

广州友谊 (000987)

强烈推荐

行业：百货

定增购买越秀金控，打造零售、金融双轮驱动的控股型公司

公司公告向广州市国资委及广州国发等七名对象以不低于 9.4 元的价格增发不超过 10.6 亿股募资不超过 100 亿元现金，其中 88.3 亿元用于购买越秀金控 100% 股权、11.7 亿元用于补充广州证券营运资金。定增完成后，广州友谊将转型成为以百货业务和金融业务为主营业务的控股型公司，主营业务领域将延伸至证券、融资租赁、私募投资、担保、小额贷款等领域。

投资要点：

✧ **越秀金控情况**：越秀金控系广州越企的全资子公司，实际控制人为越秀集团，最终控制人为广州市政府。越秀金控直接控股 5 家子公司：广州证券（66.096%）、越秀租赁（70.06%）、越秀产投（90%）、广州担保（100%）和越秀小贷（30%）；2014 年前 3 季度，越秀金控实现营业收入 16.86 亿元，归属净利润 3.75 亿元。

✧ **广州证券是此次定增收购的核心资产**：全国性、全牌照的综合类券商，行业综合排名前 40；拥有 2 家全资子公司广州期货和广证创投、2 家控股子公司广证恒生（67%）和天源证券（80.47%）、1 家参股子公司金鹰基金（49%）；共 53 家营业部；2014 年前 3 季度营业收入 12 亿元、归属净利润 4 亿元，经纪业务、自营业务、投行业务是收入主要来源。

✧ **拉开广州国资改革大幕，意义深远**：1、广州友谊传统百货业务面临严峻挑战，新增金融业务既可以发挥零售与金融的协同效应，又实际拓宽了业务范围和收入渠道。2、利用资金平台将越秀金控打造成国内一流的以证券、租赁为核心的非银行金融控股集团。3、助推广州区域金融中心建设。

✧ **估值**：1、对越秀金控下属 5 家子公司单独估值：广州证券：6 家可比上市券商 2014 年平均动态 PE63.9 倍，据此广州证券估值 254 亿元；越秀租赁、越秀产投、广州担保、越秀小贷以定增资产基础法评估值计算；越秀金控估值总计 254 亿元；2、预计广州友谊 2014 年归属净利润 2.65 亿元，给予 15 倍 PE，估值 39.7 亿元；3、则预计定增完成后总市值约 315 亿元，按新股本 14.2 亿股推算，目标价 22.15 元，“强烈推荐”。

✧ **风险提示**：定增尚需过会；广州证券后续业绩与牛市长短紧密相关

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4092	3634	3824	4161
收入同比(%)	-8%	-11%	5%	9%
归属母公司净利润	309	265	267	269
净利润同比(%)	-19%	-14%	1%	1%
毛利率(%)	22.0%	20.8%	20.5%	20.4%
ROE(%)	14.8%	12.2%	11.5%	10.9%
每股收益(元)	0.86	0.74	0.74	0.75
P/E	11.92	13.92	13.77	13.68
P/B	1.76	1.69	1.58	1.49
EV/EBITDA	2	2	2	2

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22.15

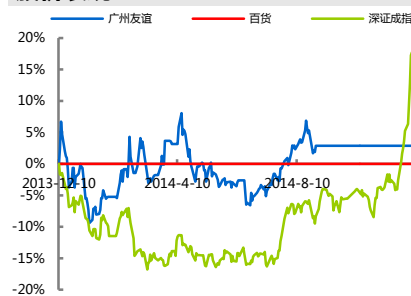
当前股价： 10.26

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	359
流通股本(百万股)	359
总市值(亿元)	36.8
流通市值(亿元)	36.8
成交量(百万股)	0.004
成交额(百万元)	4.53

