

# 公司项目储备丰富 紧缩预期利好租赁行业

## ——ST 汇通（000415）事件点评

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 5 月 17 日

非银行金融——租赁

联系人

陈韶秀

010-6878 4251

chensx@bhqz.com

### 事件：

公司于 2011 年 5 月 17 日接到中国证券监督管理委员会《关于核准新疆汇通（集团）股份有限公司重大资产置换及向海航实业控股有限公司等发行股份购买资产的批复》和《关于核准豁免海航实业控股有限公司及一致行动人公告新疆汇通（集团）股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》。

### 点评：

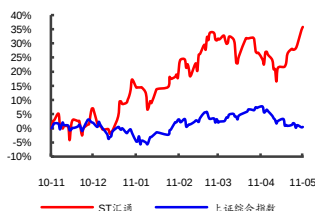
评级：强烈推荐

上次评级：强烈推荐

目标价格：20.6

最新收盘价：14.88

### 最近半年股价相对走势



- 公司资产重组方案正式获得核准，公司将进入实施重组资产交割阶段。截至目前，公司重组进程基本符合预期。
- 2010 年业绩低于预期，拟起租项目合同总金额约 2 倍于已起租项目，2011 年业绩值得期待
- 受政府补贴收入调减影响，2010 年公司备考净利润为 2.7 亿元，低于预期。海航实业已向渤海租赁支付 8,000 万元，以备补足其 2010 年净利润不足 3 亿元的差额。
- 公司预计 2011 年将在现有业务基础上新增业务的合同金额约为 165 亿元，约 2 倍于已起租项目，公司预计这些拟起租项目于 2011 年将新增净利润约 3 亿元，公司的盈利水平将显著提高。
- “十二五”：产业结构调整机遇 + 天津：融资租赁的沃土 + 海航实业：综合金融服务 = 渤海租赁占据行业领先地位的天时、地利与人和
- 紧缩预期为公司提供更多发展机遇
- 投资建议

考虑到资产置换给上市公司带来盈利能力、偿债能力的大幅提升，作为第一家 A 股上市的融资租赁公司及其极富想象的成长空间带来一定溢价影响，紧缩预期有利于公司业务的发展等，参考 A 股市场金融行业相关公司的市盈率和市净率，我们认为公司的合理估值可取 11 年 28-35 倍的 PE 和 2.4-3.5 倍的 PB。基于预测公司 2011 年摊薄后的 EPS 0.59 元（为备考数据）以及 2011 年的 BVPS7.49 元（为备考数据），认为公司合理估值区间分别为 16.6-20.8 元和 18-26.2 元。综上我们认为公司的合理价值为 20.6 元/股。投资建议：强烈推荐。

### 相关研究报告

《获有条件通过 公司前景可期——\*ST 汇通（000415.SZ）公司点评报告》 2011.01.24

《首家上市的融资租赁公司蓄势待发——\*st 汇通（000415.SZ）投资价值分析报告》 2010.08.09

| 财务摘要（百万元） | 2009A  | 2010A | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入      | 154    | 577   | 1,482 | 2,235 |
| (+/-)%    |        | 276%  | 157%  | 51%   |
| 净利润       | 102    | 270   | 579   | 805   |
| (+/-)%    |        | 166%  | 114%  | 39%   |
| 每股净收益（元）  | 0.10   | 0.28  | 0.59  | 0.82  |
| 每股净资产     | 6.56   | 6.9   | 7.49  | 8.32  |
| PE        | 142.80 | 53.78 | 25.09 | 18.06 |
| PB        | 2.27   | 2.16  | 1.99  | 1.79  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 11

