

越秀金控 (000987)

强烈推荐

行业：非银金融

## 国改明珠，扬帆起航

### 投资要点：

- 短期来看公司国企改革进程尚未结束。越秀金控是广州市唯一的上市金控平台，前期投资者主要关注的是公司注入越秀金控，从单一百货业务转型成百货+金控双主业过程中赚取估值溢价。目前公司基本转型完成，但并非意味着国企改革的故事已经结束。我们认为后续还有许多催化因素：**收购广州证券 33% 的的剩余少数股东股权是近期一大利好**：一是能够优化股权结构，此次将引进多位实体领域背景强大的民营企业有助于提升公司的治理水平，同时股东的背景的多样也有助于公司未来业务扩张。从修改后的增发方案来看，广州证券净资产将通过此次增发从 100 亿上升到 124 亿左右，在以净资产为监管核心的资管行业意味着未来业务空间得到等比提升。从资本运作的角度来说广州证券是越秀金控目前的核心业务平台，全资持有广州证券利于金控平台整体做大做强。
- 长期来看公司业务成长空间可期，目前市场主要将注意力放在了越秀金控国企改革这个概念上而忽视了越秀金控未来发展空间：
- 1、我们认为目前公司的几块金融业务也是值得关注。**核心业务广州证券在行业排名中上**：新三板综合实力超前——截至目前广州证券做市股票数达 295 支，位列行业第一；资管能力在行业里也具有一定竞争力——证券业协会数据显示 2016 年上半年广州证券在 129 家券商中债券主承销家数排名第 15；基金业协会数据显示 2016 年 3 季度，广州证券的主动管理规模位列行业第 19。**此外越秀租赁实力不凡**，目前总资产约 180 亿，为华南地区最大第三方投资融资租赁公司。**以及越秀金控刚刚牵头设立的广东省内第二家地方 AMC 公司**——广州资产管理有限公司即便还未开始运营，但设立之初已具有的强大股东背景为公司未来业务开展形成强有力预期。
- 2、目前公司自身战略清晰——集中优势导流，协同发展增效。广州证券前期已积累了大量的中小企业客户，政府平台客户以及城商行客户。后期将以广州证券为突破口，实现客户在各金融业务平台的转换。预计随着战略实施各金融板块后期有望齐同发力。
- 投资推荐：公司兼具长短期利好：作为广州国企改革典范，地方对公司支持力度较大同时注入的越秀金控各金融板块质地优良，看好公司后期协同战略增效。首次覆盖给与强烈推荐评级，6 至 12 个月目标价 17.80 元。预计公司 16 至 18 年 EPS（摊薄）为 0.28、0.75、1.10 元，对应 PE 为 63、24、16 倍。
- 风险提示：定增失败风险，协同性不达预期风险。地方政府支持力度不达预期风险。

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘涛

S0960115080020

0755-88323283

liutao@china-invs.cn

参与人：喻慧子

S0960116090004

0755-88320867

yuhuizi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 17.80

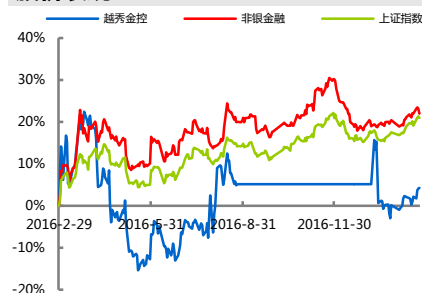
当前股价： 13.78

评级调整： 首次覆盖

### 基本资料

总股本(百万股)	2,224
流通股本(百万股)	538
总市值(亿元)	315
流通市值(亿元)	76
成交量(百万股)	6.94
成交额(百万元)	98.63

### 股价表现



### 相关报告

## 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2804	4657	6368	7319
收入同比(%)	-17%	66%	37%	15%
归属母公司净利润	229	632	1660	2436
净利润同比(%)	-13%	176%	162%	47%
毛利率(%)	25.1%	50.6%	63.9%	68.6%
ROE(%)	10.3%	4.8%	6.7%	9.2%
每股收益(元)	0.10	0.28	0.75	1.10
P/E	133.73	48.44	18.46	12.58
P/B	13.78	2.31	1.24	1.15
EV/EBITDA	81	17	9	7

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目录

<b>一、越秀金控——国内首个地方金控上市平台。</b>	<b>5</b>
1. 广州越秀金控的组织关系	5
2. 收购越秀金控后实现业绩反转	5
<b>二 短期看点：国企改革未止，全资控股广证提升公司综合实力</b>	<b>7</b>
<b>三 长期看点：子板块质地优良，金控平台协同效应有望爆发</b>	<b>9</b>
1. 友谊百货：专注广东，广州友谊区域品牌优势明显	9
2. 广州证券：公司核心发展业务，2016 业绩靓丽	10
3. 越秀租赁：金控平台的稳定器	17
4. AMC：未来潜在爆发点	19
5. 金控平台协同战略有望爆发	21
<b>四 分部估值</b>	<b>21</b>
1. 百货:58 亿元	21
2. 广州证券：336.18 亿元	22
3. 越秀租赁：59.93 亿元	22
4. 越秀产投：9.00 亿元	22
5. AMC：11.40 亿元	23
6. 广州担保与越秀小贷：19.01 亿元	23
7. 自有物业租赁：20.00 亿元	23
<b>五 风险提示</b>	<b>24</b>
1. 百货业务	24
2. 证券业务	24
3. 类金融业务（融资租赁、小贷、担保）	24
4. 其他	24

## 图目录

图 1 越秀金控股东关系及业务板块构成	5
图 2 总营业收入	6
图 3 归属于母公司股东净利润	6
图 4 越秀金控 ROA 变化	6
图 5 越秀金控 ROE 变化	6
图 6 越秀金控营业收入按板块划分(分部间抵消前)	6
图 7 越秀金控净利润按板块划分(分部间抵消前)	7
图 8 广州消费能力	9
图 9 门店分布位于广州繁华商圈	9
图 10 广州证券业务结构(亿元)	11
图 11 盈利结构	11
图 12 股基交易额市占率	11

图 13 广州证券营业部数量变化.....	11
图 14 广州证券营业部分布地图.....	12
图 15 融出资金变化.....	12
图 16 股票质押是否为中小企业实际控制人.....	13
图 17 股票质押地域划分.....	13
图 18 两融余额市占率变化.....	13
图 19 广州证券核心债券承销规模(亿元)及市占率.....	14
图 20 增发规模(亿元)及市占率.....	14
图 21 新三板做市数量对比.....	14
图 22 广州证券新三板挂牌数量变化.....	14
图 23 广州证券自营业务收益情况.....	16
图 24 业务投放额和形成融资租赁资产(亿元).....	18
图 25 营收增长情况.....	18
图 26 净利润增长情况.....	18
图 27 广东省不良资产排名.....	20
图 28 广东省不良贷款余额变动情况.....	20
图 29 以广州证券为中心的融融协同机制.....	21

## 表目录

表 1 公司现有股东行业划分.....	7
表 2 门店分布.....	9
表 3 广州证券关键指标排名上升.....	10
表 4 16 年 9 月底资管规模排名.....	15
表 5 广州证券 17 年营收预测.....	16
表 6 未完结关联担保情况.....	19
表 7 广州资产管理有限公司组建股东背景.....	20
表 8 高端百货可比公司.....	21
表 9 广州证券可比上市券商.....	22
表 10 越秀产投可比估值对象.....	23
表 11 类金融可比上市公司.....	23
表 12 估值表.....	24

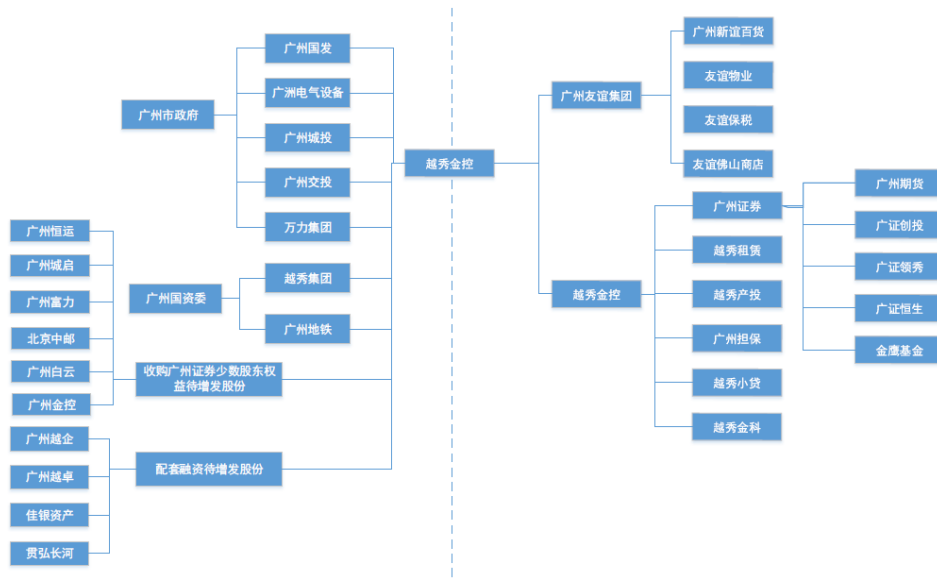
## 一、越秀金控——国内首个地方金控上市平台。

### 1. 广州越秀金控的组织关系

越秀金控前身为 1959 年成立的广州友谊商店，并于 2000 年成功上市。自上市以来，越秀金控的控股股东一直为广州市国资委，历史上控制权从未改变过。公司于 2016 年 3 月完成了非公开发行，收购完成广州越企持有的广州越秀金控 100% 股权。非公开发行完成后，上市公司由单一的百货业务转型为“金融+百货”的双主业公司，成为国内首个地方金控上市平台。

