长张火青；中共海口市委常委、常务副市长张磊，市政府副秘书长鞠磊；海航集团董事局董事长陈峰，集团执行副总裁高荣海，海航股份董事长李晓明，海南海航地产总裁鲁晓明，广州海航置业董事长何家福，广州市政府代表团暨广州市人大调研组成员，海南海航地产、广州海航置业和海南海新国宾馆的部分管理干部及新闻媒体记者共 60 余人出席了签字仪式。
2008 年 12 月 23 日 天津	天津市保税区入资海航集团旗下渤海租赁有限公司和大新华快运航空有限公司签约仪式在天津津利华大酒店顺利举行。天津保税区投资有限公司向大新华快运有限公司注资 2 亿元，向渤海租赁有限公司注资 3 亿元。
2007 年 2 月 16 日 吉林省吉林市	海航旅业旗下的吉旅集团与吉林市国资委签署了吉林市西关宾馆重组协议，海航集团董事局董事、执行总裁李先华等出席了签字仪式。
2007 年 9 月 30 日 安徽合肥	海航集团与合肥市人民政府战略合作框架暨合肥=香港开航协议签字仪式在海口美兰国际机场贵宾室海口厅举行。安徽省委常委、合肥市委书记孙金龙，合肥市委副书记、市长吴存荣，安徽民航机场集团公司董事长蒋厚玉；海口市委常委、市委副书记、代市长徐唐先；海航集团董事局副董事长兼首席执行官王健，董事局董事、执行总裁李先华以及合肥市党政机关、安徽民航机场集团相关领导，海航集团总部部分管理干部和部分新闻媒体记者出席了签字仪式，仪式由集团常务执行副总裁刘军春主持。
2006 年 5 月 25 日 甘肃兰州	甘肃省人民政府与海航集团正式签署战略合作协议暨甘肃省国资委与海口美兰国际机场资产重组协议。甘肃省委副书记苏荣，省委副书记、省长陆浩，甘肃省人民政府副省长杨志明，中国民航总局副局长高宏峰，海南省委副书记罗保铭，海航集团董事局董事长陈峰、副董事长王健出席签字仪式。
2005 年 12 月 7 日 重庆	海航集团和重庆地产集团合资组建重庆航空有限责任公司框架合作协议书签字仪式在重庆市希尔顿酒店鸿图厅举行。重庆市委常委、常务副市长黄奇帆，重庆市国资委副主任刘有恒，海航集团董事局副董事长王健等出席了仪式。成立重庆航空有限责任公司，对于海航集团在航空运输领域建立运营基地、提升航线资源和优化基地、航线布局有着重要的战略意义；同时也是海航集团积极参与中国西南部经济开发、支持西南部航空事业发展的又一重大举措。
2001 年 7 月 6 日 山西太原	海南航空股份有限公司、长安航空有限责任公司、山西航空公司合作组建山西航空有限责任公司签字仪式暨新闻发布会在山西省太原市迎泽宾馆隆重举行。全国人大常委会常务委员白清才、山西省省长刘振华、民航总局政策法规司副司长沙洪江、民航华北局局长孟魁梧等领导同志出席签字仪式。海南省副省长吴昌元、山西省常务副省长薛军、陕西省副省长潘连生、海航集团董事长陈峰分别作了重要讲话。 同日，山西航空有限责任公司召开第一届第一次股东大会和第一届第一次董事会，并成立了山西航整合工作小组，开始了整合工作。

资料来源：中信建投证券研究发展部，海航网站



我们认为，近年来海航集团通过满足地方政府发展航空业、提升物流竞争力和竞争优势的迫切需求，和各地政府建立了全方位合作的良好关系。渤海租赁作为海航集团的重要一员，其业务开展有助于地方基础设施建设的顺利完成，因此未来在基础设施租赁业务领域将有独特和强大的竞争优势。渤海租赁未来的基础设施租赁的范围将覆盖厂房、办公大楼、道路桥梁、电厂、地铁线路设施等领域。