## 目 录

|                                                                           |   |
|---------------------------------------------------------------------------|---|
| 1 事件 .....                                                                | 4 |
| 2 2010 年业绩低于预期，拟起租项目合同总金额约 2 倍于已起租项目，2011 年业绩值得期待 .....                   | 4 |
| 2.1 公司 2010 年业绩低于预期 .....                                                 | 4 |
| 2.2 拟起租项目合同总金额约 165 亿元，2 倍于已起租项目，2011 年业绩值得期待 .....                       | 5 |
| 3 “十二五”：产业结构调整机遇 + 天津：融资租赁的沃土 + 海航实业：综合金融服务 = 渤海租赁占据行业领先地位的天时、地利与人和 ..... | 6 |
| 4 紧缩预期为公司提供更多发展机遇 .....                                                   | 7 |
| 5 估值及风险因素分析 .....                                                         | 8 |

## 表 目 录

|                                              |   |
|----------------------------------------------|---|
| 表 1 公司 2010 年备考盈利情况 .....                    | 4 |
| 表 2 公司已起租项目情况（截至 2011 年 2 月 18 日） .....      | 5 |
| 表 3 中国融资租赁十强企业排行榜（截至 2010 年 12 月 31 日） ..... | 6 |
| 表 4 金融行业的各子行业的估值水平如下 .....                   | 8 |

## 1 事件

公司于 2011 年 5 月 17 日接到中国证券监督管理委员会《关于核准新疆汇通（集团）股份有限公司重大资产置换及向海航实业控股有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2011]697 号）和《关于核准豁免海航实业控股有限公司及一致行动人公告新疆汇通（集团）股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》（证监许可[2011]698 号），主要批复内容如下：

一、核准公司本次重大资产置换及向海航实业控股有限公司发行 438,401,073 股股份、向天津燕山股权投资基金有限公司发行 119,065,736 股股份、向天津天信嘉盛投资有限公司发行 41,595,017 股股份、向天津保税区投资有限公司发行 34,662,514 股股份、向天津远景天创股权投资合伙企业发行 23,108,342 股股份、向天津通合投资有限公司发行 11,554,171 股股份、向天津天诚嘉弘股权投资基金合伙企业发行 7,625,753 股股份购买相关资产。

二、核准豁免海航实业控股有限公司及一致行动人因以资产认购公司本次发行股份，导致合计持有公司 606,687,579 股股份，约占公司总股本的 62.14% 而应履行的要约收购义务。

三、该批复自核准之日起 12 个月内有效。

点评：公司资产重组方案正式获得核准，公司将进入实施重组资产交割阶段。截至目前，公司重组进程基本符合预期。

## 2 2010 年业绩低于预期，拟起租项目合同总金额约 2 倍于已起租项目，2011 年业绩值得期待

### 2.1 公司 2010 年业绩低于预期

表 1 公司 2010 年备考盈利情况

| 单位：万元       | 2010 年 |          |          |
|-------------|--------|----------|----------|
|             | 交易前    | 备考       | 变化金额     |
| 营业利润        | -238.6 | 25568.78 | 25807.37 |
| 利润总额        | 1154.4 | 35670.32 | 34515.92 |
| 归属母公司所有者净利润 | 302.17 | 27013.6  | 26711.43 |
| 加权平均净资产收益率  | 1.18%  | 4.13%    | 2.95%    |

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

2010 年实现归属母公司净利润 25,176.01 万元，备考净利润为 27013.6 万元。经 2010 年 12 月 13 日海航实业股东决定，海航实业已预先向渤海租赁支付 8,000 万元，以备补足渤海租赁 2010 年净利润不足 3 亿元的差额。2010 年公司业绩低于预期的部分原因是自 2010 年 1 月 1 日起天津市滨海新区政府对各管委会实行比例分成财政体制，从而使渤海租赁上缴天津港保税区税金的报税区留成比例降低，其所能取得的政府补贴则相应减少，公司预计 2010 年、2011 年能够取得的政府补贴收入分别调减为 8,264 万元、2,011 万元。

