



买入 **27% ↑**
目标价格:人民币 20.23
000587.CH
价格:人民币 15.99
目标价格基础:分部估值法
板块评级:增持

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.8	3.0	0.6	(22.8)
相对深证成指	4.6	4.5	5.4	(28.1)
发行股数(百万)				1,062
流通股(%)				54
流通市值(人民币 百万)				9,212
3个月日均交易额(人民币 百万)				160
净负债比率(%) (2017E)				净现金
主要股东(%)				
深圳前海九五企业集团有限公司				37

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年2月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造:家用轻工

罗惠洲

(8610)66229014

huizhou.luo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516030001

鲍森

(8610)66229084

miao.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516120002

金洲慈航

黄金租赁双轮驱动, 金融布局值得期待

公司实行多元化发展, 致力于黄金业务、融资租赁两大经营领域。黄金业务深耕产业链营收较为稳定, 融资租赁市场渗透提升空间大, 前景广阔。公司积极投资银行、担保等业务, 将发挥金融领域协同发展优势, 培育新利润增长点。我们对其给予买入的首次评级, 目标价格 20.23 元。

支撑评级的要点

- **纵向深度拓展黄金产业链, 多渠道销售加强品牌实力。**公司围绕黄金矿山建设投资、黄金首饰生产加工、珠宝首饰品牌零售三大业务板块, 实现产业链的整合。同时, 在青岛等区域中心城市建立专业黄金珠宝商城, 入驻北京进军华北市场, 凭借加盟品牌效应以及线上营销策略巩固销售能力。公司致力于提升品牌实力, 打造大型黄金珠宝企业集团。
- **丰汇租赁发展迅猛, 提供持续增长驱动力。**2012年至2015年, 丰汇租赁每年净利润均保持了70%以上的增长, 2016年净利润预计至少将达8.8亿元。公司通过ABS等方式拓宽资金渠道, 减少对自有资金与银行保理贷款的依赖, 降低融资端成本。同时, 凭借完善的风控体系、雄厚的自有资金实力, 对多行业进行有效覆盖, 综合租赁业务实力雄厚。公司集成融资租赁、委托贷款等金融服务业务, 融资和资金管理能力不断增强, 评级得以显著提高。
- **产融协同促发展, 布局金融谋突破。**公司通过资源整合、结构调整, 形成黄金珠宝与融资租赁两大业务板块相互支撑、产融结合、共同促进的业务格局, 着力构建两大产业协同发展的大型产融集团。以改革创新为强大动力, 加速完善金融产业布局, 拓宽未来发展空间, 参股浙江余杭农商行、新疆汇和两大银行, 控股典当公司和担保公司, 参与设立产业并购基金, 着力扩大金融投资, 提升金融业竞争实力, 未来金融产业布局前景广阔。

评级面临的主要风险

- 黄金价格下跌; 融资租赁业务政策风险等。

估值

- 我们采用分部估值法, 给予黄金板块36.2倍市盈率, 给予融资租赁板块3倍市净率, 公司目标价为20.23元, 首次深度覆盖, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币, 百万)	10,332.5	9,923.2	12,608.4	14,413.2	16,442.0
变动(%)	n.a.	(4.0)	27.1	14.3	14.1
归母净利润(人民币, 百万)	142.4	297.6	1,020.8	1,459.0	1,805.5
变动(%)	n.a.	109.0	243.0	42.9	23.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.26	0.46	0.99	1.42	1.75
全面摊薄市盈率(倍)	60	34.1	15.8	11.1	8.9
市净率(倍)	6.7	2.2	2.0	1.7	1.4

资料来源: 公司数据, 中银证券

目錄

积极布局金融业务，产融双驱稳健发展.....	3
传统黄金业务：业务链条完善，营收保持稳定.....	6
融资租赁：增长新引擎，发展新高度	8
构建大型产融集团，金融布局前景广阔.....	10
公司主要看点.....	12
盈利预测	13
估值和投资建议	14
研究报告中所提及的有关上市公司	17

积极布局金融业务，产融双驱稳健发展

黄金租赁双端发力，积极拓展金融版图

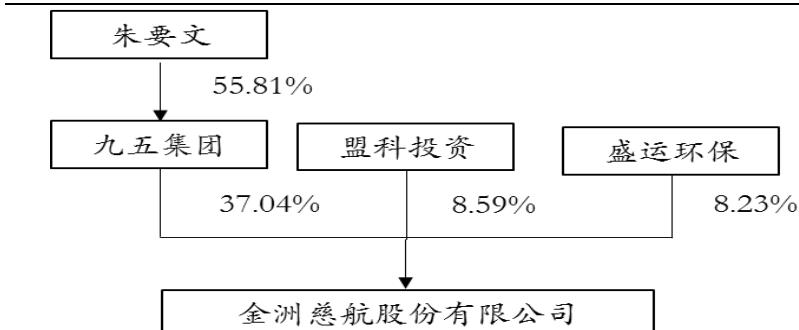
金洲慈航集团股份有限公司（以下简称“金洲慈航”）控股股东为深圳前海九五企业集团有限公司，持股 37.04%。朱要文先生通过九五集团控制公司 37.04%的股份，为公司实际控制人。公司两大主营业务——黄金珠宝、融资租赁业务共同构成公司主要利润来源。