三、借壳上市后，渤海租赁业绩高成长可期

渤海租赁主要业务为基础设施租赁，目前共有 5 个项目。

表 3：渤海租赁现有项目情况

单位：亿元

项目名称	项目总金额	占用自有资金	利用银行借款	起租时间	租期	租金	收入
天津保税区办公大楼租赁项目	8	3	5	2009 年 4 月	20 年	14.14	10.26
空客 A320 飞机厂房租赁项目	36.3	2	34.3	2009 年 10 月	15 年	57.46	25.22
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	2009 年 11 月	15 年	18.20	8.20
武汉四座大桥融资租赁项目	18	18	0	2010 年 3 月	15 年	27.38	9.38
天津蓟县道路租赁项目	1.875	0.375	1.5	2010 年 1 月	7 年	2.46	0.58
合计	71.18	30.38	40.8			119.64	53.64

资料来源：中信建投证券研究发展部

目前，渤海租赁的收入来源主要有租金收入、残值收入和手续费收入。

1、租金收入

租金收入是渤海租赁收入来源的主要构成部分。渤海租赁租金收入的高低视项目的操作方式、项目资质、业务相关各方议价能力等几个方面的情况而定。

随着渤海租赁注册资本的增加，使得渤海租赁具有更大的资金来源：银行贷款、债券和资产证券化业务自由，能够更灵活的利用财务杠杆；即渤海租赁可在租金水平较高而风险相对较低的项目中，适当加大自有资金比例，从而有利于提升自有资金的收益水平；另一方面，渤海租赁主要从事基础设施等融资租赁业务，客户对象主要为地方政府、大型城市建设投资公司以及国内外大型生产制造企业，因此渤海租赁的项目一般具有低风险、现金流稳定的特征，这有利于渤海租赁在筹集银行等金融机构的资金过程中掌握较大的主动权，从而一般能够获得较为优惠的贷款利率。

2、残值收入

在融资租赁期限内，渤海租赁拥有租赁物的所有权，当承租人违约，渤海租赁将收回租赁物；或在租赁期满时继续拥有承租人不留购的租赁物所有权。提高租赁物的余值处置收益，不仅是融资租赁风险控制的重要措施，同时也是渤海租赁重要的收入来源之一。

实际上，残值收入正是融资租赁公司和银行的最大区别之一。银行贷款仅仅涉及钱的问题，即金融属性，而融资租赁出了钱之外，还涉及物的问题，还具有一定产业和技术属性。专业化的融资租赁公司有专业的处理“物”的能力，通过残值处理来赚钱利润。

3、服务收入

渤海租赁的服务收入主要由租赁交易安排费和财务咨询费构成。租赁交易安排费：借助渤海租赁在租赁行业的发展经验，渤海租赁可在其他租赁公司开展租赁业务时提供方案设计、技术支持，从而收取一定金额的租赁交易安排费。财务咨询费：渤海租赁在一些大型项目或设备融资中，会为客户提供全面的融资解决方案，从而可以收取财务咨询费。

利差作为渤海租赁较为重要的收入来源，其取决于利差和财务杠杆倍数。

为了深入了解渤海租赁未来业绩情况，我们首先研究具有代表性的 2 家租赁公司。

A 工银租赁：

得益于行业的快速增长，工银租赁近年来的租赁规模保持了高速增长。从 2008 年的 101 亿元增长到 2009 年的 252 亿元和 2010 年 6 月的 536 亿元。同时公司的财务杠杆保持了快速提升，从 2008、2009 年的 4.6 左右迅速提升到 2010 年 6 月的 9.26 左右。

