



联讯证券

2015年12月31日

不评级(首次评级)

当前价: 元
 目标价: 2.0-3.0 元

分析师: 付立春

执证编号: S0300515120001
 TEL: 010-84938897
 EMAIL: fulichun@lxsec.com

研究助理: 王保庆

Tel: 010-64408440
 Email: wangbaoqing@lxsec.com

皖江金租(834237.OC)

首家新三板挂牌金融租赁企业

投资要点

✧ 海航系下的金融租赁企业

皖江金租是经银监会审批设立、专业从事融资租赁业务的金融租赁公司，于2011年成立于安徽省芜湖市，2015年7月公司完成股改更名为皖江金融租赁股份有限公司。之后公司于2015年11月在新三板挂盘，总股本30亿股。股东构成单一，海航工会为公司的最终实际控制人。公司治理层行业经验丰富，董事长来自海航租赁，总经理来自安徽银行系统。主营业务突出，收入近九成来自售后回租。

✧ 实力雄厚 牌照齐全

注册资本30亿元，在38家金融租赁企业中排名第十七位，居行业中游偏上水平。但同时，金融租赁企业多数为国有银行或保险公司，公司是非银行保险背景的金融租赁企业中注册资本金额排名第一。金融租赁公司仅占有租赁企业总数的1.32%，且多数为银行保险背景的公司，公司金融租赁牌照具备一定的稀缺性。目前，公司拥有全国银行间同业拆借牌照、医疗器械经营企业许可证、金融许可证等牌照。

✧ 业务稳步增长 潜力巨大

客户主要来自政府工程、国有特大型企业等项目，客户资源优质，违约风险低。队伍年轻，业务拓展能力强，公司营业收入和净利润均保持较快增长，2014年实现营业收入14.45亿元，较上年增加4.58亿元，增幅达58%。于此同时，公司的净利润也快速增加，2014年实现净利润34,749万元，同比增长30%。

✧ 首家新三板挂牌金融租赁企业 或实现跨越式发展

目前，公司的租赁资金主要来自于银行信贷和股东的资本金投入，挂牌新三板可以通过非定向增发募集大量资金，有效的解决公司发展遇到的资金成本高、资金短缺的短板，公司的营业收入和业绩增长仍有较大的空间和潜力，值得期待。

✧ 盈利预测及估值

预测公司2015-2017年EPS分别0.12、0.13和0.15元，参考与该公司主营业务相关的四家公司的估值，同时考虑到公司为金融租赁企业，标的具有较强的稀缺性，给予公司2015-2017年PE分别为25、25和20倍，PB分别为1.7倍、1.7倍和1.5倍。本研究报告为首次覆盖，目标价2.0-3.0元/股。

✧ 风险提示

利率波动风险、租赁物处置风险、流动性风险、财政奖励变动风险

目 录

一、公司概况：海航系下的金融租赁企业.....	3
(一) 股东构成单一 海航系下的金融租赁企业.....	3
(二) 公司治理层行业经验丰富	3
(三) 主营业务突出 收入近九成来自售后回租.....	3
二、实力雄厚 牌照齐全	4
(一) 注册资本 30 亿 实力雄厚	4
(二) 金融租赁牌照稀缺 租赁牌照丰富.....	4
三、业务稳步增长 潜力巨大	5
(一) 客户资源优质 违约风险低.....	5
(二) 队伍年轻 业务拓展能力强.....	5
(三) 营业收入与利润均稳步增长.....	5
四、首家新三板挂牌金融租赁企业 或实现跨越式发展	6
五、盈利预测及估值	6
六、风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 天津渤海租赁为公司控股股东持股 55%.....	3
图表 2： 售后回租业务收入占总收入的近九成	4
图表 3： 2014 年售后回租收入突破 10 亿元.....	4
图表 4： 注册资本 30 亿居行业第十七位	4
图表 5： 公司拥有丰富的租赁牌照.....	5
图表 6： 2014 年公司前五大客户多为大型国有企业	5
图表 7： 2014 年营业收入同比增加 58%.....	6
图表 8： 2014 年净利润同比增加 30%	6
图表 9： 估值水平	6
图表 10： 可比公司估值(截止日 2015 年 12 月 9 日)	6
图表 11： 股票目标价(截止日 2015 年 12 月 9 日)	6
图表 12： 公司盈利预测表	7