传统黄金业务下属公司众多，辐射地域广阔，覆盖从黄金珠宝设计、生产、批发、零售的全黄金产业链。珠宝黄金的加工业务主要由重庆金叶珠宝加工有限公司承担，批发零售业务主要由深圳市金叶珠宝有限公司、深圳前海金叶珠宝实业发展有限公司、金叶珠宝（上海）有限公司、金叶珠宝（北京）有限公司承担。未来公司将以东莞市金叶珠宝集团有限公司为核心，将除金叶珠宝（上海）有限公司和重庆两江金叶珠宝有限公司外的其他公司合并成立金叶珠宝集团。自 2016 年年初以来，黄金珠宝市场回升，黄金价格上涨，2016 年上半年黄金业务毛利润为 2.75 亿元，较上年同期增长 22.87%。

融资租赁业务由公司的全资子公司丰汇租赁从事。丰汇租赁于 2009 年 12 月经批准成为内资融资租赁试点企业，主要开展售后回租和直接租赁等融资租赁业务，并在传统融资租赁业务的基础上，同各大银行进行应收账款保理业务合作以及通过信托计划、资产管理计划产品融资，以加速融资租赁项目资本金的回笼和利用其它金融机构的资金支持来扩大自身融资租赁业务规模。该业务自 2015 年起纳入公司合并报表，2016 年上半年该业务营收为 10.88 亿元，毛利润 6.75 亿元。

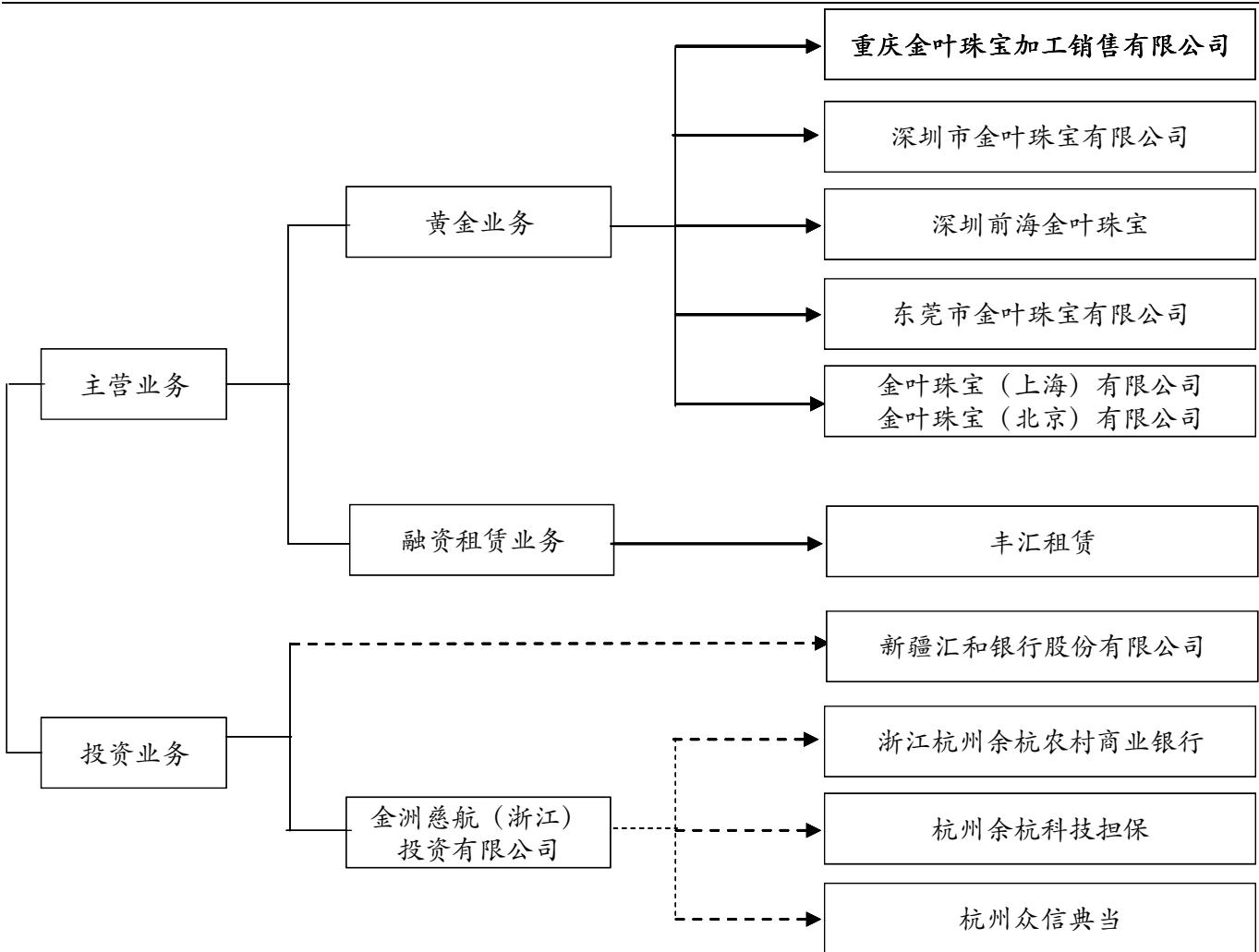
此外，公司积极拓展金融版图。2016 年，公司设立全资子公司金洲慈航（浙江）投资有限公司；控股子公司丰汇租赁参与设立并购基金对智慧城市等相关行业进行股权投资。2017 年，公司拟收购新疆汇和银行股份有限公司 11.34% 股权，全资子公司金洲慈航（浙江）投资有限公司拟用自有资金以现金支付的方式收购浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司的 5% 股份、杭州余杭科技担保有限公司的 94.05% 股权和杭州众信典当有限责任公司的 70% 股权。

