

## 全资控股广州证券，AMC牌照有望落地

■事件：越秀金控于2016年12月25日晚间发布公告，宣布拟通过发行股份并支付现金的方式收购广州证券32.765%股权，并募集不超过50亿元的配套资金。

■全资控股广州证券，金控平台持续升级。

(1) 交易完成后，越秀金控通过全资子公司广州越秀金控分别持有广州证券和广州租赁100%的股权、越秀租赁70.06%的股权、越秀产投90%的股权和越秀小贷30%的股权，并通过广州证券间接持有广州期货99.03%的股权(公司自身持有剩余0.97%股权)、广证创投及广证领秀投资100%的股权、广证恒生67%的股权和金鹰基金49%的股权，已经构建起较为完善的金控布局。

(2) 在去产能和财政压力逐步增大的背景之下，将同一国资委旗下的非上市金融资产注入过剩产业上市公司日渐成为国企改革重要方式之一，可以实现地方金控平台实现企业与政府双赢。受益于广州市打造广州区域金融中心的目标，越秀金控的金控平台布局未来将更加完善、竞争力得以提升。

■广州证券收入结构优化，定增促进业务发展。

(1) 收入结构持续改善。截至2016年三季度末广州证券经纪业务、投行业务、自营业务和资管业务的收入占比分别达到19%、30%、18%和20%，与2014年、2015年相比，公司收入结构更加多元化，随着未来约45亿资本金的补充，公司业务将实现快速发展。

(2) 经纪业务：网点数翻倍，股权质押潜力较大。2016年下半年广州证券新设80家营业部。我们预计2017年公司经纪业务手续费和佣金净收入可以达到7.46亿元。两融业务保持稳中有升，股权质押回购业务增长快速，预计2017年两融余额将达到45亿元以上，股权质押回购业务规模将达到100亿元以上。

(3) 投行业务：持续温和增长。投行业务目前是广发证券最主要的收入来源，截至2016年三季度末广州证券承销9家公司增发项目，承销规模达226亿元，较2015年末增长了8倍左右，债券承销金额达432亿元，较2015年末增长76%，预计2017年投行承销规模将温和增长，实现业务收入约7亿元左右。

(4) 资管业务：主动管理能力和收益率上升。广州证券资管业务主动管理比例持续提升，截至2016年9月末集合资管净收入占比升至77%，在券商风控新规下，主动管理比例的提升有助于改善业务盈利水平，预计2017年业务实现净收入7亿元。

(5) 自营业务：收益保持稳定，定增提升规模。广州证券债券投资为主，2014年、2015年和2016年1-9月自营业务收益率分别为2.71%、4.09%和3.45%，收益率相对稳定。此次定增后，预计2017年自营业务规模将回升至150亿元以上，可实现自营业务收益超过5亿元。

■AMC牌照获省政府批复，区域优势明显。

(1) AMC牌照获省政府批复，享地方优势和成熟市场。越秀金控拟出资38%发起设立广东省第二家地方资产管理公司，并获得广东省人民政府批复。AMC子公司有望受益于股东丰富的资源，在项目上具有一定优势；另一方面，广东已有相对成熟的AMC市场，不良资产周转周期预计较他省更快。

(2) 金控布局完善，竞争力提升。越秀金控布局不良资产处置业务，是对公司金控平台布局的进一步完善。AMC子公司的加入将有望创造良性的协同效应，有利于提升金融板块抗风险能力和盈利的水平的稳定性，有利于增强公司综合服务能力和整体竞争力。

■百货业绩出现好转，老牌商店转型升级。受到业绩压力的影响，广州友谊迈向转型之路，实现差异化经营模式，开拓O2O营销模式和打造体验式消费。2016年上半年百货业务营业收入和利润下降幅度分别收窄至-10%和-9.9%。预计随着公司转型进程不断推进和金融板块对百货业务的支持，2017年广州友谊归母公司净利润同比下跌幅度将收窄至-5%以内。

■投资建议：买入-A投资评级，六个月目标价为19.8元，预计公司2016年至2018年EPS分别为0.27/0.55/0.66元。

■风险提示：宏观经济下行/交易量大幅萎缩/政策监管趋严/公司经营不善。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,362.6	2,804.3	5,047.7	7,571.6	9,085.9
净利润	262.7	229.1	593.9	1,685.7	2,005.8
每股收益(元)	0.12	0.10	0.27	0.55	0.66
每股净资产(元)	0.98	1.00	11.86	12.75	13.35
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	122.7	140.7	54.3	26.1	22.0
市净率(倍)	14.8	14.5	1.2	1.1	1.1
净利润率	7.8%	8.2%	11.8%	22.3%	22.1%
净资产收益率	12.1%	10.3%	2.3%	4.3%	4.9%
股息收益率	0.6%	0.9%	0.4%	0.8%	0.9%
ROIC	-55.5%	69.2%	85.0%	-5.4%	-5.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

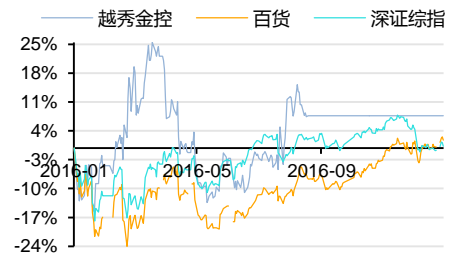
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**19.8元**  
股价(2017-01-06) **14.49元**

### 交易数据

总市值(百万元)	32,223.30
流通市值(百万元)	7,797.62
总股本(百万股)	2,223.83
流通股本(百万股)	538.14
12个月价格区间	11.98/25.58元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.89	0.37	-8.37
绝对收益	0.0	0.0	-6.84

**赵湘怀** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

**贺明之** 报告联系人  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

### 相关报告

越秀金控：营收、净利下滑，定增过会，“百货+金融”双主业助推转型升级  
2015-11-02

## 内容目录

1. 增持广发证券，定增提升盈利水平.....	4
2. 金控平台持续升级.....	5
2.1. 全资控股广州证券，金控布局再下一城.....	5
2.2. 融资渠道打开，享广州金融中心建设红利.....	6
3. 广州证券：收入结构优化，定增促进业务发展.....	7
3.1. 收入结构持续改善.....	7
3.2. 经纪业务：网点数翻倍，股权质押潜力较大.....	9
3.3. 投行业务：持续温和增长.....	11
3.4. 资管业务：主动管理能力和收益率提升.....	12
3.5. 自营业务：收益保持稳定，定增提升规模.....	12
4. AMC：牌照获省政府批复，区域优势明显.....	13
4.1. 拟出资设立广东第二家 AMC 公司.....	13
4.2. 地方 AMC 牌照价值仍存.....	13
4.3. 区域优势明显，金控竞争力提升.....	15
5. 其他金融板块：全面布局，实力增强.....	16
5.1. 越秀租赁：获益于租赁业良好态势，实现高增速.....	16
5.2. 越秀小贷：广东省第一家全国资小贷公司.....	17
5.3. 广州担保：业务规模扩大，风险指标优异.....	18
5.4. 越秀产投：公司快速壮大，国资基金占比大.....	18
6. 广州友谊：老牌百货，转型升级.....	19
7. 盈利预测与估值分析.....	20
7.1. 盈利预测.....	20
7.2. 估值分析.....	20

## 图表目录

图 1：越秀金控旗下金融业务不断增强.....	4
图 2：交易完成后广州证券成为越秀金控全资控股子公司.....	5
图 3：财政压力变大，金控平台难以从政府得到充足资金支持.....	7
图 4：预计广州证券 2016 年末业绩较 2015 年末下降，符合市场预期（亿元）.....	8
图 5：广州证券投行业务和资管业务成为新的增长点.....	8
图 6：广州证券营业部数量半年间实现翻倍.....	9
图 7：广州证券市场 A 股客户市场占有率预计在 2018 年突破 0.5%.....	9
图 8：客户授信规模快速上升、两融余额基本稳定.....	10
图 9：广州证券股票质押式回购业务规模激增.....	11
图 10：证券承销业务是广州证券投行业务的收入的主要来源.....	11
图 11：广州证券集合资管业务取得了很大的发展.....	12
图 12：近十年我国租赁公司数量暴增（左轴：家数，右轴：%）.....	16
图 13：十年来国内租赁业注册资金涨幅巨大（左轴：亿元，右轴：%）.....	16
图 14：越秀租赁业绩增长迅猛（单位：亿元）.....	17
图 15：越秀小贷业绩平稳增长（单位：百万元）.....	17
图 16：越秀产投的国资基金业务占收入比重增大（单位：百万元）.....	18
图 17：越秀产投业绩向好（单位：百万元）.....	19
图 18：百货板块业绩出现回升态势.....	19

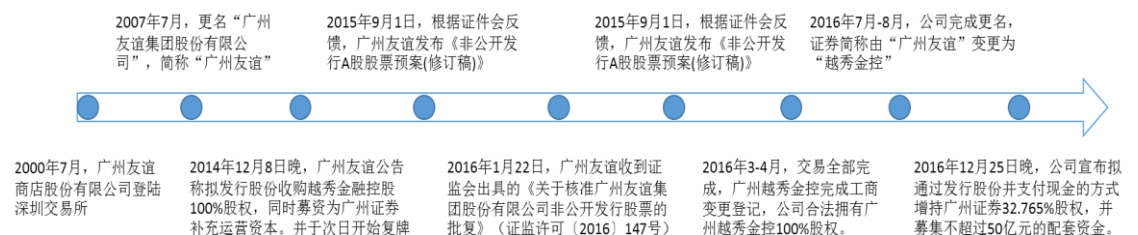
表 1: 越秀金控交易方案分为重组和定增.....	4
表 2: 交易完成后越秀金控净利润大幅提升.....	5
表 3: 越秀金控牌照还有进一步补充的空间.....	6
表 4: 越秀金控盈利来源以广证证券为核心。.....	6
表 5: 越秀金控是广州唯一 A 股上市的地方金控平台.....	7
表 6: 2017 年广州证券经纪业务手续费和佣金净收入约为 7.46 亿元.....	10
表 7: 增发和债券承销业务发展较快.....	11
表 8: 广州证券自营业务债券投资规模占比 85.4%.....	13
表 9: 越秀金控出资 11.4 亿元并持有 AMC 子公司 38% 股权.....	13
表 10: 地方 AMC 牌照不断放开.....	14
表 11: 各类 AMC 公司存在明显差异.....	15
表 12: A 股市场 AMC 相关标的仍然稀缺。.....	15
表 13: 越秀租赁关键指标表现优异 (单位: 亿元).....	17
表 14: 越秀小贷放贷能力逐年增强.....	18
表 15: 广州担保各项风险指标优异.....	18
表 16: 预计 2017 年营业收入和净利润分别为 75.72 亿元和 18.56 亿元.....	20
表 17: 广州证券在净资本相近的上市券商中 ROE 较高.....	20
表 18: 越秀租赁较同业盈利能力强.....	21
表 19: 越秀金控的估值在 1.5-1.8xPB 之间.....	21

