

新获金融租赁牌照，极大提升公司价值

投资要点:

- **A股租赁第一家。**渤海租赁已经成功借壳 ST 汇通，成为 A 股市场上第一家上市租赁公司。公司上市后，海航资本控股直接控股渤海租赁 44.9% 股权，为公司第一大股东。公司注册资本金规模在行业内处于领先地位，在海航金融版图内占有重要地位，未来发展空间广阔。
- **重大利好——获批金融牌照。**渤海租赁获得中国第 18 张金融租赁公司牌照。公司获批联合筹建皖江金融租赁有限公司，持股 55%，为第一大股东。获得金融租赁牌照有助于进一步提升公司在租赁行业的核心竞争力，为公司业务发展奠定坚实基础。与无金融牌照的一般租赁公司相比，金融租赁公司能拓宽融资渠道，包括发行金融债券、同业拆借等，有效解决制约公司融资租赁业务发展壮大的最大障碍。我们认为，未来公司业务整体发展空间广阔，能够有效借助皖江地区经济高速发展的优势，连接皖江与环渤海地区各产业，整合全国范围内的租赁业务。
- **海航资本控股——打造大金融平台。**截至到 2011 年 7 月底，海航控股共有 9 家控股子公司，同时参股包括联讯证券、渤海国际信托在内的 7 家金融类企业。自 2006 年以来，海航集团与天津市政府先后签署了《战略合作框架协议》、《新阶段全面战略合作协议》，作为战略合作的重要内容，海航集团旗下各产业群积极投身天津市各项建设当中。
- **估值与投资建议。**预计 2011-2013 年公司 EPS 分别是 0.46 元、0.79 元、0.95，分别对应当前股价 PE 为 28、16.4、13.6 倍。给予公司 2012 年业绩 25-30 倍市盈率，对应的合理估值区间为 19.8-23.7 元，给予推荐评级。
- **主要风险因素：**租赁项目风险和皖江金融租赁公司筹建风险。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	154	577	932	1,756	2,207
营业收入增长率		274.68%	61.53%	88.41%	25.68%
净利润(百万)	102	270	452	773	931
净利润增长率		164.71%	67.41%	71.02%	20.44%
EPS		0.28	0.46	0.79	0.95
BVPS		6.9	7.3	8.1	8.9

资料来源：中国银河证券研究部

ST 汇通 (000415.sz)

推荐 首次评级

合理估值区间 19.8 - 23.7 元

分析师



马勇

☎: (8610) 66568238

✉: mayong@chinastock.com.cn

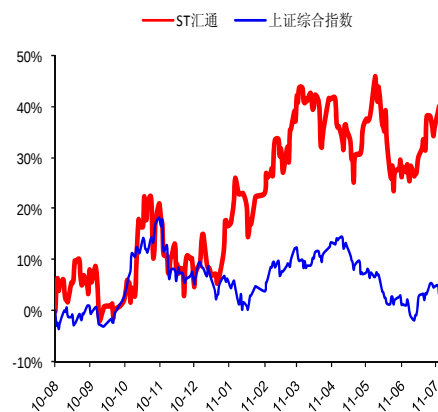
执业证书编号: S 0130511070005

市场数据

时间 2011.08.05

A 股收盘价(元)	12.93
A 股一年内最高价(元)	15.09
A 股一年内最低价(元)	9.97
上证指数	2626
市净率	1.9
总股本(万股)	97634
实际流通 A 股(万股)	30029
限售的流通 A 股(万股)	67605
流通 A 股市值(亿元)	38.8

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、渤海租赁已经成功借壳 ST 汇通，成为 A 股市场上第一家上市租赁公司。公司上市后，海航资本控股直接控股渤海租赁 44.9% 股权，为第一大股东。与发达国家 20% 左右的市场渗透率相比，中国仅 4% 的租赁渗透率属于很低的水平，未来租赁发展空间很大。目前公司注册资本在行业内处于领先地位，在海航金融版图内占有重要地位。

2、公司获批金融牌照。渤海租赁获得中国第 18 张金融租赁公司牌照。公司获批联合筹建皖江金融租赁有限公司，持股 55%，为第一大股东。获得金融租赁牌照有助于进一步提升公司在租赁行业的核心竞争力，为公司业务发展奠定坚实基础。与无金融牌照的一般租赁公司相比，金融租赁公司能够拓宽融资渠道，包括发行金融债券、同业拆借等，有效解决制约公司融资租赁业务发展壮大的一个最大障碍。未来，我们认为公司业务整体发展空间广阔，借助皖江地区经济高速发展的优势，连接皖江与环渤海地区各产业，整合全国范围内的租赁业务。

