

目 录

尘埃落定，宏图待展	4
主营业务长期趋好	5
租赁业务盈利模式丰富多样	8
业绩高增基本无悬念	8
背靠大树、机遇良多	9
投资建议：长期持有，分享成长	9
风险提示：租赁行业监管政策变化	10

图表目录

图表 1: 国内固定资产存量快速累积.....	7
图表 2: 远东宏信收入结构中咨询服务收入占比高达 27%-41%.....	8
表格 1: ST 汇通本次重组前后股东结构变化.....	4
表格 2: 渤海租赁存续租赁项目一览 (单位: 亿元)	5
表格 3: 2010 年末国内注册资本前 10 大租赁公司.....	5
表格 4: 国内融资租赁余额与渗透率 (单位: 亿元)	6
表格 5: 世界各国租赁渗透率 (单位: %)	6
表格 6: 渤海租赁所承揽的融资金额在 10 亿元以上的项目	7
表格 7: 金融租赁和内资租赁公司监管差异.....	7
表格 8: 海航集团旗下其他租赁公司资料	9

尘埃落定，宏图待展

2011.7.12 晚公告，渤海租赁借壳上市已完成重组流程中最后一道的深交所批准，重组方案中定增的 6.76 亿股将于 2011.7.14 日正式上市，届时 ST 汇通将成为 100% 的渤海租赁，正式成为 A 股市场上的租赁第一股。

本次重组完成，上市公司总股本将增至 9.76 亿股，海航实业及其一致行动人天信投资、燕山投资和天诚投资合计持有上市公司 6.07 股，总股本 62.14%，海航工会成为上市公司实际控制人。

表格 1：ST 汇通本次重组前后股东结构变化

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	676,053,560	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	40,954	0.0042
二、无限售条件流通股	300,294,879	99.99	300,294,880	30.76
舟基集团	33,000,000	10.99	33,000,000	3.38
其他股东	267,294,879	89	267,294,880	27.38
三、股份总数	300,335,834	100	976,348,440	100

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

考虑到渤海租赁作为大股东海航旗下唯一的金融企业上市平台以及海航拥有的丰富资源，我们期待公司大展宏图。

2010 年渤海租赁营业收入 5.77 亿元，归属母公司净利润 2.52 亿元，分别同比增长 276%，148%。截止 2011 年 2 月末，公司存续的租赁项目 9 个，合计项目总金额 83.69 亿元，其中自有资金投入 35.58 亿元，银行借款投入 48.32 亿元，存续项目合计财务杠杆 2.37 倍。

表格 2：渤海租赁存续租赁项目一览（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总金额	自有资金	银行借款	财务杠杆	贷款利率	起租时间	租期
1	天津保税区办公大楼租赁项目	8.00	3.00	5.00	2.67	5.82%	2009 年 4 月	20
2	空客 A320 飞机厂房租赁项目	36.30	2.30	34.00	15.78	5.94%	2009 年 10 月	15
3	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	1.00	N.A.	2009 年 11 月	15
4	武汉四座大桥融资租赁项目	18.00	18.00	0.00	1.00	N.A.	2010 年 3 月	15
5	天津蓟县道路租赁项目	1.88	0.38	1.50	5.00	5.94%	2010 年 1 月	7
6	东丽供热设备及配套设施租赁项目	0.80	0.16	0.64	4.98	7.02%	2010 年 11 月	3
7	天津海河路桥租赁项目	5.00	0.80	4.20	6.25	5.53%	2010 年 12 月	8
8	天津津南葛沽创意中心租赁项目	3.70	0.74	2.96	5.00	6.40%	2011 年 2 月	8
9	斗山挖掘机租赁项目	0.02	0.00	0.02	-	5.67%	2011 年 2 月	2
合计		83.69	35.38	48.32	2.37			