**事件：**广州越秀金融控股集团股份有限公司（证券简称：越秀金控，000987.SZ）于 2016 年 12 月 25 日晚间发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，宣布拟通过发行股份并支付现金的方式购买广州恒运等六名交易对方合计持有的广州证券 32.765% 股权，并募集不超过 50 亿元的配套资金。

## 1. 增持广发证券，定增提升盈利水平

**前身广州友谊，金融业务不断增强。**越秀金控的前身为广州友谊商店股份有限公司，于 2000 年登陆 A 股市场并于 2007 年更名为广州友谊集团股份有限公司（证券简称：广州友谊）。2014 年 12 月，公司公告称拟发行股份收购越秀金融控股 100% 股权，同时募资为广州证券补充运营资本。2016 年 1 月，证监会核准广州友谊发行 11.24 亿股并募集 100 亿元资金用于收购广州越秀金控 100% 股权，以及向广州越秀金控增资，2016 年 8 月，公司证券简称正式更名为“越秀金控”。2016 年 12 月，公司宣布拟通过发行股份并支付现金的方式增持广州证券 32.765% 的股权，并募集不超过 50 亿元的配套资金。

图 1：越秀金控旗下金融业务不断增强



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**交易方案概况：增持广州证券及募集配套资金。**根据公司公告披露，本次交易方案涉及两个环节：（1）通过发行股份并支付现金受让广州证券股权；（2）募集配套资金。以 2016 年 6 月 30 日为评估基准日，广州证券 32.765% 股权评估值为 62.64 亿元，公司将发行股份支付 57.64 亿元对价，募集不超过 50 亿元的配套资金并以其中的 5 亿元支付收购标的资产的现金对价，剩余部分用于补充广州证券资本金和支付本次交易的中介机构费用。

表 1：越秀金控交易方案分为重组和定增

发行股份并支付现金的方式收购资产		募集配套资金	
<b>收购方式</b>	发行股份支付对价金额 57.64 亿元，占全部收购价款的 92%。 现金对价金额 5 亿元，占全部收购价款的 8%	<b>发行对象及认购方式</b>	广州越企、广州越卓、铁路基金等 10 名特定投资者。所有发行对象均以现金认购本次非公开发行的股票
<b>发行价格</b>	13.16 元/股	<b>发行价格</b>	13.16 元/股
<b>发行总股份</b>	438,023,068 股	<b>发行总股份</b>	379,939,206 股
<b>锁定期安排</b>	12 个月	<b>锁定期安排</b>	36 个月
<b>交易对手及相应资产</b>	广州恒运（广州证券 24.478% 股权） 广州城启（广州证券 2.582% 股权） 广州富力（广州证券 2.526% 股权） 北京中邮（广州证券 1.311% 股权） 广州白云（广州证券 1.079% 股权） 广州金控（广州证券 0.789% 股权）	<b>募集配套资金金额</b>	配套资金总额不超过 50 亿元，不超过本次交易总金额的 100%
		<b>募集配套资金用途</b>	5 亿元用于支付收购标的资产的现金对价 剩余部分用于补充广州证券资本金和支付本次交易的中介机构费用

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

股东结构更为多元，实际控制人仍为广州市国资委。本次交易前广州市国资委直接控股41.69%，全部交易完成后（考虑配套募集资金的影响），持股比例降为30.47%，与其他股东持有上市公司的股份比例相差较大，实际控制权没有发生变化。广州恒运持股比例10.44%，将超过越秀集团成为第三大股东。新股东的加入使公司股东结构更为多元化，有利于监督更为透明、运作更为市场化。

**表 2：交易完成后越秀金控净利润大幅提升**

类型	2016Q3		
	实际数	备考数	增幅
资产总计	659.49	704.33	6.80%
负债总计	486.08	485.59	-0.10%
股东权益合计	173.41	218.73	26.14%
归属于母公司股东权益合计	123.27	205.03	66.33%
营业收入	37.02	50.74	37.05%
营业利润	7.17	13.29	85.34%
利润总额	7.35	13.48	83.52%
净利润	5.53	10.07	82.24%
归属于母公司股东净利润	3.82	9.15	139.31%

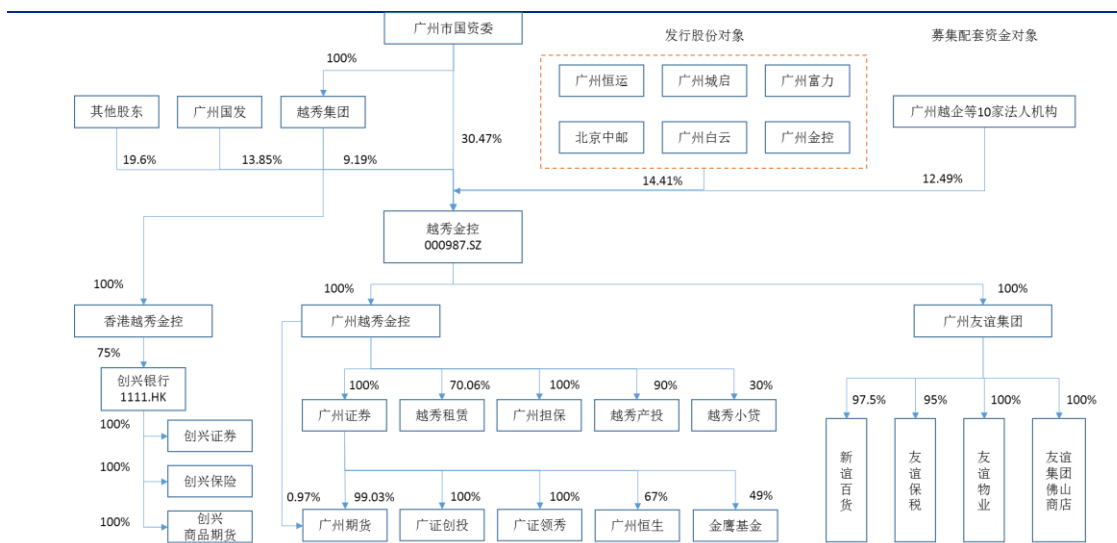
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 金控平台持续升级

### 2.1. 全资控股广州证券，金控布局再下一城

全资控股广州证券，金控布局再下一城。交易完成前，越秀金控通过全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司（简称：广州越秀金控）持有广州证券67.235%的股权、广州租赁100%的股权、越秀租赁70.06%的股权、越秀产投90%的股权和越秀小贷30%的股权。交易完成后广州越秀金控将实现对广州证券的全资控股，并通过广州证券间接持有广州期货99.03%的股权（公司自身持有剩余0.97%股权）、广证创投及广证领秀投资100%的股权、广证恒生67%的股权和金鹰基金49%的股权，金融板块实力进一步增强，已经构建起较为完善的金控布局。

**图 2：交易完成后广州证券成为越秀金控全资控股子公司**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



金融牌照还具有进一步补充空间。相比 A 股主要金控平台，越秀金控的牌照还不够齐全，尤其是还缺少银行和保险两大重要的金融牌照，越秀金控牌照还有进一步补充的空间。

表 3：越秀金控牌照还有进一步补充的空间

母公司集团	金控上市平台	银行	保险	券商	基金	信托	租赁	其他
中石油集团	*ST 济柴	✓	✓	✓		✓	✓	信增、财务
中航集团	中航资本		✓	✓		✓		期货
爱建集团	爱建集团					✓	✓	创投
五矿集团	*ST 金瑞	✓	✓	✓	✓	✓	✓	期货
广东省政府 广州市国资委	越秀金控			✓	✓		✓	担保、产投、 小贷、期货
江苏国信集团	华泰证券、江苏银行 *ST 舜船	✓	✓	✓	✓	✓	✓	创投
鲁信集团	鲁信创投		✓	✓	✓	✓	✓	创投 金融资产公司
浙江国际贸易 集团	浙江东方、杭钢股份		✓		✓	✓	✓	期货

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

越秀金控盈利来源以广证证券为核心。2016 年上半年数据显示，广州友谊（67.8%）依然占据了公司绝大部分的收入来源。而在净利润方面，经纪业务、自营业务、投资银行业务和资管业务合计贡献 54.9% 的净利润，这几大业务主要来自于广州证券，因此越秀金控的利润主要由广州证券贡献，而广州友谊利润贡献仅为约四分之一左右。