目前广州越秀金控主要持有广州证券、越秀租赁、越秀产投、广州担保、越秀小贷和越秀金科等公司的股权，金融业务涵盖券商、基金、期货、融资租赁、私募投资、担保、小额贷款等金融领域，业务牌照齐全。

图 1 越秀金控股东关系及业务板块构成

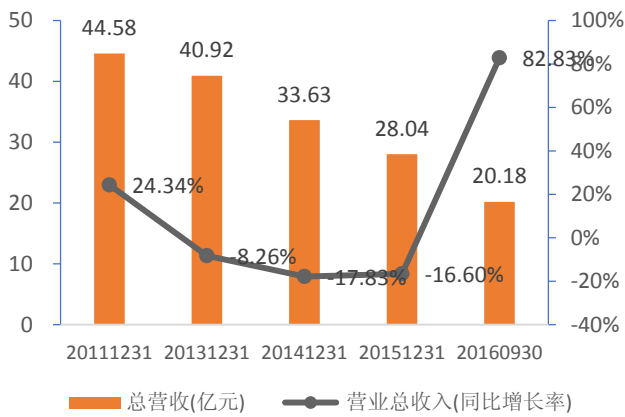


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 2. 收购越秀金控后实现业绩反转

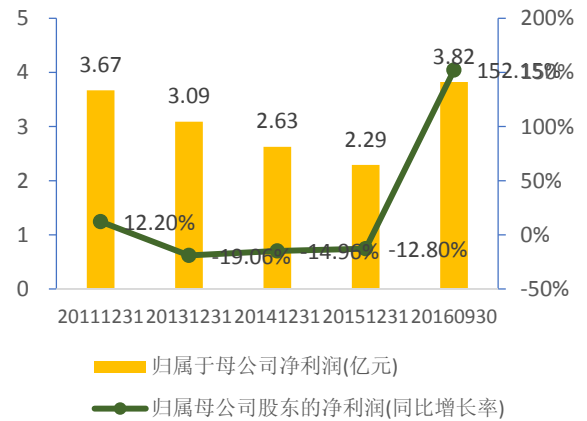
15 年收购金融业务之前，广州友谊的百货业务为主要构成。12-13 年百货行业整体经过快速增长，14 年受电商平台冲击步入下坡道。受此影响公司在 13 至 15 年增速逐渐走低，15 年注入的金融业务为越秀金控的后续盈利增长起到了支撑作用。

图 2 总营业收入



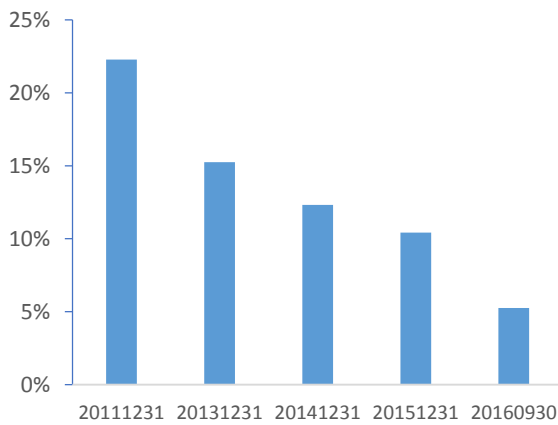
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 归属于母公司股东净利润



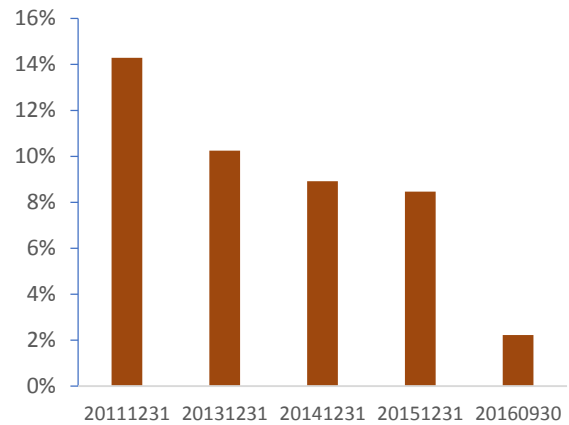
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 越秀金控 ROA 变化



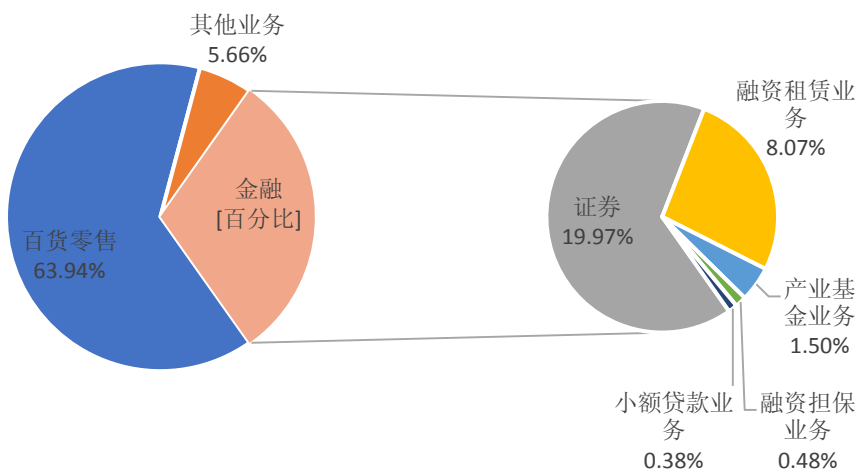
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 越秀金控 ROE 变化



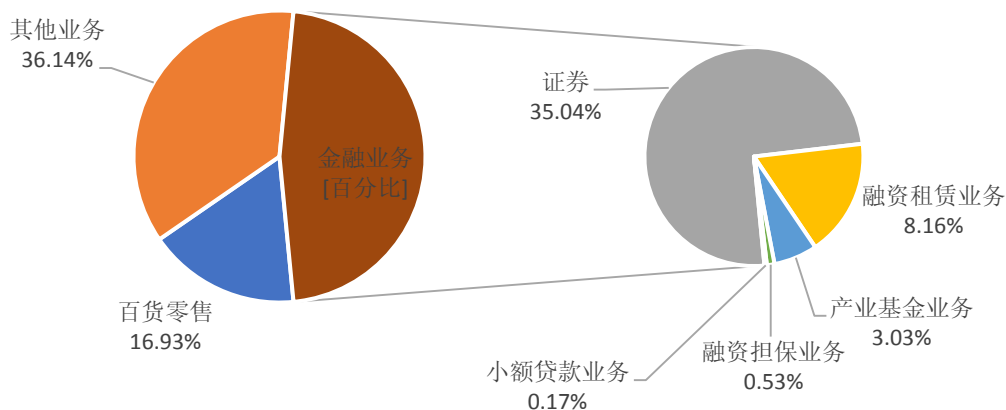
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 越秀金控营业收入按板块划分(分部间抵消前)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 越秀金控净利润按板块划分(分部间抵消前)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 二、短期看点：国企改革未止，全资控股广证提升公司综合实力

短期来看公司国企改革进程尚未结束目前公司转型完成并非意为国企改革进程已经结束。我们认为后续还有许多催化因素，收购广州证券 33%的剩余少数股东股权是近期一大利好。

### ■ 增发事项调整迅速确保收购广证少数股东权益事项顺利进行

再融资新政出台后，公司迅速对增发方案进行了调整，于 2 月 27 日公告了增发草案修订稿，变化有三处：1、配套融资部分价格基准日由董事会决议公告日调整为发行期首日。2、配套融资部分募资金额与发行股本变化：募资金额由原来的 50 亿变为 28.4 亿元。假设以最近交易日 2 月 24 日收盘价 14.18 为基准，发行价定为 12.77，则配套融资部分发行股本将由 3.79 亿股变为 2.22 亿股。3、配套融资部分发行对象削减了铁路基金、信达证券、广州传媒、温氏投资、九泰基金、绿联君和基金等 6 名特定投资者。保留另外四名广州越企、广州越卓、佳银资产、贯弘长河等 4 名特定投资者。总体而言，本次增发调整方案主体部分发行股份购买资产丝毫未动，只在配套融资部分进行了变动，重要的意义在于确保收购广证少数股东权益事项的顺利进行。

### ■ 引入强大民企利于提升企业市场竞争力

优化股权结构，此次收购 33%的广州证券少数股东权益将为公司引进诸多实体行业背景强大的民企及国企。一方面引进的民营基因——广州城启和广州富力有助于提升公司的治理水平，完善公司的市场竞争力。另一方面，与各实体行业优秀者实现股权绑定，利于公司发挥产融结合战略，带来更多业务资源。