3、海航资本控股致力于打造大金融平台。截至到 2011 年 7 月底，海航控股共有 9 家控股子公司，同时参股包括联讯证券、渤海国际信托在内的 7 家金融类企业。自 2006 年以来，海航集团与天津市政府先后签署了《战略合作框架协议》、《新阶段全面战略合作协议》，作为战略合作的重要内容，海航集团旗下各产业群积极投身天津市各项建设当中。

我们与市场不同的观点:

紧缩时期，租赁企业将面临更多市场机会。与其它企业相比，金融类企业由于金融生态利于金融企业、公司治理结构完善及激励机制合理等原因，经营更加稳定。

估值与投资建议:

采用渤海租赁及皖江租赁分部预测法对 ST 汇通进行盈利预测。我们预测皖江金融租赁 2011 年底将正式开业，2012 年正式进入租赁运营并产生盈利。考虑到中国租赁行业近些年整体高速增长及皖江地区特殊的发展机遇，并通过比较与皖江金融租赁规模相当的租赁公司 2010 年盈利情况，我们预计 ST 汇通 2011、2012、2013 年归属母公司净利润将分别达到 4.5、7.7、9.3 亿元，2011-2013 年 EPS 分别是 0.46 元、0.79 元、0.95，分别对应当前股价 PE 为 28、16.4、13.6 倍。

结合相关行业上市公司估值水平，并考虑到海航金融依托渤海租赁上市平台的可能资本运作，我们给予公司 2012 年业绩 25-30 倍市盈率，对应的合理估值区间为 19.8-23.7 元。

股价表现的催化剂:

1、公司获得银监会颁发的金融牌照，联合筹建“皖江金融租赁公司”，公司筹建后将成为第 18 家金融租赁公司。

2、公司成为 A 股租赁第一股，占据天津大力发展租赁产业的区域优势，同时依托海航金融平台，未来资本运作存在诸多遐想。

主要风险因素:

租赁项目风险和皖江金融租赁公司筹建风险。

目 录

一、借壳 ST 汇通，A 股租赁第一家	1
二、获批非银行金融牌照，组建“皖江金融租赁公司”	2
三、融资租赁发展近 30 年，近几年进入快速成长期	5
四、海航金融布局中国租赁重镇天津	9
五、估值分析与投资建议	11
（一）估值分析	11
（二）投资建议	12
六、风险提示	12

一、借壳 ST 汇通，A 股租赁第一家

目前，渤海租赁已经成功借壳 ST 汇通，成为 A 股市场上第一家上市租赁公司。公司上市后，海航实业（现已更名为“海航资本控股”）直接控股渤海租赁 44.9% 股权，为第一大股东；原 ST 汇通股东舟基集团持股比例由 11% 降低到 3.38%，原 ST 汇通其他股东持股比例由 89% 降为 27.38%。

渤海租赁是 A 股上市第一家，是国内租赁公司上市第二家。远东宏信有限公司作为远东租赁的母公司，于 2011 年 3 月 30 日在香港联合交易所主板上市，是国内首家在港交所上市交易的内地金融租赁公司。

股权结构

天津渤海租赁有限公司是经国家商务部批准的第五批内资融资租赁试点企业。公司成立于 2007 年，注册资本为人民币 626085 万元，是国内最大的基础设施租赁服务供应商之一。

公司经营范围包括：企业资产重组、购并及项目策划；财务顾问；信息咨询服务；交通、能源、新技术、新材料的投资；酒店管理；游艇码头设施投资；租赁、信托行业投资；公共设施、房屋、基础设施、各种先进或适用的生产设备、通信设备、科研设备、检验检测设备、工程机械、交通运输工具（包括飞机、汽车、船舶）等设备及其附带技术的融资租赁业务；租赁交易咨询和担保业务及经商务部批准的其他业务。

表 1：ST 汇通重组前后公司的股权结构变化情况

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	40,954	0.01	676,053,560	69.24
海航实业	-	-	438,401,073	44.90
燕山投资	-	-	119,065,736	12.20
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	40,954	0.01	40,954	0.0042
二、无限售条件流通股	300,294,880	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	267,294,880	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，中国银河证券研究部