## 2.2 拟起租项目合同总金额约 165 亿元，2 倍于已起租项目，2011 年业绩值得期待

表 2 公司已起租项目情况（截至 2011 年 2 月 18 日）

| 项目名称                   | 项目总金额<br>(亿元) | 占用自有资金<br>(亿元) | 利用银行借款<br>(亿元) | 起租时间     | 项目类型 |
|------------------------|---------------|----------------|----------------|----------|------|
| 天津保税区办公大楼租赁项目          | 8             | 3              | 5              | 2009年4月  | 售后回租 |
| 空客A320飞机厂房租赁项目         | 36.3          | 2.3            | 34             | 2009年10月 | 售后回租 |
| 同基船业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 | 售后回租 |
| 武汉大桥联合租赁项目             | 18            | 18             | 0              | 2010年3月  | 售后回租 |
| 天津蓟县道路租赁项目             | 1.875         | 0.375          | 1.5            | 2010年1月  | 售后回租 |
| 东丽供热设备及配套设施租赁项目        | 0.801         | 0.161          | 0.64           | 2010年11月 | 售后回租 |
| 天津海河路桥租赁项目             | 5             | 0.8            | 4.2            | 2010年12月 | 售后回租 |
| 天津津南葛沽创意中心租赁项目         | 3.7           | 0.74           | 2.96           | 2011年2月  | 售后回租 |
| 斗山挖掘机租赁项目              | 0.015         | 0              | 0.015          | 2011年2月  | 售后回租 |
| <b>合计</b>              | <b>83.69</b>  | <b>35.38</b>   | <b>48.32</b>   |          |      |

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

截至 2011 年 2 月 18 日，公司共有 9 个已起租项目，总金额为 83.69 亿元。公司现有注册资本 62.61 亿元，目前账面尚有 36.77 亿元的自有资金，还具有较大的业务承载空间。公司称目前正在洽谈多个融资租赁项目，预计 2011 年将在现有业务基础上新增业务的合同金额约为 165 亿元，约 2 倍于已起租项目，公司预计这些拟起租项目于 2011 年将新增净利润约 3 亿元，公司的盈利水平将显著提高。

### 3 “十二五”：产业结构调整机遇 + 天津：融资租赁的沃土 + 海航实业：综合金融服务 = 渤海租赁占据行业领先地位的天时、地利与人和

#### “十二五”：产业结构调整机遇

“十二五”期间，实现经济社会发展目标的导向包括加强和改善宏观调控，建立扩大消费需求的长效机制，调整优化投资结构，同步推进工业化、城镇化和农业现代化，依靠科技创新推动产业升级，促进区域协调互动发展，健全节能减排激励约束机制，推进基本公共服务均等化等。融资租赁可以发挥其资金传导和投资平台的作用，参与基础设施、民生工程和生态环境建设等，加大对产业结构调整的支持。

#### 天津：融资租赁的沃土

根据《2010 中国融资租赁业发展报告》统计，2010 年天津市融资租赁合同余额达到 1700 亿元，约占全国总量的 24%，连续 3 年位居全国首位。截至 2010 年底，天津市融资租赁企业共 28 家，在中国融资租赁十强企业排行榜中，天津占有 5 家，渤海租赁位居第 2。

此外，天津作为我国北方经济中心城市之一，具有明显的区位优势和雄厚的产业基础。天津目前在建和筹建的基础设施项目包括-空客 A320 总装线项目，中新生态城的开发建设，高速铁路建设，滨海新区基础设施建设，南水北调天津段工程建设，大乙烯对接苯乙烯项目，大渤化精细基地建设等。天津大量的固定资产投资和基础实施建设，将为渤海租赁提供巨大的市场。