表 1 公司现有股东行业划分

越秀金控重组上市过程中参与方		
广州市国资委	国有	投资管理
广州国发	国有	主要从事基础产业的开发投资,工业、商业及其它项目的投资和营管理有关市场投资、管理的咨询服务,批发和零售贸易。
广州地铁	国有	交通运输业
广州电器装备	国有	工业自动化控制
广州城投	国有	市政设施管理
广州交投	国有	投资管理;铁路、隧道、桥梁
万力集团	国有	化工制品
收购少数股东权益过程中参与方		
广州恒运	国有	主营业务为电力、热力的生产和销售
广州城启	民营	房地产投资开发,集建筑设计、建筑工程、房地产销售、物业经营管理、广告、餐饮、商贸等于一体。
广州富力	民营	房地产开发与销售、商业物业租赁及酒店服务
北京中邮	国有	业务涵盖酒店经营、物业管理、医药、物流、安保押运、旅游等产业
广州白云	国有	交通运输业
广州金控	国有	广州金控作为广州市政府整合市属金融产业的重要平台,业务范围涵盖证券、保险、信托、小额贷款、小额再贷款、融资租赁等主要金融领域,是广州市金融牌照门类最齐全的国有金融控股集团。
广州越企(关联方)	国有	广州越企旗下业务板块包括地产及物业管理、建材水泥、造纸、贸易等
广州越卓(关联方)	国有	投资管理
佳银资产	民营	投资管理
贯弘长河	民营	投资管理

资料来源:公司公告中国中投证券研究总部

## ■ 补充净资本,提升广州证券实力

在当前以净资本为核心的监督体系下,公司扩大传统业务优势、开展创新业务、开发创新产品,都需要有雄厚的资本金支持,净资本是公司未来发展的关键因素。16年中报排名显示广州证券净资本在100亿左右,在129家券商中排名31名。本次配套融资将有23.4亿补充广州证券净资本,预计届时排名将上升至行业内第24名。

## ■ 利于发挥以广州证券为中心的融融协同战略

目前制约越秀金控各金融子板块发展的一大因素在于起步较晚,客户群体积淀较缓。鉴于广州证券前期已积累了大量的中小企业客户,政府平台客户以及城商行客户。公司计划后期将以广州证券为突破口,实现客户在各金融业务平台的转换。**本次全资控股广州证券预计将显著利于金控平台内部协调战略展开,为其余金融子板块导入流量。**



### 三、长期看点：子板块质地优良，金控平台协同效应有望爆发

#### 1. 友谊百货：专注广东，广州友谊区域品牌优势明显

百货零售行业在连续三年减速后有望企稳，限于居民收入增速放缓与网络购物和移动购物市场的冲击，百货零售行业一方面自 13 年至 16 年连续三年呈负增长。进一步下降空间有限。WIND 数据显示全国 50 家重点大型零售企业零售额连续三年下降后在 17 年 1 月首次同比回升 17%。友谊百货近年来在百货零售业整体不振的背景下业绩增速迟滞，但我们基于以下几点理由认为友谊百货与同行相较而言质地偏优良。

一是由于广州消费能力领跑全国,广州地域百货行业发展空间较大。二是广州友谊具有漫长的高端百货历史(在 1959 年开业以来即为外宾专用接待商店)，长期以往在当地构建的声誉使得广州友谊是高端品牌的代名词，未来有望优先受益于百货行业回暖。三是公司旗下的 5 家门店（经营面积超 14 万平方米）都处于繁华的商业中心地带，且拥有的逾 10 万平方米自有物业价值重估可得逾 20 亿元升值空间。

图 8 广州消费能力

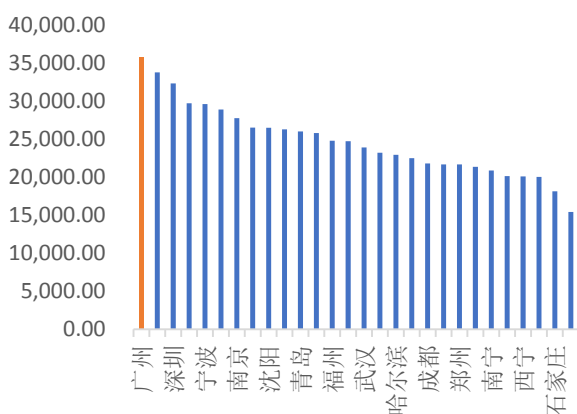


图 9 门店分布位于广州繁华商圈



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 2 门店分布

门店	位置
广州友谊商店——环市东店	商店位于广州最高档品牌购物休闲的核心商圈——环市东中央商务区，毗邻花园酒店、亚洲国际大酒店、白云宾馆和丽柏广场，地理位置优越，交通方便。
广州友谊正佳店	广州友谊正佳店位于广州天河正佳广场，该店秉承了广州友谊一贯倡导的经营“优质、时尚生活”的理念，定位为一间中高档次、综合性的百货精品“主力店”。
广州友谊国金商店	广州友谊国金商店位于广州地标建筑物——“西塔”国际金融中心裙楼，是国金天地购物中心的主力百货店，超 3 万平方米的经营面积，涵盖了五个楼层，包括奢侈品、服饰、电器、家居生活、食品等多类

友谊 Outlets 购物中心	友谊 Outlets 购物中心，是广州友谊首家奥特莱斯实体店，该店位于集购物、娱乐、饮食、休闲于一体的购物中心——天河北路时代广场东翼首至五层，与广州标志性建筑中信广场、大都会广场隔街相望，毗邻中石化大厦，相互辉映。
-----------------	--

资料来源：中国中投证券研究总部

## 2. 广州证券：公司核心发展业务，2016 业绩靓丽

### ■ 受益于资本金补充，广州证券近年发展迅猛

越秀金控的战略愿景是发展成以证券为核心，跨境经营、全国拓展，服务高效、品牌卓越、具有核心竞争力的金融控股集团，因此**广州证券在集团中的地位举足轻重**。

广州证券成立于 1988 年，是国内最早设立的一批券商之一。凭借大股东的大力支持，广州证券经营业绩与行业地位持续提升。目前从各项指标排名来看，广州证券综合实力已经位于行业中等偏上水平。

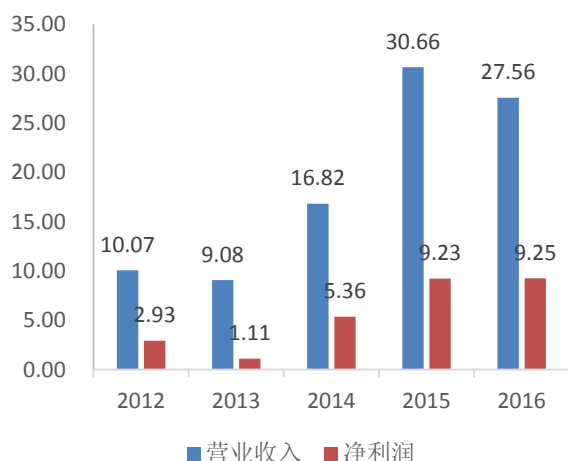
**表 3 广州证券关键指标排名上升**

亿元	2013 指标	2013 排名	2014 指标	2014 排名	2015 指标	2015 排名
营业收入	9.08	55	14,24	51	30.66	50
净利润	1.11	61	4.66	54	9.23	62
总资产	173.84	30	25.31	37	420.7	40
净资产	51.22	41	57.96	45	112.64	36
净资本	39.25	41	52.85	36	94.28	35

资料来源：中国中投证券研究总部

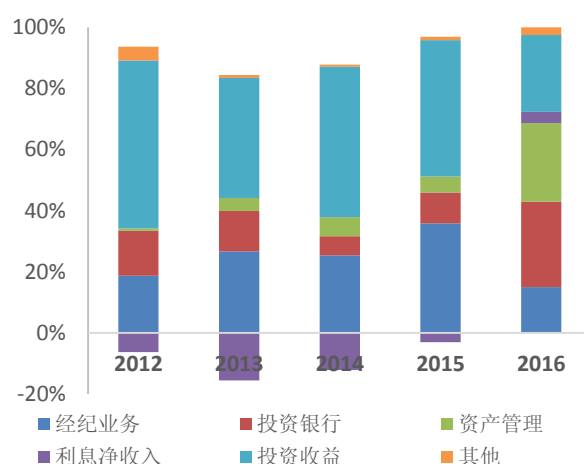
**广州证券 2016 年业绩靓丽**，2016 年公司实现营业收入 27.56 亿元，同比仅下降 6%，同期行业营收下降了 43%；实现净利润 9.25 亿元，同比增长 2%，同期行业净利润下降了 50%。**广州证券业务线齐全，投行业务、资管业务以及资本中介业务是公司 2016 年业绩增长点**。广州证券基本涵盖券商所有传统业务类型，并通过全资子公司广证创新、广证领秀从事另类投资业务，通过控股子公司广州期货从事期货业务，通过控股子公司广证恒生从事证券投资咨询业务。从收入结构来看，广州证券与行业有所不同，2016 年广州证券的经纪业务收入占比仅 15%，而行业为 32%。公司的资管业务、投行收入占比较大。

