

ST 汇通 (000415)

买入/维持评级

股价: RMB13.70

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁文韬

(021)50106410

dingwentao@gjzq.com.cn

华莎

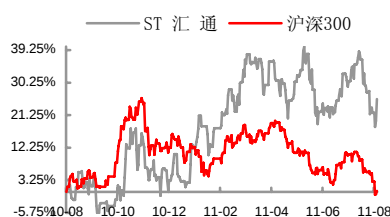
(021)6849 8507

huasha@mail.htlhsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	976
流通 A 股 (百万股)	976
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,024

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

摘帽行情值得期待

——2011H1 财报及公告点评

- **中报业绩略超业绩预告区间上限。**ST 汇通重组后口径下 2011H1 实现归属母公司净利润 1.73 亿元, 略超此前业绩预告区间【1.60,1.72】亿元的上限, 同比增长 16%, 按照重组完成后 9.76 亿股本计算, 对应 EPS 为 0.18 元。
- **业绩增速较缓原因不在于需求。**根据我们草根调研了解, 基础设施租赁的需求依然非常旺盛, 公司业绩增速较缓的主要原因在于公司从去年下半年开始一直比较谨慎地使用资本金, 而更愿意利用银行借款来开展业务。我们做个简单比较, 2010 年中期之前起租的租赁项目总额为 74.18 亿元, 其中自有资金 33.68 亿元, 银行借款 40.50 亿元, 以上项目合计财务杠杆仅为 2.20 倍; 2010 年中期之后起租的租赁项目总额 9.52 亿元, 其中自有资金 1.70 亿元, 银行借款 7.82 亿元, 以上项目合计财务杠杆高达 5.59 倍, 远远超过 2010 年中期之前起租项目的杠杆水平。我们以此推测, 公司保留资本金或许另有其他用途。
- **公司盈利前景依然十分光明。**公司从 2009 年 4 月起租第一个项目到现在仅运营 2 年时间, 能有前述盈利已属不易, 随着未来业务正常化以及杠杆率提升, 公司业绩释放将是必然。渤海租赁属于内资租赁, 在不考虑近期拟成立子公司并已获得金融租赁牌照的情况下, 其财务杠杆上限就可达到 10 倍, 按照公司 2011H1 期末 68.79 亿元净资产计算, 最多可承揽 677.9 亿元的租赁余额, 根据我们测算, 2011H1 末公司承揽项目的租赁余额约为 105 亿元, 即目前公司的“产能利用率”仅为 15%, 未来的供给潜力巨大, 结合上一点提到的业务需求旺盛, 公司盈利前景依然十分光明。
- **后续摘帽行情值得期待。**公司目前已向深交所申请撤销 ST, 同时拟申请更名为“渤海租赁”。由于此前“ST”对众多机构投资者如保险机构等造成了刚性的投资门槛, 一旦撤销后, 摘帽行情值得期待。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**1) 估值非常安全: 2011 年 PB 仅为 1.85 倍。2) 主营业务需求旺盛: 业务储备非常充足。3) 背靠大树、机遇良多: 大股东海航旗下拥有众多租赁产业。4) 再融资利好: 租赁的高资本消耗模式决定融资需求必然存在, 业务充足背景下再融资将为股东创造更多价值。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	577	1,397	2,923
(+/-%)	276	142	109
归属母公司净利润(百万元)	252	510	660
(+/-%)	148	102	29
EPS(元)	0.26	0.52	0.68
P/E(倍)	53	26	21

注: 以上 2010 年数据已使用渤海租赁数据进行追溯调整。

目 录

中报业绩略超业绩预告区间上限	4
业绩增速较缓原因不在于需求	4
公司盈利前景依然十分光明	5
后续摘帽行情值得期待	6
投资建议：买入并长期持有	6
风险提示：租赁牌照批设提速风险	6

图表目录

图 1: 渤海租赁 2010 年中期前后起租项目财务杠杆比较	5
表格 1: 渤海租赁的租赁余额与利率 (单位: 亿元)	4
表格 2: 渤海租赁截止 2011 年 2 月末承揽租赁项目一览 (单位: 亿元)	5
表格 3: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较	5

中报业绩略超业绩预告区间上限

ST 汇通重组后口径下 2011H1 实现归属母公司净利润 1.73 亿元，略超此前业绩预告区间【1.60,1.72】亿元的上限，同比增长 16%，按照重组完成后 9.76 亿股本计算，对应 EPS 为 0.18 元。

根据我们测算，截至 2011H1 末，渤海租赁已承揽项目的租赁余额为 105.03 亿元，2011H1 租赁业务的资金融出、融入利率分别为 9.06%、7.05%，利差 2.02%。