表 3 中国融资租赁十强企业排行榜（截至 2010 年 12 月 31 日）

| 序号 | 名称         | 注册资金  | 注册地 | 注册时间 | 监管部门 |
|----|------------|-------|-----|------|------|
| 1  | 国银金融租赁公司   | 74.85 | 深圳  | 1984 | 银监会  |
| 2  | 天津渤海租赁有限公司 | 62.5  | 天津  | 2008 | 商务部  |
| 3  | 昆仑金融租赁公司   | 60    | 重庆  | 2010 | 银监会  |
| 4  | 工银金融租赁有限公司 | 50    | 天津  | 2007 | 银监会  |
| 5  | 建银金融租赁有限公司 | 45    | 北京  | 2007 | 银监会  |
| 6  | 交银金融租赁有限公司 | 40    | 上海  | 2007 | 银监会  |

|    |            |    |    |      |     |
|----|------------|----|----|------|-----|
| 7  | 民生金融租赁有限公司 | 32 | 天津 | 2007 | 银监会 |
| 8  | 长江租赁有限公司   | 28 | 天津 | 2004 | 商务部 |
| 9  | 招银金融租赁有限公司 | 20 | 上海 | 2007 | 银监会 |
| 9  | 华融金融租赁公司   | 20 | 杭州 | 1984 | 银监会 |
| 9  | 兴银金融租赁有限公司 | 20 | 天津 | 2010 | 银监会 |
| 9  | 农银金融租赁有限公司 | 20 | 上海 | 2010 | 银监会 |
| 10 | 大新华船舶租赁公司  | 17 | 上海 | 2009 | 商务部 |

资料来源：《2010 中国租赁业发展报告》渤海证券研究所

### 海航实业：综合金融服务的协同效应

海航实业主要负责管理海航集团旗下金融及类金融资产，已基本形成完整的金融产业链条。目前拥有证券公司、融资租赁、信托三大核心业务，以及基金、保险、期货、证券、融资担保、保理等六大热点金融业务，服务网点遍及北京、上海、天津、香港、悉尼等 30 个国际大中城市。海航实业立志打造一流的国际投资银行和现代金融服务业综合运营商，为客户提供综合金融解决方案，打造世界级金融企业和世界级金融服务品牌。我们预期公司将受益于大股东各项业务综合发展的协同效应。

### 渤海租赁：战略定位清晰，本次交易为保持行业领先地位打下坚实基础

本次交易完成后，上市公司将 100%控股渤海租赁。公司将以天津市区域内市政基础设施租赁业务为基础，通过借助股东方的支持，大力拓展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，逐步将渤海租赁的业务区域扩散至全国主要区域市场；渤海租赁也将作为租赁交易的中介商，为其他租赁公司的租赁业务提供市场分析、业务咨询、风险评估、租赁合同设计等服务；最终公司将发展成为以传统融资租赁业务为主，以租赁资产买卖业务和租赁安排业务为两翼的大型租赁公司。重组完成后公司将成为 A 股首家上市的融资租赁公司，公司将扩大融资渠道，为公司开拓业务发展空间、保持行业领先地位打下坚实基础。

## 4 紧缩预期为公司提供更多发展机遇

相关历史经验表示紧缩货币政策环境有利于提高融资租赁公司可选项目的质地和数量，同时提高其议价能力，这一正面作用超过了紧缩时期融资租赁公司资金成

本相应提高的不利影响，因而当前多次提高存款准备金率和加息的**紧缩货币政策**环境将有利于融资租赁行业的发展。

此外，我们判断**紧缩预期将提高公司再融资的可能性**。融资租赁行业是资金密集型行业，而渤海租赁作为专业从事基础设施融资租赁的公司，旗下的大型项目对资本金的诉求高于一般的融资租赁公司。考虑未来几年公司高速发展的预期所需要的大量的资本金储备、目前公司所使用的杠杆率情况，以及当前紧缩预期提高了公司向银行借贷的资金成本，我们认为公司有可能在未来 1-2 年内进行再融资。

## 5 估值及风险因素分析

考虑到如下几个因素：

1. 资产置换给上市公司带来盈利能力、偿债能力的大幅提升；
2. 作为第一家 A 股上市的融资租赁公司及其极富想象的成长空间带来一定溢价影响；
3. 紧缩预期有利于公司业务的发展；
4. 公司与香溢融通均为金融行业中新兴行业的代表，目前香溢融通溢价水平相对较高