表 4：越秀金控盈利来源以广证证券为核心。

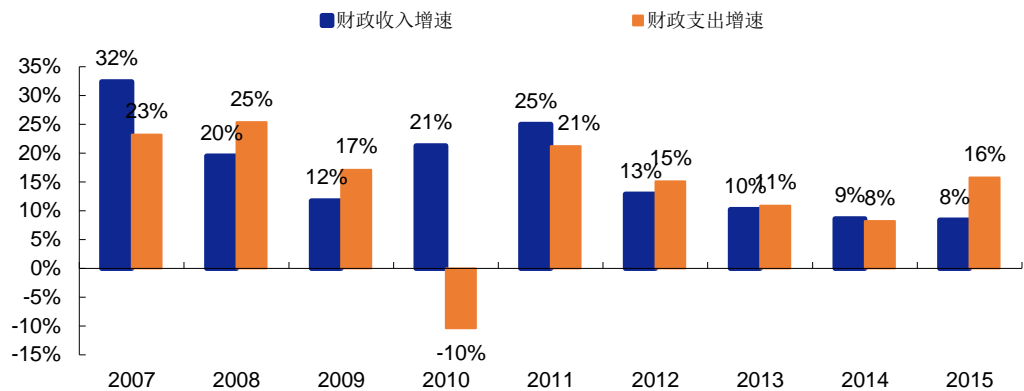
	百货 零售	投资银行 业务	融资租赁 业务	经纪 业务	资产管理 业务	其他金融业务（自营、产业 基金、融资担保和小额贷款）	其他业务及 分部间抵消	合计
营业收入（百万元）	1261	169	159	132	92	48	108	1969
占比	64.0%	8.6%	8.1%	6.7%	4.7%	2.4%	5.5%	
净利润（百万元）	100	76	48	38	73	42	-94	283
占比	35.3%	26.9%	17.0%	13.4%	25.8%	14.8%	-33.0%	

资料来源：公司半年报，安信证券研究中心

## 2.2. 融资渠道打开，享广州金融中心建设红利

优质金融资产打包上市，打开融资渠道。2012 年以来，国家财政收入增速持续下滑，2015 年下滑至 8%，而财政支出增速于 2015 年回升至 16%。在去产能和财政压力逐步增大的背景之下，将同一国资委旗下的非上市金融资产注入过剩产业上市公司日渐成为国企改革重要方式之一。金融行业为资本密集型行业，净资本规模的大小往往决定了公司业务发展能力。非上市金融机构往往存在融资渠道不畅的困境，在业务拓展的过程中存在一定阻力。上市打开了融资渠道，提高了集团股权融资及债权融资的流动性，有助于金融资产拓展业务单位，增强公司运营能力，提升盈利能力。

图 3：财政压力变大，金控平台难以从政府得到充足资金支持



资料来源：财政部，安信证券研究中心

**地方金控平台实现企业与政府双赢。**地方政府在同一平台下进行金融资产整合，有助于保证资源调度的高效性，降低各子公司之间的资金拆借成本，同时在资产端形成协同效应，提高业务能力。从客户端来看，金控平台各业务间有望实现内部用户导流。地方政府归拢金融资产，打造金控平台，一方面能提高金融机构盈利能力，另一方面则为了实现产融结合。金控集团产生的品牌效应也能帮助各子板块在开展业务及外部融资时提高竞争力。

**越秀金控享金融中心建设红利。**广州市人民政府和国资委旗下共有三大金控平台：广州金控、越秀金控和香港越秀金控，其中香港越秀金控在港股上市，越秀金控是广州市地方唯一 A 股上市金控平台。2013 年 12 月，广州市出台了《关于全面建设广州区域金融中心的决定》，提出了加快建成广州区域金融中心的目標，到 2020 年金融业增加值占地区生产总值的比重要达到 10% 以上，为金控平台业务发展带来较大机遇。

表 5：越秀金控是广州唯一 A 股上市的地方金控平台

金控平台	金控子公司
广州金控	广永国资、广州银行、广州农商行、万联证券、立根租赁、广永期货、广州股权交易、大业信托、易方达基金、珠江人寿保险、广州商品清算中心等
越秀金控	广州证券、越秀租赁、越秀产投、广州担保、越秀小贷等
香港越秀金控	创兴银行、创兴证券、创兴保险、创兴商品期货

资料来源：安信证券研究中心

### 3. 广州证券：收入结构优化，定增促进业务发展

#### 3.1. 收入结构持续改善

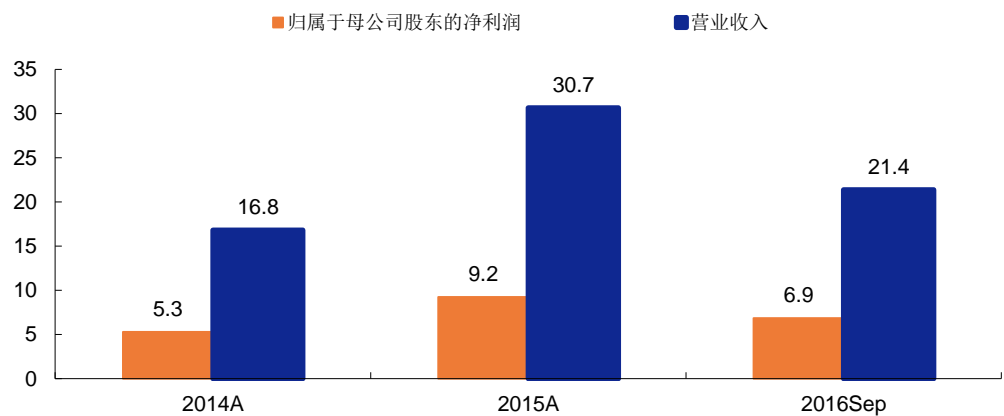
广州证券是老牌综合类券商。根据公司公告，广州证券成立于 1988 年 3 月 26 日，是由中国人民银行广州分行设立的全民所有制非银行金融机构；1996 年 11 月 29 日，广州越秀集团等四家企业决定共同注资广州证券公司并将广州证券公司改组为有限责任公司，广州越秀集团控股 56.7%。2016 年 1 月，广州越秀集团控股比例达到 67.235%，并于 2016 年 12 月公告拟增持至 100%。截至 2016 年 12 月 28 日，广州证券注册资本为 53.6 亿元。

**经纪和自营表现欠佳，符合市场预期。**2015 年末，广州证券营业收入 30.7 亿元，归母公司净利润 9.2 亿元，分别较 2014 年末增长 82.3% 和 74.1%。2016 年 9 月末，公司营业收入和归母公司净利润分别为 21.4 亿元和 6.9 亿元，预计全年利润较 2015 年末有所下降。业绩下降的主要原因是经纪业务和自营业务业绩表现欠佳（2015 年，经纪业务和自营业务收入分

别为 12.71 亿元和 8.89 亿元, 2016 年 1-9 月分别为 4.21 亿元和 3.91 亿元), 与今年券商行业整体表现基本一致, 符合市场预期。

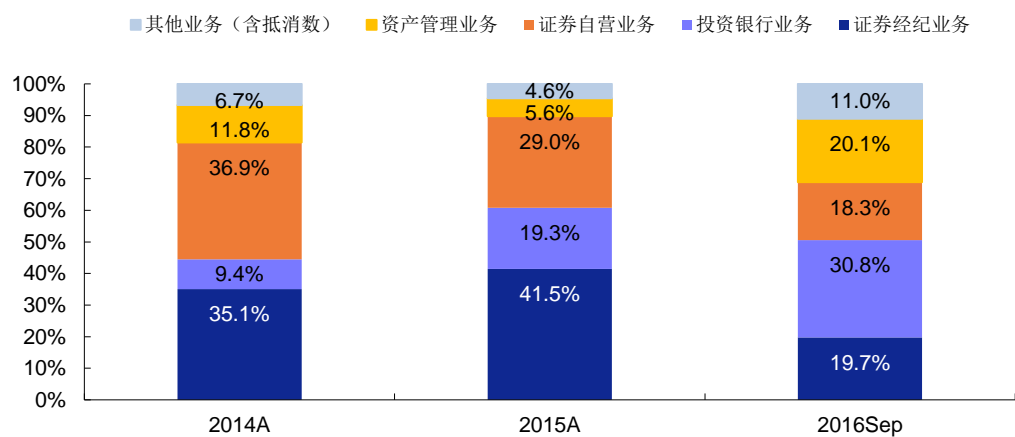
**广州证券投行业务和资管业务成为新的增长点。**广州证券基本涵盖券商所有传统业务类型, 并通过全资子公司广证创新、广证领秀从事另类投资业务, 通过控股子公司广州期货从事期货业务, 通过控股子公司广证恒生从事证券投资咨询业务。2014 年至 2015 年广州证券以经纪业务和自营业务为公司业绩增长的“两架马车”; 至 2016 年 9 月末收入结构出现新的变化: 经纪业务、投行业务、自营业务和资管业务的收入占比分别达到: 19.7%、30.8%、18.3% 和 20.1%, 投行业务和资管业务新的“两架马车”, 公司收入结构更为均衡。

**图 4: 预计广州证券 2016 年末业绩较 2015 年末下降, 符合市场预期 (亿元)**



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**图 5: 广州证券投行业务和资管业务成为新的增长点**



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

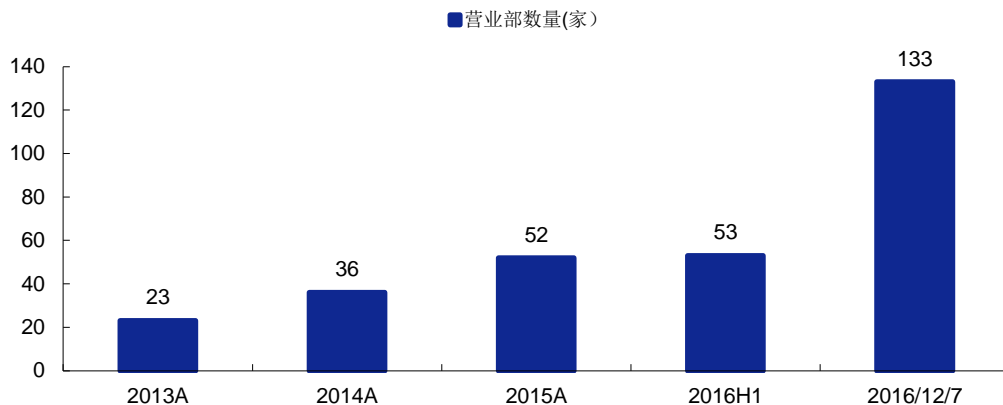
**关注广州证券定增后业务发展。**行业杠杆率持续下降和风控新规落地, 使得券商 (特别是中小券商) 对资本金的需求提升。2016 年前三季度, 券商行业有 8 家券商 A 股增发, 12 家券商增资扩股, 1 家券商 IPO, 股权融资规模约合计约 785 亿元, 另有 1 家实施资本公积转增股份, 合计约 3 亿元。交易完成后, 广州证券融资渠道进一步拓宽, 配套资金注入可以满足其对资本金的需求, 有助于实现广州证券“尽快实现进入国内一流券商行列”的战略目标。