图表 1. 金洲慈航实际控制人



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 2. 承担主要业务的子公司及参股公司



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 3. 主要高管背景

姓名	职务	个人简历
朱要文	董事长 总经理	硕士研究生。曾任万向集团深圳投资有限公司投资部总经理、深圳汇通投资有限公司副董事长总经理、重庆四维控股（集团）股份有限公司董事、总经理，2008年创办深圳前海九五企业集团有限公司并任执行董事至今。2013年7月至今任本公司第七届董事会董事长。
张金铸	副董事长	硕士研究生。历任伊春市美溪区劳动工资料科员、科长；伊春市劳动局副科长、副局长；伊春市乌马河区区长、林业局局长、乌马河区党委书记；伊春林业管林局副局长、伊春市人民政府副市长，党组成员；伊春市政协副主席、市委统战部部长。2009年1月至今光明集团股份有限公司董事长，总经理。现任公司副董事长。
周汉生	副总经理	本科学历。2005年至2013年任湖北省森捷建设工程有限公司总经理。现任公司副总经理、东莞市金叶珠宝有限公司董事长、深圳前海金叶珠宝实业发展有限公司董事长。
汪洋	副总经理	硕士研究生。2010年6月至2013年8月任中泰创展有限公司总裁，2013年8月至今丰汇租赁有限公司董事长。现任本公司副总经理。
崔亿栋	副总经理	本科学历，双学士，中级会计师。历任鑫诚广旭税务师事务所审计业务部项目经理、贵州兴和欣矿业公司财务总监，2014年1月至今任丰汇租赁有限公司财务总监。现任公司副总经理。
杨彪	财务总监	会计师。历任汕头市锦峰集团项目部主管、东莞市美高容器有限公司总经理助理兼财务主管、东莞市金龙首饰有限公司生产基地财务经理，2007年7月至今任东莞市金叶珠宝有限公司财务总监。现本公司财务总监。
任会清	总会计师	本科学历。历任伊春森林家具有限公司总会计师、宿州光明家具有限公司总经理、华东辖区总经理、光明集团圣泉禾投资公司财务总监、光明集团家具股份有限公司总经理兼财务总监。现任公司总会计师。
赵国文	董事会秘书	硕士研究生。历任深圳市立润投资有限公司法务管理中心法务专员，深圳市东方银座集团公司审计法务部法务专员。2011年10月至2012年6月，任本公司法务专员。2012年6月至今任本公司董秘。

资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 4. 主要子公司及参股公司概况

公司类型	公司名称	公司简介
全资子公司	重庆金叶珠宝加工销售有限公司	重庆金叶珠宝加工销售有限公司成立于 2012 年, 注册资本 10,000 万元, 主要从事金银首饰、珠宝玉器、黄金、黄金饰品、工艺美术品的加工、批发、零售业务。
全资子公司	深圳市金叶珠宝有限公司	深圳市金叶珠宝有限公司成立于 2012 年, 注册资本 20,000 万元, 主要从事金银饰品、铂金饰品、向前食品、玉器珠宝首饰、工艺礼品的销售。
全资子公司	深圳前海金叶珠宝实业发展有限公司	深圳前海金叶珠宝实业发展有限公司成立于 2011 年, 注册资本 20,000 万元, 主要从事金银饰品、铂金饰品、镶嵌饰品、玉器珠宝首饰、工艺礼品及包装物料的销售。
全资子公司	东莞市金叶珠宝有限公司	东莞市金叶珠宝集团有限公司成立于 1998 年, 集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售于一体, 产品覆盖全国 90% 以上的区域, 客户遍布国内及东南亚地区, 多家自有专卖店和品牌加盟店, 向全国 1,000 多家珠宝商供货, 形成了纵横交错的大中华营销网络。
子公司	丰汇租赁有限公司	丰汇租赁有限公司成立于 1999 年, 注册资本为 40 亿元, 位居内资融资试点企业注册资本金排名前列。目前国内的委托贷款行业主要为上市公司利用闲置资金通过银行进行委托贷款, 丰汇租赁是为数不多的将委托贷款业务作为主营业务的企业, 在行业中具有一定的竞争力。
全资子公司	金洲慈航 (浙江) 投资有限公司	金洲慈航 (浙江) 投资有限公司成立于 2016 年 11 月, 注册资本 60,000 万元, 该公司主要为加强公司在长三角地区的业务延伸, 提升公司资金资本的运作空间, 促进产业与金融的有效结合。

资料来源: 公司定期报告, 中银证券

图表 5. 2016 年上半年主要子公司财务数据 (亿人民币)

公司类型	公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
子公司	重庆金叶珠宝加工销售有限公司	100.00%	10.74	4.20	9.30	0.28
子公司	深圳市金叶珠宝有限公司	100.00%	6.97	2.20	4.66	0.03
子公司	深圳前海金叶珠宝实业发展有限公司	100.00%	6.61	2.13	16.67	0.15
子公司	东莞市金叶珠宝集团有限公司	100.00%	38.86	10.25	29.30	0.64
子公司	金叶珠宝 (上海) 有限公司	51.00%	1.25	0.99	0.09	(0.02)
子公司	金叶珠宝 (北京) 有限公司	100.00%	0.94	0.92	0.25	0.02
子公司	丰汇租赁有限公司	90.00%	194.84	30.91	10.88	4.40