公司主要业务

目前公司主要业务为售后回租，项目总金额超过 8 亿元的有四个，包括空客 A320 飞机厂房租赁项目（36.3 亿元）、武汉大桥融资租赁项目（18 亿元）、舟山同基船业项目（10 亿元）、天津保税区办公大楼租赁项目（8 亿元）。截至到今年 2 月底，项目总金额为 84 亿元。

表 2：渤海租赁存续租赁项目（亿元）

项目名称	项目总金额	自有资金	银行借款	起租时间	租期	项目类型
天津保税区办公大楼租赁项目	8.00	3.00	5.00	2009 年 4 月	20	售后回租
空客 A320 飞机厂房租赁项目	36.30	2.30	34.00	2009 年 10 月	15	售后回租
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	15	售后回租
武汉大桥融资租赁项目	18.00	18.00	0.00	2010 年 3 月	15	售后回租
天津蓟县道路租赁项目	1.88	0.38	1.50	2010 年 1 月	7	售后回租
东丽供热设备及配套设施租赁项目	0.80	0.16	0.64	2010 年 11 月	3	售后回租
天津海河路桥租赁项目	5.00	0.80	4.20	2010 年 12 月	8	售后回租
天津津南葛沽创意中心租赁项目	3.70	0.74	2.96	2011 年 2 月	8	售后回租
斗山挖掘机租赁项目	0.02	0.00	0.02	2011 年 2 月	2	售后回租
合计	83.69	35.38	48.32			

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

二、获批非银行金融牌照，组建“皖江金融租赁公司”

获金融牌照，构成重大利好

渤海租赁获得中国第 18 张金融租赁公司牌照。

ST 汇通 2011 年 8 月 6 日公告称，“2011 年 7 月 21 日，中国银行业监督管理委员会批复同意由天津渤海租赁有限公司与芜湖市建设投资有限公司、美的集团有限公司联合筹建皖江金融租赁有限公司，筹建期为批复下发后六个月”，公告称“本次对外投资有助于进一步提升公司在租赁行业的核心竞争力，为公司业务发展奠定坚实基础”。

金融租赁公司经营范围：融资租赁业务；吸收股东一年期（含）以上定期存款（不吸收银行股东存款）；接受承租人的租赁保证金；向商业银行转让应收租赁款；经批准发行金融债券；同业拆借；向金融机构借款；境外外汇借款；租赁物品残值变卖及处理业务；经济咨询及中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。

公告称“为推动皖江经济带经济结构调整与产业结构优化升级、解决当地中小企业融资瓶颈问题及区域发展不平衡的矛盾、推动皖江地区金融服务产业快速发展及推动皖江地区投融资改革进程，本公司全资子公司天津渤海租赁有限公司与芜湖建设投资有限公司、美的集团有限公司拟共同出资 300,000 万元在安徽省芜湖市投资组建皖江金融租赁有限公司”。

表 3: 皖江金融租赁出资结构

公司	出资额	比例
天津渤海租赁	16.5 亿元	55%
芜湖市建设投资有限公司	9.9 亿元	33%
美的集团	3.6 亿元	12%
合计	30 亿元	100%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

与无金融牌照的一般租赁公司相比,金融租赁公司能够拓宽融资渠道,包括发行金融债券、同业拆借等,能够有效解决制约公司融资租赁业务发展壮大的最主要障碍。

2007 年至今 4 年,我国金融租赁业资产总额大增 25 倍,实现净利润增加 39 倍。截至 2011 年 3 月末,17 家金融租赁公司资产总额达到 3640 亿元,比 2007 年同期增长 25 倍;实现净利润 13.24 亿元,比 2007 年同期增长 39 倍。

截至 3 月末,金融租赁公司不良资产率为 0.49%,拨备覆盖率 322%,具有较好的抗风险能力。作为与银行信贷和资本市场同样重要的融资工具,近年来金融租赁资产行业分布广泛,服务领域增加,行业配比不断均衡,并加大产品创新力度。部分租赁公司设立了专业化的租赁产品,将企业生产、销售、和用户需求有机结合起来,有效的增加了企业的融资渠道。截至 3 月末,金融租赁公司在飞机、船舶、专业设备领域的投资余额分别达到 381.42 亿元、337.07 亿元和 1924.77 亿元。