图 5：工银租赁规模和财务杠杆情况

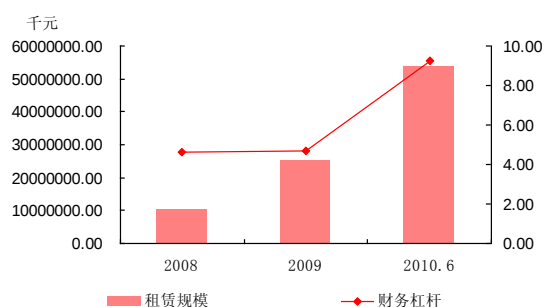
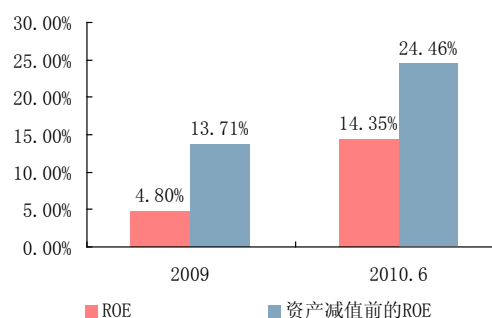


图 6：工银租赁 ROE 情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

公司财务杠杆的提升主要是依靠银行借款、特别是 3 个月-1 年借入资金，此外，公司资金的来源还包括了净资产、卖出回购以及少量的保证金等。

财务杠杆的提升也推动了公司的 ROE，其 ROE 由 2009 年的 4.85 提升到 2010 年上半年的 14.35 左右%。但我们发现，工银租赁在 2009 年和 2010 年上半年提前了大量的减值准备，2009 年提取了 3 亿元的减值准备，占到当年营业收入的 46%，2010 年上半年又提取了 1.6 亿元的减值准备。

如果不考虑这么高的减值准备提取，工银租赁的资产减值和税前的 ROE 2009 年应为 13.7%，而 2010 年上半年提升为 24.5%的高水平。

图 7：工银租赁的资金来源情况

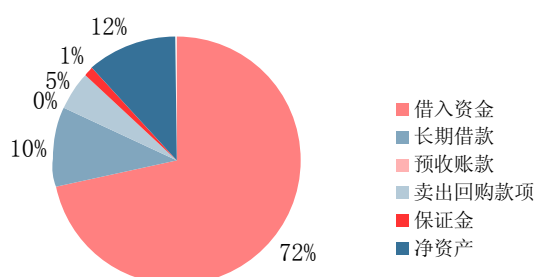
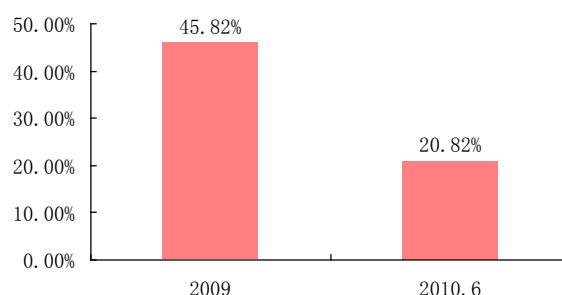