### 3.2. 经纪业务：网点数翻倍，股权质押潜力较大

营业部数量半年间实现翻倍。根据公司公告,2013年末广州证券正式运营的营业部有23家,2016年上半年营业部数量增至53家。2016年6月16日,证监会广东监管局批复核准广州证券新设立93家证券营业部。截至2016年12月7日,广州证券已有133家营业部开业运营,半年间营业部数量实现翻倍,尚余13家营业部正在筹备。截至2016年9月30日,广州证券在册经纪业务人员共1096人,占比47.38%。

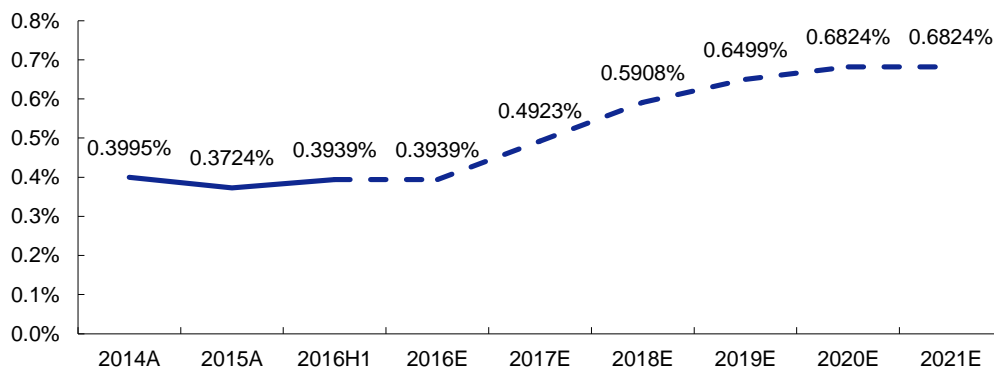
图6：广州证券营业部数量半年间实现翻倍



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

预计2017年经纪业务手续费和佣金净收入为7.46亿元。2016年前三季度市场日均股基交易额为5609亿元,较2015年同期下降50%。2016年下半以来市场交易活跃程度整体呈现出上升的趋势,预计2017年日均股基交易额为8000亿左右。至2017年广州证券2016年下半年新设的80家营业部将开始贡献业绩,因此预计2017至2018年公司市场占有率会有较快的提升,此后进入平稳期。预计2017年广州证券市场占有率为0.4923%,佣金费率为0.039%,2017年广州证券经纪业务手续费和佣金净收入可以达到7.46亿元。

图7：广州证券市场A股客户市场占有率预计在2018年突破0.5%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

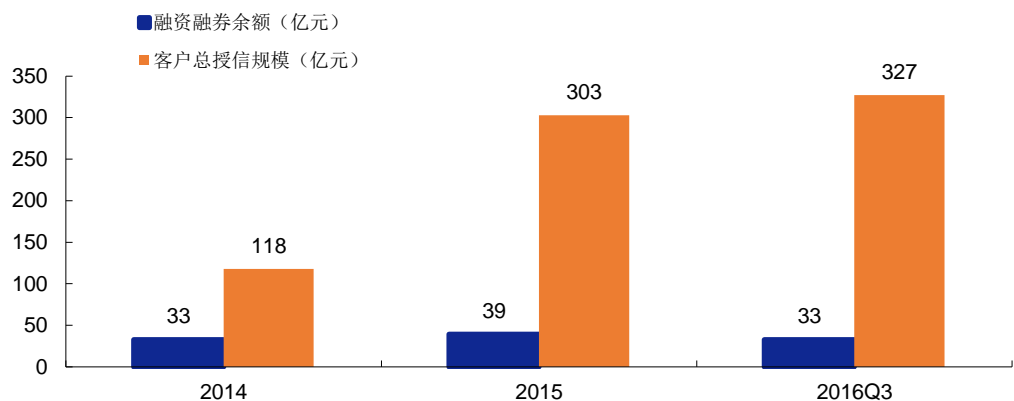
**表 6： 2017 年广州证券经纪业务手续费和佣金净收入约为 7.46 亿元**

日均股基交易额 (亿元)	4000	5000	6000	7000	8000	9000
净佣金率						
0.035%	3.35	4.19	5.02	5.86	6.70	7.54
0.036%	3.45	4.31	5.17	6.03	6.89	7.75
0.037%	3.54	4.43	5.31	6.20	7.08	7.97
0.038%	3.64	4.55	5.46	6.36	7.27	8.18
0.039%	3.73	4.67	5.60	6.53	7.46	8.40
0.040%	3.83	4.79	5.74	6.70	7.66	8.61
0.041%	3.92	4.90	5.89	6.87	7.85	8.83
0.042%	4.02	5.02	6.03	7.03	8.04	9.04
0.043%	4.12	5.14	6.17	7.20	8.23	9.26
0.044%	4.21	5.26	6.32	7.37	8.42	9.47

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**2017 年融资融券业务预计平稳发展。**截至 2016 年 9 月末两融业务实现利息收入 1.87 亿元；两融户数较年初上升并突破两万户；两融余额回落至 32.57 亿元，略高于 2014 年末；客户总授信规模升至 327 亿元，较年初增长 8%；总体维持担保比例 294.85%。2016 年下半年 A 股市场两融余额明显回升，预计 2017 年全市场融资融券余额将保持稳中有升，广州证券两融余额将达到 45 亿元以上，实现利息收入 2 亿元。

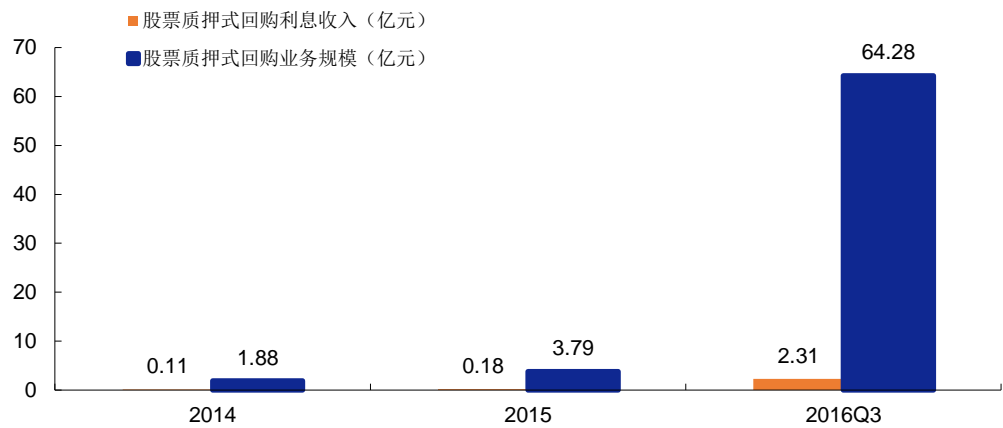
**图 8： 客户授信规模快速上升、两融余额基本稳定**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**股权质押回购业务需求旺盛，有较大增长空间。**上市公司股权是高质量的金融资产，使得上市公司的股权质押成为便捷的融资方式，股票质押业务基本代替了约定回购式，成为信用业务的重要组成部分。截至 2016 年 9 月末广州证券股票质押式回购业务规模达到 64.28 亿元，实现利息收入 2.31 元，分别约为 2015 年末的 17 倍和 13.1 倍。预计 2017 年广州证券股权质押回购业务规模将达到 100 亿元以上，可实现业务利息收入 3.2 亿元。

图 9：广州证券股票质押式回购业务规模激增

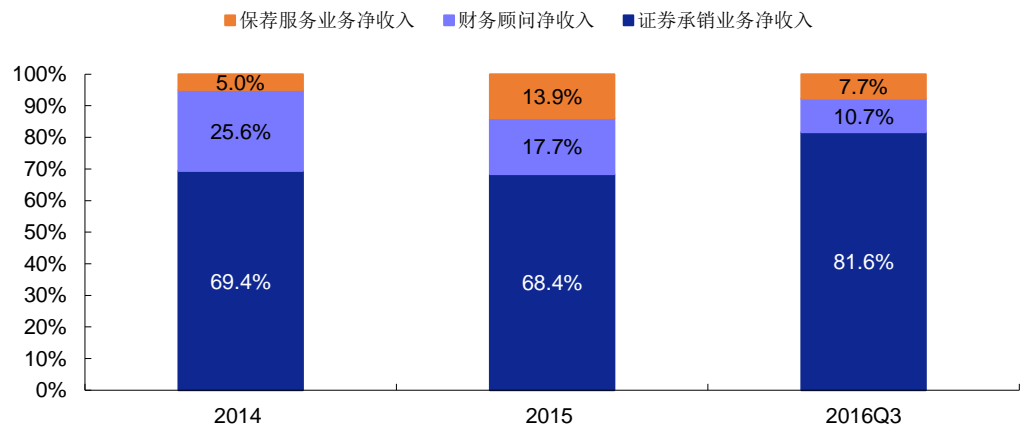


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 投行业务：持续温和增长

投行业务是广州证券新的收入增长点。2016年1-9月，投行业务收入达到6.59亿元，占比30.8%，已成为广州证券最大的收入来源。其中，证券承销业务净收入5.37亿元，占比81.6%。2016年1-9月广州证券承销9家公司增发项目，承销金额226亿元，金额接近2015年末的9倍；债券业务（不含可转债）总共承销57家，总额432.43亿元，承销金额较2015年末增长76.7%。

图 10：证券承销业务是广州证券投行业务的收入的主要来源



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7：增发和债券承销业务发展较快

	2014 年度		2015 年度		2016 年 1-9 月	
	家数	承销金额 (万元)	家数	承销金额 (万元)	家数	承销金额 (万元)
IPO	-	-	1	1.90	1	1.44
增发	3	9.34	5	25.60	9	226.96
配股	1	6.65	-	-	-	-
可转债	-	-	-	-	1	6.16
公司债	4	12.30	16	122.00	31	218.40
企业债	16	161.17	10	90.00	22	199.03
金融债	-	-	1	9.00	4	15.00
资产支持证券	-	-	3	5.78	-	-
<b>合计</b>	<b>24</b>	<b>189.46</b>	<b>38</b>	<b>272.27</b>	<b>68</b>	<b>666.99</b>

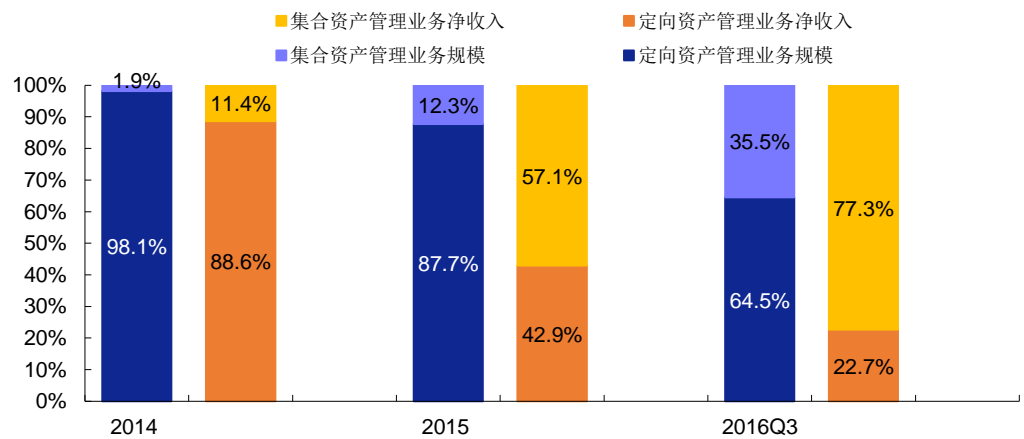
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

预计 2017 年投行业务收入将在 7 亿元左右。2017 年公司投行业务发展需关注增发和配股情况，我们预测 2017 年公司增发配股的承销金额将保持平稳，2017 年投行业务收入将在 7 亿元左右，实现持续地温和增长。

### 3.4. 资管业务：主动管理能力和收益率提升

资管业务主动管理能力提升，项目收益率上升。截至 2016 年 9 月末广州证券资产管理业务受托管理规模为 1788.28 亿元，实现净收入 4.27 亿元。收益率更高的集合资管取得了很大的发展，2016 年广州证券先后发行了“红棉”、“鲲鹏”等系列集合理财产品，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。截至 2016 年 9 月末集合资管产品数量达到 96 个，业务规模达到 635.08 亿元，实现净收入 3.3 亿元，规模和净收入占比分别升至 35.5%和 77.3%，预计 2017 年资管业务可实现净收入 7 亿元。

图 11：广州证券集合资管业务取得了很大的发展



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.5. 自营业务：收益保持稳定，定增提升规模

自营以债券投资为主，收益保持相对稳定。广州证券自营业务以债券投资为主，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%，收益率分别为 2.71%、4.09%和 3.45%，使公司自营业务整体收益率近两年一期分别为 3.71%、6.42%和 3.81%，保持相对稳定。

定增将提升自营盘规模。此次定增后，资本金将得到不超过 45 亿元的补充，假定其中 20 亿元进入自营盘，预计 2017 年公司自营业务规模将回升至 150 亿元以上。在假定自营收益率平稳的基础上，以 3.81%的收益率计算，2017 年可实现自营业务收益 5.72 亿元。

**表 8：广州证券自营业务债券投资规模占比 85.4%**

类型	项目	2014A	2015A	2016Q3
股票	规模 (亿元)	4.25	2.97	2.60
	收益总额 (亿元)	1.72	4.09	0.07
	收益率	40.37%	137.64%	2.75%
基金	规模 (亿元)	0.14	0.16	0.19
	收益总额 (亿元)	0.13	0.10	0.06
	收益率	93.80%	60.65%	31.75%
债券	规模 (亿元)	158.96	121.74	112.97
	收益总额 (亿元)	4.31	4.98	3.90
	收益率	2.71%	4.09%	3.45%
其他	规模 (亿元)	4.09	15.28	16.57
	收益总额 (亿元)	0.05	-0.16	1.01
	收益率	1.19%	-1.02%	6.11%
合计	规模 (亿元)	167.45	140.15	132.34
	收益总额 (亿元)	6.21	9.00	5.05
	收益率	3.71%	6.42%	3.81%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4. AMC：牌照获省政府批复，区域优势明显

### 4.1. 拟出资设立广东第二家 AMC 公司

**地方 AMC 设立获省政府批复。**根据公司公告，越秀金控联合其他三家公司共同出资设立广东省第二家地方资产管理公司，暂定名“广州资产管理有限公司”，并获得广东省人民政府批复同意，可凭广东省人民政府文件经营参与省内金融企业不良资产的批量转让业务。广州资产管理有限公司注册资本为 30 亿元，其中，越秀金控需出资 11.4 亿元并持有 38% 的股份，其他股东包括：广东民营投资股份有限公司（持股 22%）、广东恒健投资控股有限公司（持股 20%）、广东省粤科金融集团有限公司（持股 20%）。

**表 9：越秀金控出资 11.4 亿元并持有 AMC 子公司 38% 股权**

股东名称	出资额 (亿元)	出资比例 (%)
广州越秀金融控股集团股份有限公司	11.4	38%
广东民营投资股份有限公司	6.6	22%
广东恒健投资控股有限公司	6	20%
广东省粤科金融集团有限公司	6	20%
合计	30	100%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 4.2. 地方 AMC 牌照价值仍存

**地方 AMC 牌照不断放开。**自银监会原则明确各省市府只可设立或授权一家地方 AMC，参与当地金融企业不良资产收购处置业务以来，银监会先后公布了第三批、15 家地方 AMC 的名单。2016 年 10 月银监会将“一省一家 AMC”放宽至“一省两家 AMC”后，牌照扩充速度加快。根据我们统计，目前获银监会批复的地方 AMC 已扩容至 32 家。



**表 10：地方 AMC 牌照不断放开**

序号	名称	注册资本 (亿元)	成立日期
1	上海国有资产经营有限公司	55	1999 年 9 月 24 日
2	北京市国通资产管理有限责任公司	10	2005 年 2 月 2 日
3	辽宁省国有资产经营有限公司	10	2006 年 3 月 23 日
4	广东粤财资产管理有限公司	30	2006 年 9 月 14 日
5	福建省闽投资产管理有限公司	15	2008 年 11 月 10 日
6	江苏资产管理有限公司	50	2013 年 5 月 16 日
7	广西金控资产管理有限公司	50	2013 年 6 月 7 日
8	天津津融投资服务集团有限公司	28.88	2013 年 7 月 26 日
9	浙商资产管理有限公司	27.18	2013 年 8 月 6 日
10	安徽国厚金融资产管理有限公司	10	2014 年 4 月 29 日
11	山东省金融资产管理股份有限公司	20.3	2014 年 12 月 31 日
12	四川发展资产管理有限公司	10	2015 年 1 月 28 日
13	湖北省资产管理有限公司	10	2015 年 2 月 16 日
14	吉林省金融资产管理有限公司	10	2015 年 2 月 28 日
15	宁夏顺亿资产管理有限公司	10	2015 年 4 月 22 日
16	上海睿银盛嘉资产管理有限公司	10	2015 年 6 月 10 日
17	内蒙古金融资产管理有限公司	20.4	2015 年 8 月 7 日
18	中原资产管理有限公司	30	2015 年 8 月 31 日
19	青岛市资产管理有限公司	10	2015 年 9 月 21 日
20	河北省资产管理有限公司	10	2015 年 11 月 24 日
21	厦门资产管理有限公司	10	2015 年 12 月 28 日
22	光大金瓯资产管理有限公司	10	2015 年 12 月 29 日
23	湖南省资产管理有限公司	10	2015 年 12 月 31 日
24	华融晋商资产管理股份有限公司	30	2016 年 2 月 4 日
25	江西省金融资产管理股份有限公司	13	2016 年 2 月 29 日
26	甘肃资产管理有限公司	20	2016 年 3 月 24 日
27	苏州资产管理有限公司	12	2016 年 5 月 23 日
28	华融昆仑青海资产管理股份有限公司	10	2016 年 6 月 17 日
29	重庆渝康资产经营管理集团有限公司 (与渝富资产管理公司合并)	50	2016 年 6 月 21 日
30	海德资产管理有限公司	10	2016 年 7 月 4 日
31	陕西金融资产管理有限公司	45	2016 年 8 月 16 日
32	黑龙江嘉实龙昇金融资产管理有限公司	10	2016 年 8 月 16 日
	广州资产管理公司	30	——

资料来源：安信证券研究中心

**地方 AMC 可批量承接不良资产并进行跨省转让。**只有拥有 AMC 牌照才能从金融机构承接不良资产的批量转让（新规门槛降至 3 户及以上），否则只能从 AMC 公司获得再转让或从金融机构处获得非批量的不良资产。新规下，地方 AMC 对外转让的受让主体不再受到地域限制，资产周转的速度将大大提升。

**表 11：各类 AMC 公司存在明显差异**

	国有 AMC	地方 AMC	银行系 AMC	非持牌 AMC
<b>企业数量</b>	4 家	32 家	5 家拟成立	——
<b>注册资本</b>	东方 554 亿元、长城 432 亿元、华融 391 亿元、信达 363 亿元	10 亿——100 亿	预计各在 100 亿元左右 (工行和农行分别拟出资 120 亿元和 100 亿元)	——
<b>业务来源</b>	没有限制	不良资产包批量转让 (3 户及以上) 省外不良资产包非批量转让 (3 户以下) AMC 公司相互转让	未明确限制, 预计以五大行为主	AMC 公司批量转让 (10 户及以上)、金融机构非批量转让 (10 户以下) 禁止接收个人不良贷款 (但可以通过委外形式参与)
<b>处置方式</b>	追偿债务、租赁、转让、重组、资产置换、委托处置、债转股、资产证券化等	允许以债务重组, 对外转让等方式处置不良资产, 对外转让的受让主体不受地域限制	未明确限制, 预计以债转股为主	法无明令禁止, 均可实施
<b>竞争优势</b>	渠道和处置经验丰富, 人才和资本金雄厚, 多元化经营分散风险	与地方银、政、企关系紧密, 承接地方不良能力较四大强	可快速对接银行业庞大的不良资产	机制灵活
<b>竞争劣势</b>	地方性不良资产难以获得	业务来源仍仅来自本省, 资金实力较弱, 风险分散能力差	缺乏不良资产管理经验	风险高, 纠纷多