一、公司概况：海航系下的金融租赁企业

皖江金租是经银监会审批设立、专业从事融资租赁业务的金融租赁公司，2011年7月经中国银行业监督管理委员会批准筹建（银监复〔2011〕276号）的一家金融租赁公司，于2011年12月30日获得中国银监会批准开业的批复文件。公司于2011年成立于安徽省芜湖市，2015年7月公司完成股改更名为皖江金融租赁股份有限公司。之后公司于2015年11月在新三板挂牌，总股本30亿股。

（一）股东构成单一 海航系下的金融租赁企业

根据公司公开转让说明书，天津渤海租赁有限公司、芜湖市建设投资有限公司和美的集团股份有限公司分别对公司控股16.5亿股（占比55%）、9.9亿股（占比33%）和3.6亿股（占比12%）。其中，天津渤海租赁有限公司系渤海租赁有限公司全资控股子公司。且渤海租赁有限公司的控股股东为海航集团的全资子公司海航资本集团，控股比例高达44%。公司的最终实际控制人为海航工会，报告期内未发生变化。

图1：天津渤海租赁为公司控股股东持股55%

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	天津渤海租赁有限公司	1,650,000,000	55.00
2	芜湖市建设投资有限公司	990,000,000	33.00
3	美的集团股份有限公司	360,000,000	12.00
合计		3,000,000,000	100.00

资料来源：联讯证券

（二）公司治理层行业经验丰富

公司董事长李铁民来自渤海租赁，拥有丰富的金融租赁工作经验。总经理刘同安来自银监会安徽监管局，有丰富的银行工作经验。

李铁民，男，中国国籍，1970年10月1日出生，45岁，无境外永久居留权，本科学历。1992年中国人民大学国际经济专业本科毕业，曾在中新集团财务公司先后担任副总经理、总经理职务。2003年加入海航集团，历任海航集团财务有限公司副董事长兼总经理、渤海国际信托有限公司总经理，2009年任天津渤海租赁有限公司执行董事长兼总经理、海航集团北方总部(天津)有限公司总经理兼天津渤海租赁有限公司董事长职务。现任渤海租赁股份有限公司副董事长，皖江金租董事长。

刘同安，男，中国国籍，1963年11月出生，52岁，无境外永久居留权，本科学历，中共党员，政工师。2000年西南财经大学货币银行学专业本科毕业。历任池州地区行署办公室秘书，人民银行池州市中心支行办公室主任、党委委员、纪委书记，中国银监会池州监管分局党委委员、副局长，中国银监会安徽监管局人事处副处长、办公室副主任，中国银监会淮南监管分局党委书记、局长，农业银行安徽省分行挂职党委委员、行长助理，中国银监会安徽监管局国有一处处长。现任皖江金租董事、总经理。

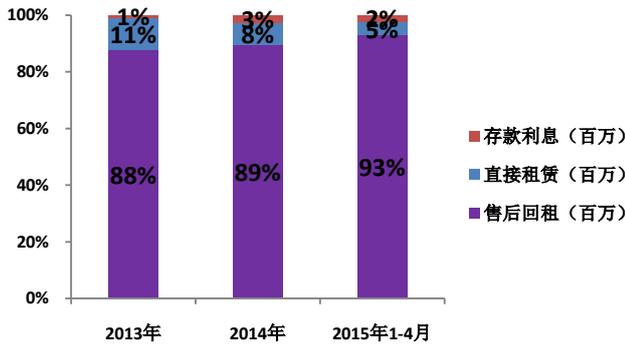
（三）主营业务突出 收入近九成来自售后回租

公司主要提供回租融资租赁和直接融资租赁两类服务。其中，直接融资租赁是指公司（出租人）根据客户（承租人）资产购置计划购买资产，提供给客户使用，客户支付租金；租赁期满，客户支付名义价格，资产归客户所有。售后回租融资租赁是指公司（出租人）提供融资服务，客户将其自有资产出售给公司，并与公司订立融资租赁合同，再将该物件租回使用。租赁期满，客户支付名义价格，资产归还客户所有。