自 2007 年以来,我国融资租赁业进入了高速发展期,但从近几年的发展情况来看,金融租赁公司采取的交易模式多以售后回租为主,而更多反映租赁公司专业化特点的经营租赁比例相对较低,监管部门因此多次提出金融租赁公司应走专业化发展道路。

表 4: 中国金融租赁公司列表

序号	公司名称	总部所在地
1	工银金融租赁有限公司	天津
2	华融金融租赁股份有限公司	杭州
3	建信金融租赁股份有限公司	北京
4	民生金融租赁股份有限公司	天津
5	江苏金融租赁有限公司	南京
6	交银金融租赁有限责任公司	上海
7	国银金融租赁有限公司	深圳
8	招银金融租赁有限公司	上海
9	中国外贸金融租赁有限公司	北京
10	山西金融租赁有限公司	太原
11	河北省金融租赁有限公司	石家庄
12	兴业金融租赁有限责任公司	天津
13	信达金融租赁有限公司	兰州
14	农银金融租赁有限公司	上海
15	昆仑金融租赁有限责任公司	重庆

16	光大金融租赁股份有限公司	武汉
17	新疆长城金融租赁有限公司	乌鲁木齐
18	皖江金融租赁有限公司（筹建）	芜湖

资料来源：中国银监会、公司公告、中国银河证券研究部

皖江城市带承接产业转移示范区——未来租赁商机广阔

2010年1月12日，国务院正式批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，安徽沿江城市带承接产业转移示范区建设纳入国家发展战略。这是迄今全国唯一以产业转移为主题的区域发展规划，是促进区域协调发展的重大举措，为推进安徽参与泛长三角区域发展分工，探索中西部地区承接产业转移新模式，也为中部地区加速崛起点燃了助推器。

通过在皖江地区设立金融租赁公司，可以提高该地区相关产业结构升级步伐，促进皖江地区航运及相关产业协调发展，对该地区包括船舶制造业、汽车制造业、装备制造业等在内的诸多产业具有拉动效应。同时，在皖江地区诸多中小企业发展过程中，引入金融租赁模式可以有效解决企业发展中的资金问题，促进该地区发展过程中的产融联动。

图 1：皖江城市带发展纳入国家发展战略



资料来源：中国银河证券研究部

皖江规划解析

《规划》确立了以长江一线为“发展轴”、合肥和芜湖为“双核”、滁州和宣城为“两翼”的“一轴双核两翼”产业布局，大力振兴发展装备制造业、原材料产业、轻纺产业以及现代服务业和现代农业，着力培育高技术产业，构建具有较强竞争力的现代产业体系，真正在承接中调整产业结构，在转移中发挥示范作用。

一轴双核两翼

“一轴”包括安庆、池州、铜陵、巢湖、芜湖、马鞍山 6 个沿江市，这是承接产业转移的主轴线；

“双核”指合肥、芜湖，这是我省目前乃至今后一个时期经济发展最具活力和潜力的两大增长极，是承接产业转移的核心区域。

“两翼”包括滁州和宣城市，着力打造承接沿海地区特别是长三角产业转移的前沿地带。

六个着力

一是着力深化泛长三角分工合作，推动区域：联动发展。

二是着力优化资源配置，探索科学承接新途径。

三是着力打造产业承接平台，增强产业承载能力。

四是着力加快自主创新，提升产业发展水平。

五是着力加强资源节约和环境保护，促进产业发展与生态文明建设相协调。

六是着力保障和改善民生，推进基本公共服务均等化。

四条原则

一是市场导向、政府推动的原则。

二是承接创新、优化升级的原则。

三是分工合作、互利共赢的原则。

四是立足当前，着眼长远的原则。

四大战略定位

即合作发展的先行区、科学发展的试验区、中部地区崛起的重要增长极、全国重要的先进制造业和现代服务业基地。

三、融资租赁发展近 30 年，近几年进入快速成长期

目前，我国的租赁模式主要以融资租赁为主，经营租赁为辅。融资租赁在我国发展近 30 年，近几年开始进入高速成长期。但是与国际国外相比租赁行业发展程度并不是很高。

目前国内租赁业务呈“三分天下”，主要有银监会监管的 17 家金融租赁公司，商务部主管的外资、合资金融租赁公司，以及内资租赁公司三大板块。根据《2010 中国融资租赁业发展报告》统计，截止 2010 年底，中国在册运营的融资租赁公司约 182 家，比上年的 117 家增加 65 家，融资租赁合同余额约为 7000 亿元，比上年 3700 亿元增长 89%。