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

租赁属于高资本消耗性行业，资本实力决定市场地位和议价能力。渤海租赁顺利借壳上市后，未来的资本约束问题迎刃而解，赶超龙头公司指日可待。

表格 3：2010 年末国内注册资本前 10 大租赁公司

	公司名称	注册资本	注册地	成立时间	监管机构
1	国银金融租赁公司	80 亿元	深圳	1984	银监会
2	渤海租赁有限公司	62.61 亿元	天津	2008	商务部
3	工银金融租赁有限公司	50 亿元	天津	2008	银监会
4	交银金融租赁有限公司	40 亿元	上海	2007	银监会
5	建银金融租赁有限公司	45 亿元	北京	2007	银监会
6	民生金融租赁有限公司	34 亿元	天津	2007	银监会
7	长江租赁有限公司	28 亿元	天津	2004	商务部
8	招银金融租赁有限公司	20 亿元	上海	2008	银监会
9	华融金融租赁公司	20 亿元	杭州	1984	银监会
10	新疆金融租赁有限公司	15.19 亿元	乌鲁木齐	1993	银监会

资料来源：中国租赁联盟，公司主页，华泰联合证券研究所

主营业务长期趋好

渤海租赁目前主营业务为基础设施租赁等，长期发展趋势向好，主要理由：

1) 细分市场容量巨大

首先，从租赁行业总量上来看，2008~2010 年国内融资租赁余额分别为 1500 亿元、3700 亿元、7000 亿元，2009、2010 年同比增速为 139%、89%。

国内融资租赁余额高增长的核心驱动因素来自于两方面：

A. 国内较低的租赁渗透率向全球均值水平靠拢；

截止 2010 年，国内租赁渗透率仅为 1.4%，仅相当于美国的二十分之一。

B. 国内较快的固定资产投资增长。

表格 4：国内融资租赁余额与渗透率（单位：亿元）

	租赁交易额测算	固定资产投资额	租赁渗透率	融资租赁余额增速
2008	1,310	148,738	0.9%	
2009	2,150	194,139	1.1%	139%
2010	3,300	241,415	1.4%	89%

资料来源：中国租赁联盟，Wind，华泰联合证券研究所

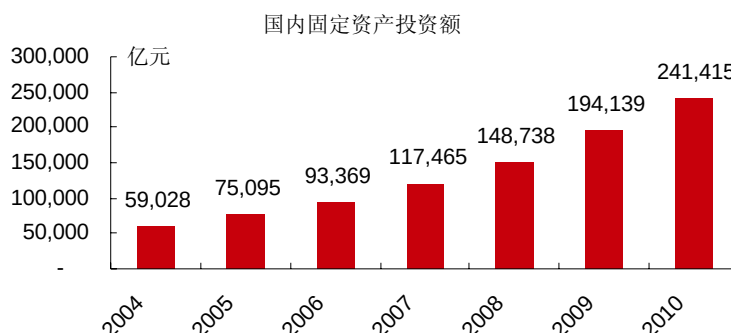
表格 5：世界各国租赁渗透率（单位：%）

	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
1981	20.1	4.1	2.8	-	13.3	7.3	6.2	-	4.7	22.2	8.5
1982	21.6	4.8	3.0	-	13.0	8.5	6.8	-	3.3	23.1	9.0
1983	22.0	5.9	2.5	3.0	12.6	6.2	8.4	-	5.3	29.0	20.0
1984	22.7	7.1	2.0	5.0	15.2	4.0	9.9	-	6.1	30.5	12.5
1985	27.1	7.8	4.0	6.0	19.4	4.5	11.5	-	8.4	35.8	14.5
1986	28.7	8.2	8.7	7.1	18.3	5.2	18.0	-	9.3	26.0	16.5
1987	31.5	8.9	14.0	11.4	17.5	12.0	12.0	-	10.0	26.1	15.1
1988	32.3	9.2	15.2	12.5	20.2	16.9	12.5	4.0	10.3	30.3	27.0
1989	34.3	10.3	17.8	10.9	23.5	19.7	14.7	1.0	9.3	31.6	20.0
1990	32.0	9.0	15.7	16.1	20.3	17.3	21.3	1.0	9.3	25.8	15.4
1991	32.0	7.7	14.0	21.5	23.0	16.8	15.8	4.0	10.4	18.6	22.3
1992	32.0	7.5	16.6	20.2	18.6	14.6	11.5	8.0	11.0	20.3	26.3
1993	29.4	8.1	15.9	23.0	19.0	13.1	10.8	10.0	12.8	22.1	20.0
1994	28.7	8.9	15.8	26.2	15.8	13.0	13.1	20.0	14.0	21.8	20.0
1995	28.1	9.4	16.9	30.0	17.9	15.2	16.8	20.5	15.9	22.3	27.0
1996	30.9	9.5	18.0	26.5	24.0	15.2	16.8	18.1	16.1	20.0	28.0
1997	30.9	8.9	19.3	28.3	19.2	12.4	10.9	20.7	15.7	25.0	28.0
1998	30.9	9.2	19.7	13.1	15.0	17.0	12.3	20.7	22.0	25.0	20.0
1999	30.0	9.5	14.8	2.8	15.9	15.7	12.4	12.5	22.0	25.4	17.5
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
2004	29.2	8.7	15.7	5.6	9.4	9.0	11.4	7.4	23.3	20.0	12.7