资料来源: 银监会, 安信证券研究中心

**A 股市场 AMC 牌照仍较稀缺。**截至 2016 年末, 全国已有 32 家地方 AMC 公司获银监会批复; 四大国有商业银行也宣布拟成立资产管理公司。AMC 公司数量的扩容一定程度上降低了牌照的稀缺性, 但是目前 A 股市场上 AMC 标的仍较为稀缺。

**表 12：A 股市场 AMC 相关标的仍然稀缺。**

母公司或集团拥有 AMC 牌照						
证券简称	证券代码	AMC 公司简称	共同归属	母公司/集团 股权占比	所属省份	注册资本 (亿元)
新乡化纤	000949.SZ	中原资产	中原资产	16.80%	河南	10
天津普林	002134.SZ	津融投资	津融投资	21.35%	天津	28.88
中闽能源	600163.SH	闽投资管	福建投资开发	46.20%	福建	15
信达地产	600657.SH	信达资产	信达资产	50.81%	全国	363
重庆水务	601158.SH	渝康资管	重庆水务资产	38.52%	重庆	50
子公司拥有或有机会获取 AMC 牌照						
证券简称	证券代码	AMC 公司简称	持股比例	所属省份	注册资本 (亿元)	AMC 牌照获取情况
海德股份	000567.SZ	海德资管	100%	西藏	10	AMC 牌照获银监会批复
陕国投 A	000563.SZ	陕金资产	5.36%	陕西	45	AMC 牌照获银监会批复
东吴证券	601555.SH	苏州资管	20%	江苏	12	AMC 牌照获银监会批复; 交易尚未完成
吉艾科技	300309.SZ	吉创资管	100%	新疆	10	AMC 公司获法人执照, AMC 牌照未获银监会批复; 拟设立浙江资管孙公司
越秀金控	000987.SZ	——	38%	广东	——	AMC 公司未成立; AMC 牌照获地方政府批复、未获银监会批复

资料来源: 安信证券研究中心

#### 4.3. 区域优势明显, 金控竞争力提升

**越秀金控 AMC 子公司享有地方优势和成熟市场。**一方面越秀金控的 AMC 子公司有望受益于地方银行和政府方面的地利, 在项目上具有一定优势; 另一方面, 粤财资管已打造出了相对成熟的 AMC 市场, 不良资产周转周期预计将快于其他 AMC 公司。

**金控布局完善, 竞争力提升。**越秀金控牵头设立广州资产管理公司, 是对公司金控平台布局的进一步完善。资产管理公司的加入将有望创造良性的协同效应, 有利于提升金融板块抗风

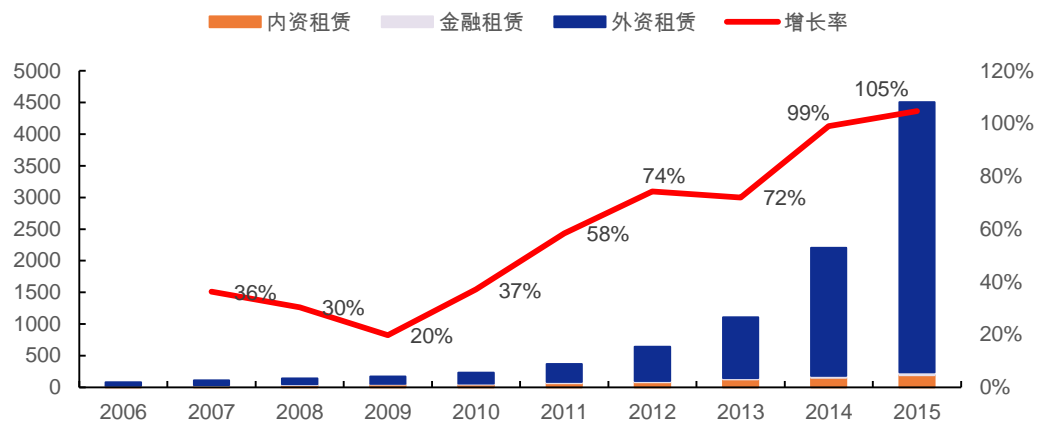
险能力和盈利的水平的稳定性，有利于增强公司综合服务能力和整体竞争力。

## 5. 其他金融板块：全面布局，实力增强

### 5.1. 越秀租赁：获益于租赁业良好态势，实现高增速

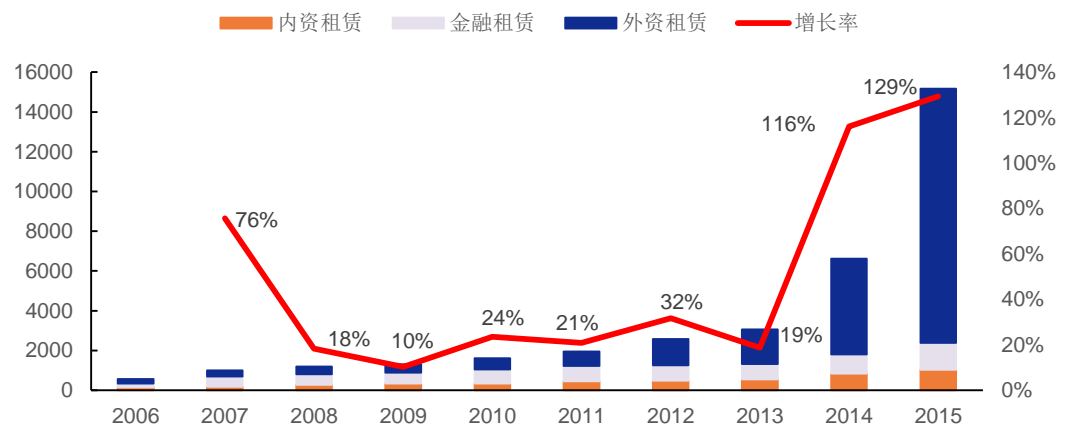
我国租赁业处于高速发展期。目前我国融资租赁业务处于快速增长态势，2015 年我国注册的融资租赁公司已经达到 4508 家，较 2014 翻了一倍有余，是 2006 年的 60 倍左右。其中外资租赁公司数量占据多数，2015 年中国外资租赁公司已有 4271 家。从租赁业注册资金的角度来看，2015 年我国租赁业注册资金达到 1.5 万亿元，同比增长 129%，约为 2006 年的 30 倍，其中外资租赁注册资金为 1.3 万亿元。

图 12：近十年我国租赁公司数量暴增（左轴：家数，右轴：%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：十年来国内租赁业注册资金涨幅巨大（左轴：亿元，右轴：%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

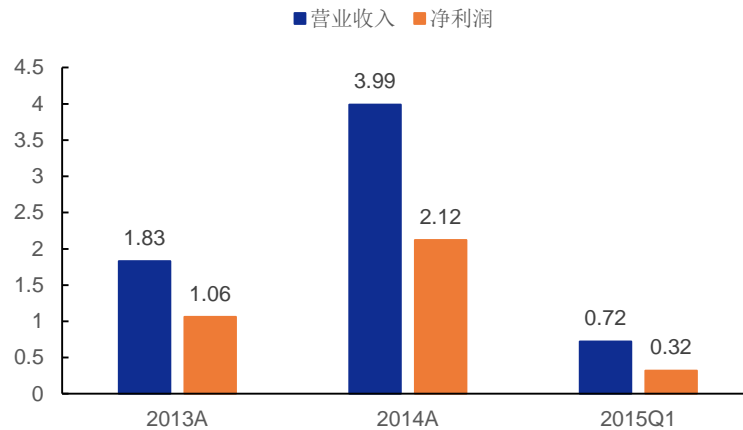
**越秀租赁发展态势佳。**越秀租赁成立于 2012 年 5 月，注册资本为 32.6 港元，是广州规模最大的融资租赁公司，目前越秀租赁的业务范围已经辐射全国。同时，得益于穗港澳联动，越秀租赁可以获得境外低廉的本外币资金。目前越秀租赁在上海和杭州都有子公司或者分公司，分别为上海越秀租赁有限公司和越秀租赁杭州分公司。截止到 2015 年第一季度，公司共实现业务投放额和融资规模 150.7 亿元和 181.3 亿元。2014 年公司实现营业收入 3.99 亿元，净利润 2.12 亿元，同比增长分别为 118%和 100%。

**表 13: 越秀租赁关键指标表现优异 (单位: 亿元)**

项目	2012	2013	2014	2015Q1
业务投放额	23.1	40	82.1	5.5
融资规模	13.7	34.3	67.7	65.6
形成融资租赁资产	25.5	56.5	114.5	112.1

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**图 14: 越秀租赁业绩增长迅猛 (单位: 亿元)**



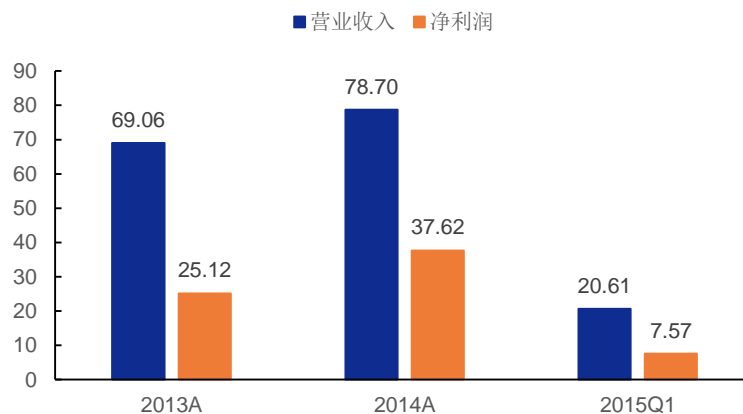
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 5.2. 越秀小贷: 广东省第一家全国资小贷公司