租赁模式介绍：

以租赁的目的和投资回收方式为标准划分，租赁业务分为融资租赁和经营租赁。根据我国《企业会计准则——租赁》的规定，融资租赁以外的其他租赁被称为经营租赁。

融资租赁是指出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物件，提供给承租人使用，向承租人收取租金的交易。它以出租人保留租赁物的所有权和收取租金为条件，使承租人在租赁合同期内对租赁物取得占有、使用和受益的权利。

融资租赁的特点

- 1、它一般涉及三方当事人：出租人、承租人和供应商。
- 2、签订两个或两个以上的合同：即融资租赁合同、买卖合同等。
- 3、租赁物件和供货商是由承租人选定的。
- 4、出租人不承担租赁物的瑕疵责任。
- 5、出租人可在一次租期内完全收回投资并盈利。
- 6、融资租赁的标的物是特定设备，承租人也是特定的，因此租赁合同一般情况下不能中途解约。
- 7、租赁期满后，承租人一般对设备有留购、续租、和退租三种选择（融资租赁交易中，承租人对租赁物几乎都要留购）。

经营租赁的特点

- 1、涉及两个当事人，即出租人和承租人。只签订一个合同，即租赁合同。
- 2、租赁物件的选择是由出租人决定的。
- 3、租赁目的主要是为短期使用设备。
- 4、租金的支付具有不完全支付性，出租人无法只通过一个承租人租用设备，并在一个租赁合同期内就收回全部或部分投资。
- 5、承租人不特定的复数。
- 6、租赁物件一般是通用设备。
- 7、租赁物件的使用有一定的限制条件。
- 8、租赁期限比较短。
- 9、承租人可以提前告之出租人中途解除合同。

融资租赁分类：

融资租赁包括：直接租赁、回租（售后回租）、转租赁、委托租赁等

直接租赁：是由出租人根据承租人的指定直接向供货商购买，然后出租给承租人使用的方式。

回租：指承租人将自有物件出卖给出租人，同时与出租人签订一份融资租赁合同，再将该

物件从出租人处租回的租赁形式。回租业务是承租人和出卖人为同一人的特殊融资租赁方式。

转租赁：是指以同一物件为标的物的多次融资租赁业务。在转租赁业务中，上一租赁合同的承租人同时又是下一租赁合同的出租人，称为转租人。转租人从其他出租人处租入租赁物件再转租给第三人，转租人以收取租金差为目的的租赁形式。租赁物品的所有权归第一出租人。

委托租赁：是指出租人接受委托人的资金或租赁标的物，根据委托人的书面委托，向委托人指定的承租人办理融资租赁业务。在租赁期内租赁标的物的所有权归委托人，出租人只收取手续费，不承担风险。

融资租赁四大支柱

与融资租赁业有关的交易规则、会计准则、行业监管和税收政策，业内习惯称其为支持融资租赁的四大支柱。所谓四大支柱，实际上是指支持融资租赁交易的最低限度的法律和法规。我国融资租赁业的四大支柱在 1999 年以后已陆续建立并不断完善。

(1)交易规则：融资租赁的交易规则体现在《合同法》中，《合同法》第十三章是“租赁合同”，第十四章是“融资租赁合同”。

(2)会计准则：《企业会计准则——租赁》于 2001 年 1 月 1 日由财政部发布，并于 2001 年 1 月 1 日起实施。2006 年 2 月 15 日，财政部对《企业会计准则——租赁》进行了修改，并发布了经修改的《企业会计准则第 21 号——租赁》。

(3)行业监管：作为外商投资租赁公司的监管办法，外经贸部于 2001 年 8 月 13 日发布了《外商投资租赁公司审批管理暂行办法》，以后商务部（继承外经贸部）于 2005 年 2 月 17 日发布了经试行和修改的《外商投资租赁业管理暂行办法》。与此同时，作为金融租赁公司的监管办法，中国人民银行于 2000 年 6 月 30 日发布了《金融租赁公司管理办法》，以后银监会（继承中国人民银行）于 2007 年 1 月 23 日发布了经修改的《金融租赁公司管理办法》。