资料来源：中国租赁联盟，华泰联合证券研究所

其次，渤海租赁的主营业务主要聚焦于基础设施租赁细分市场上，国内庞大的基础设施存量及地方政府强烈的融资冲动为该业务创造了厚实的市场基础。

图表 1：国内固定资产存量快速累积



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2) 竞争环境利好于资本实力强的租赁公司如渤海租赁

基础设施融资租赁属于资本密集型业务，单一项目融资额甚至可以高达数十亿元，由此决定了该细分市场只属于资本实力强的租赁公司，公司资本实力排名同业第二位。

表格 6：渤海租赁所承揽的融资金额在 10 亿元以上的项目

项目名称	融资金额
空客 A320 飞机厂房租赁项目	36.3 亿元
武汉四座大桥融资租赁项目	18 亿元
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 亿元

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

3) 监管差异削弱对手竞争优势

渤海租赁的主要竞争对手金融租赁公司归银监会监管，业务受到诸多风控指标限制，而渤海租赁归商务部监管，业务施展空间更大。

表格 7：金融租赁和内资租赁公司监管差异

	金融租赁公司	内资租赁公司
监管机构	银监会	商务部
相关法规	《金融租赁公司管理办法》	《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》
风控要求	(一) 资本充足率。金融租赁公司资本净额不得低于风险加权资产的 8%； (二) 单一客户融资集中度。金融租赁公司对单一承租人的融资余额不得超过资本净额的 30%。计算对客户融资余额时，可以扣除授信时承租人提供的保证金； (三) 单一客户关联度。金融租赁公司对一个关联方的融资余额不得超过金融租赁公司资本净额的 30%； (四) 集团客户关联度。金融租赁公司对全部关联方的融资余额不得超过金融租赁公司资本净额的 50%； (五) 同业拆借比例。金融租赁公司同业拆入资金余额不得超过金融租赁公司资本净额的 100%。	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。