股价表现



相关报告

一、广州市政府下属企业越秀金控注入上市公司

为落实国资改革精神，助推广州区域金融中心建设，充分利用资本平台做大做强市属金融产业，广州市政府将全资下属企业越秀金控注入广州友谊（000987.SZ），注入方式为广州友谊向广州市国资委、广州国发、广州地铁、广州电气装备、万力集团、广州城投、广州交投 7 名投资者合计发行不超过合计不超过 1,063,829,782 股，发行价不低于停牌前 20 交易日均价即 9.4 元，募集现金不超过人民币 100 亿元（含）；其中 88.3 亿元用于购买越秀金控 100 股权，11.7 亿元用于向越秀金控增资，补充下属企业广州证券的营运资金。

越秀金控为控股型公司，母公司主要持有广州证券、越秀租赁、越秀产投、广州担保和越秀小贷等公司的股权。旗下广州证券主要经营证券业务，越秀租赁主要经营融资租赁业务，越秀产投主要经营私募投资基金管理业务，广州担保主要经营担保业务，越秀小贷主要经营小额贷款业务。

本次发行完成后，广州友谊（000987.SZ）将转型成为以百货业务和金融业务为主营业务的控股型公司，主营业务领域将延伸至证券、融资租赁、私募投资、担保、小额贷款等领域。募集资金投资项目的实施将丰富及优化公司业务结构，对公司转型升级及可持续发展产生积极影响。

按照“专业化管控下的专业化运作”的思路，广州友谊原有的百货业务将在本次发行完成后成立子公司，继续由熟悉百货零售业务的团队进行专业化的管理。

图 1 越秀金控股权架构

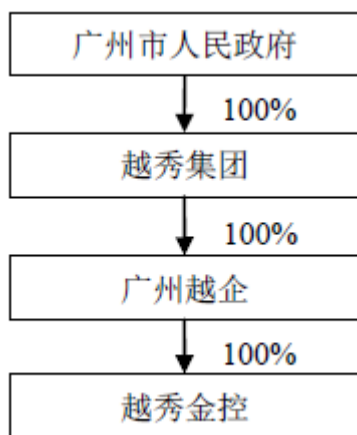
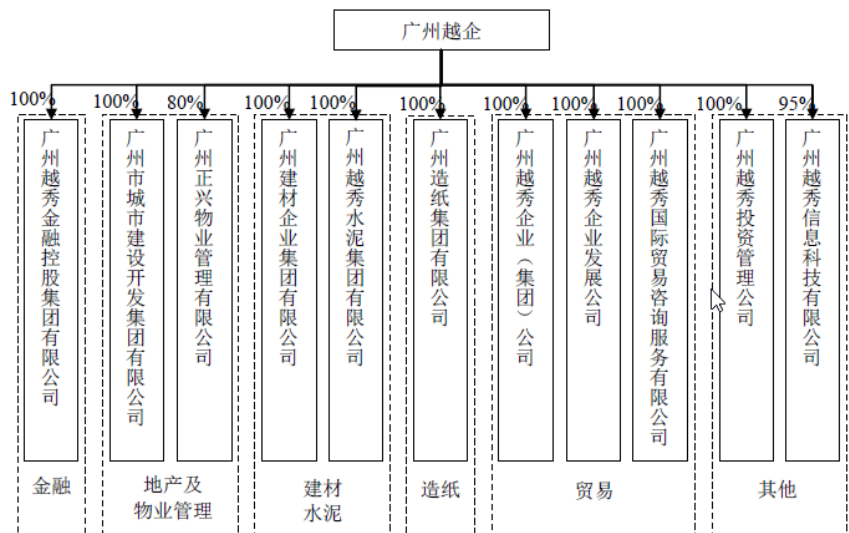