图 8：工银租赁资产减值损失占营业收入占比情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

根据工银租赁税前 ROE 25%、6.8%左右的租赁内涵利率（包括了手续费佣金收入）、9 倍的财务杠杆，我们计算的工银租赁利差大约为 2.5%-3%左右。

B 华融租赁：

华融租赁是华融资产管理旗下的租赁公司，不同于工银租赁所依靠的银行背景，其银行借款比较分散，来自于多家银行，见下表。

表 4：华融租赁银行借款情况

单位：xx

借款银行	借款余额（万元）	借款条件	借款银行	借款余额（万元）
合计	837,792.46		合计	837,792.46
中国银行浙江省分行	23,200.00	质押-应收租赁款	中国银行浙江省分行	23,200.00
国家开发银行浙江省分行	178,196.00	质押-应收租赁款	国家开发银行浙江省分行	178,196.00
交通银行浙江省分行	42,850.00	质押-应收租赁款	交通银行浙江省分行	42,850.00
工行杭州市分行西湖支行	190,628.70	质押-应收租赁款	工行杭州市分行西湖支行	190,628.70
工行杭州市分行西湖支行	25,279.68	保理	工行杭州市分行西湖支行	25,279.68
华商银行蛇口分行	12,000.00	质押-应收租赁款	华商银行蛇口分行	12,000.00
中国进出口银行浙江省分行	5,803.00	质押-应收租赁款	中国进出口银行浙江省分行	5,803.00
中国邮政储蓄银行有限责任公司	140,000.00	保证：10 亿元，质押：4 亿元	中国邮政储蓄银行有限责任公司	140,000.00
杭州银行保俶支行	33,063.77	保证：10150.78 万元，质押：22912.99 万元	杭州银行保俶支行	33,063.77
浦发银行杭州分行	43,960.00	质押：37950 万元，抵押：4000 万元（浙租大楼），信用：2010 万元	浦发银行杭州分行	43,960.00
北京银行杭州分行	21,832.64	质押-应收租赁款	北京银行杭州分行	21,832.64
华夏银行股份有限公司杭州解放支行	20,618.16	质押-应收租赁款	华夏银行股份有限公司杭州解放支行	20,618.16
宁波银行杭州分行	5,500.00	质押-应收租赁款	宁波银行杭州分行	5,500.00

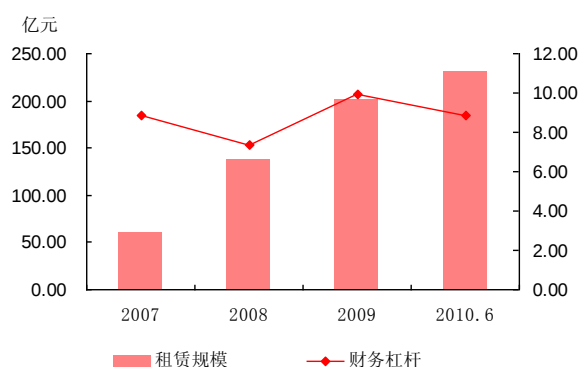
新昌县信用联社	1,180.27	保理	新昌县信用联社	1,180.27
深圳发展银行宝善支行	7,926.90	质押-应收租赁款	深圳发展银行宝善支行	7,926.90
浙商银行杭州分行	10,000.00	信用	浙商银行杭州分行	10,000.00
兴业银行城西支行	6,900.00	质押-应收租赁款	兴业银行城西支行	6,900.00
光大银行杭州分行	30,000.00	质押-应收租赁款	光大银行杭州分行	30,000.00
上海银行杭州分行	10,125.00	质押-应收租赁款	上海银行杭州分行	10,125.00
招商银行杭州分行武林支行	25,000.00	保证	招商银行杭州分行武林支行	25,000.00
鄞州合作银行	3,728.34	保理	鄞州合作银行	3,728.34
借款银行	借款余额（万元）	借款条件	借款银行	借款余额（万元）

资料来源：中信建投证券研究发展部

华融租赁近年来的租赁规模保持了高速增长，从 2007 年的 60 亿元增长到 2007 年的 136.7 亿元、2008 年的 201 亿元，2010 年 6 月又增长为 230 亿元。公司的财务杠杆则基本维持在 9 倍左右。

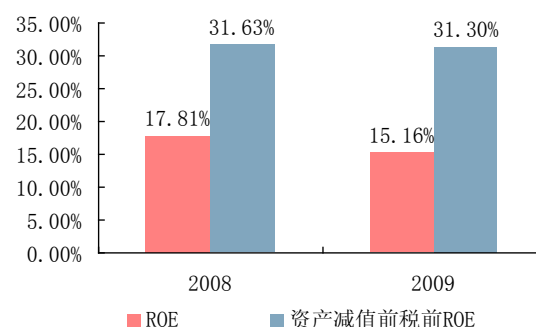
那么作为非银行系的金融租赁公司，能保持这么高的财务杠杆是值得关注的。我们发现，公司财务杠杆的提升中来自于银行借款为 41%，来自于卖出回购（租赁资产转让）的为 14%，来自于租赁保证金的为 28%、应付债券（银行间长期债券）占 4%，来自于长期应付款（股东借款）和净资产占 13%。由此可见，华融租赁的资金来源方式多元化，即使是银行借款也是从许多不同银行实现融资。