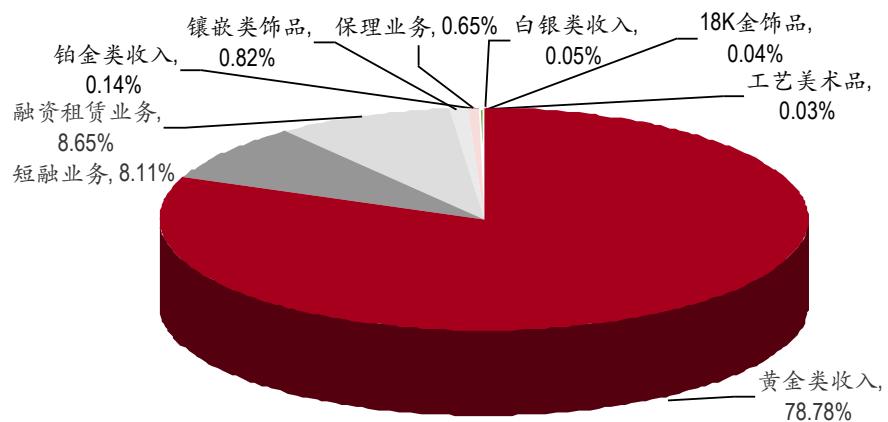
资料来源: 公司定期报告, 中银证券

传统黄金业务：业务链条完善，营收保持稳定

黄金业务是公司营业收入的重要组成部分。2016年上半年，黄金类收入共42.6亿元，占总收入的78.78%，黄金相关业务收入共43.5亿元，占总收入的80.52%。

作为国内珠宝行业领军企业之一，公司拥有数百项外观设计专利、数百家加盟商及直营店，年加工黄金量位居全国前三、年开发新产品数千款，市场覆盖率及品牌影响力均位于行业前列，曾获得“中华（广东）黄金珠宝文化基地”的荣誉。黄金产业建筑面积三万平方米、全面实现现场6S以及精细化管理、拥有一流生产设备的现代化黄金文化产业园，为市场提供高端化、专业化、标准化、品牌化的黄金珠宝研发设计、定制加工、批发、零售等各种服务及产品。

图表6. 公司收入结构（2016H1）



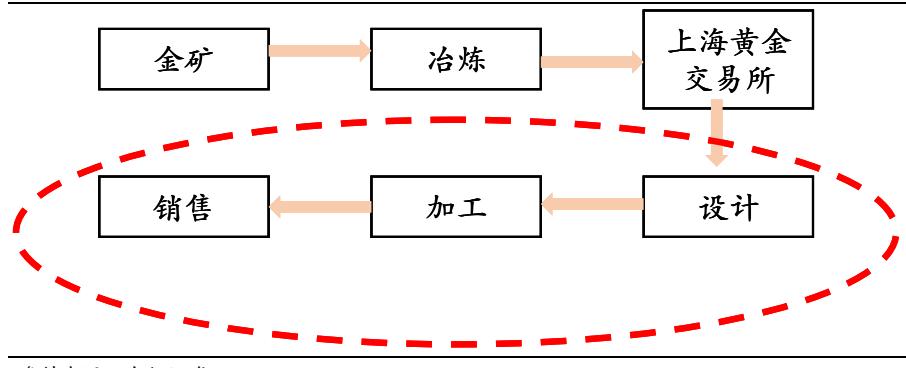
资料来源：公司定期报告，中银证券

纵向深度拓展，业务链条完善

整个黄金产业链包括矿山开采、冶炼、饰品加工销售等六大环节。上游金矿开采环节技术水平较高，主要由中金黄金、紫金矿业、山东黄金和招金集团等大型国企进行；中游冶炼环节由黄金冶炼企业冶炼形成金锭，技术相对较为简单；由于我国对黄金市场的管制，形成金锭后必须通过上海黄金交易所交易黄金；下游企业从交易所购买金料后进行各类黄金制品的设计、加工和销售，行业整体集中度较低，竞争非常激烈，盈利水平较低。目前国内知名的首饰零售企业，比如周生生、周大福，主要从行业龙头企业百泰黄金、粤豪黄金等购买黄金首饰成品进行销售。

本公司不局限于黄金珠宝首饰加工业务，积极拓展黄金产业链上下游，通过多种方式完善产业链条，向上游延伸扩展进行珠宝首饰的设计，向下游延伸加大珠宝首饰品牌销售力度，集首饰开发设计、生产加工、批发零售于一体，围绕黄金矿山建设投资、黄金首饰生产加工、珠宝首饰品牌零售打造黄金领域三大业务板块。公司处于黄金加工行业集聚地区，目前我国的黄金加工80%集中在深圳罗湖地区，可以有效利用地区集聚效应提升黄金加工能力。经过多年在行业深耕，公司目前已经成为国内知名的珠宝加工企业以及黄金资源经营企业之一。