(4)税收政策：有关融资租赁的税收政策，国家税务总局和财政部自 1993 年 12 月起，不断地发布有关融资租赁的税收政策。

世界租赁格局

目前，发达国家的租赁行业市场容量巨大，从世界年度租赁总量数据看出，美国、日本、德国、意大利、英国居前五位。

表 5：2004 年世界国别租赁总量情况

排名	国家	年度租赁总量 (十亿美元)	年度增长率 (%)	市场渗透率 (%)
1	美国	220.00	13.4	29.9
2	日本	74.41	3.4	8.7
3	德国	55.18	10.7	15.7
4	意大利	29.34	17.1	11.4

5	英国	27.93	-0.3	9.4
6	法国	27.32	5.7	9
7	加拿大	18.19	19	23.3
8	西班牙	14.78	16.5	22.9
9	澳大利亚	7.45	2.1	20.0
10	奥地利	6.88	31.4	12.3
22	韩国	3.92	34.5	5.6
26	中国	2.4	13.7	-
31	中国香港	1.5	0.6	-
36	中国台湾	0.85	-18.7	-
39	印度	0.67	-47.8	1.7

资料来源:《2006 年世界租赁年报》, 中国银河证券研究部

在发达国家, 租赁业是综合性的金融产业, 其租赁渗透率为 15%-30%之间, 尽管中国缺乏相关权威统计, 但是据中国银行业协会金融租赁专业委员会估算, 截至 2010 年中国租赁渗透率在 4%-5%左右。

表 6: 2004 年全球 LFG/GDP 渗透率情况

排名	国家	LFG/GDP 渗透率
1	爱沙尼亚	5.17
2	捷克	4.74
3	匈牙利	4.66
4	斯洛文尼亚	4.41
5	斯洛伐克	4.25
6	南非	4.25
7	罗马尼亚	4.03
8	奥地利	2.73
9	葡萄牙	2.58
10	斯里兰卡	2.5
12	德国	2.29
13	加拿大	2.11
18	美国	1.91
23	日本	1.73
37	中国香港	0.89
42	韩国	0.72
47	中国台湾	0.29
48	中国	0.17
50	印度	0.12

资料来源:《2006 年世界租赁年报》, 中国银河证券研究部

欧洲租赁协会发布了 2010 年欧洲租赁公司排名, 参与排名公司共 99 家公司。本次排名的依据是租赁公司 2010 年新增合同价值。排名前五位的租赁公司分别为: BNP Paribas Equipment Solutions(法国)、UniCredit Leasing(意大利)、SG Equipment Finance(法国)、Volkswagen Leasing GmbH (德国)、Deutsche Leasing(德国)。

表 7: 2010 年欧洲租赁公司排名

排名	租赁公司	国别
1	BNP Paribas Equipment Solutions	法国
2	UniCredit Leasing	意大利
3	SG Equipment Finance	法国
4	Volkswagen Leasing GmbH	德国
5	Deutsche Leasing	德国

资料来源: 欧洲租赁协会, 中国银河证券研究部

备注: 欧洲租赁协会日前发布了 2010 年欧洲租赁公司排名, 参与排名公司共 99 家公司。本次排名的依据是租赁公司 2010 年新增合同价值。

四、海航金融布局中国租赁重镇天津

海航租赁平台

海航租赁公司是海航集团和海航实业旗下的租赁产业平台, 包括天津渤海租赁有限公司、长江租赁有限公司、扬子江国际租赁有限公司、大新华船舶租赁有限公司和香港国际航空租赁有限公司。

长江租赁有限公司是国内飞机租赁业的龙头企业, 目前合同机队规模 56 架; 扬子江国际租赁有限公司成立于 1992 年, 注册资本 11400 万美元, 是以飞机、发动机和航材租赁为特色的专业化航空租赁公司; 大新华船舶租赁有限公司成立于 2009 年 10 月, 注册资本 17 亿元人民币, 是国内首家专业船舶租赁公司; 香港国际航空租赁有限公司成立于 2007 年 2 月, 注册资本 3.8 亿元人民币, 是香港地区专业化水平最高的飞机租赁公司之一。

表 8: 海航旗下租赁公司一览表

公司名称	注册资本	总资产	净资产	战略定位	现有业务情况
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	截止 2010 年 4 月底, 共起租 64 架飞机