图 9：华融租赁规模和财务杠杆情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 10：华融租赁 ROE 情况



由于华融租赁的财务杠杆一直较高，所以公司 ROE 基本维持在 15-18% 之间。公司提取的资产减值损失大约占营业收入的 25% 左右。考虑到这个因素，公司的资产减值前税前 ROE 大约为 31% 左右。



图 11：华融租赁的资金来源较为多元化

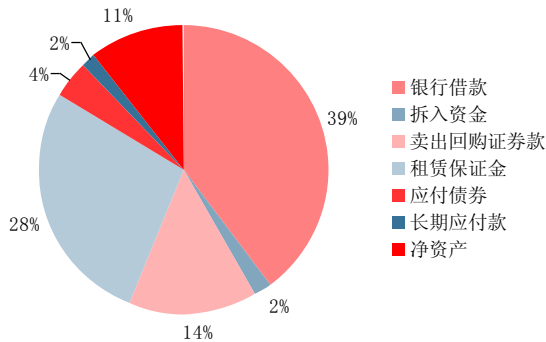


图 12：华融资产减值损失占营业收入占比情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

根据华融租赁税前 ROE 为 31%左右、8.4%左右的租赁内涵利率（包括了手续费佣金收入）、9 倍的财务杠杆，我们计算的华融租赁利差大约为 3%-4%左右。

现在我们来关注渤海租赁的情况。

（1）杠杆情况

根据我们对行业的调研情况，银行系金融租赁公司的杠杆较高，而渤海租赁作为商务监管的非金融机构，由于目前尚不能通过发债、资产证券化等手段来进行融资，因此其报表中反映的财务杠杆一般在 5-6 倍左右，普遍低于商务部监管中规定的 10 倍标准。

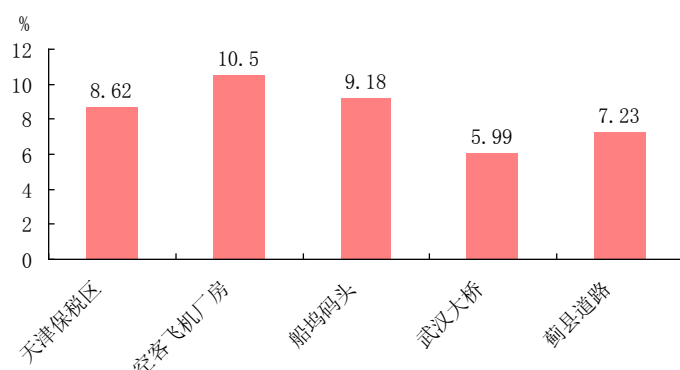
我们认为，作为非银行系的华融租赁，其财务杠杆在 9-10 倍左右，扣除掉 30%左右的租赁保证金，其财务杠杆也达到了 7 倍左右。我们认为融资租赁公司的外部融资渠道主要依赖银行贷款、缺乏其他有效融资渠道的情况下，融资租赁公司的财务杠杆上限可能会维持在 6-7 倍左右。未来如果外部融资渠道改善的话，如允许发行债券、资产证券化等，那么其财务杠杆可以提升至 10 倍左右。

我们认为，渤海租赁的杠杆应该可以达到 6 倍。

（2）利差情况

我们计算了目前渤海租赁 5 个项目的租赁内涵收益率情况。发现天津当地项目的收益率较高，而外地的收益率相对较小。

图 13：渤海租赁目前项目的租赁内涵利率（估算值）



资料来源：中信建投证券研究发展部

考虑到渤海租赁的外部融资渠道主要是银行贷款，因此我们以 5 年以上贷款利率 6% 作为基准，则利差介于 2.5% 左右。

由于公司主要的租赁项目为基础设施租赁，基本是以省级地方政府优质项目来进行运作的，我们认为风险远小于工银租赁、华融租赁面向普通企业进行的融资租赁业务。按照“高收益高风险、低收益低风险”的原则，由于渤海租赁的利差明显小于工银租赁，特别是小于非银行系的华融租赁（华融租赁提取了 25% 的营业收入作为减值损失），我们认为渤海租赁的资产损失应较华融租赁小很多，取 10% 的营业收入作为资产减值准备。