**公司业绩稳增长。**越秀小贷成立于 2012 年五月, 广州越秀金融控股集团为发起者并成为越秀小贷最大股东 (30%), 公司注册资本为 3 亿元, 是广东省第一家全国资小额贷款公司。公司的主要收入来源为贷款利息收入, 同时通过提供融资咨询获得服务费。公司近三年来业绩平稳增长, 其中 2015 年第一季度实现营业收入 2061 万元, 净利润 757 万元。

**公司自 2014 年起加强风险管理。**2013 年以来, 受到宏观经济不景气和银行收贷等因素的影响, 公司不良贷款率上升, 2013 年全年不良率为 4.59%, 2014 年 9 月 30 日仍然达到 4.48%, 2014 年年底公司将不良贷款转让后, 加强了风险管理, 截至到 2015 年第一季度, 公司不良贷款率仅为 0.35%, 表现优异。同时公司的放贷能力自 2012 年以来稳步上升, 2015 年第一季度公司的放贷笔数为 212 笔, 放贷金额为 2.22 亿元。

**图 15: 越秀小贷业绩平稳增长 (单位: 百万元)**



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**表 14：越秀小贷放贷能力逐年增强**

项目	2012年5-12月	2013A	2014A	2015Q1
放贷笔数	156	373	682	212
放贷金额（百万元）	396.74	809.01	1010.23	212.22
贷款不良率	0.00%	4.59%	0.00%	0.35%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 5.3. 广州担保：业务规模扩大，风险指标优异

广州担保成立于1999年，注册资本为5.15亿元，业务范围有融资担保业务、非融资担保业务、再担保业务等。截止到2015年年底，广州担保累计担保总额达到250亿元，服务了超过3330家企业，合作银行多达20余所。公司盈利模式以担保业务收入来源为主，自有资金投资为辅。到2015年第一季度，广州担保的担保代偿率、融资性担保放大倍数与市场性业务拨备率等风险指标表现良好。

**表 15：广州担保各项风险指标优异**

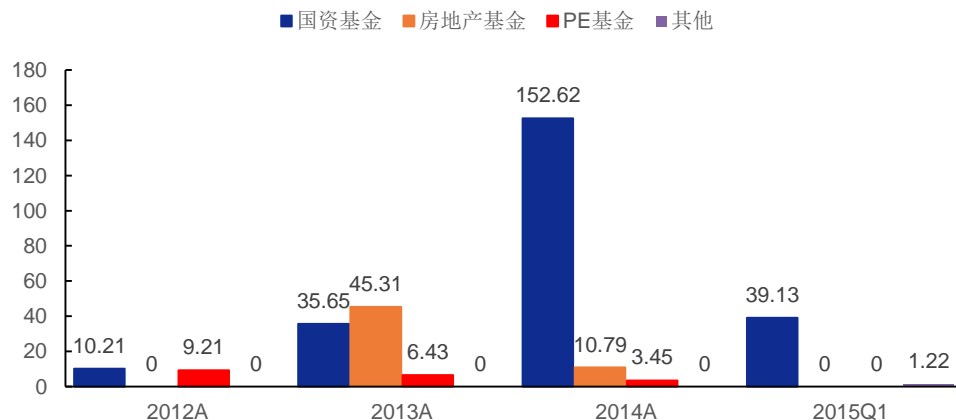
项目	2013A	2014A	2015Q1
担保代偿率	0.77%	1.36%	0.00%
融资性担保放大倍数	2.61	3.19	3.28
市场性业务拨备覆盖率	350%	258%	270%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 5.4. 越秀产投：公司快速壮大，国资基金占比大

越秀产投资基金规模实现快速增长。越秀产投成立于2011年8月，注册资本为1亿元，公司把战略性新兴产业投资和固定收益投资作为两大投资主线，旗下设有国资基金管理部、房地产事业部和PE业务部。到2014年末公司负责管理7支国资产业基金、3支PE基金和1只房地产基金，规模分别为118.49亿元、7.70亿元和0.37亿元。到2015年年底公司基金累计管理规模超过200亿元，在房地产投资行业和私募股权投资行业已经成为了业内的领跑者。

**图 16：越秀产投的国资基金业务占收入比重增大（单位：百万元）**



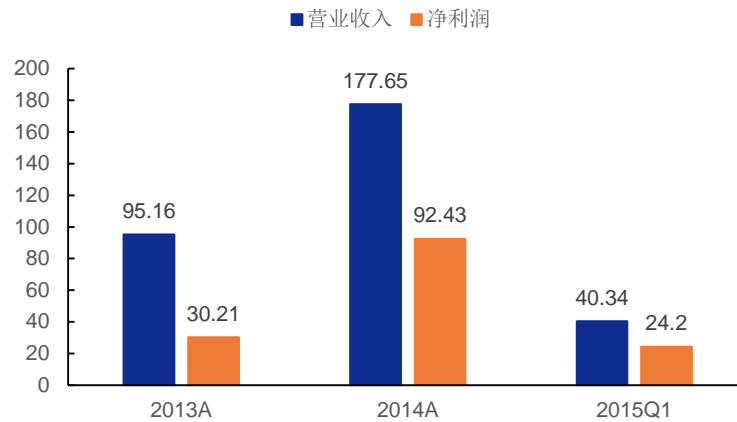
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

越秀产投业绩向好，国资基金业务为其主要业务。越秀产投的国资基金业务收入从2012年的1021万元达到了目前的1.53亿元，增长幅度达到14倍之多。与此同时，房地产基金和PE基金的占比逐年下降，截止到2015年第一季度，公司还未从房地产基金与PE基金中获



取收入。公司实现的营收和净利润规模在近三年来稳步增长,2015 年第一季度实现营收 4.03 亿元,净利润 2.42 亿元,全年业绩可期。

图 17: 越秀产投业绩向好 (单位: 百万元)

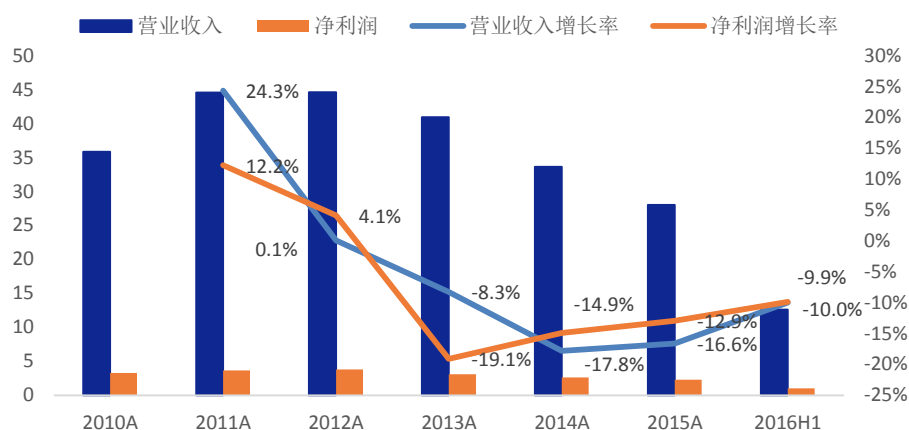


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 6. 广州友谊: 老牌百货, 转型升级

公司历史悠久, 业绩出现回升态势。广州友谊集团前身是创建于 1959 年的“广州友谊商店”, 已有近 60 年的百货经营经验。广州友谊以高级百货商店为定位, 是全国文明单位、中国服务业五百强。目前公司拥有约 10 万平方米的自有物业、5 家门店、5 家子公司以及 2 家参股公司。自 2012 年以来, 我国经济增速放缓, 对于主打高端的零售业的冲击较大。从 2013 年到 2015 年, 广州友谊的营业收入和净利润都产生了连续负增长的情况。2016 年上半年业绩出现回升态势, 营业收入和利润下降幅度分别收窄至-10%和-9.9%。

图 18: 百货板块业绩出现回升态势



资料来源: 公司公告, Wind, 安信证券研究中心

受到业绩压力的影响, 广州友谊迈向转型之路。第一是遵从“一店一策”战略, 从不同商圈的不同倾向和消费结构入手, 实现差异化经营模式。例如, 公司在环市东商店加入亲子活动区域和知名餐饮品牌后, 客流量明显上升。第二, 公司利用互联网加大商店的营销力度, 例如公司通过线上线下途径来进行造节、造势等一系列营销活动。第三, 公司通过“体验式消费”打造更优质的服务。例如广州友谊联合其他商家, 共同打造包含美食、养生、保健、摄影的“VIP 健康之旅”的跨界体验活动。预计随着公司转型进程不断推进和金融板块对百货

业务的支持，2017 年广州友谊归母公司净利润同比下跌幅度将收窄至-5%以内。

## 7. 盈利预测与估值分析

### 7.1. 盈利预测

假定此次交易于 2017 年完成，广州证券变为全资子公司将在报表上大幅提升公司整体业绩表现。根据前文分析预测并参考公司备考财务报表，我们预测公司 2017 年营业收入和净利润分别为 75.72 亿元和 18.56 亿元，具体分部利润参见表 16。

**表 16：预计 2017 年营业收入和净利润分别为 75.72 亿元和 18.56 亿元**

业务分部	营业收入 (百万元)				净利润 (百万元)			
	2016E	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E
百货零售业务	2522	2396	2400	2520	200	190	195	210
投资银行业务	400	700	840	966	180	415	498	573
融资租赁业务	318	400	480	552	96	121	145	167
经纪业务	300	1266	1519	1747	86	464	597	634
资产管理业务	200	700	840	966	549	600	720	828
其他金融业务	100	250	300	345	88	219	280	300
其他业务及分部间抵消	1208	1860	2707	3625	-357	-152	-193	-270
<b>合计</b>	<b>5048</b>	<b>7572</b>	<b>9086</b>	<b>10721</b>	<b>842</b>	<b>1856</b>	<b>2242</b>	<b>2442</b>