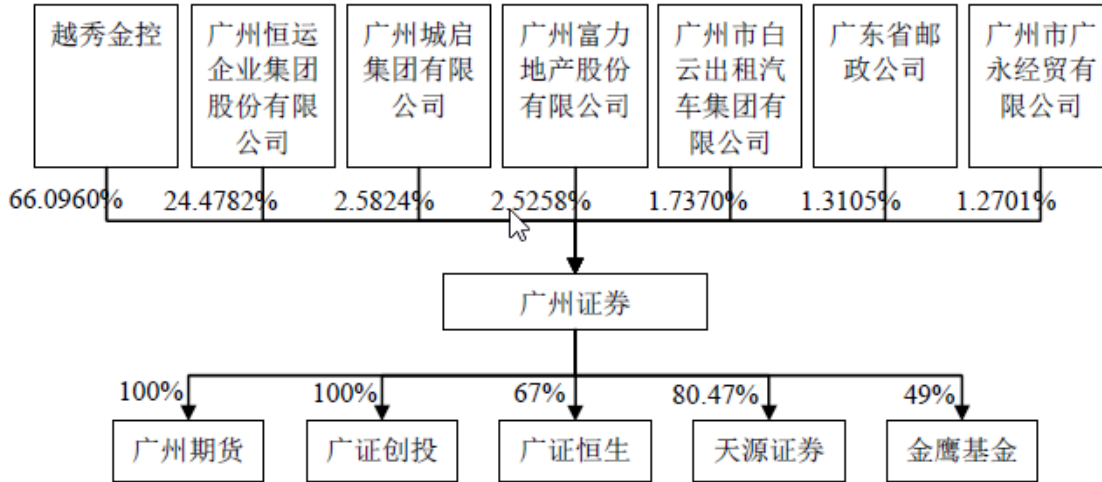
图 2 广州越企下属业务



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

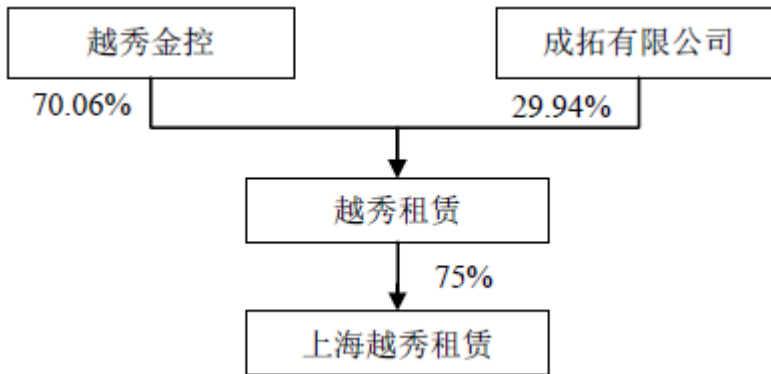
越秀金控直接控股 5 家子公司：广州证券（66.096%）、越秀租赁（70.06%）、越秀产投（90%）、广州担保（100%）和越秀小贷（30%）；2014 年前 3 季度，越秀金控实现营业收入 16.86 亿元，归属净利润 3.75 亿元。

图 3 广州证券股权架构及子公司架构



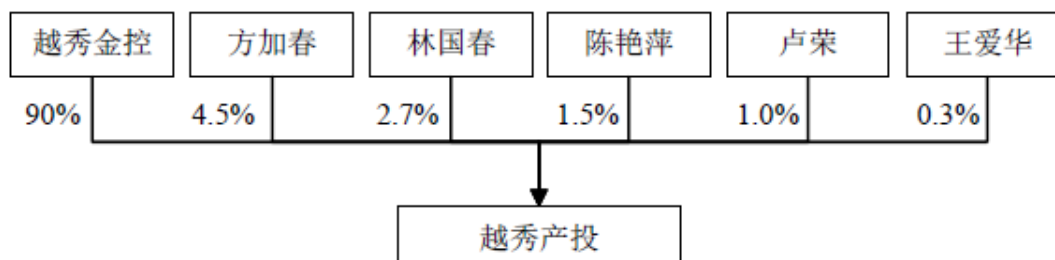
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 越秀租赁股权架构及子公司架构



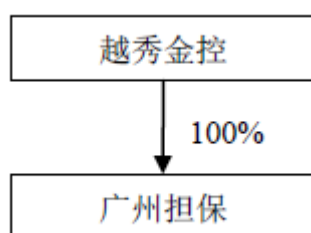
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 越秀产投股权架构及子公司架构