在公司目前外部融资渠道依赖银行贷款、无法发债或其他融资途径的环境，即使按照 6 倍的杠杆，我们认为公司的 ROE 应该可以达到： $(8.5\% + 2.5\% \times 6) \times (1 - 10\% - 5\% - 10\%) \times (1 - 0.25) = 13.2\%$ 左右。

随着未来金融环境改善，渤海租赁可以进入债务市场进行融资的话，我们认为公司的财务杠杆和 ROE 将有进一步的较大提升，按照 10 倍财务杠杆来计算的话，公司的 ROE 将会达到 19% 左右！

四、适当时机介入其他融资租赁的蓝海领域

渤海租赁业务定位于市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域。但目前公司业务仅限于市政基础设施租赁，对于电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域基本上还尚未涉及。

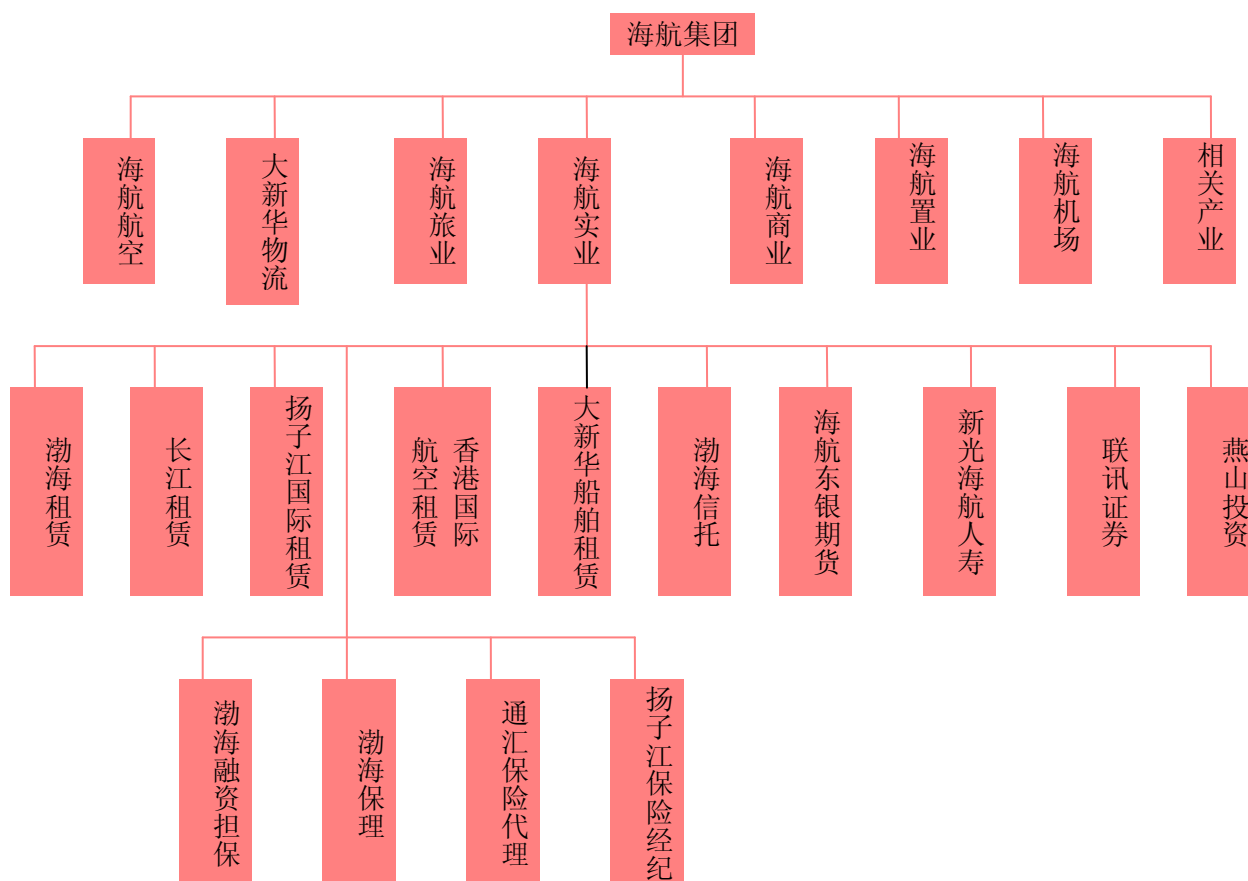
未来公司将择机进入电力设施和设备、新能源/清洁能源设施和设备等受到国家产业政策扶持的领域。