图表 7. 黄金产业链

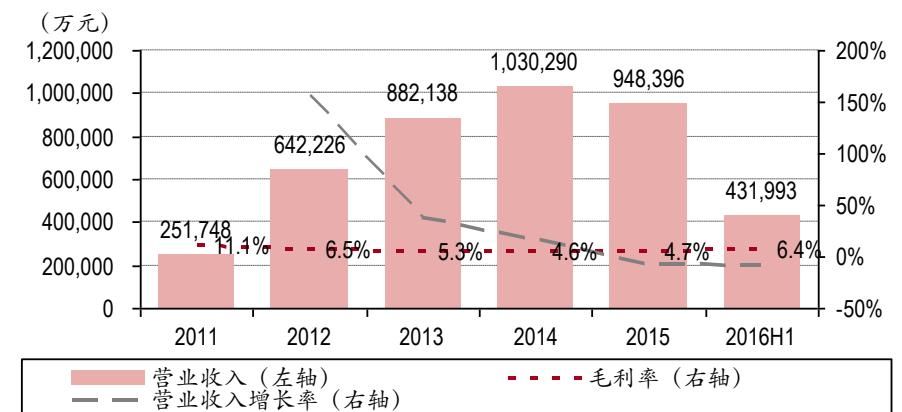


资料来源：中银证券

营收稳定发展，毛利率逐渐改善

黄金珠宝业务发展迅速、增长趋势良好、盈利能力较强，近年来公司已深度介入黄金资源的生产加工销售等相关业务，纵向完善业务链条，业务收入增长态势良好、盈利水平较强，2012年公司营业收入达64.27亿元，净利润达1.80亿元，位居行业前列，2013年公司实现营业收入88.31亿元，利润总额1.92亿元，归属于母公司所有者的净利润1.47亿元，2014年公司实现营业收入103.33亿元，利润总额1.79亿元，归属于母公司所有者的净利润1.42亿元，凸显了公司优异的珠宝加工及黄金资源经营能力。

图表 8. 黄金业务收入、增长率及毛利率 (2011-2016H1)



资料来源：公司定期报告，中银证券

积极拓展销售渠道，加强品牌形象

公司加强品牌与销售渠道网络建设，目前已经形成区域经销、自营（包括直营店、旗舰店、商场专柜）、品牌加盟、线上网络、银行多渠道相结合的销售体系。一方面，为顺应网络购物的迅猛发展，公司大力发展电子商务，网络店铺覆盖天猫、京东、1号店等六大网络旗舰店，并不断改版完善店铺形象。另一方面，公司加速推进全国市场布局，在区域中心城市青岛开设专业黄金珠宝商城，打造黄金珠宝购物天堂；入驻北京，落户新街口，打开华北市场。积极完善销售体系，注重品牌与渠道的结合，使公司的品牌形象得到更加广泛的传播，品牌实力不断加强。

融资租赁：增长新引擎，发展新高度

评级高风控严，资本实力雄厚

丰汇租赁是国家税务总局和商务部2009年12月联合审批设立的第六批内资试点融资租赁公司，自取得内资试点融资租赁公司资格以来，融资租赁业务取得了快速的发展，2014年获得北京市“2014年融资租赁十强企业”第四名。

国内评级方面，2016年6月“联合信用”对丰汇租赁的主体评级由AA-调升至AA，展望为“稳定”，使得丰汇租赁成为内资融资租赁公司仅有的国内四家、北京唯一一家取得评级AA以上的企业。

丰汇租赁风险控制严格。第一，在合规经营的基础上，丰汇租赁加强风控机制，将风险资产的杠杆比例严格控制在10倍以内，不允许开展同业拆借、直接发放贷款、吸收存款等金融业务。第二，对承租人的信用审核严格。2016年丰汇租赁正式获批接入央行企业征信系统的资格，是北京地区首批获得资格的20家租赁公司之一，与银监会批准的包括金融租赁公司在内的各金融机构获取央行征信系统同等的认可资格。接入央行企业征信系统后，公司可以掌握已接入机构的征信情况和汇集企业的负债信息，既能帮助债权人评估交易对手的信用风险，也保护了融资租赁公司租赁物的所有权，提升丰汇租赁的风险控制能力。

丰汇租赁拥有雄厚的自有资金实力以及广阔的资金渠道。公司注册资本40亿元，资本金实力在国内融资租赁行业名列前茅。此外，丰汇租赁成功拓展了新的资金解决渠道，通过资产支持计划(ABS)、公司债盘活租赁资产并拓宽资金来源。2015年10月，证监会许可公司发行公司债募集资金，目前本次债券第一期已发行完毕，共募集资金4亿元，随着另外4亿元募集资金的到位，公司资本实力将大大加强。2015年11月，公司携业内其他三家融资租赁公司发起设立国内首单联合租赁ABS，开创融资租赁ABS领域先河，公司作为原始权益人之一，发行规模达7.27亿元。通过联合发行ABS，可以进一步降低融资成本，分散风险提升融资效率。

业绩发展迅猛，成为盈利新增长点

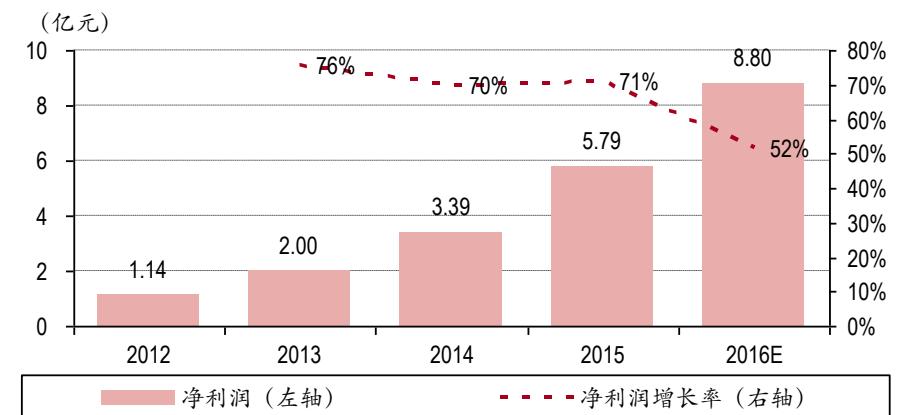
丰汇租赁收入来源主要包括融资租赁业务和委托贷款业务两大类。对于拥有一定数量设备的企业，发行人通常建议其采用融资租赁模式，承租人可将自有设备等资产出售给发行人，并按约定向发行人支付财务顾问费用并支付租金使用该资产，发行人获取租金收入以及财务顾问收入。对于无较大数额生产设备的非生产型企业，发行人在其提供足额担保物或者保证人连带责任担保的情况下，对还款能力和资信情况良好的企业进行委托贷款，后续获取利息收入以及财务顾问收入。