资料来源：公司报告，安信证券研究中心

### 7.2. 估值分析

2016 年 9 月末，广州证券归母公司权益为 111.5 亿元，归母公司净利润为 6.9 亿元，属于中小券商。选取与之净资本相近且地域特色较浓的上市券商（东吴、西南、东北和山西）相比较，广州证券 2016 年三季度末年化 ROE 为 8.2%，绝对值在对标公司中较高。

**表 17：广州证券在净资本相近的上市券商中 ROE 较高**

项目	公司	2014	2015	2016Q3
归母公司权益 (亿元)	东吴证券	140.8	165.4	198.8
	西南证券	167.5	190.2	189.8
	东北证券	86.8	113.9	155.1
	山西证券	73.4	125.9	121.1
	广州证券	58.5	112.4	111.5
归母公司净利润 (亿元)	东吴证券	11.2	27.1	12.5
	西南证券	13.4	35.5	10.6
	东北证券	10.6	26.3	11.6
	山西证券	5.9	14.4	3.2
	广州证券	5.3	9.2	6.9
ROE (%)	东吴证券	7.92%	16.38%	8.4%
	西南证券	7.99%	18.69%	7.4%
	东北证券	12.22%	23.09%	10.0%
	山西证券	7.99%	11.43%	3.6%
	广州证券	9.05%	8.21%	8.2%
PB (倍)	东吴证券	2.83	2.41	2.00
	西南证券	2.40	2.12	2.12
	东北证券	3.33	2.54	1.86
	山西证券	4.63	2.70	2.81

资料来源：公司公告，Wind 资讯，安信证券研究中心

越秀租赁是一家融资租赁公司，虽然收入和利润规模远不及中航租赁和渤海租赁，但 2014 年净利润率（53.1%）是二者的 3 倍以上，相比金融租赁公司也毫不逊色。

**表 18：越秀租赁较同业盈利能力强**

	公司	2014	2015
营业收入（亿元）	中航租赁	27.58	32.04
	渤海租赁	68.52	96.59
	外贸金融租赁	8.14	13.9
	昆仑金融租赁	15.44	14.15
	<b>越秀租赁</b>	<b>3.99</b>	—
净利润（亿元）	中航租赁	4.54	6.06
	渤海租赁	11.79	17.88
	外贸金融租赁	4.55	5.07
	昆仑金融租赁	5.97	6.41
	<b>越秀租赁</b>	<b>2.12</b>	
净利润率（%）	中航租赁	16.5%	18.9%
	渤海租赁	17.2%	18.5%
	外贸金融租赁	55.9%	36.5%
	昆仑金融租赁	38.7%	45.3%
	<b>越秀租赁</b>	<b>53.1%</b>	

资料来源：公司公告，Wind 资讯，安信证券研究中心

越秀金控合理估值区间为 **1.5-1.8xPB**。我们给予广州友谊 1-1.1xPB，广州证券 1.7-2xPB 估值，越秀租赁 1.7-2xPB 估值，广州担保、越秀产投和越秀小贷给予 1.0-1.1xPB 估值，综合上越秀金控估值在 1.5-1.8xPB，对应 6 个月目标价 19.8 元/股。

**表 19：越秀金控的估值在 1.5-1.8xPB 之间**

	2016H 归母公司 净资产（亿元）	持股比例	PB 下限	PB 上限
广州友谊	23.25	100%	1	1.1
广州证券	108.99	100%	1.7	2
越秀租赁	36.32	70%	1.7	2
广州担保	3.46	100%	1.0	1.1
越秀产投	6.65	90%	1.0	1.1
越秀小贷	3.18	30%	1.0	1.1

资料来源：公司公告，公司半年报，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3,362.6	2,804.3	5,047.7	7,571.6	9,085.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,557.9	2,101.0	3,028.6	4,543.0	5,451.5	营业收入增长率	-17.8%	-16.6%	80.0%	50.0%	20.0%
营业税费	49.0	45.3	48.0	68.1	81.8	营业利润增长率	-14.5%	-6.6%	239.6%	119.6%	18.9%
销售费用	449.5	391.6	362.9	530.0	636.0	净利润增长率	-15.0%	-12.8%	159.3%	183.8%	19.0%
管理费用	57.7	50.9	1,032.3	1,514.3	1,817.2	EBITDA 增长率	-13.8%	-3.7%	111.0%	104.5%	14.7%
财务费用	-39.8	-27.1	-461.8	-1,094.5	-1,355.9	EBIT 增长率	-13.8%	-3.3%	117.5%	107.4%	14.9%
资产减值损失	1.2	1.1	19.0	50.0	100.0	NOPLAT 增长率	-13.8%	-4.7%	123.3%	107.4%	14.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-100.0	200.0	320.8	投资资本增长率	-176.4%	81.9%	-3347.9	24.5%	11.3%
投资和汇兑收益	66.1	88.6	202.0	300.7	250.9	净资产增长率	4.0%	2.3%	1097.2%	47.2%	5.1%
<b>营业利润</b>	353.3	330.0	1,120.7	2,461.3	2,927.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.2	-16.5	22.0	14.0	18.4	毛利率	23.9%	25.1%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>利润总额</b>	354.6	313.5	1,142.7	2,475.4	2,945.4	营业利润率	10.5%	11.8%	22.2%	32.5%	32.2%
减:所得税	91.8	84.4	285.7	618.8	736.3	净利润率	7.8%	8.2%	11.8%	22.3%	22.1%
<b>净利润</b>	262.7	229.1	593.9	1,685.7	2,005.8	EBITDA/营业收入	9.9%	11.5%	13.4%	18.3%	17.5%
						EBIT/营业收入	9.3%	10.8%	13.1%	18.1%	17.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	16	18	9	5	4
货币资金	1,255.4	1,061.6	37,586.3	54,287.2	59,883.4	流动营业资本周转天数	-39	38	-636	-979	-959
交易性金融资产	-	-	6,000.0	6,400.0	6,600.0	流动资产周转天数	303	337	2,043	3,037	3,034
应收账款	60.2	64.8	103.4	174.2	172.7	应收账款周转天数	6	8	6	7	7
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	17	16	13	13	13
预付账款	11.5	19.9	15.2	42.4	29.0	总资产周转天数	378	434	2,589	3,736	3,626
存货	136.4	106.2	259.7	288.0	360.4	投资资本周转天数	-5	58	-653	-1,008	-984
其他流动资产	1,212.0	1,325.4	10,000.0	11,100.0	12,310.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	303.4	313.5	14,000.0	14,300.0	14,500.0	ROE	12.1%	10.3%	2.3%	4.3%	4.9%
持有至到期投资	-	-	200.0	230.0	270.0	ROA	7.6%	6.9%	1.2%	2.1%	2.3%
长期股权投资	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	ROIC	-55.5%	69.2%	85.0%	-5.4%	-5.0%
投资性房地产	66.9	62.6	62.6	62.6	62.6	<b>费用率</b>					
固定资产	146.0	136.4	119.1	101.9	84.6	销售费用率	13.4%	14.0%	7.2%	7.0%	7.0%
在建工程	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	管理费用率	1.7%	1.8%	20.5%	20.0%	20.0%
无形资产	20.3	19.4	18.0	16.5	15.0	财务费用率	-1.2%	-1.0%	-9.1%	-14.5%	-14.9%
其他非流动资产	230.0	205.8	168.9	132.6	96.4	三费/营业收入	13.9%	14.8%	18.5%	12.5%	12.1%
<b>资产总额</b>	3,445.1	3,318.5	68,536.1	87,138.3	94,387.1	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	36.9%	33.0%	61.1%	55.0%	56.3%
应付账款	556.8	527.2	866.6	1,308.0	1,335.7	负债权益比	58.4%	49.1%	157.3%	122.2%	129.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.12	2.37	1.80	1.92	1.90
其他流动负债	703.8	558.8	29,490.7	36,704.1	40,930.9	速动比率	2.01	2.28	1.79	1.91	1.89
长期借款	-	-	2,534.0	-	-	利息保障倍数	-7.87	-11.19	-1.43	-1.25	-1.16
其他非流动负债	9.1	7.5	9,008.3	9,909.1	10,900.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,269.7	1,093.5	41,899.5	47,921.1	53,166.6	DPS(元)	0.08	0.13	0.05	0.11	0.13
少数股东权益	1.6	1.6	251.6	419.5	618.3	分红比率	68.3%	129.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	359.0	359.0	2,224.0	3,042.0	3,042.0	股息收益率	0.6%	0.9%	0.4%	0.8%	0.9%
留存收益	1,814.8	1,864.4	24,161.1	35,755.6	37,560.3						
<b>股东权益</b>	2,175.4	2,224.9	26,636.6	39,217.1	41,220.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						PS(元)	0.12	0.10	0.27	0.55	0.66
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	BVPS(元)	0.98	1.00	11.86	12.75	13.35
净利润	262.7	229.1	593.9	1,685.7	2,005.8	PE(X)	122.7	140.7	54.3	26.1	22.0
加:折旧和摊销	54.3	57.4	18.8	18.8	18.8	PB(X)	14.8	14.5	1.2	1.1	1.1
资产减值准备	1.2	1.1	-	-	-	P/FCF	-67.8	-981.8	0.9	6.2	6.6
公允价值变动损失	-	-	-100.0	200.0	320.8	P/S	9.6	11.5	6.4	5.8	4.9
财务费用	-	-	-461.8	-1,094.5	-1,355.9	EV/EBITDA	16.2	24.2	-21.0	-14.1	-15.2
投资损失	-66.1	-88.6	-200.0	-300.0	-250.0	CAGR(%)	91.9%	112.9%	40.5%	91.9%	112.9%
少数股东损益	0.0	-0.0	263.1	170.8	203.2	PEG	1.3	1.2	1.3	0.3	0.2
营运资金的变动	-1,064.4	-250.3	17,546.9	4,845.6	2,551.4	ROIC/WACC	-8.1	10.1	12.4	-0.8	-0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	56.8	106.1	17,660.9	5,526.4	3,494.0	REP	-2.1	1.3	0.1	-1.1	-1.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-985.8	-170.4	-23,386.5	-1,430.0	-1,050.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-179.5	-179.5	42,991.8	12,604.6	3,152.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034