目前，海航旗下还有长江租赁（主营飞机租赁）、扬子江租赁（主营船舶租赁）等租赁公司，而出于禁止同业竞争的原因，渤海租赁还不能从事相关业务，但未来不排除公司通过兼并收购等形式介入发展前景非常广阔的飞机船舶等交通工具融资租赁的领域，以整合海航租赁板块的可能。

据我们前期调研了解，飞机和船舶的租赁在国内未来具有极大的成长空间。一方面国内航空市场和海运市场仍处于高速扩张时期，对飞机和船舶有着巨大的需求，而融资租赁天然在解决飞机和船舶的融资方面具有巨大的优势，这以为国外实际所证明；另一方面，目前国内对融资租赁的配套法律、税收、会计、进出口等环节还有不少的政策障碍，未来随着相关配套措施的完善，可以预期未来飞机、船舶等交通工具领域的融资租赁将

迎来巨大的发展。

图 14：海航集团及海航租赁板块业务图



资料来源：中信建投证券研究发展部，海航网站

五、投资建议

我们对渤海租赁的业绩预测如下：

表 5：利润表摘要

单位：万元

项目	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入	76427.40	133498.40	209489.79	318342.34
其中：营业收入	76427.40	133498.40	209489.79	318342.34
二、营业总成本	45739.15	81355.62	141055.96	228749.77
其中：营业成本	37195.69	67495.71	118672.01	194260.06
营业税金及附加	2674.96	4004.95	6284.69	9550.27
管理费用	6878.47	10679.87	16759.18	25467.39
财务费用	-1009.97	-824.92	-659.93	-527.95



上市公司深度报告

三、营业利润	30688.25	52142.78	68433.84	89592.56
加：营业外收入	9090.40	9999.44	10999.38	12099.32
四、利润总额	39778.65	62142.22	79433.22	101691.89
减：所得税费用	7058.30	11992.84	15739.78	20606.29
五、净利润	32720.35	50149.38	63693.44	81085.60
归属于母公司所有者的净利润	32720.35	50149.38	63693.44	81085.60

表 6：资产负债表摘要

单位：万元

项目	2009	2010	2011	2012
货币资金	221043.29	176834.63	141467.70	113174.16
长期应收款（租赁款）	1104205.12	1766728.19	2738428.69	4107643.03
资产总计	1382672.54	2000986.96	2937320.53	4278241.34
长期借款	675434.03	1253014.94	2137613.95	3412673.52
负债合计	706029.55	1283610.46	2168209.47	3443269.04
归属于母公司所有者权益合计	666443.65	706563.15	757517.91	822386.38
少数股东权益	10199.35	10813.34	11593.16	12585.92
所有者权益合计	676643.00	717376.50	769111.07	834972.30
负债和所有者权益总计	1382672.54	2000986.96	2937320.53	4278241.34

由于融资租赁业增长迅猛，未来 5 年保持 30%以上的增长速度，且渤海租赁的 ROE 提升空间巨大，按 2011BVPS 给予 2.5 倍 PB，则估值为 18.3 左右。

六、风险分析

渤海租赁借壳未能完成的风险。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。