丰汇租赁已成功地为东北特钢、桐庐富春、宏利水务、沈阳农业等客户提供了融资租赁服务和为贵阳大地、蓝海置业、华泓置业等客户提供委托贷款服务，此外，丰汇租赁同中国银行、营口银行、北京银行、中国进出口银行和英大信托、财通资管、摩山保理等资金方建立了良好的业务关系。

丰汇租赁业绩增长迅猛。自2012年以来，净利润年增长率均在70%以上，2015年净利润达5.8亿元，高于收购时所承诺的5.0亿元净利润，近期公司发布业绩预告预计2016年净利润至少将达8.8亿元，超过承诺的净利润0.8亿元。丰汇租赁所从事的融资租赁和委托贷款业务毛利率水平较高，均在60%以上，预计未来随着资金规模的进一步扩大，盈利能力将得到进一步改善。

2016年上半年，融资租赁业务营业收入为10.8亿元，占总营业收入的20.1%，由于该业务利润空间较大，毛利润为6.75亿元，占总毛利润的71.0%，成为公司主要利润来源。

图表9. 丰汇租赁净利润及增长率 (2012-2016年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表10. 丰汇租赁营业收入构成 (2016年1-6月)

		营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率
融资租赁业务	利息收入	2.43	2.00	61.66%
	财务顾问收入	2.78		
委托贷款业务	利息收入	2.59	2.12	60.05%
	财务顾问收入	2.73		
合计		10.53	4.12	60.87%

资料来源：公司定期报告，中银证券

市场渗透率低，持续扩张可期

租赁行业整体发展较快。截至2015年6月，我国共有3,185家融资租赁企业，与2014年底的数据相比，增加了1,140家，较2014年增长大约55.6%。但总体来看，租赁市场渗透率仍旧较低。2014年，我国租赁渗透率为7.1%。与此同时，发达国家则保持在15%~30%。融资租赁业务对GDP的渗透比虽从2009年的1.1%上升到2014年的4.7%，但与我国庞大的投资状况相比不难发现：我国融资租赁业务仍有较大的发展空间。

图表11. 中国融资租赁行业渗透率情况

年份	全国融资租赁业务总量增长率(%)	全国固定资产投资总额增长率(%)	融资租赁业务市场渗透率(%)	融资租赁业务GDP渗透率 (%)	我国融资租赁合同余额(亿元)
2006		23.9	0.1	0.04	80
2007	200.0	24.8	0.2	0.09	240
2008	545.8	25.9	0.9	0.49	1,550
2009	138.7	30.0	1.6	1.09	3,700
2010	89.2	12.1	2.8	1.74	7,000
2011	32.9	23.8	3.0	1.97	9,300
2012	66.7	20.3	4.1	2.98	15,500
2013	35.5	19.1	4.7	3.57	21,003
2014	42.9	20.1	7.1	4.72	30,013

资料来源：2013-2014 中国金融租赁行业年度发展报告，中银证券

构建大型产融集团，金融布局前景广阔

公司积极完善金融产业布局，统筹金融与黄金、融资租赁等现有业务的协同，不断提升公司金融产业的竞争力，拓宽融资渠道，大力促进产业与金融的结合，努力实现打造黄金珠宝与金融产业协同发展的大型产融集团的战略目标。随着金融领域业务不断开展，公司资本运作实力将进一步增强，预期未来金融布局将更为丰富。

产融结合，打造新型黄金全产业链金融服务商

近年来黄金行业竞争较为激烈，银行融资往往难以满足企业融资需求，黄金产业链上游的采矿、冶炼企业在新建投资项目以及项目升级时需要购买大型设备，中游的黄金加工类企业需要及时融资以补充原料金，下游的黄金饰品经销商需要融资扩大业务规模。公司深耕黄金业务多年，积累了丰富的人脉资源和行业经验，熟悉黄金产业链条各个环节业务流程，深知企业融资痛点，可通过将黄金业务和融资租赁业务结合为黄金产业链上下游企业提供各类融资服务，实现产业与金融的有效协同。

相比起银行抵押贷款，丰汇租赁为黄金企业提供的融资服务审批流程短、融资方式灵活、可接受抵押品范围及覆盖面广。公司具备为黄金金融全产业链上下游企业提供融资服务的综合服务能力，对于上游的采矿、冶炼企业，可以提供设备融资租赁服务和委托贷款服务；对于中游的黄金加工类企业，可提供黄金租赁服务；对于下游的黄金饰品经销商，可提供委托贷款服务。

多点开花，大力拓展长三角金融布局

为加强公司在长三角地区的业务延伸，提升公司资本的运作空间，促进现有金融服务业务的长期稳定发展，实现产业与金融的有效结合，公司充分利用区位优势和政策优势开展对外投资业务，2016年11月28日，设立全资子公司金洲慈航（浙江）投资有限公司专门进行对外投资。

子公司成立后不久，公司便开始积极进行投资布局，2017年11月6日，子公司与杭州余杭金控控股股份有限公司签订《股权转让协议》，受让其持有的浙江杭州余杭农村商业银行股份有限公司5%股份、杭州余杭科技担保有限公司94.05%股权和杭州众信典当有限责任公司70%股权，以自有资金支付标的资产对价合计5.6亿元。收购完成后，公司的金融服务产业将覆盖长三角地区，借助该地区发达的资本市场，可以快速提升公司的金融服务产业竞争力。

收购银行拓宽融资渠道

随着国家一带一路规划的施行，新疆作为丝绸之路经济带核心区域，日益凸显出其区位优势和辐射效应。2017年1月9日，公司与锦西钢管新疆有限公司和葫芦岛港新疆国际物流有限公司签署《股份转让协议》，以2亿元现金作为对价收购新疆汇和银行股份有限公司11.34%股权，成为该银行第一大股东。新疆汇和银行2015年底资产总额125.9亿元，净资产9.8亿元，净利润1.1亿元，业绩改善空间较大。公司成为新疆汇和银行第一大股东后，使银行控制权进一步集中，可改变以往股权分散、经营决策效率较低的局面，并借助资本市场的影响力改善银行经营状况，从而为公司带来丰厚的投资收益。

此外，收购银行能有效促进公司融资租赁业务发展。目前内资租赁公司融资成本仍然较高，资金规模制约了公司业务的进一步扩展，通过参股银行，可以在一定程度上拓宽融资渠道，降低融资成本，提高融资租赁业务盈利能力。

投资产业并购基金实现资产稳健增长

2016 年，丰江租赁参与众融财富资产管理（北京）有限公司设立的“安盈·智慧城市产业并购基金管理计划”，该并购基金作为专项基金，将主要用于投资北京中睿北科投资管理中心 LP 份额，对智慧城市等相关行业进行股权投资。并购基金总规模 21,000 万元，丰江租赁拟认购其中的 3,000 万元。通过设立该并购基金可以实现对金融市场和相关行业的优质资源整合，有效控制投资风险，实现资产保值增值，为投资人提供良好的投资回报。

图表 12. 拟投资公司财务数据（亿人民币）

公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
浙江杭州余杭农商行	5%	670.8	53.0	20.1	5.8
杭州余杭科技担保	94.05%	2.9	2.4	0.15	0.13
杭州众信典当	70%	0.57	0.56	0.05	0.02
新疆汇和银行	11.34%	125.9	9.8	-	1.14

资料来源：公司定期报告，中银证券

公司主要看点

纵向深度拓展黄金产业链，多渠道销售加强品牌实力

公司围绕黄金矿山建设投资、黄金首饰生产加工、珠宝首饰品牌零售三大业务板块，实现产业链的整合。同时，在青岛等区域中心城市建立专业黄金珠宝商城，入驻北京进军华北市场，凭借加盟品牌效应以及线上营销策略巩固销售能力。公司致力于提升品牌实力，打造大型黄金珠宝企业集团。

丰汇租赁发展迅猛，提供持续增长驱动力

2012年以来，丰汇租赁每年净利润均保持了70%以上的增长，预计2016年净利润至少将达8.8亿元。公司通过ABS等方式拓宽资金渠道，减少对自有资金与银行保理贷款的依赖，降低融资端成本。同时，凭借完善的风控体系、雄厚的自有资金实力，对多行业进行有效覆盖，综合租赁业务实力雄厚。公司集成融资租赁、委托贷款等金融服务业务，融资和资金管理能力不断增强，评级得以显著提高。

产融协同促发展，布局金融谋突破

公司通过资源整合、结构调整，形成黄金珠宝与融资租赁两大业务板块相互支撑、产融结合、共同促进的业务格局，着力构建两大产业协同发展的大型产融集团。以改革创新为强大动力，加速完善金融产业布局，拓宽未来发展空间，参股浙江余杭农商行、新疆汇和两大银行，控股典当公司和担保公司，参与设立产业并购基金，着力扩大金融投资，提升金融业竞争实力，未来金融产业布局前景广阔。

盈利预测

预测假设

- 预计公司黄金业务营收增长稳定；随着公司经营管理不断改善，毛利率和净利率将有所回升；
- 预计公司融资租赁业务将保持稳健增长，维持2016年增速；
- 其他各项指标水平参照历史经营数据。

结论

在上述假设下，经模型测算，增发后公司2016-2018年的归母净利分别为10.2亿元、14.6亿元和18.1亿元，同比增长243.0%、42.9%、23.8%。对应的每股收益分别为0.99元、1.42元、1.75元，公司每股收益实现上升。

图表13. 公司盈利预测

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币，百万)	10,332.50	9,923.20	12,608.40	14,413.20	16,442.00
变动(%)	n.a.	(4.00)	27.10	14.30	14.10
归母净利润(人民币，百万)	142.40	297.60	1,020.80	1,459.00	1,805.50
变动(%)	n.a.	109.00	243.00	42.90	23.80
全面摊薄每股收益(人民币)	0.26	0.46	0.99	1.42	1.75
全面摊薄市盈率(倍)	60.00	34.10	15.80	11.10	8.90
市净率(倍)	6.70	2.20	2.00	1.70	1.40

资料来源：公司定期报告，中银证券预测

估值和投资建议

估值

本文选择分部估值法，分别对核心盈利业务黄金业务及融资租赁进行估值。黄金业务方面，基于业务开展情况和营收规模的比对，我们选择明牌珠宝、金一文化、爱迪尔、赫美集团作为可比公司，采用市盈率法对公司的黄金业务板块进行估值。鉴于公司该板块持续发展能力好，我们给予其36.2倍市盈率，该部分市值约为91.3亿元。融资租赁业务方面，基于现有主要从事融资租赁业务的上市公司，我们选择爱建集团、中航资本、晨鸣纸业、渤海金控作为参考，采用市净率法对公司的融资租赁板块进行估值，考虑到丰汇租赁业绩增长迅猛成长性高，我们给予其3倍市净率，因此可得出该部分市值约为123.6亿元。

两者相加后得出公司总市值约为214.9亿元，按配股前总股本约10.6亿股计算，公司合理股价为20.23元。

图表 14. 黄金业务可比公司

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
明牌珠宝	002574.CH	10.99	58	0.12	0.23	0.43	91.6	47.4	25.5
金一文化	002721.CH	17.36	112	0.24	0.42	0.66	72.3	41.3	26.2
爱迪尔	002740.CH	16.06	53	0.69	0.18	0.24	23.3	88.5	66.9
赫美集团	002356.CH	25.64	80	0.34	0.63	0.99	75.4	40.6	26.0
可比公司均值							65.7	54.4	36.2

资料来源：万得一致预期预测，中银证券

图表 15. 融资租赁业务可比公司

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股净资产(元)			市净率(倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
爱建集团	600643.CH	13.31	191	4.00	4.29	5.00	3.5	3.2	2.8
中航资本	600705.CH	6.28	564	4.66	2.23	2.52	1.3	2.8	2.5
晨鸣纸业	000488.CH	12.67	245	8.71	9.12	9.85	1.4	1.3	1.2
渤海金控	000415.CH	7.13	441	4.41	4.81	5.21	1.6	1.5	1.3
可比公司均值							1.9	2.2	2.0

资料来源：万得一致预期，中银证券

图表 16. 估值方法

	净资产 (亿元)(2017E)	净利润 (亿元)(2017E)	估值方法	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	估值 (亿元)
黄金业务		2.5	PE	36.2		91.3
融资租赁业务	41.2		PB	3		123.6
合并市值						214.9
总股本(亿股)						10.6
合理股价(元)						20.23

资料来源：公司定期报告，中银证券预测

投资建议

公司实行多元化发展，致力于黄金业务、融资租赁两大经营领域。黄金业务深耕产业链营收较为稳定，融资租赁市场渗透提升空间大，前景广阔。公司积极投资银行、担保等业务，将发挥金融领域协同发展优势，培育新利润增长点。我们采用分部估值法，给予黄金板块 36.2 倍市盈率，给予融资租赁板块 3 倍市净率，公司目标价为 20.23 元，首次深度覆盖，给予买入评级。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,333	9,923	12,608	14,413	16,442
其他业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	10,168	9,536	11,271	12,496	14,067
营业成本	9,831	9,146	10,708	11,750	13,102
其他业务成本	0	0	0	0	0
营业税金及附加	22	31	38	43	49
营业费用	186	166	252	360	493
管理费用	74	101	151	202	263
财务费用	37	32	47	53	61
资产减值损失	17	61	76	86	99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	10	12	15	17
营业利润	165	397	1,349	1,932	2,393
营业外收入	14	9	16	18	21
营业外支出	0	7	2	3	3
利润总额	179	399	1,363	1,948	2,410
所得税	34	92	310	443	548
净利润	145	307	1,053	1,505	1,862
少数股东损益	3	9	32	46	57
归属于母公司所有者的净利	142	298	1,021	1,459	1,806

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产总计	2,860	19,101	20,453	25,298	30,027
货币资金	1,393	2,644	1,711	1,956	2,232
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0
交易性金融资产	0	0	0	0	0
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	10	0	0	0
长期股权投资	0	125	132	901	999
固定资产	70	68	67	66	65
负债总计					
短期借款	354	5,643	2,270	2,594	2,960
交易性金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
代理买卖证券款	0	0	0	0	0
长期借款	0	944	2,559	3,309	4,008
所有者权益	1,405	8,006	10,467	13,040	15,530
股本	557	1,062	1,062	2,124	2,124
归属于母公司所有者权益	1,305	7,569	8,510	9,856	11,520
少数股东权益	100	437	494	572	668
负债及所有者权益合计	2,860	19,101	20,453	25,298	30,027

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%)					
营业收入	17	(4)	27	14	14
营业利润	(8)	141	240	43	24
归属于母公司净利润	(3)	109	243	43	24
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.51	0.58	0.49	0.48	0.48
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	11	4	12	15	16
净利率	1	3	8	10	11
总资产净利率	0.05	0.02	0.05	0.06	0.06
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	0.26	0.28	0.96	0.69	0.85
每股净资产(元)	2.34	7.13	8.01	4.64	5.42

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

明牌珠宝(002574.CH/人民币 10.99, 未有评级)

金一文化(002721.CH/人民币 17.36, 未有评级)

爱迪尔(002740.CH/人民币 16.06, 未有评级)

赫美集团(002356.CH/人民币 25.64, 未有评级)

爱建集团(600643.CH/人民币 13.31, 买入)

中航资本(600705.CH/人民币 6.28, 未有评级)

晨鸣纸业(000488.CH/人民币 12.67, 未有评级)

渤海金控(000415.CH/人民币 7.13, 未有评级)

以 2017 年 2 月 14 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371