2014年公司营业收入124,458.89万元，全部为主营业务收入。其中，售后回租和直接租赁的营业收入分别为111,213.21万元和10,026.48万元，占营业收入的比重分别为89.36%和8.06%，且报告期内未发生重大变化。

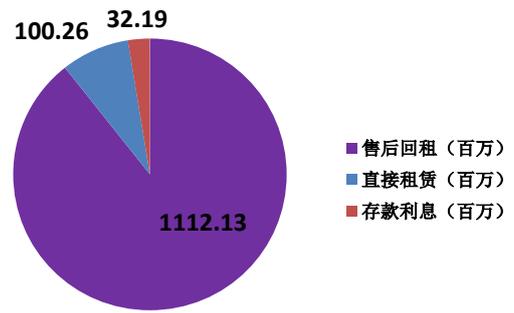


图表2： 售后回租业务收入占总收入的近九成



资料来源：Wind 联讯证券

图表3： 2014 年售后回租收入突破 10 亿元



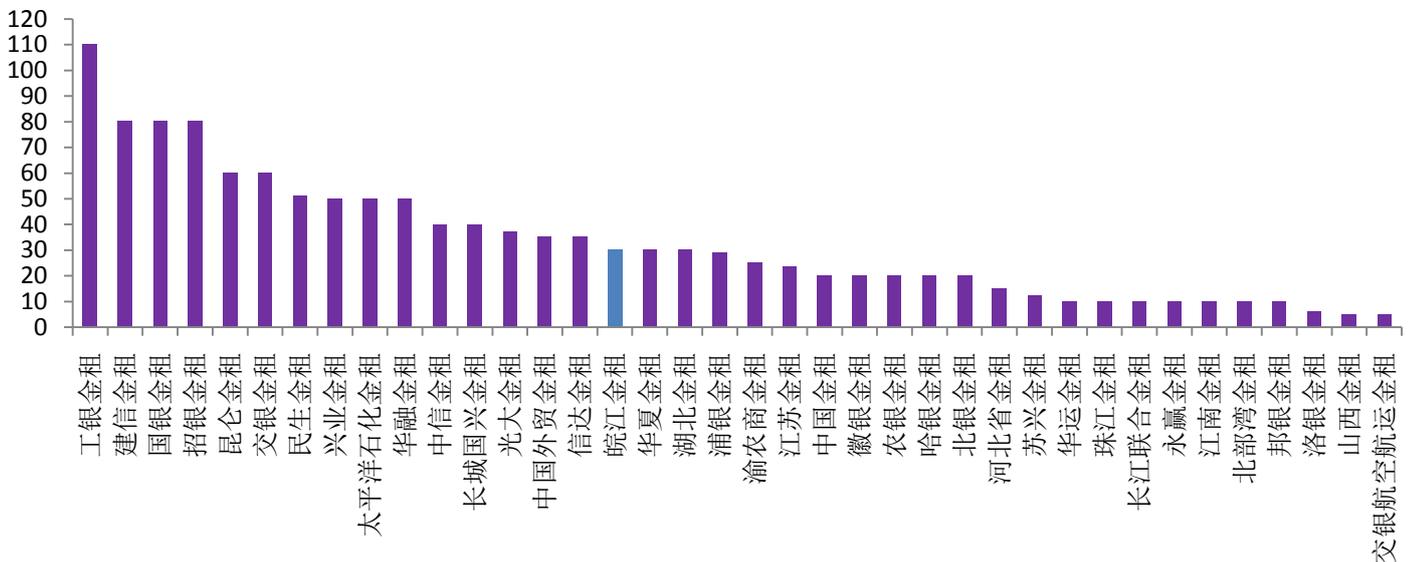
资料来源：Wind 联讯证券

二、实力雄厚 牌照齐全

(一) 注册资本 30 亿 实力雄厚

公司注册资本 30 亿元，在 38 家金融租赁企业中排名第十七位，居行业中游偏上水平。但同时，金融租赁企业多数为国有银行或保险公司，公司是非银行保险背景的金融租赁企业中注册资本金额排名第一，公司总体实力雄厚。经过多年的积累，公司与多家银行形成了长期良好的合作关系，银行向公司的授信也逐渐增加。