资料来源：华泰联合证券研究所

租赁业务盈利模式丰富多样

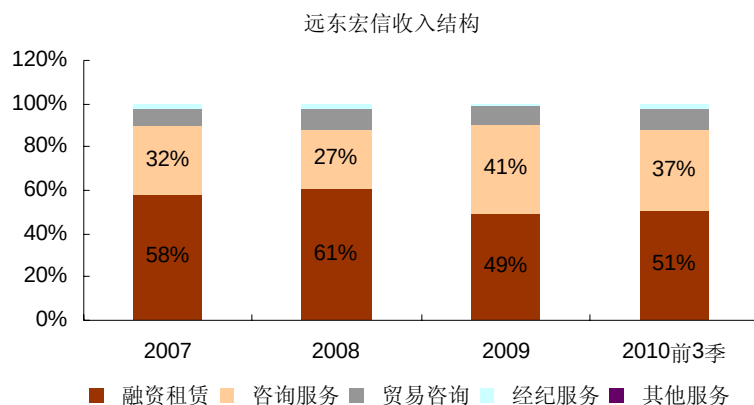
租赁业务收入包括：

- 1) 租金；
- 2) 残值处置；
- 3) 租赁资产包转让；
- 4) 咨询服务等。

目前公司业务刚刚起步，收入还主要来自于租金收入和少量咨询服务收入，未来可逐渐扩大其在第 2 到第 4 项收入，挖掘潜力巨大。

以第 4 项咨询服务为例，我们从国内盈利能力最强的租赁公司远东宏信的收入结构中可以发现，咨询服务收入占比高达 27%-41%。

图表 2：远东宏信收入结构中咨询服务收入占比高达 27%-41%



资料来源：华泰联合证券研究所

业绩高增基本无悬念

渤海租赁 2010 年合并净利润为 2.52 亿元，根据公司公告预计，2011 年仅存续租赁合同就可贡献净利润 1.99 亿元，另外预计新增 165 亿元租赁合同将新增贡献净利润 3 亿元，合计 2011 年净利润预计将达到 5 亿元，符合我们此前 5.10 亿元左右的预期，同比增长接近 100%。

除此之外，海航集团还对渤海租赁业绩作出承诺，进一步保障了股东的利益。海航集团承诺：渤海租赁 2010-12 年归属母公司净利润不低于 3 亿元、3.6 亿元、4.32 亿元，否则海航实业将以现金补足。

背靠大树、机遇良多

目前渤海租赁已经开始涉及基础设施建设业务以外其他业务，例如，开始进入利润里较高的设备租赁行业。公司背靠海航集团，同时旗下拥有众多租赁产业，背靠大树，机遇良多。海航集团旗下其他租赁资产如下所示：

表格 8：海航集团旗下其他租赁公司资料

公司名称	注册资本	总资产	净资产	主营业务	业务进展
长江租赁	28 亿元	167.28 亿元	40.18 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底，已起租的项目包括 56 架飞机
扬子江租赁	1.14 亿美元	31.21 亿元	8.65 亿元	通用飞机、飞机发动机及其他航空器材	截止 2010 年 4 月底，扬子江租赁已起租 8 架飞机共计 1.73 亿美元，已起租飞机发动机等航空器材共计 4.79 亿元
大新华租赁	17 亿元	5.00 亿元	5.00 亿元	船舶租赁	尚未开展具体业务
香港国际租赁	3.89 亿港元	19.11 亿港元	3.90 亿港元	民用飞机租赁、飞机发动机及其他航空器材租赁、船舶租赁	截止 2010 年 4 月底，香港国际租赁已起租的项目包括 5 架飞机和一台飞机发动机
香港航空租赁	100 万港币	n.a.	n.a.	民用飞机租赁和投融资服务	截止 2010 年 4 月底，共起租 64 架飞机

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：总资产、净资产均为 2009 年数据。

投资建议：长期持有，分享成长

1、安全边际较高

渤海租赁大股东海航实业拟以近乎现金认购股权的方式将渤海租赁注入 ST 汇通，考虑到海航实业接收*ST 汇通原有全部资产负债所给予的溢价以及同时承担汇通的或有负债，海航实业购买*ST 汇通股权的实际成本接近 10 元/股。公司重组完成的估值非常安全，目前股价对应 2011 年 PB 只有 1.93 倍。

2、未来两年高增长

在不考虑公司未来任何融资、以及后续资产整合的情况下，预计 2010-12 年公司重组后的净利润将达到 5.1 亿元、6.6 亿元，折合每股 0.52 元、0.68 元，2011-12 年的盈利增速分别为 102%和 29%。如果公司在未来发生经营方向上的变更，不排除业绩还有超预期的可能。

3、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，先接下一些大项目，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，公司定位于未来要成为行业内有话语权的公司，因此我们预计，公司在未来的几年内可能都有融资的需求。

4、再融资对于投资角度的多重利好

- 1) 当前股东每股权益获得增厚;
- 2) 渤海租赁资本实力增强提升议价能力。

5、合理估值：17~19 元/股，对应 2012 年 25~28 倍 PE

综合考虑公司盈利的高成长性、A 股租赁类公司的稀缺性，我们认为，公司合理估值为 17~19 元/股，对应 2012 年 25~28 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：租赁行业监管政策变化

目前渤海租赁属于内资租赁公司，归属于商务部监管，开展业务所受约束相对较小。但是不排除未来监管环境变化的可能。



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn