中国平安 PING AN 平安证券公司

非银金融

2016 年 08 月 02 日

越秀金控 (000987)

国内首家地方上市金控，广州打造金融强市重要布局

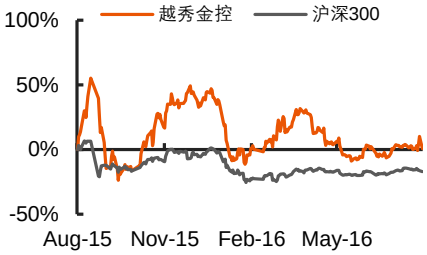
推荐（维持）

现价：12.90 元

主要数据

行业	非银金融
公司网址	www.cgzfs.com
大股东/持股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会/54.25%
实际控制人/持股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	2,224
流通 A 股(百万股)	538
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	286.87
流通 A 股市值(亿元)	69.40
每股净资产(元)	8.25
资产负债率(%)	6.50

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号 S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

陈雯 投资咨询资格编号 S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点：

- **更名越秀金控，业绩大幅预增：**上市公司前身为广州友谊集团股份有限公司，是广州市国资委旗下的大型综合性商业零售企业。2016 年，越秀金控入主上市公司，自 5 月 1 日起并表，之后，公司名称由“广州友谊”变更为“越秀金控”。公司 2016 年半年度业绩预告显示，纳入越秀金控（有限公司）5-6 月份业绩后，预计 2016 年上半年实现归母净利润 2.07-2.55 亿元，同比大增 86.41% – 130.28%。

- **国内首个地方金控上市平台，广州打造金融强市重要布局：**越秀金控是越秀集团国内金融产业的持股平台，而越秀集团是广州国资委旗下两大金控平台之一，香港金控平台还拥有银行、保险等牌照。越秀金控上市后将助力广州打造金融强市，在广州市政府的支持下，将会进一步完善其金控布局，获取保险等金融牌照，打造航母级别的综合金融控股平台。

- **金融板块以证券为核心，发展前景向好：**越秀金控（有限公司）旗下拥有证券、融资租赁、私募、小额贷款、融资担保等金融业务，并以证券为核心。广州证券是一家综合实力不断提升的中型券商，近年来，公司的资本实力和盈利规模不断提升，2015 年净资产排名 34 位。预计越秀金控上市后，广州证券的资本实力将会进一步提升，并带来业绩的快速增长。

- **投资建议：**我们对越秀金的估值为 369 亿元，股本为 22.24 亿元，对应合理股价为 16.61 元。作为广州国资委唯一的上市金控平台，公司将获得政府更多支持，未来还有以下利好值得期待：1、获取保险等其他金融牌照；2、进一步提升关键金融资产的控股比例；3、向海外拓展业务。公司未来的发展空间充满想象，维持“推荐”投资评级。

- **风险提示：**宏观经济发展不及预期、股票市场波动风险、百货与金融业务的协同效应不佳等。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,363	2,804	5,832	6,421	7,179
YoY(%)	-7.8	-16.6	108.0	10.1	11.8
净利润(百万元)	263	229	1,384	1,515	1,657
YoY(%)	-14.9	-12.8	504.2	9.5	9.3
ROE(%)	12.1	10.3	8.6	8.8	9.0
EPS(摊薄/元)	0.73	0.64	0.62	0.68	0.74
P/E(倍)	17.6	20.2	20.7	18.9	17.3
P/B(倍)	2.1	2.1	1.8	1.7	1.6

正文目录

一、越秀金控并表，业绩大幅提升 4
二、“金融+百货”双主业，金融板块更具活力 5
三、越秀金控—国内首个地方金控上市平台，广州打造金融强市重要布局 6
3.1 越秀集团的国内金控平台，香港金控平台还拥有银行、保险等牌照 6
3.2 越秀集团为广州国资委旗下两大金控平台之一，越秀金控上市后将助力广州打造金融强市 8
四、金融板块：以证券为核心 8
4.1 广州证券：综合实力不断提升的中型券商 8
4.2 越秀租赁：广州资本规模最大融资租赁公司 10
4.3 越秀产投：国资基金占比高，房地产、PE 基金在华南处于领先地位 11
4.4 越秀小贷：广东省注册资本最大的小贷公司 11
4.5 越秀担保：关键风险指标良好 12
五、估值和投资建议 13
5.1 百货板块 13
5.2 金融板块 13
5.3 越秀金控估值 14
5.4 投资建议 15
六、风险提示 15

图表目录

图表 1 上市公司大事记.....4
图表 2 上市公司股权结构.....5
图表 3 预计 2016 年上半年归母净利润大增.....5
图表 4 预计 2016 年上半年归母净资产大增.....5
图表 5 上市公司下有金融和百货两个板块.....6
图表 6 金融板块和百货板块 2013-2014 年一季度历史财务数据对比（百万元）.....6
图表 7 越秀金控发展史.....6
图表 8 越秀集团的金融板块全貌.....7
图表 9 越秀金控参控股子公司（亿元）.....8
图表 10 广州证券资产规模和盈利排名.....9
图表 11 广州证券子公司列表.....9
图表 12 广州证券 2013-2015 年业务结构.....10
图表 13 我国融资租赁企业数量（家）.....10
图表 14 我国融资租赁业务总量（亿元）.....10
图表 15 越秀租赁主要业务指标（亿元）.....11
图表 16 越秀产投各业务部营业收入情况（万元）.....11
图表 17 越秀小贷贷款收入的客户情况（万元）.....12
图表 18 越秀小贷经营情况.....12
图表 19 越秀担保关键风险指标.....12
图表 20 广州证券可比上市券商财务指标.....13
图表 21 越秀租赁可比上市公司估值.....13
图表 22 越秀产投可比上市公司估值.....14
图表 23 股份制和城商行 PE 估值.....14
图表 24 越秀金控估值表（单位：亿元）.....15

一、 越秀金控并表，业绩大幅提升

上市公司前身为广州友谊商店股份有限公司，2000 年于 A 股上市，2007 年变更名称为“广州友谊集团股份有限公司”。广州友谊集团是广州市国资委旗下的大型综合性商业零售企业，业务以百货零售为主，物业租赁为辅，其中百货零售以经营高端商品为主。

2014 年 12 月，公司发布公告，计划向广州市国资委、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 10.64 亿股，募集现金不超过人民币 100 亿元（含）；其中 88.3 亿元用于购买广州越秀金融控股集团有限公司 100%股权，11.7 亿元用于向广州越秀金融控股集团有限公司增资，补充下属企业广州证券的营运资金。2015 年 7 月，公司发布公告，修订了非公开发行预案，2014 年度利润分配方案实施完毕后，非公开发行 A 股股票数量调整为不超过 11.24 亿股。

2016 年 4 月 7 日，广州越秀金融控股集团有限公司 100%股权完成变更，自 5 月 1 日起并表。7 月 27 日，广州友谊变更名称为“广州越秀金融控股集团股份有限公司”。8 月 1 日，公司股票简称由“广州友谊”变更为“越秀金控”。

由于“广州友谊”更名为“广州越秀金融控股集团股份有限公司”后，股票简称“越秀金控”，为了与其控股的“广州越秀金融控股集团有限公司“相区别，我们将上市公司称为”越秀金控（上市公司）“，将其控股的”广州越秀金融控股集团有限公司“简称为”越秀金控“。

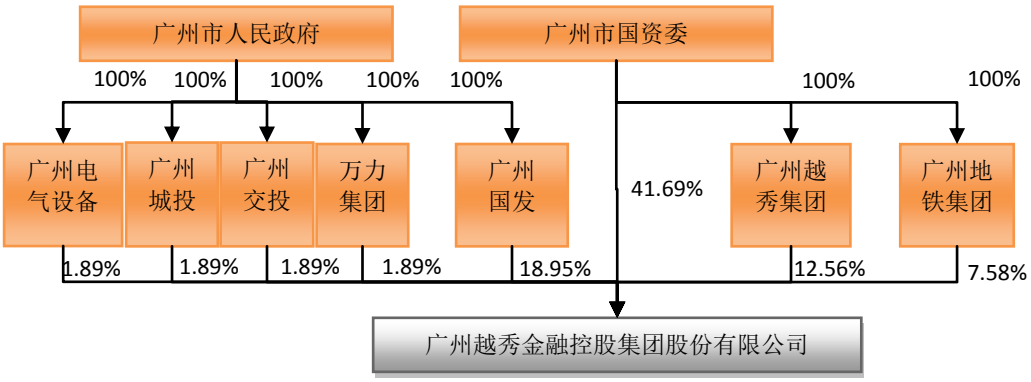
图表1 上市公司大事记

时间	事件
2000 年	公司前身“广州友谊商店股份”在 A 股上市
2007 年	公司更名为“广州友谊集团股份有限公司”
2014 年	12 月，公司计划向广州市国资委、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 1,063,829,782 股，募集现金不超过人民币 100 亿元（含），用于购买越秀金控有限公司 100%股权和补充广州证券的营运资金
2015 年	7 月，公司修订了非公开发行预案，2014 年度利润分配方案实施完毕后，非公开发行 A 股股票数量调整为不超过 1,123,595,502 股
2016 年	4 月 7 日，越秀金控有限公司 100%股权完成变更，自 5 月 1 日起越秀金控有限公司并表 6 月 17 日，公司向越秀金控有限公司增资 11.23 亿元，并由越秀金控有限公司向广州证券借出次级债务的形式用于补充广州证券的营运资金 6 月 21 日，鉴于公司 2015 年利润分配已实施完毕广州市国资委将其持有的广州友谊的 279,399,160 股份无偿划转给越秀集团 7 月 27 日，公司变更名称为“广州越秀金融控股集团股份有限公司” 8 月 1 日，公司股票简称由“广州友谊”变更为“越秀金控”。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

目前，越秀金控（上市公司）的实际控制人为广州市国资委，直接持有越秀金控（上市公司）41.69%的股权，通过广州越秀集团和广州地铁集团，分别间接持有越秀金控 12.56%、7.58%的股权。

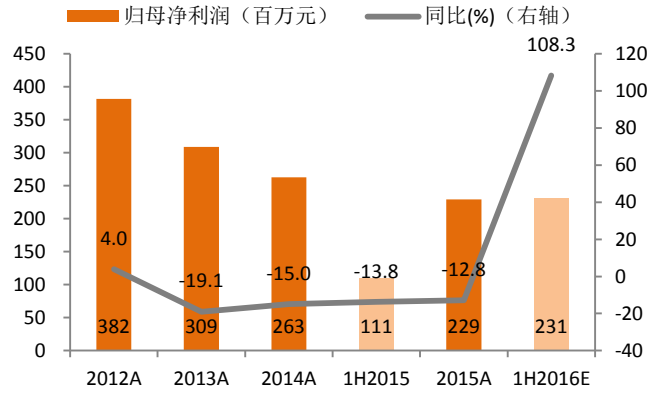
图表2　上市公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司 2016 年半年度业绩预告显示，纳入越秀金控 5-6 月份业绩后，预计 2016 年上半年实现归母净利润 2.07-2.55 亿元，同比大增 86.41% – 130.28%。此外，公司归母净资产同比将有成倍增长。

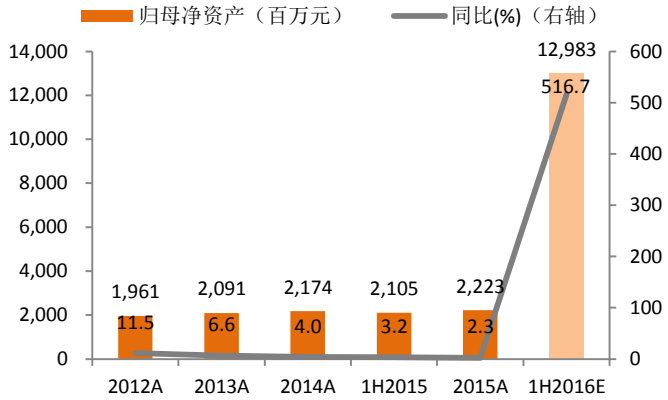
图表3　预计 2016 年上半年归母净利润大增



资料来源:公司公告，平安证券研究所

注：1H2016E 的数据为业绩预告的均值

图表4　预计 2016 年上半年归母净资产大增



资料来源:公司公告，平安证券研究所

注：1H2016E 的数据为模拟合并值

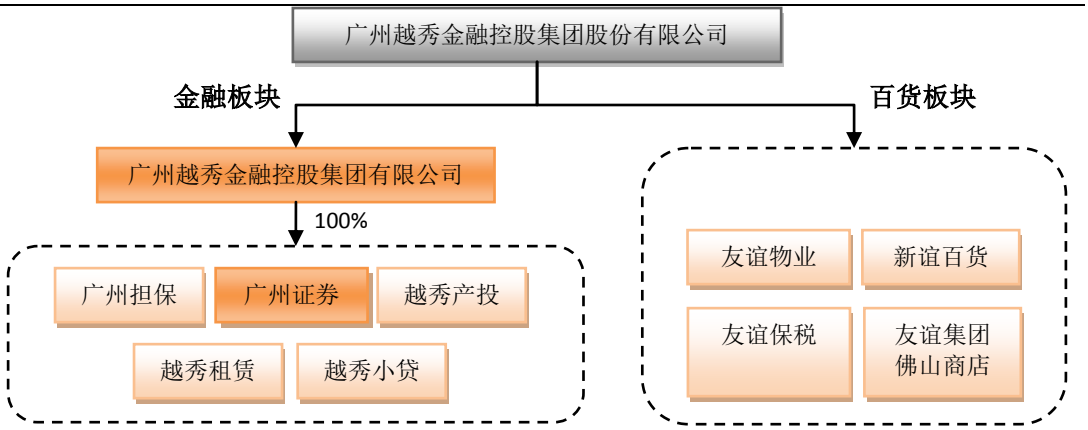
二、 “金融+百货”双主业，金融板块更具活力

越秀金控 100%股权完成变更后，上市公司旗下坐拥金融和百货两大板块，金融板块以广州证券为核心。

同时，从金融板块（越秀金控）和百货板块（原广州友谊）的历史财务数据对比看，金融板块的总资产和净资产大于百货板块，此外，到 2015 年一季度，金融板块的营收和归母净利润均已超过百货板块。

根据半年度业绩预告披露的数据，上市公司纳入越秀金控有限公司 5-6 月份业绩后，预计 2016 年上半年实现归母净利润 2.07-2.55 亿元，同比大增 86.41% – 130.28%。金融板块为上市公司注入了强大活力，预计未来金融板块将成为公司的主业，而百货公司可以为金融业务提供丰富的客户资源，实现“金融+百货”协同发展。

图表5　上市公司下有金融和百货两个板块



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6　金融板块和百货板块 2013-2014 年一季度历史财务数据对比（百万元）

	2013A	2014A	1Q2015
越秀金控有限公司（金融板块）			
总资产	28,903	42,425	45,892
归母净资产	5,613	7,734	7,927
营业收入	1,325	2,456	913
归母净利润	155	594	153
广州友谊（百货板块）			
总资产	3,608	3,445	3,345
归母净资产	2,091	2,174	2,238
营业收入	4,092	3,363	757
归母净利润	281	263	64

资料来源：公司公告、公司年报、平安证券研究所

三、 越秀金控—国内首个地方金控上市平台，广州打造金融强市重要布局

3.1 越秀集团的国内金控平台，香港金控平台还拥有银行、保险等牌照

越秀金控成立于 2012 年 1 月 18 日，注册资本 40.5 亿元，是越秀集团国内金融产业的持股平台。目前，公司总资产超过 400 亿元，旗下拥有广州证券、越秀租赁、越秀产业基金、广州担保和越秀小额贷款等金融业务平台，基本形成了以证券为核心的非银行金融控股公司发展格局。越秀金控在国内的业务网点较为广泛，分布于全国约 20 个省份、30 多个城市。

图表7　越秀金控发展史

时间	事件
1997 年	投资控股广州证券，首次涉足国内金融业务
2001 年	广州证券牵头发起设立了金鹰基金
2010 年	广州证券收购完成的川冠华期货公司正式迁址广州，更名为广州期货有限公司
2010 年	越秀集团设立了香港越秀证券控股有限公司，完成了香港证券业务平台的搭建
2011 年	广州越秀产业投资基金管理有限公司成立

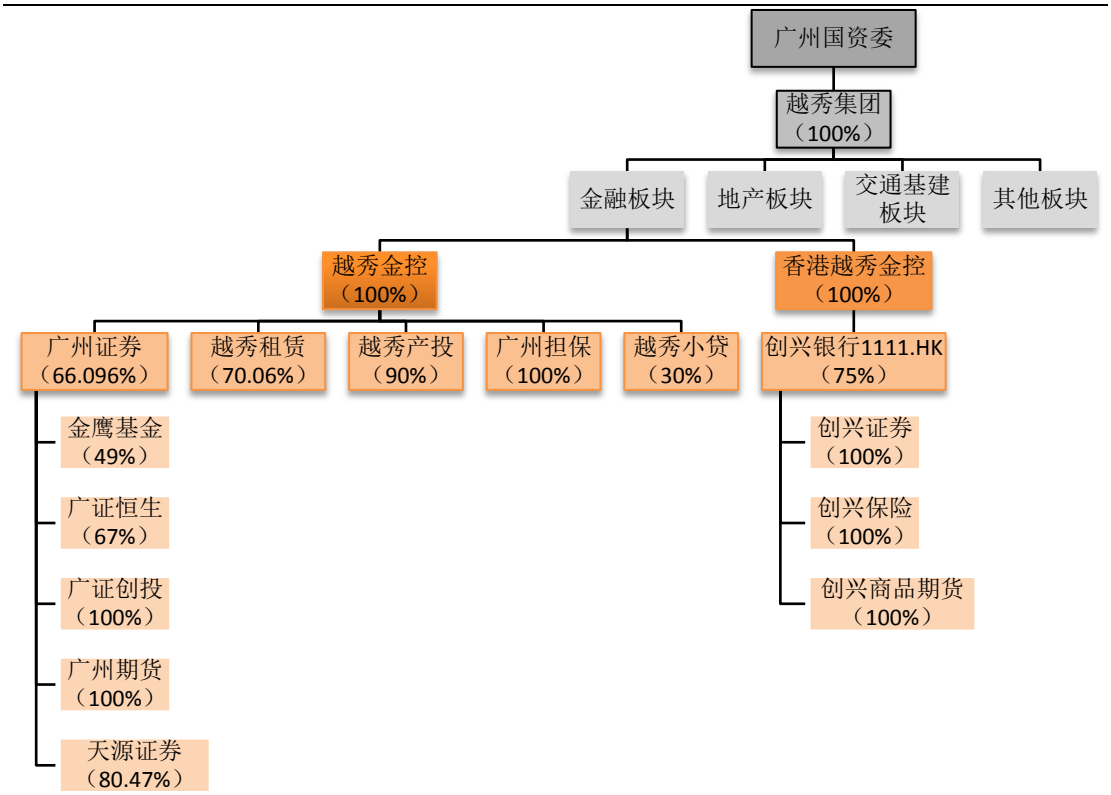
时间	事件
2012 年	越秀金融投资集团有限公司成立
2013 年	广州越秀小额贷款有限公司成立
2013 年	广州证券与香港恒生证券共同发起设立广证恒生证券投资咨询公司
2013 年	广州越秀融资租赁有限公司成立
2013 年	广州市融资担保中心有限公司完成改制并整体划入越秀金控集团
2014 年	越秀集团在香港设立香港越秀金融控股有限公司
2014 年	广州证券完成了广证直投公司的成立
2014 年	香港越秀证券成功收购香港华业期货公司
2014 年	越秀集团成功收购香港创兴银行
2014 年	“越秀金融投资集团有限公司”成立更名为“广州越秀金融控股集团有限公司”
2014 年	创兴银行广州支行开业，开始进入内地银行业
2016 年	借壳广州友谊成功登陆 A 股

资料来源：公司公告、平安证券研究所

越秀集团 1985 年在香港成立，为广州市国资委全资控股公司，集团确立了以房地产、金融、交通基建等三大现代服务业为核心产业的“3+X”产业体系，是广州市资产规模最大、总体经济效益位居前列的国有企业集团。越秀集团旗下控有越秀地产(00123.HK)、越秀交通基建有限公司(01052.HK)、越秀房地产投资信托基金（00405.HK）和创兴银行（01111.HK）等四家香港上市公司（基金）。

越秀集团除广州越秀金控集团持有的境内金融资产外，还拥有相当规模的境外金融资产，包括通过香港越秀金融控股有限公司持有的香港创兴银行 75%股权，香港创新银行拥有内地银行牌照，旗下还全资拥有创兴证券、创兴保险、创兴商品期货等子公司。

图表8　越秀集团的金融板块全貌



资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 越秀集团为广州国资委旗下两大金控平台之一，越秀金控上市后将助力广州打造金融强市

此次将越秀金控上市，是广州国企改革的重要一步。广州一直着力打造金融强市，但与北京、上海、深圳相比仍有差距，存在着大型金融总部聚集不足，法人金融机构综合实力不强、金融资源分散、资本市场发展深度不够、高端金融人才缺乏等问题。

2013 年 12 月广州市出台《关于全面建设广州区域金融中心的决定》，提出到 2020 年，金融业增加值占地区生产总值的比重达 10%以上，主要金融发展指标基本达到发达国家区域金融中心水平，形成与香港国际金融中心功能互补，在国内外具有重要影响力，与广州国际大都市地位相适应的国际化区域性金融中心。其中特别提到支持金融机构和大型企业集团逐步发展成为具有重要影响力的金融控股集团。这是全国各大城市中首个以党委、政府‘决定’形式出台的金融政策文件，不难发现金融产业广州市力图壮大和突破的重点所在，几乎得到了空前的重视。

目前广州国有金融资产主要集中在越秀集团和广州金融控股集团有限公司这两个金融平台下面。两个金融平台公司金融牌照齐全，旗下均拥有银行、券商、信托、基金和保险等控股企业。为建设区域金融中心，广州对金融的支持力度空前，试图打造多个在全国有影响力的金融机构，以支撑广州区域金融中心的建设。

作为广州国资旗下最重要的两家金融机构之一，越秀金控获得政府的大力支持。我们预期，越秀金控上市之后，在广州市政府的支持下，将会进一步完善其金控布局，获取保险等金融牌照，打造航母级别的综合金融控股平台。

四、 金融板块：以证券为核心

越秀金控为金融控股型公司，目前经营证券、融资租赁、私募投资基金、小额贷款、融资担保等金融业务，经过多年的发展，初步形成了以证券为核心的多元化非银行金融控股集团格局。越秀金控全资持有广州担保，绝对控股广州证券、越秀租赁、越秀产投，相对控股越秀小贷。具体持股比例和子公司财务指标如下表所示。

图表9 越秀金控参控股子公司（亿元）

公司名称	成立日期	持股比例	注册资本	归母净资产（2014A）	总资产（2014A）	营业收入（2014A）	归母净利润（2014A）
广州证券	1988-03	66.10%	33.30	58.53	278.84	16.82	5.30
越秀租赁*	2012-05	70.06%	32.62	29.61	117.06	3.99	2.12
越秀产投	2011-08	90.00%	1.00	1.90	3.08	1.78	0.92
越秀小贷	2012-05	30.00%	3.00	3.40	5.76	0.79	0.38
广州担保	2013-03	100.00%	5.15	6.32	9.26	0.59	0.31

资料来源：公司公告，平安证券研究所

备注：越秀租赁注册资本为港币

4.1 广州证券：综合实力不断提升的中型券商

广州证券成立于 1988 年，为一家全国性、全牌照的综合类券商企业集团，是国内最早设立的证券公司之一，打造了大经纪、大投行、大资管、大投资四大业务板块。近年来，公司的资本实力和盈

利规模有所提升，2015 年总资产、净资产、营业收入和净利润排名分别为 37、34、49、58，净资产排名大幅提升源于发行了次级债、公司债和股东增资。

2016 年 6 月 8 日，公司发布公告称，广州证券拟发行 60 亿元的短融券，用于归还银行贷款、补充流动资金，预计广州证券的资本实力将会进一步提升，并带来业绩的进一步增长。

图表10　广州证券资产规模和盈利排名

	2013A		2014A		2015A	
	金额（亿元）	排名	金额（亿元）	排名	金额（亿元）	排名
总资产	173.84	33	253.12	37	405.01	37
净资产	51.22	43	57.96	45	111.75	34
营业收入	9.08	59	14.24	51	29.35	49
净利润	1.11	66	4.66	54	9.10	58

资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所

广州证券旗下有 3 家全资子公司广州期货、广证创投、广证领秀投资，控股广证恒生研究所，参股金鹰基金、九州证券。2016 年 6 月 30 日，公司发布公告称，广州证券计划在香港设立全资子公司，拟注册资本为 20 亿港元。

图表11　广州证券子公司列表

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例计	主营业务	成立日期
1	广州期货有限公司	35,000	99.03%	期货经纪与投资咨询	2003 年 8 月 22 日
2	广州证券创新投资管理有限公司	50,000	100.00%	投资及投资咨询等	2012 年 12 月 27 日
3	广证领秀投资有限公司	30,000	100.00%	投资及投资咨询等	2015 年5月25日
4	广州广证恒生证券研究所有限公司	4,468	67.00%	证券投资咨询	2012 年 5 月 25 日
5	金鹰基金管理有限公司	25,000	49.00%	基金募集、基金销售等	2002 年 11 月 6 日
6	九州证券有限公司	109,527	19.71%	证券经纪、投资咨询等	2002 年 12 月 10 日

资料来源：公告，平安证券研究所

广州证券经营范围齐备，从业务结构看，自营业务、经纪业务、投行业务是公司主要的收入来源。公司在债券投资、债券承销、新三板业务方面有良好表现，同时不断增强经纪业务、资管业务的实力。

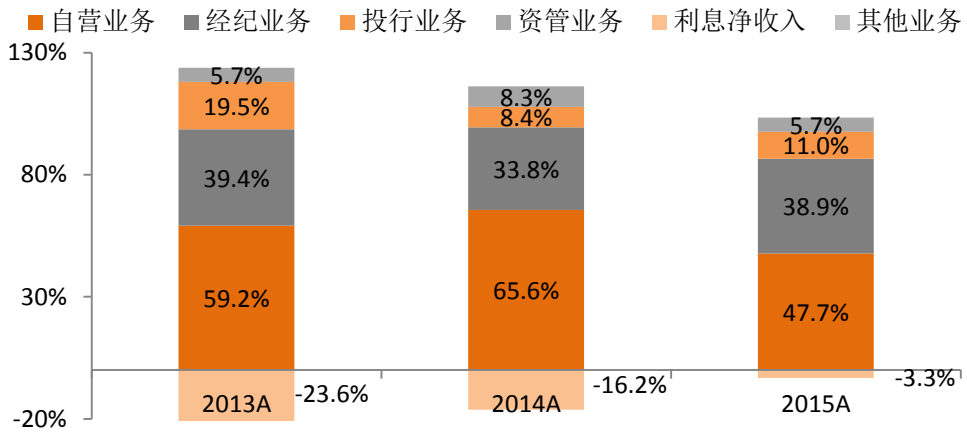
在自营业务方面，根据证券业协会数据，2015 年，广州证券的证券投资收入为 14.25 亿元，排名第 26 位，其中，固收类投资业务在业内总体保持前列，具有一定的市场知名度。未来，公司将建立涵盖利率、信用、期货、权益及衍生品等在内的全产品线业务创新联动机制。

在投行业务方面，公司的债券承销业务和新三板业务表现较为突出。根据证券业协会数据，2015 年，广州证券的债券主承销家数 21.33 个，排名第 20 位；债券承销收入为 25.69 亿元，排名第 30 位。截至 2015 年末，公司新三板做市股票家数 261 家，行业排名第一，做市股票家数同比增长 13.7 倍。

在经纪业务方面，2016 年，广州证券新设立 27 家分公司、93 家营业部，对扩大经营地域、提高经纪业务市占率、促进其他业务的发展，大有裨益。

此外，公司也很注重资管业务的发展，尤其是在主动管理业务方面，目前，公司已经与多家商业银行建立了密切的合作关系。2015 年，根据证券业协会数据，广州证券集合资产管理规模 113 亿元，排名第 33 位。

图表12　广州证券 2013-2015 年业务结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

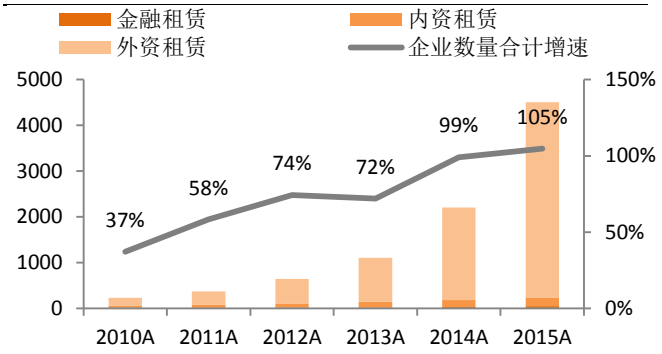
4.2 越秀租赁：广州资本规模最大融资租赁公司

越秀租赁成立于 2012 年 5 月，是广州资本规模最大的融资租赁公司，注册地为香港，为外资担保公司，业务范围已拓展至全国。公司未来的业务发展主要方向是厂商租赁、教育、医疗设备、飞机、船舶、城市基础设施、能源设备、高端制造装备。

越秀租赁于 2014 年 9 月在上海成立了子公司，为上海越秀融资租赁有限公司，注册资本 5 亿元，持股比例 75%，并在杭州设有分支机构，为广州越秀融资租赁有限公司杭州分公司。

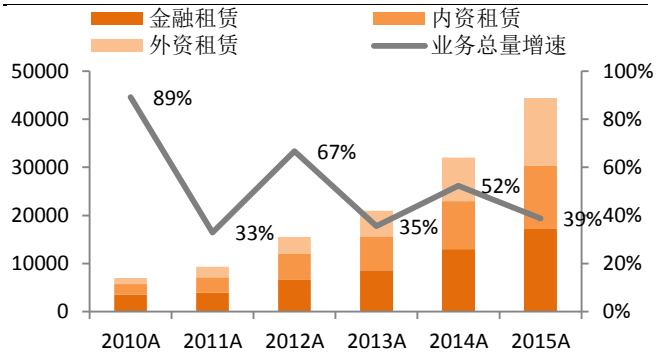
得益于经济结构转型升级和技术革新，相关法律、政策的逐步完善，以及融资租赁的产品创新，近年来，我国融资租赁行业保持着快速的增长态势，截止 2015 年底，我国融资租赁企业数量为 4508 个，是 2010 年企业数量的 19 倍，融资租赁业务总量为 44400 亿元，是 2010 年业务总量的 6 倍。

图表13　我国融资租赁企业数量（家）



资料来源:公司公告，平安证券研究所

图表14　我国融资租赁业务总量（亿元）



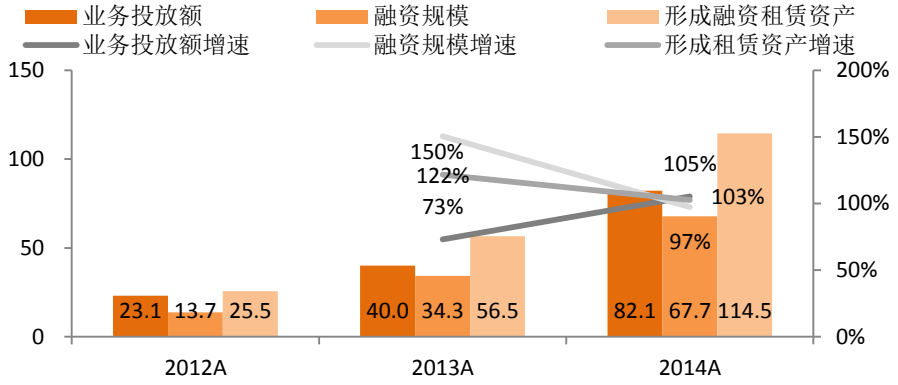
资料来源:公司公告，平安证券研究所

越秀租赁从 2012 年成立至今，业务保持快速增长。截止 2014 年底，业务投放额 82.1 亿，同比增长 105%，融资规模 67.7 亿，同比增长 97%，形成融资租赁资产 114.5 亿，同比增长 103%。同时，越秀租赁对单一客户的依赖度不断降低，2012 年、2013 年和 2014 年，前五名客户融资租赁收入占当期融资租赁总收入的比例分别为 88.95%、67.83%和 37.56%。

融资租赁属于资本密集型行业，2016 年 6 月 16 日，公司发布公告称，越秀租赁拟发行 14 亿元的公司债，用于归还银行贷款、补充流动资金，资本的增厚有利于公司扩大经营。

2016 年，在政策支持的影响下，我们预计行业依旧保持增长态势，但伴随着宏观经济下行、不良资产率持续上升等趋势，行业发展增速可能会放缓。但广州中小企业融资需求旺盛、且越秀租赁资本规模大，发展前景依旧向好。

图表15　越秀租赁主要业务指标（亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.3 越秀产投：国资基金占比高，房地产、PE 基金在华南处于领先地位

越秀产投成立于 2011 年 8 月，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 4 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。

越秀产投下设国资基金管理部、房地产事业部和 PE 业务部三个业务部，投入规模最大的是国资基金，收入贡献超过 90%。止 2014 年末，分别管理 7 支国资产业基金、3 支 PE 基金和 1 支房地产基金，基金规模分别为 118.49 亿元、7.70 亿元和 0.37 亿元。

尤其在宏观经济下行周期，估值全面下降，存在价值投资良机，同时一些新兴产业如雨后春笋般欣欣向荣，存在大量投资机会。同时，随着 A 股发行注册制的陆续推行、“新三板”加速扩容等，私募投资机构的退出渠道更加多元化、更加通畅，越秀产投将迎来快速的发展时机。

图表16　越秀产投各业务部营业收入情况（万元）

项目	2012A	2013A	2014A	1Q2015
国资基金	1,021.00	3,565.45	8,797.85	3,913.09
房地产基金	–	4,530.70	1,016.79	–
PE 基金	921.31	643.07	–	–
其他（投资理财等）	–	–	–	121.74
合计	1,942.31	8,739.22	9,814.63	4,034.83

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.4 越秀小贷：广东省注册资本最大的小贷公司

越秀小贷设立于 2012 年 5 月 29 日，主要业务范围在广州市，为广州市内依法成立、正常经营的企业、经济组织、个体工商户，以及具有独立民事行为能力的自然人提供房产抵押贷款、应收帐款质押贷款、商户联保贷款、过桥贷款、商铺租赁权质押贷款、个人信用贷款、货物质押贷款等各项业务。从近两年的客户结构来看，个人客户是越秀小贷最主要的收入来源。

图表17 越秀小贷贷款收入的客户情况（万元）

项目	2012A	2013A	2014A	1Q2015
农业企业	15.4	90.54	32.06	16.56
工业企业	20.2	145.8	243.9	68.23
商业企业	323.32	1,573.19	1,655.27	155.12
个人	1,105.39	5,172.68	5,342.48	1,787.22
合计	1,464.21	6,833.97	7,273.71	2,027.13

资料来源：公司公告，平安证券研究所

越秀小贷自成立来，经营持续向好，虽然 2013 年以来，受宏观经济不景气、银行收贷等因素影响，公司不良贷款率有所上升，但 2014 年底通过卖断式转让将不良贷款转让给第三方后，公司加强了对贷款的风险管理，不良贷款率大幅下降，2015 年 3 月 31 日不良贷款率仅为 0.35%。

截至 2015 年一季度末，越秀小贷总资产 5.90 亿元，净资产为 3.47 亿元，在贷项目 524 笔，在贷余额 48,973.18 万元。

图表18 越秀小贷经营情况

项目	2012A	2013A	2014A	1Q2015
放贷笔数	156	373	682	212
放贷金额（万元）	39,674.00	80,901.00	101,023.00	21,222.01
贷款利息	1,464.21	6,745.87	7,273.71	2,027.13
回款笔数	46	303	434	81
回款金额（万元）	14,925.00	68,841.56	89,488.00	20,202.79
综合贷款利率	17.16%	20.16%	20.19%	19.93%
不良率	0.00%	4.59%	0.00%	0.35%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2014 年度不良率为 0 的原因是，2014 年 12 月 29 日，公司与广州工艺品进出口集团公司签署了小贷资产转让协议，将不良贷款全部转让给广州工艺品进出口集团公司。

4.5 越秀担保：关键风险指标良好

广州担保成立于 2013 年 3 月 7 日，系经广州市人民政府批准、在广州市融资担保中心的基础上改制设立的国有独资有限责任公司，注册资本 5.15 亿元，是广州市可全面开展各项担保业务的融资性担保机构。广州担保业务经营范围除了传统的银行融资担保，诉讼保函业务及关税保函业务也是公司的重点业务。

截至 2015 年 3 月末，广州担保的累计担保金额已超过 217.32 亿元。2013 年、2014 年及 2015 年 3 月末，广州担保的担保代偿率、融资性担保放大倍数和市场性业务拨备覆盖率等关键风险指标良好。

图表19 越秀担保关键风险指标

项目	2013A	2014A	1Q2015
担保代偿率	0.77%	1.36%	0.00%
融资性担保放大倍数	2.61	3.19	3.28
市场性业务拨备覆盖率	350%	258%	270%

资料来源：公告，平安证券研究所

五、 估值和投资建议

5.1 百货板块

百货板块 2015 年营业收入 28.04 亿，归母净利润 2.29 亿，预计 2016 年百货板块归属上市公司股东净利润 2.06 亿，根据百货行业平均水平，取 20 倍 PE，市值 41 亿。

5.2 金融板块

我们参考了上市公司的的增发预案，其在对越秀金控进行的估值为 88.3 亿，我们认为该估值明显偏低。我们在此用市场法进行重新估值。

■ 广州证券

根据资产规模、盈利情况、经纪、两融、投行、资管业务情况进行比较，广州证券与上市券商国海证券、国金证券、山西证券、西部证券具备可比性，由于西部证券的估值偏离平均水平太多，因此剔除西部证券，取前三家 PB 平均值为 2.91.

广州证券 2015 年归母净资产为 111.75 亿元，根据平均估值计算广州证券市值 325 亿。越秀金控持股比例 66.10%，持有市值 215 亿。

图表20 广州证券可比上市券商财务指标

证券简称	资产(亿元)	所有者权益合计(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	股基交易市占率	两融市占率	股权承销金额市占率	债权承销金额市占率	集合理财份额（亿元）	PB
国海证券	525.20	132.58	49.59	18.41	0.59%	0.79%	1.19%	2.02%	126.69	2.72
国金证券	563.52	164.79	67.48	23.60	1.19%	0.68%	2.31%	1.71%	92.38	2.96
山西证券	481.81	125.97	38.39	14.39	0.52%	0.58%	3.12%	1.54%	54.27	3.05
西部证券	582.36	121.39	56.41	19.73	0.57%	0.63%	0.57%	1.28%	17.07	7.58
广州证券	**405.01**	**111.75**	**29.35**	**9.10**	**0.38%**	**0.34%**	**0.29%**	**1.56%**	**113.00**	**2.91**

资料来源：wind，平安证券研究所

备注：资产和盈利财务数据取自 2015 年年报，剔除西部证券取平均值

■ 越秀租赁

目前 A 股只有一家以融资租赁为主业的上市公司渤海金控（000415），在此我们用渤海租赁作为对比公司对越秀租赁进行估值。

渤海金控从 2016 年 2 月 1 日开始因为收购停牌，目前还未复牌，我们假设渤海金控股价与多元金融指数上涨幅度一致，从 2 月 1 日至今多元金融指数上涨 12%，我们用渤海金控的停牌股价溢价 12%来计算其估值，渤海金控的 PB 估值为 1.74 倍，根据该估值计算得出越秀租赁的市值 32 亿，越秀金控持股比例 70.06%，持股市值 23 亿。

图表21 越秀租赁可比上市公司估值

租赁公司	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润	PB 估值
渤海金控	61.85	1,319.01	325.39	96.59	17.88	1.74
越秀租赁	**32.62**	**96.45**	**18.51**	**3.81**	**1.02**	**1.74**

资料来源：wind，平安证券研究所

■ 越秀产投

越秀产投 2014 年营业收入 1.78 亿，归母净利润 0.92 亿，预计 2016 年净利润 1.38 亿元。目前 A 股专业股权投资企业有鲁信创投（600783），根据创投企业估值水平，我们取 40 倍 PE，则越秀产投市值 55 亿元。越秀金控持股 90%，持股市值 50 亿。

图表22 越秀产投可比上市公司估值

股权投资	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润	PE 估值(2016E)
鲁信创投	7.44	51.63	35.71	1.64	3.23	47.76
越秀产投	**1.00**	**3.08**	**1.90**	**1.78**	**0.92**	**40**

资料来源：wind，平安证券研究所

■ 越秀小贷

越秀小贷 2014 年营业收入 0.79 亿，净利润 0.38 亿，预计 2016 年净利润为 0.85 亿。

目前 A 股还没有纯粹的小贷上市公司，我们可以参考银行估值。目前股份制和城商行的 PE 平均为 7.22 倍，考虑到越秀小贷处于快速成长期，且资产规模小，可以给予一定的估值溢价，我们取 15 倍 PE，则越秀小贷市值 13 亿元。越秀金控持股 30%，持股市值 4 亿。