图表4： 注册资本 30 亿居行业第十七位



资料来源：零壹研究院 联讯证券

(二) 金融租赁牌照稀缺 租赁牌照丰富

公司是证监会批准成立的第 18 家金融租赁企业，截至 2015 年 6 月底，全国注册的融资租赁公司 2951 家。其中，金融租赁公司 39 家，内资试点租赁公司 191 家，外资租赁公司 2721 家，金融租赁公司仅占总数的 1.32%，且多数为银行保险背景的公司，公司的金融租赁牌照具备一定的稀缺性。金融租赁公司与融资租赁公司相比，可以吸收股东存款，且可进入同业拆借市场，融资租赁公司则不能从事上述业务。

目前，公司拥有全国银行间同业拆借牌照、医疗器械经营企业许可证、金融许可证等牌照。

图表5： 公司拥有丰富的租赁牌照

序号	资质名称	组织机构代码/批准文号	颁发单位	取得时间	有限期限
1	全国银行间同业拆借	银行总部函 [2014] 18 号	中国人民银行上海总部	2014 年 4 月 2 日	—
2	医疗器械经营企业许可证	皖 021072 号	芜湖市食品药品监督管理局	2014 年 4 月 10 日	2019 年 4 月 9 日
3	金融许可证	M0044H334020001	中国银监会芜湖监管分局	2015 年 7 月 3 日	—
4	机构信用代码	G1034020200313370P	中国人民银行征信中心	2015 年 8 月 5 日	2020 年 8 月 4 日

资料来源：Wind 联讯证券

三、业务稳步增长 潜力巨大

（一）客户资源优质 违约风险低

公司目前的客户主要来自政府工程、国有特大型企业等项目，客户资源优质，违约风险低。2015 年公司又拓展了淮北市公共事业资产管理有限公司、淮南市产业发展集团有限公司等优质客户。

图表6： 2014 年公司前五大客户多为大型国有企业

客户名称	营业收入（万元）	收入占比
昆明轨道交通集团有限公司	6489	5.2%
重庆海龙石化有限公司	6148	4.9%
河北航空有限公司	3834	3.1%
天津天钢联合特钢有限公司	3513	2.8%
常德金禹水利投资有限公司	3340	2.7%

资料来源：Wind 联讯证券

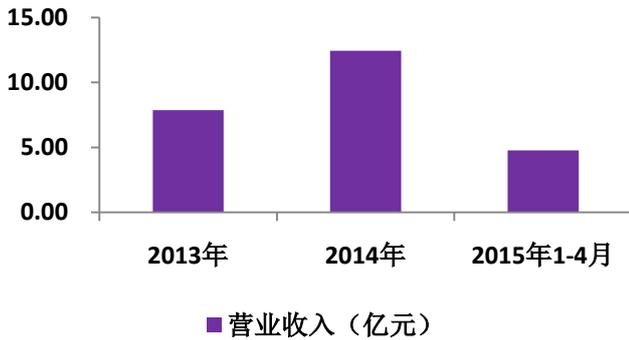
（二）队伍年轻 业务拓展能力强

目前有一支年轻优秀的业务人员，公司员工 106 人，业务人员 65 人，占总人数的 61.32%，年龄在 30 岁以下的 57 人，占总人数的 53.77%，公司全部人员均拥有本科以上学历，研究生及以上占 38.68%。公司已经分别在安徽省内以及北京、上海、重庆、西安、华南等地设立的业务部门，负责相关区域的市场开拓和业务承做工作。同时，针对公司的重点优势领域，公司专门设立了航空、航运、车辆等领域的金融事业部，专门负责相关领域的市场开拓和业务承做工作。

（三）营业收入与利润均稳步增长

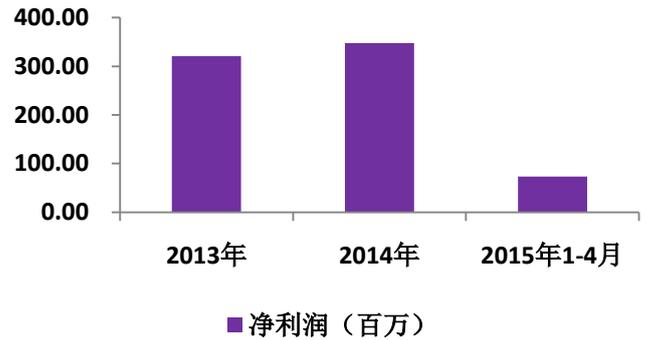
公司 2012 年开始正式营业，但近四年来业务取得了快速的发展，2014 年实现营业收入 14.45 亿元，较上年增加 4.58 亿元，增幅达 58%。于此同时，公司的净利润也快速增加，2014 年实现净利润 34,749 万元，同比增长 30%