图 10 广州证券业务结构(亿元)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 11 盈利结构

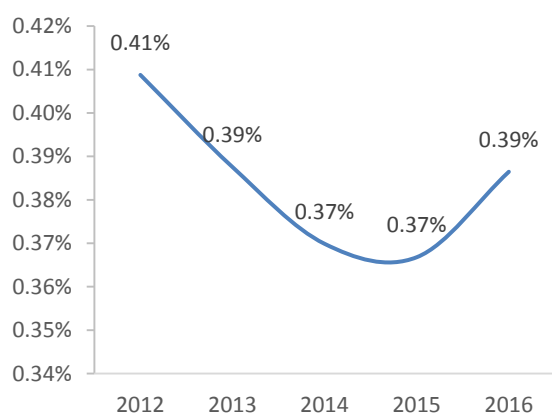


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## ■ 经纪业务:网点快速扩张，市占率提升值得关注

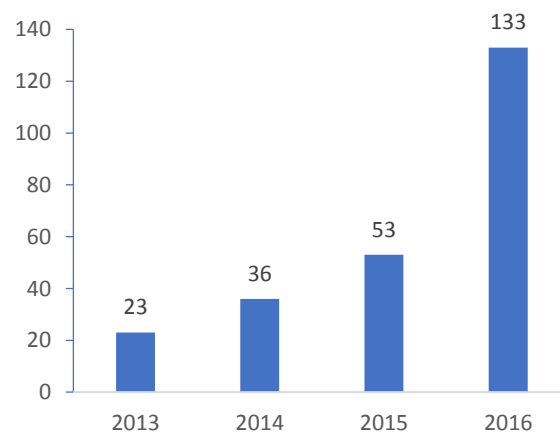
从收入结构中，可以看出经纪业务并不是公司的优势业务。但由于经纪业务作为券商的基础业务，是诸多创新业务的入口，因此公司近几年也加强了对经纪业务的投入。根据公司资料，2013 年末广州证券正式运营的营业部有 23 家，但截至 2016 年底，广州证券已有 133 家营业部开业运营，每个省份至少一家营业部。这 133 家营业部构成了广州证券全国的服务网络体系。公司下一步将深耕网络，但由于均是新建营业部，因此市占率的提升速度仍需持续关注。

图 12 股基交易额市占率



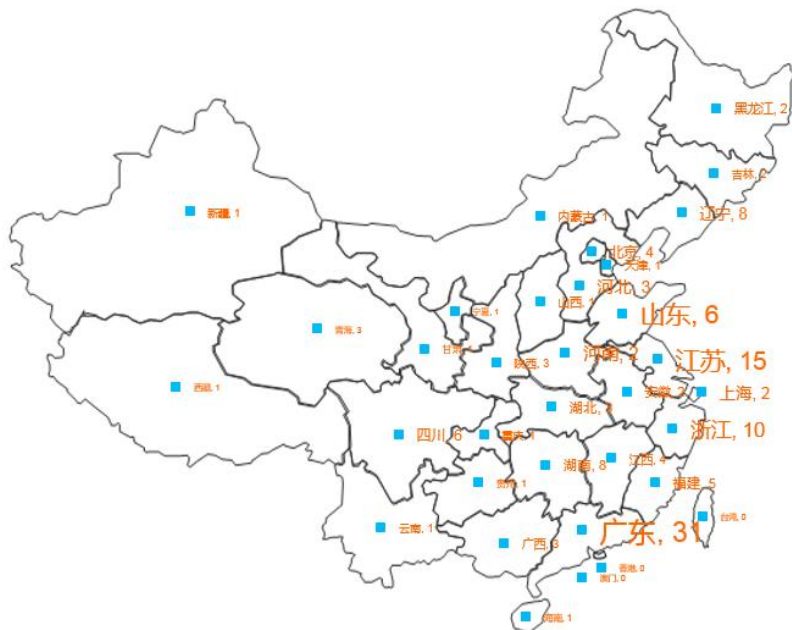
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 13 广州证券营业部数量变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 14 广州证券营业部分布地图



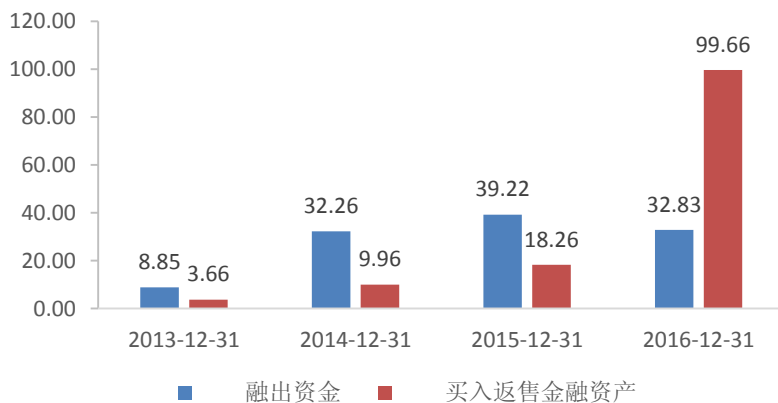
资料来源：证券业协会中国中投证券研究总部整理

### ■ 资本中介业务：融资渠道打开，规模增长尚有空间

此前，广州证券的发展还受制于净资本的限制。此次，广州证券并入上市公司，融资渠道打开，有望迅速提升广州证券的净资本实力，助力各项业务快速发展，尤其是资本中介业务。前次已经通过定增募集 11 亿配套融资，此次又计划 45 亿的配套融资。

收入上也已经有所体现，2012-2015 年，广州证券利息净收入占比始终为负值，2016 年转负为正，预计未来 2-3 年仍将维持一个强劲的增速。从具体业务来看，公司资本中介增长的动力主要来自于股票质押业务。资产负债表中的买入返售大致可以代表股票质押业务的规模，融出资金大致可以代表两融业务规模。2016 年，广州证券买入返售金融资产规模同比增加了 80 亿，增幅 445%，融出资金规模同比下降了 16%。

图 15 融出资金变化



资料来源：证券业协会中国中投证券研究总部整理

广州证券股票质押客户以广东省内中小企业实际控制人为主，约占新增规模 70%。从股票质押客户按照地域划分可以发现广东次数占比达到 62%，可见公司股权质押业务仍具有一定地域局限性，较为倚赖与广东省内的企业的合作关系。但同时也说明广州证券在广东省这个中小企业的聚集地已有深入的业务布局。

图 16 股票质押是否为中小企业实际控制人

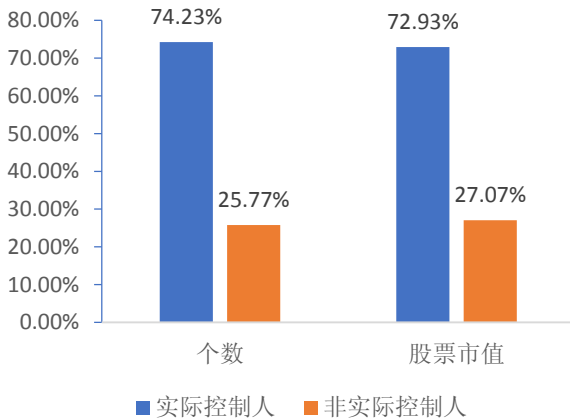
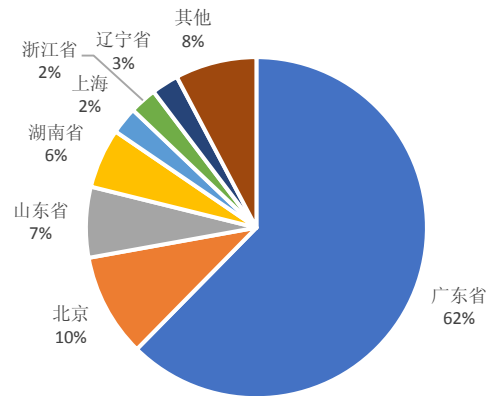


图 17 股票质押地域划分

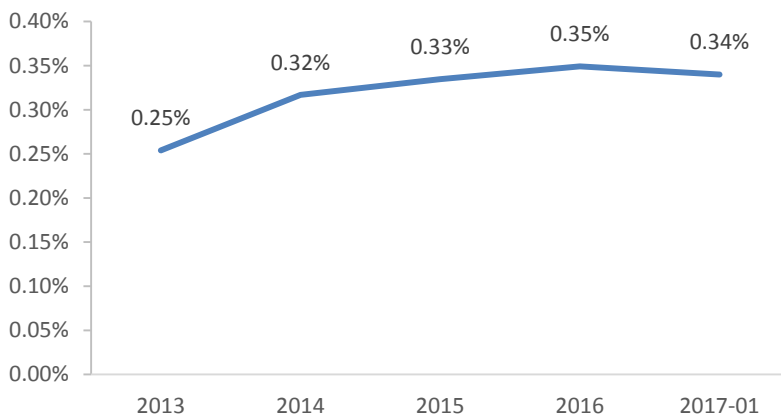


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

截至 2017 年 1 月底，广州证券两融余额为 29.5 亿元，市占率为 0.34%，与公司的经纪业务市场份额相比仍有一定上升空间。

图 18 两融余额市占率变化



资料来源：证券业协会中国中投证券研究总部整理

## ■ 投行业务：受益于广州国企改革，债券承销优势突出

根据“立足珠三角，面向全国”的发展战略，近年来广州证券投资银行业务各业务部门通过市场化的运作机制引入了天津、广州、北京等新团队，进一步加强在环渤海、珠三角等经济发达地区的业务团队力量，形成了较为完善的业务布局。2016 年，定增与债券发行一片火热，均创下了历史新高，广州证券投行业务也迎来了大丰收，2016