图表23 股份制和城商行 PE 估值

证券简称	PE
平安银行	7.29
宁波银行	9.18
浦发银行	6.75
华夏银行	5.66
民生银行	7.30
招商银行	7.51
南京银行	8.91
兴业银行	5.92
北京银行	7.59
光大银行	6.10
中信银行	7.16
平均	7.22

资料来源：wind，平安证券研究所

■ 广州担保

广州担保 2014 年营业收入 0.59 亿，净利润 0.31 亿，估计 2016 年净利润 1.24 亿元。目前 A 股还没有纯粹的融资担保公司，有一些上市公司控股或者持股融资担保公司，如香溢融通（600830）持股 90%的香溢担保公司，金山开发（600679）持股 50%的金开融资担保公司、新力金融 100%持股安徽德信融资担保公司，考虑到市场目前给予的此类金融机构估值 PE 普遍在 35 倍以上，我们保守取 30 倍 PE，则广州担保市值 37 亿，越秀持股 100%，持股市值 37 亿。

5.3 越秀金控估值

将越秀金控的百货和金融板块分别进行估值后合计，在不考虑协同效应的情况下得到越秀金控的合理市值为 369 亿元。

图表24 越秀金控估值表（单位：亿元）

被投资单位名称	评估方法	假设：净资产/净利润增速	归母净资产/归母净利润	PB/PE	市场价值	投资比例	越秀金控持有市值
			A	B	C=A*B	D	E=C*D
广州证券	市场法 PB	0%	111.75	2.91	325.19	66.10%	214.95
越秀租赁	市场法 PB	0%	18.51	1.74	32.21	70.06%	22.56
越秀产投	市场法 PE	50%	1.38	40	55.20	90.00%	49.68
越秀小贷	市场法 PE	50%	0.85	15	12.75	30.00%	3.83
广州担保	市场法 PE	100%	1.24	30	37.20	100.00%	37.20
金融板块合计							328.22
百货业务板块	市场法 PE	-10%	2.06	20	41.20	100.00%	41.2
总市值合计							369.42

资料来源：wind，平安证券研究所

5.4 投资建议

我们对越秀金控的估值为 369 亿元，股本为 22.24 亿元，目前资产对应合理股价为 16.61 元。在广州政府着力打造金融业务的背景下，公司能获得来自政府的更多支持，未来还有以下利好值得期待：

第一， 获取保险等其他金融牌照；

第二， 进一步提升关键金融资产的控股比例；

第三， 向海外拓展业务。

总之，公司未来的发展空间充满想象，维持“推荐”投资评级。

六、 风险提示

宏观经济发展不及预期、股票市场波动风险、百货与金融业务的协同效应不佳等。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,062	17,502	17,260	16,485
其中：客户资金存款		10,592	11,407	12,222
结算备付金		2,432	2,633	2,840
其中：客户备付金		1,816	1,955	2,095
交易性金融资产		924	1,016	1,118
可供出售金融资产	313	14,746	16,201	17,802
持有至到期金融资产	-	-	-	-
买入返售金融资产		8,665	10,398	12,478
长期股权投资	2	86	86	86
固定资产	136	256	275	265
无形资产	19	47	50	48
递延所得税资产	7	61	53	57
投资性房地产	63	62	63	65
其他资产	1,716	22,536	26,461	31,361
资产总计	**3,318**	**67,315**	**74,497**	**82,606**
短期借款		1,254	1,254	1,254
拆入资金		249	274	301
长期借款		6,371	7,008	7,709
担保赔偿责任准备金		82	98	114
卖出回购金融资产款		19,052	22,862	27,435
代理买卖证券款		19,671	21,184	22,697
其他负债	1,094	4,471	4,591	4,710
负债合计	**1,094**	**51,150**	**57,271**	**64,220**
少数股东权益	2	2	2	2
股本	359	2,224	2,224	2,224
资本公积	60	11,143	11,143	11,143
留存收益及其他	1,804	2,797	3,858	5,017
归属母公司股东权益	**2,223**	**16,164**	**17,225**	**18,384**
负债和股东权益	**3,318**	**67,315**	**74,497**	**82,606**

每股指标 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
每股净利润	0.64	0.62	0.68	0.74
每股净资产	6.19	7.27	7.74	8.27
每股股利	0.50	0.19	0.20	0.22
股息派发率（%）	30.0	30.0	30.0	30.0

利润表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2,804**	**5,832**	**6,421**	**7,179**
百货业务收入	2,804	2,945	3,239	3,725
手续费及佣金净收入	752	1,460	1,618	1,741
利息净收入	-76	132	99	48
管理咨询费净收入	123	148	177	213
担保费收入	19	47	56	66
投资收益（损失以"-"号填列）	857	1,069	1,196	1,346
营业支出	**2,563**	**4,087**	**4,501**	**5,070**
百货营业成本	2,101	2,238	2,462	2,831
营业税金及附加	131	197	217	238
管理费用	825	1,373	1,512	1,645
其他业务成本	-495	280	310	356
营业利润	**330**	**1,845**	**2,020**	**2,209**
营业外净收入	-17	0	0	0
利润总额	313	1,845	2,020	2,209
所得税	84	461	505	552
归属母公司净利润	**229**	**1,384**	**1,515**	**1,657**

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入（%）	-16.6	108.0	10.1	11.8
归母净利润（%）	-12.8	504.2	9.5	9.3
收入结构				
百货业务收入（%）	100.0	50.5	50.4	51.9
手续费及佣金净收入（%）	26.8	25.0	25.2	24.3
利息净收入（%）	-2.7	2.3	1.5	0.7
管理咨询费净收入（%）	4.4	2.5	2.8	3.0
担保费收入（%）	0.7	0.8	0.9	0.9
投资收益（损失以"-"号填列）（%）	30.6	18.3	18.6	18.7
获利能力				
代理买卖手续费率（%）	0.07	0.07	0.07	0.07
自营投资收益率（%）	8.0	10.0	10.0	10.0
杠杆率	1.5	4.2	4.3	4.5
ROE（%）	10.3	8.6	8.8	9.0
ROA（%）	6.9	2.1	2.0	2.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033