表 4 金融行业的各子行业的估值水平如下

| 子行业    | 预测市盈率 2011（整体法） | 市净率  |
|--------|-----------------|------|
| 信托     | 68.93           | 6.22 |
| 证券     | 19.92           | 2.42 |
| 保险     | 15.97           | 2.73 |
| 银行     | 7.73            | 1.64 |
| 附：香溢融通 | 35.6            | 3.51 |

资料来源：Wind 渤海证券研究所

我们认为公司的合理估值可取 11 年 28-35 倍的 PE。基于预测公司 2011 年摊薄后的 EPS 0.59 元（为备考数据），认为公司合理估值区间为 **16.6-20.8 元**。

此外，我们认为公司的合理估值可取 10 年 2.4-3.5 倍的 PB，基于预测公司 2011 年的 BVPS 7.49 元（为备考数据），认为公司合理估值区间为 **18-26.2 元**。

综上，我们认为公司的合理价值为 20.6 元/股，对应的 2010-2012 年 PB 分别为 2.99 倍、2.75 倍和 2.48 倍。

## 风险提示:

在租赁业务中，信用风险是融资租赁公司面临的主要风险之一。信用风险主要是指承租人及其他合同当事人因各种原因未能及时、足额支付租金或履行其义务导致出租人面临损失的可能性。由于渤海租赁主要负责基础设施融资租赁，其合同持续时间比较长，在较长的时间内，各交易主体可能存在合并分立、股东变换、改制、破产、停业整顿等变动，此类变动将对租赁合同产生重大影响。

**租赁物的风险。**租赁物风险指在出租人采购、出租租赁物过程中，由于各种原因导致的租赁物不符合要求、产权控制权丧失、租赁物非正常贬值及租赁损毁等使得出租人面临损失的可能；另一方面，租赁物供应渠道环节太多，使融资租赁公司面临租赁物的售后服务和配件供应的风险；在不完全偿付融资租赁业务中，租赁期满后，公司面临着租赁物处置收益低于购置成本扣除租金收入后余值的风险。

**经营记录较短以及利润来自政府补贴的风险。**渤海租赁成立于 2007 年 12 月，并于 2008 年 9 月获得商务部批准为第五批内资融资租赁试点企业。经营记录和盈利记录较短。公司的可持续发展能力有待进一步考察。此外，2009 年度渤海租赁取得的政府补贴占其全年归属母公司净利润的 44.79%。2010 年全年取得的政府补贴约占其 2010 年全年归属母公司净利润的 24.62%。但随着渤海租赁主营业务带来的净利润的增加，其因享受税收优惠而取得的政府补贴在年度净利润中所占比例将逐渐下降。

## 政策调整的风险。

目前国家对融资租赁公司实行区别监管政策，具体包括由银监会监管的金融租赁公司、由商务部监管的外商投资融资租赁公司和内资试点融资租赁公司。未来行业监管格局和政策以及会计准则、税收条例等的变动可能会对整个行业的发展带来影响。

## 股票暂停上市风险。

汇通集团 2008 年和 2009 年实现归属母公司所有者净利润分别为-8,653.12 万元和-8,582.03 万元。由于连续两年亏损，公司股票已被深交所实行退市风险警示。虽然汇通集团 2010 年实现盈利，如果公司 2011 年未能扭亏为盈，则公司股票将被暂停上市。

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益率 > 50%                 |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 30%                 |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 10%                 |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益率 < 10%                 |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 渤海证券研究所机构销售团队

机构销售经理

朱艳君

022-28451995

13502040941

[zhuyanjun@bhzq.com](mailto:zhuyanjun@bhzq.com)

机构销售

谢晓冬

022-28451849

13820872805

[actionfish@live.cn](mailto:actionfish@live.cn)[xiexd@bhzq.com](mailto:xiexd@bhzq.com)

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)