请务必阅读正文之后的免责条款部分

年实现投行收入 7.71 亿元，同比增长了 133%。

债券承销一直都是公司的优势业务，根据证券业协会统计，2016 年上半年广州证券债券主承销家数排名第 15。股权方面，2016 年公司在定增业务方面有较大的提升。2016 年定增承销规模比 2015 年同比增长。

图 19 广州证券核心债券承销规模(亿元)及市占率

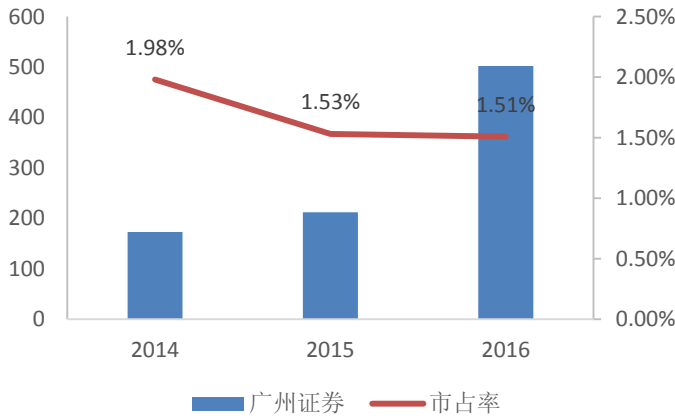
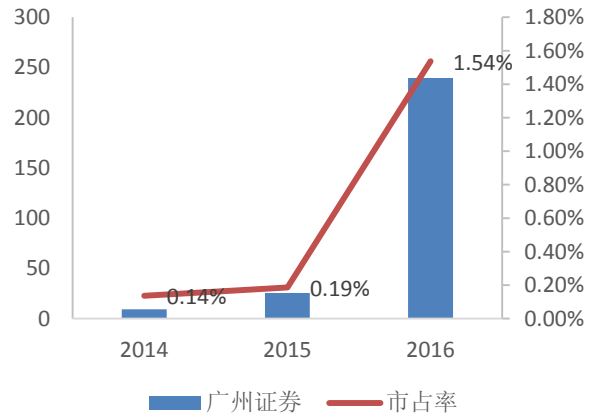


图 20 增发规模(亿元)及市占率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**未来将极大受益于广州国企改革，享受相关业务机会。**广州证券作为市国资委下主要的证券平台，目前已为广州市 90% 国企改革提供财务顾问服务，在国企改革的大环境下，公司未来将充分受益于当地国资改革相关的业务机会。

**此外，公司积极布局新三板。**截至 2017 年 2 月 13 日，广州证券做市股票数达 295 支，位列行业第一，市占率 3.55%。尽管当前新三板还存在较多的制度缺陷，但是总体来看，新三板的制度是在不断完善，前景令人期待。广州证券手中的新三板企业资源，未来也将为公司提供更多的业务机会。

图 21 新三板做市数量对比

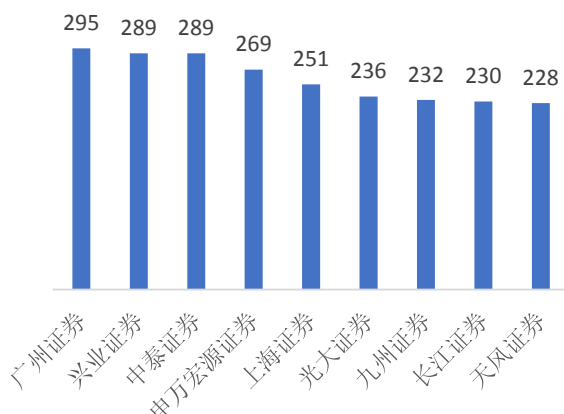
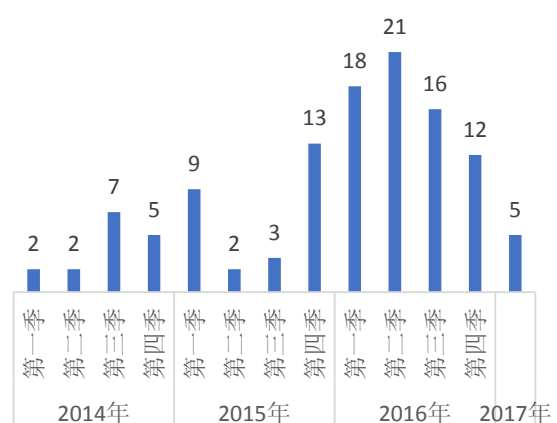


图 22 广州证券新三板挂牌数量变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## ■ 资产管理业务：抓住中小银行委外需求，实现资管业务快速增长

在资产荒的背景下，2016 年中小银行的委外需求大幅增长。广州证券抓住了这一机遇，积极开拓相关产品，打造了以“红棉”、“鲲鹏”为品牌的各类型的集合理财产品线，产品覆盖股票类、固定收益类、现金管理类、对冲策略等多种类型。从成绩来看，截至 2016 年 9 月底，广州证券资管规模为 1788 亿元，相较于 2015 年底，增长了 76%；实现收入 4.27 亿元，相较于 2015 年，增长了 150%。

根据基金业协会 2016 年 3 季度数据，广州证券的主动管理规模位列行业第 19，表明公司的资管能力在行业里具有一定的竞争力。目前来看，机构理财仍具有较大的发展空间，公司资管业务仍将维持一个高速增长态势。

**表 4 16 年 9 月底资管规模排名**

排名	公司名称	9 月底管理规模 (亿元)
1	中信证券股份有限公司	5912
2	广发证券资产管理(广东)有限公司	4999
3	华泰证券(上海)资产管理有限公司	2388
4	上海国泰君安证券资产管理有限公司	2353
5	华融证券股份有限公司	1806
6	中银国际证券有限责任公司	1745
7	申万宏源证券有限公司	1693
8	齐鲁证券(上海)资产管理有限公司	1448
9	中信建投证券股份有限公司	1387
10	中国国际金融股份有限公司	1141
11	德邦证券股份有限公司	1093
12	上海光大证券资产管理有限公司	1093
13	上海东方证券资产管理有限公司	941
14	中邮证券有限责任公司	926
15	招商证券资产管理有限公司	909
16	上海海通证券资产管理有限公司	899
17	中山证券有限责任公司	777
18	财通证券资产管理有限公司	729
19	广州证券有限责任公司	719
20	第一创业证券股份有限公司	717

资料来源：基金业协会中国中投证券研究总部

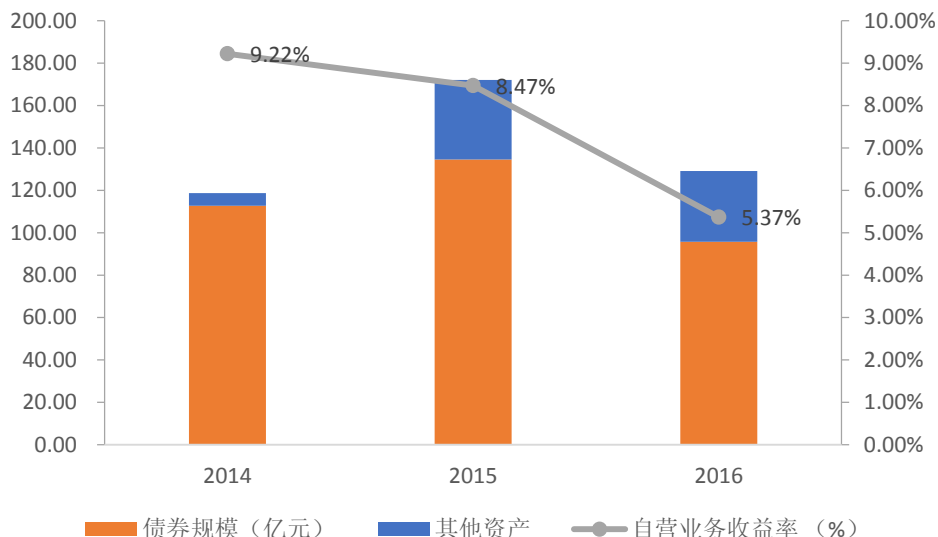
## ■ 自营业务：自营以债券投资为主，收益相对稳定

自营是广州证券很重要的一块业务，2012-2015 年，投资收益(含公允价值变动)

在总收入中占比超过 50%。广州证券自营以债券为主，2014 年、2015 年和 2016 年 1-9 月债券投资规模占比分别为 94.93%、86.86%和 85.36%。

在债券自营方面，广州证券严格执行“长期持有获得利差收入为主、波段操作获得价差收入为辅”的投资和交易策略，因此公司收益相对稳定。2014 年、2015 年和 2016 年收益率分别为 9.22%、8.47%和 5.37%，保持相对稳定。