渤海租赁	62.61 亿元	融资服务
		主要从事基础设施租
		赁
皖江金融租赁 (筹建)	30 亿元	金融租赁公司

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

海航资本控股——打造大金融平台

2011 年 2 月 25 日，海航实业控股有限公司更名为“海航资本控股有限公司”。海航资本控股成为海航金融控股公司平台。截至到 2011 年 7 月底，海航控股共有 9 家控股子公司，同时参股包括联讯证券、渤海国际信托在内的 7 家金融类企业。

自 2006 年以来，海航集团与天津市政府先后签署了《战略合作框架协议》、《新阶段全面战略合作协议》。作为战略合作的重要内容，海航集团旗下各产业群积极投身天津市各项建设当中。

2010 年 6 月斥资 30 亿元组建的海航集团北方总部在天津正式挂牌成立。这标志着海航将根据国家发展战略和天津市产业创新部署，进一步整合在天津及周边地区产业优势，服务环渤海经济圈。这也标志着海航集团积极落实与天津全面战略合作计划。截至 2010 年底，海航集团在津企业总数已达到 18 家，产业涉及航空、海运、地产、金融、商业、易卡等领域，涵盖了海航各大产业。未来，海航集团北方总部致力于对内统筹海航集团北方区域内企业的协同发展和资源整合，大力发展航空、物流、金融等相关产业，同时介入具有良好前景的新兴行业。

表 9：海航资本旗下金融相关控股子公司

公司名称	注册资本（万元）	直接持股比例（%）	合计持股比例（%）	主营业务
天津渤海租赁有限公司	626,085	67.15	72.90[注 1]	租赁
长江租赁有限公司	280,000	60.71	60.71	租赁
扬子江国际租赁有限公司	11,400 万美元	14.47	57.45[注 2]	租赁
天津渤海保理有限公司	10,000	100	100	保理
海航风险投资管理有限公司	10,000	100	100	风险投资、并购
天津天信嘉盛投资有限公司	2,000	100	100	股权和类似投资活动
航美投资管理有限公司	5,000	51	51	项目投资管理
天津渤海通汇商务咨询有限公司	10,000	100	100	商务咨询、市场信息咨询
海南海航投资咨询有限公司	500	100	100	项目投资规划、商务咨询

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注 1：海航实业通过天信投资间接持有渤海租赁 5.75% 股权，合计持有渤海租赁 72.90% 股权；

注 2：海航实业通过长江租赁间接持有扬子江租赁 42.98% 股权，合计持有扬子江租赁 57.45% 股权。

天津——中国租赁第一城

2010 年，天津市融资租赁行业业务总量达到 1700 亿元，占全国近四分之一，超过北京、上海、深圳、重庆。截至 2010 年底，全国在册运营的融资租赁公司约 182 家，比上年的 117 家增加 65 家，融资租赁合同余额约为 7000 亿元，比上年增长 89%。其中，天津 2010 年融资租赁合同余额达到 1700 亿元，约占全国总量 7000 亿元的 24%，比 2009 年新增两个百分点；高于上海、北京、浙江。至此，天津已连续三年位居全国融资租赁首位。天津发展租赁行业具有四大优势，主要体现在国家和地方政策支持、区域企业集合优势及创新意识。

表 10：天津发展租赁产业的四大优势

国家政策支持	2010 年 1 月，国家印发了保税地区设立项目开展有关业务的通知，批准金融租赁公司在保税区设立单一项目公司，2010 年 3 月海关总署下发在天津市船舶退税试点的通知，中国人民银行同意天津开展融资租赁登记试点，通过登记确认租赁标的物的使用权；国家海关总署支持天津在保税区内开展保税租赁业务试点，国家税务总局研究租赁公司的研究税和增值税，依法妥善解决了公司缴纳营业税和缴纳增值税双重纳税的问题。
天津区域政策支持	天津市政府重视租赁业发展，作为金融改革创新的内容，支持租赁公司设立和创新发展，努力营造一流的融资发展环境，2010 年出台了关于租赁业发展的意见，从单一项目的发起设立，注册登记、物权保护，多渠道融资，市场培育、多渠道发展等方面，明确支持租赁业发展的配套政策，解决了一些突出问题，有力的提升了融资租赁业的发展政策环境，逐步建立了有利于租赁公司发展的市场环境。
租赁改革创新	区内公司积极进行租赁业务创新，如开办了公务机的单一业务和了单船业务，天津高级法院受理了金融租赁公司的第一单诉讼案等。
区域行业集合优势	在国家有关部委的支持和指导下，天津租赁业快速发展，2006 到 2010 年，天津租赁公司由 2 家增加到 26 家，注册的资本金由 8.5 亿元增加到了 256 亿元。租赁合同余额由 4500 万元，增加至 1500 亿元，约占全国的四分之一，单一项目公司设立了 55 家，注册资本 7410 万元，初步形成了飞机、船舶融资租赁业的集聚效应和发展优势。

资料来源：第二届中国金融租赁高峰论坛，中国银河证券研究部

五、估值分析与投资建议

（一）估值分析

牌照资源的稀缺性决定了公司拿到监管部门颁发的金融租赁公司牌照将极大增加公司价值。

未来，渤海租赁将依托天津租赁重镇优势及皖江地区经济高速发展优势，大力发展涉及多个产业的融资租赁业务。

采用渤海租赁及皖江租赁分部预测法对 ST 汇通进行盈利预测。我们预测皖江金融租赁 2011 年底将正式开业，2012 年将正式进入租赁运营并产生盈利。考虑到中国租赁行业近些年整体高速增长及皖江地区经济特殊的发展机遇，并通过比较与皖江金融租赁规模相当的租赁公司 2010 年盈利情况，我们预计 ST 汇通 2011、2012、2013 年归属母公司净利润将分别达到 4.5、7.7、9.3 亿元，2011-2013 年 EPS 分别是 0.46 元、0.79 元、0.95 元，分别对应当前股价 PE 为 28、16.4、13.6 倍。

结合相关行业上市公司估值水平,并考虑到海航金融依托渤海租赁上市平台的可能资本运作机会,我们给予公司 2012 年业绩 25-30 倍市盈率,对应的合理估值区间为 19.8-23.7 元。

表 11: 部分金融租赁公司 2010 年业绩及注册资本情况

名称	注册资本(亿元)	2010 年净利润(亿元)
华融金融租赁股份有限公司	25	2.94
工银金融租赁有限公司	20	1.82
建信金融租赁股份有限公司	45	1.24
交银金融租赁有限责任公司	20	1.55
民生金融租赁有限公司	32	1.61
平均值	28	1.83

资料来源: 中国货币网, 中国银河证券研究部

(二) 投资建议

公司为 A 股市场第一支租赁股, 注册资本在行业内处于领先地位, 在海航金融版图内占有重要地位, 未来发展空间广阔。

渤海租赁于 2011 年 7 月份获中国银监会批准筹建皖江金融租赁公司, 该公司为中国第 18 家金融租赁公司, 牌照价值巨大。未来, 海航旗下租赁公司可充分利用此租赁上市平台, 充分发挥金融租赁公司融资优势, 扩大渤海租赁的业务规模, 加强渤海租赁的行业领先地位。

我们认为公司业务整体发展空间广阔, 借助天津环渤海经济龙头地位及皖江地区经济高速发展的优势, 连接皖江与环渤海地区各产业, 整合全国范围内的租赁业务, 公司有可能成为行业龙头企业, 给予“推荐”评级。

六、风险提示

在筹建皖江金融租赁公司过程中, 可能会出现超过监管部门规定的 6 个月筹建期情况。出现此种情况, 公司可向监管部门申请延长筹建期, 但对渤海租赁业绩将产生一定影响。

目前空客厂房租赁总金额 36 亿元, 占公司租约 40%, 存在单一客户风险。此外, 公司其它项目也有一定项目自身风险。

插图目录

图 1: 皖江城市带发展纳入国家发展战略	4
----------------------------	---

表格目录

表 1: ST 汇通重组前后公司的股权结构变化情况.....	1
表 2: 渤海租赁存续租赁项目（亿元）	2
表 3: 皖江金融租赁出资结构	3
表 4: 中国金融租赁公司列表	3
表 5: 2004 年世界国别租赁总量情况	7
表 6: 2004 年全球 LFG/GDP 渗透率情况.....	8
表 7: 2010 年欧洲租赁公司排名	9
表 8: 海航旗下租赁公司一览表	9
表 9: 海航资本旗下金融相关控股子公司	10
表 10: 天津发展租赁产业的四大优势	11
表 11: 部分金融租赁公司 2010 年业绩及注册资本情况.....	12

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马勇，非银行金融证券分析师，中央财经大学金融学博士，美国访问学者，具有 6 年金融研究经验及相关业务从业经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908