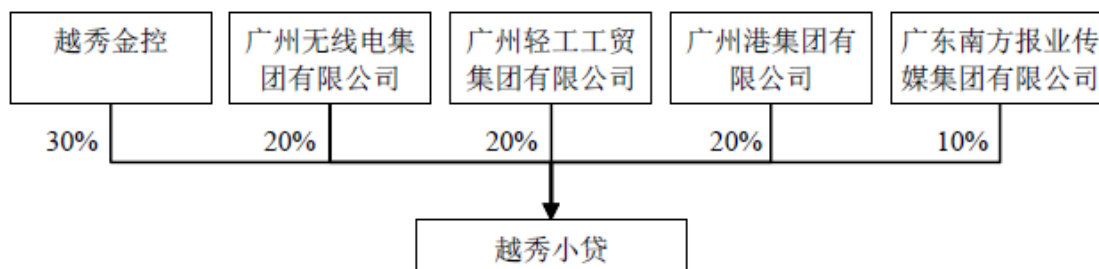
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 6 广州担保股权架构及子公司架构



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 7 越秀小贷股权架构及子公司架构



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 1 越秀金控合并利润表 (万元)

项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度
一、营业总收入	168,649.11	132,522.25	112,979.33
手续费及佣金净收入	75,171.01	70,166.66	49,511.92
利息净收入	-7,591.55	-4,982.59	-3,591.64
管理咨询费净收入	12,309.70	9,623.66	1,671.11
担保费收入	1,930.73	1,459.24	9.31
投资收益 (损失以“-”号填列) "	85,737.39	59,383.20	56,590.40
其中对联营企业和合营企业的投资收益	258	-1,907.45	-307.43
公允价值变动收益 (损失以“-”号填列) "	1,990.87	-3,317.57	9,062.05
汇兑收益 (损失以“-”号填列) "	-1,007.04	186.27	-295.16
其他业务收入	108	3.38	21.34
二、营业总成本	90,843.44	94,503.69	77,537.53
提取未到期责任准备金	130.32	613.36	-
提取担保赔偿准备金	1,231.25	61.87	-
营业税金及附加	8,590.18	7,624.78	7,327.41
业务及管理费用	77,434.94	84,858.07	70,395.52
资产减值损失	3,433.72	1,344.36	-198.89
其它业务成本	23.03	1.25	13.5
三、营业利润 (亏损以“-”号填列)	77,805.68	38,018.56	35,441.80
加: 营业外收入	1,084.36	1,207.13	614.21
减: 营业外支出	282.02	-1,974.05	120.86
其中: 非流动资产处置损失	29.26	30.67	12.25
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	78,608.01	41,199.73	35,935.14
减: 所得税费用	20,659.80	11,020.38	9,261.33
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	57,948.22	30,179.36	26,673.81
其中: 被合并方在合并前实现利润	12,594.10	14,509.98	26,782.48
归属于母公司股东的净利润	37,518.29	15,521.50	10,350.07

资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

表 2 越秀金控直接控股的 5 家子公司合并利润表 (万元)

合并利润表			
广州证券			
项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年度
营业收入	121,220.81	88,835.28	101,132.54
营业利润	52,423.79	13,342.09	31,314.47
利润总额	52,914.67	15,936.74	31,542.34
净利润	40,068.79	11,431.33	23,775.71
归属于母公司所有者的净利润	40,042.31	11,794.14	23,888.47
越秀租赁			
项目	2014 年 1-9 月	2013 年度	2012 年 5-12 月
营业收入	38,137.56	28,351.24	6,996.04

营业利润	14,375.16	14,157.99	4,724.98
利润总额	14,598.27	14,051.77	4,990.56
净利润	10,226.55	10,570.43	3,680.66

越秀产投

项目	2014年1-9月	2013年度	2012年度
营业收入	10,756.45	9,516.37	1,918.22
营业利润	6,008.07	3,531.66	-673.89
利润总额	6,063.24	4,124.60	-673.89
净利润	4,512.56	3,020.99	-673.89
归属于母公司所有者的净利润	4,512.56	3,020.99	-673.89