图 23 广州证券自营业务收益情况



资料来源：中国中投证券研究总部整理

## ■ 中性预期下广州证券 2017 年收入 29.90 亿元

根据我们对 17 年证券市场预期以及广州证券过往各项业务的市场占有率表现，同时考虑到广州证券进行配套融资后净资本规模将提升 29%左右。我们对广州证券 17 年营收进行预测，广州证券在如下悲观、中性、乐观三种情况中：预计将分别实现营收 21.83、29.90、40.11 亿元。

表 5 广州证券 17 年营收预测

资管业务	2014	2015	2016	2017 悲观	2017 中性	2017 乐观
广州证券资管业务规模(亿元)	1126.00	1006.00	1788.00	1573.2	1876.8	2318.4
证券市场整体资管规模(亿元)	79500.00	118900.00	178200.00	174800	184000	193200
广州证券市场占有率	1.42%	0.85%	1.00%	0.90%	1.02%	1.20%
资管业务收入(亿元)	1.99	1.73	7.09	6.24	7.44	9.19
经纪业务	2014	2015	2016	2017 悲观	2017 中性	2017 乐观
两市日均成交额 (亿元)	3011	10425	5250	5500	6000	6500
佣金率 (%)	0.07%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.04%
经纪业务总收入 (亿元/年)	1049	2691	1052.95	891	1034	1185



广州证券市占率	0.54%	0.43%	0.39%	0.37%	0.40%	0.45%
广州证券收入(亿元)	5.64	11.69	4.13	3.30	4.14	5.33
<b>利差业务</b>	2014	2015	2016	2017 悲观	2017 中性	2017 乐观
两融余额(亿元)	5383	13000	8800	9240	9700	10120
股票质押待回购金额	3375	7087	9800	10500	11300	11760
整体利息净收入(亿元)	278	591	380	456	475	494
广州证券市占率	-0.97%	-0.17%	0.27%	0.20%	0.27%	0.35%
广州证券利息净收入(亿元)	(2.71)	-1	1.02	0.91	1.28	1.73
<b>自营业务</b>	2014	2015	2016	2017 悲观	2017 中性	2017 乐观
广州证券自营规模(亿元)	118.70	172.08	129.14	166.59	166.59	166.59
投资收益率	9.21%	8.47%	5.37%	3.00%	5.00%	7.00%
投资收益(亿元)	10.93	14.58	6.93	5.00	8.33	11.66
<b>投行业务</b>	2014	2015	2016	2017 悲观	2017 中性	2017 乐观
IPO 规模(亿元)	669	1578	1600	2880	3600	4320
股票增发规模(亿元)	6941	10799	14400	11200	14000	16800
债券承销规模(亿元)	9027	12264	33000	21120	26400	31680
收入(亿元)	309	531	658	580.8	726	871.2
广州证券市占率	0.45%	0.62%	1.17%	1.10%	1.20%	1.40%
广州证券投行业务收入(亿元)	1.40	3.31	7.71	6.39	8.71	12.20
总计	14.45	29.35	27.56	21.83	29.90	40.11

资料来源：中国中投证券研究总部

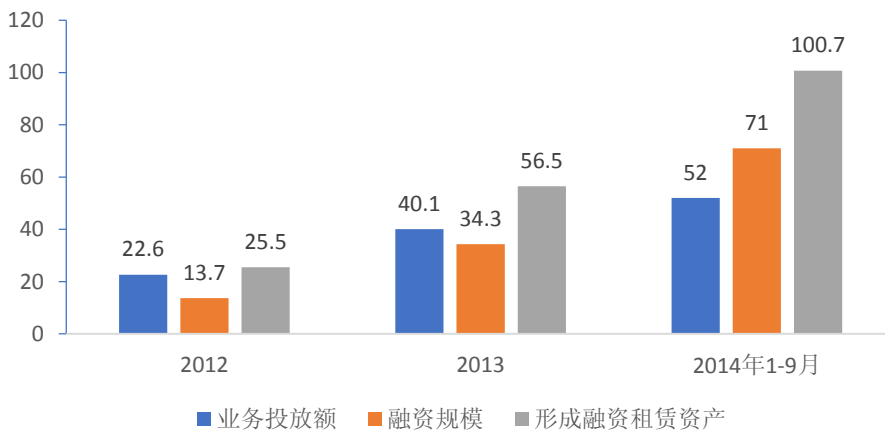
### 3. 越秀租赁：金控平台的稳定器

#### ■ 集团内部地位：金控业务的稳定器

越秀融资成立于 2012 年 8 月，注册资本 33 亿港元，为华南地区最大第三方投资融资租赁公司，是中国外商投资企业协会租赁业工作委员会副会长单位、广州融资租赁产业联盟理事长单位。目前公司已经在上海成立子公司，并在北京、杭州、香港等地设有业务平台和融资平台，形成立足广州，布局全国的态势。

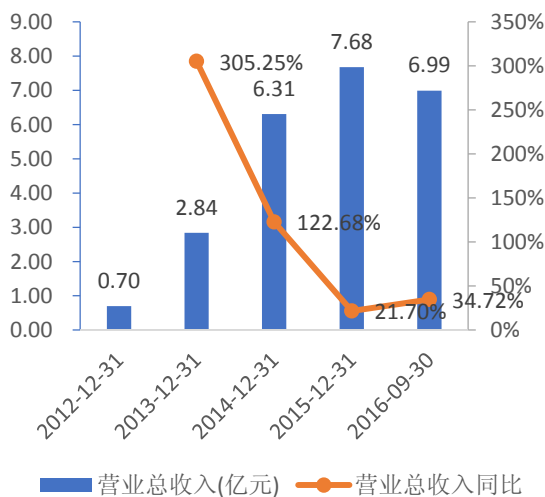
**在金控集团内部，越秀租赁定位于金控平台的稳定器，未来方向在于做大规模。**越秀租赁前三季度累计实现营业总收入和净利润分别为 6.99 亿元和 1.74 亿元，同比分别增长 34.72%和 111.2%。16 年三季报显示越秀租赁资产规模约为 180 亿，未来公司计划继续做大规模提升至 300 亿到 400 亿，预计未来能为上市公司每年贡献 2-3 亿左右稳定的净利润。

图 24 业务投放额和形成融资租赁资产 (亿元)



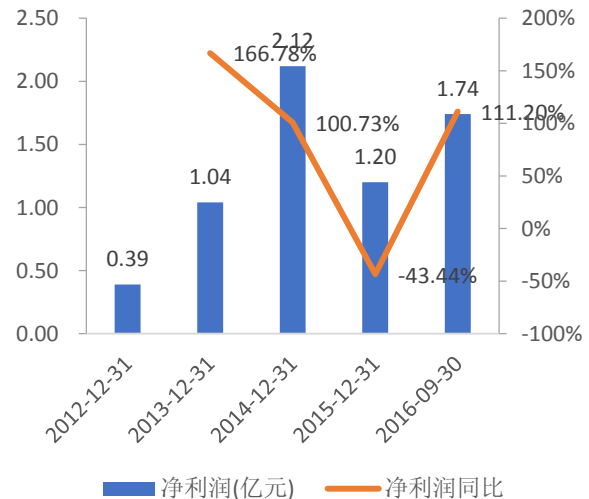
资料来源：公司财报、中国中投证券研究总部

图 25 营收增长情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 26 净利润增长情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## ■ 融资端：内外联动降成本

**越秀金控在融资渠道方面具备两大优势：一是独特的内外联动机制降低融资成本。二是集团信用背书利于越秀租赁获取低成本。**

- 1) 越秀金控依托毗邻港澳的优势，通过粤港合作形成了独特的内外联动机制，与香港金融机构建立了密切的合作关系，越秀租赁作为外商融资租赁公司，与港澳多家大型银行开展了融资合作。相比于内资租赁，越秀租赁作为外资租赁公司，可以不通过外管局批准直接在境外融资，集团外资背景以及外资租赁公司制度红利成为越秀租赁打造核心竞争力的有利因素。越秀金控可获得低成本的境外资金，支持国内业务的发展。

- 2) 越秀金控平台可在“集团授信”、“内保外贷”等方式上给予越秀租赁更大的低成本资金支持，截至 2016 年 6 月 30 日，越秀集团为越秀租赁合计提供 23 笔担保，总计金额高达 67.54 亿元。公司目前整体融资成本在 4 个百分点左右，综合利差在 2 个百分点左右。

**表 6 未完结关联担保情况**

担保方	被担保方	关联方关系	笔数	合计金额(亿元)
广州越秀集团有限公司	越秀租赁	过去十二月内为其控股子公司	23	67.54
广州越秀金控	金鹰基金管理有限公司	公司控股子公司广州证券的参股公司	2	1.77
广州越秀集团有限公司	广州越秀金控	过去十二月内为其控股子公司	1	27.64

资料来源：公司财报中国中投证券研究总部

## ■ 业务端：目前主要布局政府融资平台优质资产

越秀租赁明确了以城市基础设施租赁为核心的业务方向，2016 年 1-6 月实现项目投放 53.45 亿元，其中，城市基础设施类项目投放占比接近 50%。预计 2016 年有近 100 亿来自政府平台项目。预计公司将受益于 2017 年政府基建投资预计将密集落地。