图表7: 2014 年营业收入同比增加 58%



资料来源: Wind 联讯证券

图表8: 2014 年净利润同比增加 30%



资料来源: Wind 联讯证券

四、首家新三板挂牌金融租赁企业 或实现跨越式发展

目前,公司是国内第一家在新三板挂牌上市的金融租赁企业,也是国内股市唯一一家纯粹的金融租赁上市公司。目前,公司的租赁资金主要来自于银行信贷和股东的资本金投入,挂牌新三板通过非定向增发募集大量资金可以有效的解决公司发展遇到的资金成本高、资金短缺的短板,公司的营业收入和业绩增长仍有较大的空间和潜力,值得期待。

五、盈利预测及估值

预测公司 2015-2017 年 EPS 分别 0.12、0.13 和 0.15 元,2014 年每股净资产为 1.18 元。公司所属 wind 三级行业为消费信贷III,新三板该板块公司最新 PE (TTM) 中值为 19.4 倍, PB 中值为 4.09 倍。但该三级子行业样本数少,且各公司主营业务差异大,参考意义不强,参考与该公司主营业务相近的四家公司的估值,融信租赁和福能租赁规模较小,参考比重低,主要参考中国康富、中航资本的估值,同时考虑到公司为唯一一家金融租赁企业,标的具有较强的稀缺性,给予公司 2015-2017 年 PE 分别为 25、25 和 20 倍, PB 分别为 1.7 倍、1.7 倍和 1.5 倍。本研究报告为首次覆盖,目标价 2.0-3.0 元/股。

图表9: 估值水平

	PE	PB
行业中值	19.4	4.09
公司估值	25	1.7

资料来源: Wind 联讯证券

图表10: 可比公司估值(截止日 2015 年 12 月 9 日)

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PB (LF)	EPS	BPS
833499	中国康富	27.19	1.05	0.11	1.33
831379	融信租赁	76.25	5.80	0.14	1.40
832743	福能租赁	6.82	1.02	0.23	1.26
600705	中航资本	32.44	3.43	0.49	3.60

资料来源: Wind 联讯证券

图表11: 股票目标价(截止日 2015 年 12 月 9 日)

当前价	PE 目标价	PB 目标价	最终目标价
	3.0	2.0	2.0-3.0

资料来源: Wind 联讯证券

六、风险提示

利率波动风险、租赁物处置风险、流动性风险、财政奖励变动风险

图表12： 公司盈利预测表

万元（人民币）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	124459	130682	143750	158125
利息净收入	-58784	-61420	-67563	-74319
减：利息支出	58784	61420	67563	74319
手续费及佣金净收入	-1153	-1215	-1337	-1471
减：手续费及佣金支出	1153	1215	1337	1471
营业支出	88197	92784	102063	112269
营业税金及附加	2402	2614	2875	3163
管理费用	9127	9148	10063	11069
资产减值损失	16732	18295	20125	22138
营业利润	36262	37898	41688	45856
加：营业外收入	10126	11030	12133	13346
利润总额	46387	48927	53820	59202
减：所得税	11638	12232	13455	14801
净利润	34749	36695	40365	44402
归属于母公司所有者的净利润	34749	36695	40365	44402
EPS	0.12	0.12	0.13	0.15
PE	-	25	25	20

资料来源：Wind 联讯证券

合规提示

本报告涉及的皖江金租（834237.OC），渤海租赁持股占总股本的 55%，为控股股东。联讯证券 2015 年中报显示，渤海租赁同时持有联讯证券 3.57%的股份，同时渤海租赁实际控制人海航集团通过海口美兰国际机场股份有限公司和大新华航空有限公司两家公司持有联讯证券 20.1%的股份。本报告系本公司研究员根据皖江金租（834237.OC）公开信息所做的独立判断。

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。