广州担保

项目	2014年1-9月	2013年5-12月
营业收入	4,763.44	2,373.64
营业利润	3,447.02	1,869.90
利润总额	3,491.95	1,885.20
净利润	2,367.55	1,042.90

越秀小贷

项目	2014年1-9月	2013年度	2012年5-12月
营业收入	5,415.58	6,906.06	1,631.59
营业利润	2,743.12	3,537.93	698.62
利润总额	2,743.12	3,599.68	698.6
净利润	1,976.01	2,511.98	513.8

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

二、盈利预测与估值

表 3 上市券商盈利与估值

证券代码	证券简称	最新市值 (亿元)	归属净利润 (亿元) 2014年前3季度	PE-2014
601099.SH	太平洋	492	3.5	93.87
000562.SZ	宏源证券	1,114	12.5	59.55
002500.SZ	山西证券	455	3.7	81.68
002673.SZ	西部证券	394	4.2	62.49
000750.SZ	国海证券	462	4.7	66.18
600109.SH	国金证券	611	5.5	74.20
000686.SZ	东北证券	410	6.0	45.36
601555.SH	东吴证券	621	7.7	53.59
600369.SH	西南证券	360	8.9	26.94
601788.SH	光大证券	1,057	9.0	78.38
000728.SZ	国元证券	607	9.4	42.93

请务必阅读正文之后的免责条款部分

601377.SH	兴业证券	841	10.8	51.72
000783.SZ	长江证券	716	12.3	38.89
601901.SH	方正证券	1,283	14.8	57.72
600999.SH	招商证券	1,665	25.3	43.80
601688.SH	华泰证券	1,478	26.4	37.27
000776.SZ	广发证券	1,569	30.4	34.39
600837.SH	海通证券	1,890	49.5	25.46
600030.SH	中信证券	2,809	63.6	29.43
平均		991.3	16.2	52.8
6家可比公司平均		492.2	5.3	63.9

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 4 越秀金控下属 5 家子公司估值

公司名称	评估方法	账面价值	评估价值	增减值	增值率%	投资比例	长投评估值
		A	B	C=B-A	D=C/A×100%	E	F=B×E
广州证券	市场法	567,952	803,513	235,562	41.48	66.10%	531,090
越秀租赁	资产基础法	185,110	187,432	2,322	1.25	51.16%	95,890
越秀产投	资产基础法	14,603	14,410	-193	-1.32	90.00%	12,969
广州担保	资产基础法	62,777	62,779	2	-	100.00%	62,779
越秀小贷	资产基础法	32,164	32,178	14	0.04	30.00%	9,653

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 5 定增情况及定增前后股份数量

序号	发行对象	认购股份数量（股）	认购金额（元）
1	广州市国资委	585,106,382	5,499,999,991
2	广州国发	265,957,446	2,499,999,992
3	广州地铁	106,382,978	999,999,993
4	广州电气装备	26,595,744	249,999,994
5	广州城投	26,595,744	249,999,994
6	广州交投	26,595,744	249,999,994
7	万力集团	26,595,744	249,999,994
合计		1,063,829,782	9,999,999,951
广州友谊现有股份数量		358,958,107	
注入后股份总数		1,422,787,889	

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

在当前 19 家上市券商中，山西证券、西部证券、国海证券、国金证券、东北证券、东吴证券与广州证券规模、收入等各项指标相当，可比性高。

假设广州证券 2014 年 4 季度归属净利润为前 3 季度平均水平的 1.5 倍，则其 2014 年归属净利润为 60,063 万元，按 6 家可比公司 2014 年预测 PE 平均值 63.9 倍估值，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

其合理市值 383.9 亿元。

表 6 定增情况及定增前后股份数量

公司	评估价值 (万元)	越秀金控持股 比例	权益价值 (万元)
广州证券	3,839,056	66.1%	2,537,463
越秀租赁	187,432	70.06%	131,315
越秀产投	14,410	90.00%	12,969
广州担保	62,779	100.00%	62,779
越秀小贷	32,178	30.00%	9,653
合计	4,135,856		2,754,179
广州友谊			396,780
注入完成后			3,150,959