- 3) **业务端目前主要布局政府融资平台优质资产** 以珠三角一带城市基础设施和区域的优势行业等为业务切入点，形成良好的业务结构。目前越秀租赁有近 50% 的项目资金投向政府平台，这些项目大多由政府财政作为信用背书，且具有弱周期性，能够保证公司获取稳定收益和收回资金。我们认为目前政府融资平台处于一个低风险状态，17 年有望放量增长。
- 4) **业务端优势在于一是集团协作支持，二是广州国资支持** 越秀集团实业基因打造业务协作平台，区位优势更利于业务开展。目前越秀集团构建六大业务板块：地产板块、交通基建板块、越秀发展、建材板块、造纸板块以及金融板块。业务板块的搭建为各板块之间的协同合作提供可操作平台，融资租赁业务自身集合产业与金融的特性，决定了越秀租赁在集团业务协同方面更加受益，在项目端为越秀租赁提供更大支持。目前越秀租赁与广州地铁等十多家广东省内大型企业保持了良好的业务合作关系。

## 4. AMC：未来潜在爆发点

### ■ 广东省不良资产包位居全国第二

**广东省不良贷款份额位居全国第二** 2015 年末广东省不良贷款余额 1152 亿，在全国所有省份中仅次于浙江省。广东省充裕的不良贷款规模给地方资产 AMC 留下了充分的成长空间。以粤财资产公司资产管理公司为例，其在 2014 年获得核准成为广东省具备商业银行不良资产管理资质的省级资产管理公司。短短三年间接收处置了广东发展银行、恩平农信社、广东农商行等地方金融机构和其他驻穗金融机构剥离的不良资产，经营规模得到迅速扩大，截至 16 年底，已累计业务规模已达 1132 亿元，盈利逾 40 亿元。

图 27 广东省不良资产排名

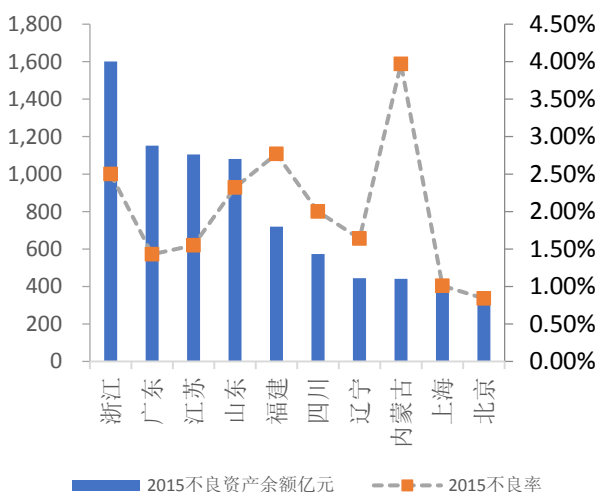
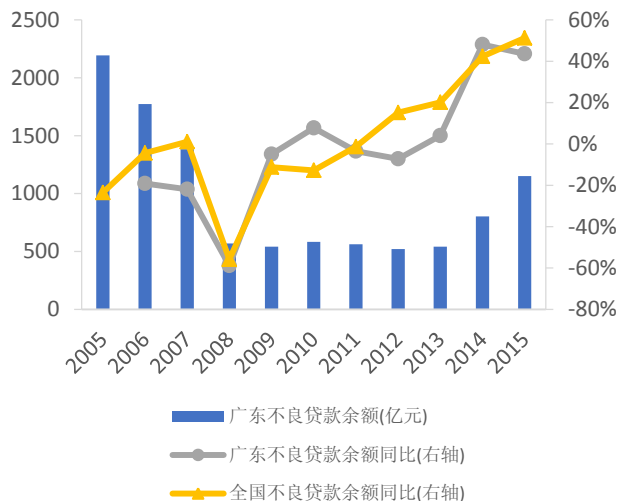


图 28 广东省不良贷款余额变动情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### ■ 越秀金控牵头设立广东省第二家 AMC：省市共建、高举高打

中国信达、中国华融最近几年的不良资产经营板块的税前 ROE(净资产收益率)都保持在 25%以上,同时作为直接可比对象——粤财资产管理公司近年来 ROE 也可维持在 20%以上。广州资产管理有限公司虽然是广东省内第二家地方 AMC 公司(第一家为广东省人民政府下属的专业资产管理平台——粤财资产公司),但公司已具有得天独厚的先天优势。对比粤财而言具备优势如下:

表 7 广州资产管理有限公司组建股东背景

股东	持股比例	行业背景	省/市背景	国企/民营
越秀金控	38.00%	金融+百货	广州市	国企
粤民投	22.00%	16 家广东省内民营企业覆盖各行各业	—	发起股东为 16 家广东省内民营企业
恒健控股	20.00%	投资、咨询	省级国有资本运营公司	国企
粤科金融	20.00%	科技金融服务平台建设	是广东省人民政府授权经营的国有独资企业	国企

资料来源：中国中投证券研究总部

**丰富的行业背景利于 AMC 公司开展资产处置业务**,筹备中的广州资产管理有限公司目前就股东背景而言基本涵盖各行各业,尤其是地产板块对于 AMC 公司开展资产处置业务而言大有裨益(多数抵押物为房地产)。相较而言,粤财资产管理公司的股东仅限于粤财控股(广东省属国企)一家。

**省市共建背景为后续公司业务开展奠定基础**,广州资产管理有限公司股东兼具省属和市属背景利于业务开展。

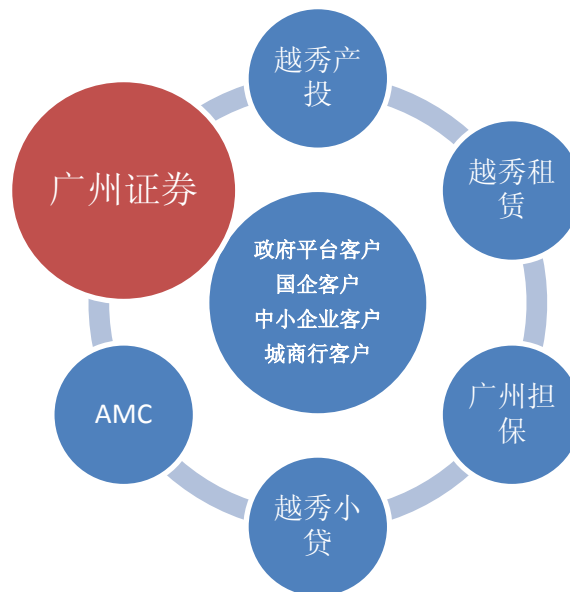
**民营背景利于公司激励机制与市场接轨, AMC 设立之初拟引入员工持股计划** 人

才一直是金融领域的核心竞争优势。AMC 对资产处置专业技术要求较高，对人才更加倚重。越秀金控目前施行市场化激励机制，对于优秀人才不惜重金引入。目前国企囿于政策限制，员工持股计划难以实现。因此公司在牵头设立 AMC 之初就拟借助民营股东的渠道，引入员工持股计划。种种激励机制使得公司在 AMC 筹备阶段已吸引了若干专业人才，预计未来将成为 AMC 业务拓张一大主力。

## 5. 金控平台协同战略有望爆发

**目前公司自身战略清晰——集中优势导流，协同发展增效。**目前制约越秀金控各金融子板块的一大因素在于起步较晚，客户群体积淀较缓。后期公司计划将以广州证券为突破口，实现客户在各金融业务平台的转换。**广州证券前期在新三板、股权质押等业务领域积累的大量的中小企业客户，债券承销方面积累的国企客户和政府平台客户以及在债券投顾等业务中布局的城商行客户与其他业务板块已具有一定的关联性。**例如前期广州证券的新三板业务向越秀产投专门的新三板基金提供了支撑。越秀租赁目前聚焦的业务与广证债券承销业务基本重合于长三角珠三角一带的政府融资平台。预计随着协同战略的实施，各金融板块后期有望齐同发力。

图 29 以广州证券为中心的融融协同机制



资料来源：中国中投证券研究总部

## 四、分部估值

### 1. 百货:58 亿元

选取经营高端百货的可比上市公司如下：

表 8 高端百货可比公司

	预计 ROE	PETTM	PB
--	--------	-------	----

请务必阅读正文之后的免责条款部分

		2016E	2017E	2018E		
大商股份	600694	10.75	10.75	10.91	17.95	1.75
重庆百货	600729	7.83	7.83	8.45	25.61	2.10
鄂武商 A	000501	17.77	17.77	17.45	13.82	2.29
王府井	600859	7.14	7.14	8.07	25.44	1.23
广百股份	002187	0.00	0.00	0.00	29.59	1.86
天虹商场	002419	8.72	8.72	9.72	8.49	2.10

资料来源：中国中投证券研究总部数据截至 2017 年 2 月 24 日

2016 年半年报显示百货业务整体实现营业总收入 12.61 亿元，同比下降 10.05%；净利润 1.00 亿元，同比下降 9.92%。虽然呈现下降态势但跌幅已逐渐企稳。零售行业整体经过近三年的连续下滑，预计 17 年、18 年百货板块整体营收下滑空间有限，广州友谊大概率维持目前水平。参考同行业上市公司 PE 估值，给与公司 29 倍 PE 估值，预计友谊百货 16 年-18 年每年能为公司贡献 2 亿元左右稳定净利，对应合理市值为 58 亿元。