表格 1：渤海租赁的租赁余额与利率（单位：亿元）

	2009	2010	11H1
租赁余额			
租赁余额	54.30	79.98	105.03
自有资金投入	15.30	34.64	33.27
银行借款投入	39.00	45.34	71.77
租赁项目财务杠杆	3.55	2.31	3.16
租赁利率			
资金融出利率(年化)	5.66%	8.59%	9.06%
资金融入利率(年化)	3.41%	6.66%	7.05%
利差(年化)	2.25%	1.93%	2.02%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

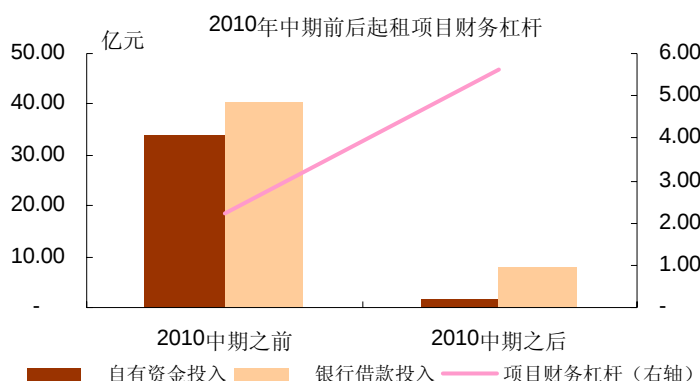
注：11H1 数据为测算值。

业绩增速较缓原因不在于需求

根据我们草根调研了解，基础设施租赁的需求依然非常旺盛，公司业绩增速较缓的主要原因在于公司从去年下半年开始一直比较谨慎地使用资本金，而更多愿意利用银行借款来开展业务。

我们做个简单比较，2010 年中期之前起租的租赁项目总额为 74.18 亿元，其中自有资金 33.68 亿元，银行借款 40.50 亿元，以上项目合计财务杠杆仅为 2.20 倍；2010 年中期之后起租的租赁项目总额 9.52 亿元（仅披露到今年 2 月末为止），其中自有资金 1.70 亿元，银行借款 7.82 亿元，以上项目合计财务杠杆高达 5.59 倍，远远超过 2010 年中期之前起租项目的杠杆水平。我们以此推测，公司保留资本金或许另有其他用途。

图 1: 渤海租赁 2010 年中期前后起租项目财务杠杆比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：2010 年中期之后仅披露到 2011 年 2 月末为止。

公司盈利前景依然十分光明

公司从 2009 年 4 月起租第一个项目到现在仅运营 2 年时间，能有前述盈利已属不易，随着未来业务正常化以及杠杆率提升，公司业绩释放将是必然。

表格 2: 渤海租赁截止 2011 年 2 月末承揽租赁项目一览（单位：亿元）

序号	项目名称	总金额	自有资金	银行借款	财务杠杆	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	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	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	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	2010 年 3 月	15
5	天津蓟县道路租赁项目	1.88	0.38	1.50	5.00	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	2010 年 11 月	3
7	天津海河路桥租赁项目	5.00	0.80	4.20	6.25	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	2011 年 2 月	8
9	斗山挖掘机租赁项目	0.02	0.00	0.02	-	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

渤海租赁属于内资租赁，在不考虑近期拟成立子公司并已获得金融租赁牌照的情况下，其财务杠杆上限就可达到 10 倍。

表格 3: 内资租赁、金融租赁的财务杠杆比较

内资租赁	金融租赁
监管规定	融资租赁试点企业的风险资产（含担保余额）不得超过金融租赁公司资本净额不得低于风险加权资产的 8%。
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：《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》，华泰联合证券研究所

按照渤海租赁 2011H1 期末 68.79 亿元净资产计算，最多可承揽 677.9 亿元的租赁余额，根据我们前面测算，2011H1 末公司承揽项目的租赁余额约为 105 亿元，即目前公司的“产能利用率”仅为 15%，未来的供给潜力巨大，结合上一点提到的业务需求非常旺盛，公司盈利前景依然十分光明。

后续摘帽行情值得期待

公司目前已向深交所申请撤销 ST，同时拟申请更名为“渤海租赁”。由于此前“ST”对众多机构投资者如保险机构等造成了刚性的投资门槛，一旦撤销后，摘帽行情值得期待。

投资建议：买入并长期持有

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。推荐逻辑：

- 1) 估值非常安全：**2011 年 PB 仅为 1.85 倍，为股价提供了足够的安全性。
- 2) 主营业务需求旺盛：**渤海租赁目前业务储备非常充足。
- 3) 背靠大树、机遇良多：**公司背靠海航集团，后者旗下拥有众多租赁产业。
- 4) 再融资利好：**对于租赁这类高资本消耗行业而言，融资需求必然存在，在业务充足的大背景下，未来再融资将为股东创造更多价值。

风险提示：租赁牌照批设提速风险

2010 年金融租赁、内资租赁、外资租赁数量分别为 17、45、120 家，相比 2009 年的 12、45、60 家分别增加了 5、0、60 家，未来需关注租赁牌照批设进度对行业竞争的影响。



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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。