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

预计广州友谊现有业务 2014-16 年营业收入分别为 36.3、38.2 和 41.6 亿元，归属净利润分别为 2.65、2.67 和 2.69 亿元，给予 2014 年 15 倍 PE，合理市值 39.7 亿元。

注入完成后，新广州友谊合理市值总计为 315 亿元，以新股本 14.2 亿元推算，目标股价 22.15 元，给予“强烈推荐”评级。

三、风险提示

- 1、定向增发尚需通过股东会、证监会审批，存在不确定性；
- 2、牛市行情持续时间未达预期，广州证券后续业绩不达预期，估值滑落；
- 3、广州友谊原高端百货业务受广州商业竞争加剧、反腐等影响业绩持续下滑。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2978	3112	3460	3946
现金	2364	2831	3161	3635
应收账款	1	7	7	8
其它应收款	46	52	54	59
预付账款	18	40	46	53
存货	184	173	182	182
其他	365	10	10	10
非流动资产	630	515	350	130
长期投资	305	13	13	13
固定资产	157	136	115	94
无形资产	21	18	16	14
其他	147	348	206	9
资产总计	3608	3628	3810	4076
流动负债	1508	1441	1475	1592
短期借款	0	0	0	0
应付账款	500	576	608	662
其他	1008	865	867	930
非流动负债	8	10	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	8	10	9	9
负债合计	1516	1451	1484	1602
少数股东权益	2	2	2	2
股本	359	359	359	359
资本公积	60	60	60	60
留存收益	1671	1756	1905	2054
归属母公司股东权益	2091	2176	2324	2473
负债和股东权益	3608	3628	3810	4076

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	320	369	497	611
净利润	309	265	267	269
折旧摊销	124	105	129	104
财务费用	-49	-36	-39	-44
投资损失	-40	-14	-14	-14
营运资金变动	-74	62	144	297
其它	50	-13	9	-1
投资活动现金流	-499	242	-87	-62
资本支出	40	0	0	0
长期投资	-500	-305	-5	-5
其他	-959	-63	-92	-66
筹资活动现金流	-179	-143	-80	-76
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-179	-143	-80	-76
现金净增加额	-359	467	330	473

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4092	3634	3824	4161
营业成本	3192	2879	3040	3311
营业税金及附加	54	45	48	52
营业费用	472	350	371	427
管理费用	51	57	61	72
财务费用	-49	-36	-39	-44
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	14	14	14
营业利润	413	353	357	359
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	417	353	357	359
所得税	108	88	89	90
净利润	309	265	267	269
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	309	265	267	269
EBITDA	488	422	447	419
EPS (元)	0.86	0.74	0.74	0.75

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-8.3%	-11.2%	5.2%	8.8%
营业利润	-19.2%	-14.6%	1.1%	0.7%
归属于母公司净利润	-19.1%	-14.4%	1.1%	0.7%
获利能力				
毛利率	22.0%	20.8%	20.5%	20.4%
净利率	7.5%	7.3%	7.0%	6.5%
ROE	14.8%	12.2%	11.5%	10.9%
ROIC	-44.8%	-49.3%	-30.6%	-18.3%
偿债能力				
资产负债率	42.0%	40.0%	39.0%	39.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.98	2.16	2.35	2.48
速动比率	1.85	2.04	2.22	2.36
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.00	1.03	1.06
应收账款周转率	3188	886	540	549
应付账款周转率	6.13	5.35	5.14	5.21
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.74	0.74	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.03	1.38	1.70
每股净资产(最新摊薄)	5.82	6.06	6.47	6.89
估值比率				
P/E	11.92	13.92	13.77	13.68
P/B	1.76	1.69	1.58	1.49
EV/EBITDA	2	2	2	2

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

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

徐晓芳,中投证券品牌与渠道(商贸零售&纺织服装)分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:王府井、天虹商场、大商股份、欧亚集团、步步高、苏宁云商、友好集团、银座股份、重庆百货、广州友谊、新华百货、农产品、新华都、友阿股份以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马服饰、朗姿股份、七匹狼等。

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