## 2. 广州证券：336.18 亿元

在上市券商中选择体量与广州证券较为接近的公司，得到如下可比公司：

表 9 广州证券可比上市券商

2016E	营业收入(亿元)	归属母公司净利润(亿元)	预测每股净资产(元)	PETTM	PB
国金证券	49.30	15.63	5.43	23.32	2.30
山西证券	21.99	6.65	5.14	65.22	2.81
东北证券	52.79	19.80	7.28	18.58	1.86
东吴证券	41.48	16.35	6.45	22.44	2.00
广州证券	27.56	9.25	——	——	——

资料来源：中国中投证券研究总部数据截至 2017 年 2 月 24 日

当前证券行业小市值上市券商对应 2016 年 PB 为 1.86-2.81 倍。广州证券 2016 年末总资产为 404.56 亿元，净资产为 111.07。总营收为 27.56 亿元，净利润为 9.25 亿元。按照调整后的增发方案 2017 年收购广州证券少数股权后，公司将持有广州证券 100% 的股权，预计收购完成后广州证券总资产约 427.96 亿元、净资产将达到 134.47 亿元。我们给予 2.5 倍 PB，对应市值 336.18 亿元。

## 3. 越秀租赁：59.93 亿元

截至 2016 年 3 季度越秀租赁总资产 180 亿，净资产约为 34.22 亿元，累计营收 6.99，累计净利 1.74 亿元。目前国内 A 股市场融资租赁行业上市公司有渤海金控和华铁科技等，其中，渤海金控 2016 年 PB 为 1.49 倍，华铁科技则高达 8.42 倍。越秀租赁成长性好，按 2.5 倍给予估值，按 70.06% 权益，对应合理估值 59.93 亿元。

## 4. 越秀产投：9.00 亿元

越秀产投目前是广州市国资旗下新兴产业 PE 基金管理机构和最大的基金管理公司，

服务于众多市属国企和广东省内新兴产业企业。越秀产投主要业务包括以战略新兴产业为投资方向的私募股权投资和以国资基金为代表的固定收益类金融投资。经过 3 年多的发展,越秀产投已在华南地区房地产投资基金行业与私募股权投资基金行业处于领先地位。2015 年底,公司基金管理余额规模约 200 亿元。

采取 P/AUM 法对于产投业务估值。考虑到目前国内可比公司估值相差较大,且普遍比国外估值水平高,谨慎起见我们采取国外平均水准给予 AUM0.05 倍估值,并考虑 90%权益,估值为 9 亿元。

**表 10 越秀产投可比估值对象**

	总市值(亿元)	管理资产规模(亿元)	P/AUM (倍)
中科招商	135.36	315	0.43
同创伟业	85.47	122	0.70

资料来源:中国中投证券研究总部数据截至 2017 年 2 月 24 日

## 5. AMC : 11.40 亿元

公司参与设立广东省第二家资管公司潜力大,广东省有着丰富的不良资产资源,公司背靠国资委背景可以获得大量优质不良资产资源;借助金控平台可以充分发挥协同效应运营项目。公司预计出资额 11.40 亿元,这一块由于尚未投入运营,我们保守估计给予 1 倍 PB 估值。

## 6. 广州担保与越秀小贷 : 19.01 亿元

越秀小贷是广州市第一家全资国有小额贷款公司,可在广州市范围内开展业务,服务于众多广州市小微企业,并在产业链融资方面初具特色。广州担保目前是广州市唯一的国有担保公司和广州市融资担保行业协会会长单位,累计服务广州地区企业多达几百家。16 年半年报显示广州担保净资产约为 6.65 亿,越秀小贷净资产约为 3.18 亿元。

**表 11 类金融可比上市公司**

	PETTM	PB
香溢融通	35.42	2.72
熊猫金控	407.92	7.00
贤丰控股	672.36	7.59
法尔胜	30.93	5.44

资料来源:中国中投证券研究总部数据截至 2017 年 2 月 24 日

由于小贷和担保业务性质类似,我们都按照估值都按照类金融公司估值,目前市场给予的此类金融机构估值 PB 在 2.72 倍到 7.59 倍之间。谨慎起见我们取 2.5 倍 PB 估值。则广州担保市值 16.63 亿,越秀持股 100%,对应市值 16.63 亿。越秀小贷市值 7.95 亿元。越秀金控持股 30%,对应市值 2.39 亿。二者合计 19.01 亿元。

## 7. 自有物业租赁 : 20.00 亿元

越公司自有物业约 10 万平米，其中部分自用，另一部分包括新中国大厦等物业对外出租，历史数据显示租赁这一块可给公司每年带来 1.4 亿元的稳定净利润。用现金流折现法计算现值为 20 亿元。

**表 12 估值表**

板块	估值(亿元)
百货	58.00
广州证券(收购完成少数股东权益)	336.18
租赁	59.93
产投	9.00
AMC	11.40
担保+小贷	19.01
自有物业	20.00
合计	513.52
股本(亿股)	28.84
每股市价(元)	17.80

资料来源：中国中投证券研究总部

## 五、风险提示

### 1. 百货业务

互联网购物冲击、人力成本上升、物业成本上升风险、零售行业景气度持续下滑风险。

### 2. 证券业务

二级市场波动风险、交易量萎缩风险、投行业务不达预期风险、新三板市场流动性低迷风险。

### 3. 类金融业务（融资租赁、小贷、担保）

经济形势下滑风险、融资成本上升风险、政府融资平台坏账爆发风险、中小企业违约风险。

### 4. 其他

协同战略不达预期风险、定增失败风险、地方政府支持力度不达预期风险。



**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2578	30160	45153	55410
现金	1062	16300	30226	38991
应收账款	0	186	255	293
其它应收款	65	269	368	423
预付账款	20	55	55	55
存货	106	121	120	120
其他	1325	13229	14129	15529
<b>非流动资产</b>	741	26015	19528	20912
长期投资	2	208	208	208
固定资产	136	189	243	299
无形资产	19	32	44	56
其他	583	25586	19034	20349
<b>资产总计</b>	3318	56175	64681	76322
<b>流动负债</b>	1086	22648	10127	10484
短期借款	0	14726	1753	1753
应付账款	364	1173	1173	1173
其他	722	6749	7201	7558
<b>非流动负债</b>	8	20058	29448	38838
长期借款	0	9390	18780	28170
其他	8	10668	10668	10668
<b>负债合计</b>	1094	42707	39576	49323
少数股东权益	2	221	327	460
股本	359	2223	2884	2884
资本公积	60	8889	18298	18298
留存收益	1804	2185	3647	5408
归属母公司股东权益	2223	13248	24778	26539
<b>负债和股东权益</b>	3318	56175	64681	76322

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	106	-8667	1786	2165
净利润	229	851	1767	2569
折旧摊销	57	23	34	46
财务费用	-27	558	755	536
投资损失	-89	-693	-833	-1000
营运资金变动	-144	-9455	63	13
其它	79	49	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-170	-24041	6486	-1729
资本支出	134	150	100	117
长期投资	-119	13060	-6565	1300
其他	-155	-10831	21	-313
<b>筹资活动现金流</b>	-179	47946	5654	8329
短期借款	0	14726	-12973	0
长期借款	0	9390	9390	9390
普通股增加	0	1864	661	0
资本公积增加	0	8829	9408	0
其他	-179	13137	-831	-1061
<b>现金净增加额</b>	-244	15238	13927	8765

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2804	4657	6368	7319
营业成本	2101	2300	2300	2300
营业税金及附加	45	44	60	69
营业费用	392	334	457	525
管理费用	51	931	1274	1464
财务费用	-27	558	755	536
资产减值损失	1	15	0	0
公允价值变动收益	0	-50	0	0
投资净收益	89	693	833	1000
<b>营业利润</b>	330	1118	2355	3425
营业外收入	20	18	0	0
营业外支出	36	1	0	0
<b>利润总额</b>	313	1135	2355	3425
所得税	84	284	589	856
<b>净利润</b>	229	851	1767	2569
少数股东损益	-0	219	107	133
<b>归属母公司净利润</b>	229	632	1660	2436
EBITDA	360	1699	3144	4007
EPS (元)	0.64	0.28	0.58	0.84

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-16.6%	66.1%	36.7%	14.9%
营业利润	-6.6%	238.6%	110.7%	45.4%
归属于母公司净利润	-12.8%	176.1%	162.5%	46.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.1%	50.6%	63.9%	68.6%
净利率	8.2%	13.6%	26.1%	33.3%
ROE	10.3%	4.8%	6.7%	9.2%
ROIC	22.9%	12.0%	22.2%	28.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.0%	76.0%	61.2%	64.6%
净负债比率	0.00%	64.66%	60.73%	67.76%
流动比率	2.37	1.33	4.46	5.28
速动比率	2.28	1.33	4.45	5.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.16	0.11	0.10
应收账款周转率	5674	50	29	27
应付账款周转率	5.32	2.99	1.96	1.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.28	0.75	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-3.90	0.80	0.97
每股净资产(最新摊薄)	1.00	5.96	11.15	11.94
<b>估值比率</b>				
P/E	133.73	48.44	18.46	12.58
P/B	13.78	2.31	1.24	1.15
EV/EBITDA	81	17	9	7

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘涛,中投证券非银金融研究员,中国人民大学经济学硕士

喻慧子,中投证券非银金融研究员,香港理工大学金融学硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434