

## 越秀金控 (000987.SZ)

# 国企改革重要标杆 金控布局前景广阔 增持 (首次)

2017 年 1 月 16 日

### 投资要点

- 两个百亿，强力打造首家地方金控平台。**内需增长乏力导致公司零售业务增速下滑。在此背景下，同时考虑国企改革不断深化的时代要求，公司积极谋求战略转型。2014 年底公司发布第一个“百亿”定增计划，收购越秀金控 100% 股权，2016 年 8 月上市股票由“广州友谊”改名为“越秀金控”，标志着公司成功转型为“金融+百货”双主业驱动的国有上市平台。2016 年下半年公司再次启动第二个“百亿级定增”，收购广州证券少数股权并补充广州证券资本金，进一步提升广州证券的管控力和综合实力。越秀金控的综合金融服务生态体系日臻完善。
- 商贸行业回暖，传统主业整体企稳。**受经济下行和消费结构变化的影响，广州友谊商贸零售业务净利润近五年总体呈现下降趋势；但下降的幅度在持续减小，在 2017 年商贸行业回暖的趋势下，公司商贸板块营收趋于稳定。另外，商贸板块对公司总体估值仍有三方面的正向贡献：一是公司百货业务现金流和优质客户资源有望和公司的金融业务链条形成正向互动；二是公司百货业务优质的资产负债表为上市公司优化负债结构提供了坚实的基础；三是百货业务板块拥有 10 万平米自有物业，这一部分如果经过价值重估，有望实现 30 亿左右的价值增值。
- 以广州证券为核心的金控平台构建完成，未来将成为上市公司的核心利润来源。**金融板块目前拥有广州证券、越秀租赁、越秀产业基金、广州担保、越秀小贷等多家下属企业，基本形成了以证券为核心的非银行金融控股发展格局。金融板块注入上市公司后，融资渠道打开，净资本实力有望实现迅速提升，证券及融资租赁业务有望实现快速增长。同时作为广州市唯一的上市金控平台，未来在 AMC、银行等其他金融牌照方面有望通过新设或者吸并的方式实现外延式迅速扩张。
- 投资建议：**公司“金融+百货”双主业模式日臻完善。通过上市公司募集配套资金，公司金融板块实现净资本实力大幅提升，中短期来看证券、融资租赁业务规模和行业地位都将获得大幅提升。公司是广州市唯一的上市金控平台，未来在 AMC 及其他金融牌照布局具有较大优势。同时作为广州国企改革标杆，公司在员工持股、混改等方面或有较大突破，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.24/0.66/0.80 元，对应 PE 为 62/23/18 倍，第一目标价 16.33 元，首次覆盖给予增持评级。

**风险提示：**1) 广州市国企改革不及预期 2) 证券行业、租赁行业波动对上市公司业绩的影响

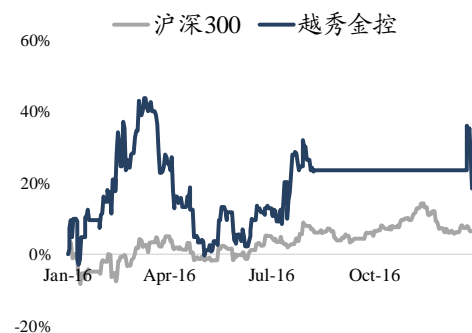
首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001  
dingwt@dwzq.com.cn  
021-60199746

证券分析师 胡翔

执业资格证书号码：S0600516110001  
hux@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据 (2017 年 1 月 16 日)

收盘价 (元)	13.87
市盈率 (2015)	134.65
市净率 (2015)	13.87
流通 A 股市值 (百万元)	7464

### 基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	1.00
资产负债率 (%)	32.95
总股本 (百万股)	2224
流动 A 股 (百万股)	538

### 相关报告

## 目 录

<b>1. 两个百亿，强力打造首家地方金控平台 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 100 亿定增注入优质金融资产，金融+百货双主业成型 .....	5
1.2. 收购广证少数股权+增资齐头并进 .....	5
<b>2. 商贸行业回暖，传统主业整体企稳 .....</b>	<b>6</b>
<b>3. 以证券为核心的金控平台扬帆启航 .....</b>	<b>7</b>
3.1. 广州证券：净资本迅速提升，资本中介业务有望爆发 .....	7
3.2. 越秀产投：背靠广州国资，规模有望持续扩张 .....	10
3.3. 越秀租赁：资产规模不断扩大，盈利能力较好 .....	10
3.4. 类金融：广州担保、越秀小贷各有千秋 .....	11
3.5. 拟设立广东省第二家地方 AMC，全牌照布局日臻完善 .....	12
<b>4. 公司有望成为广州金融国资改革的重要标杆 .....</b>	<b>12</b>
<b>5. 投资建议：合理市值 496 亿以上，增持评级 .....</b>	<b>12</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图表 1: 定增和收购事项后越秀金控股权结构.....	4
图表 2: 金融+百货双主业模式稳步推进.....	4
图表 3: 2007-2016 年前三季度公司净利润及同比增长情况.....	5
图表 4: 2016 年 2-11 月份社会消费品零售总额同比增长情况.....	6
图表 5: 2011-2015 年广州友谊净利润及其同比增长情况.....	6
图表 6: 越秀金控金融板块格局.....	7
图表 7: 广州证券营收与归母净利润 (单位: 亿元) .....	8
图表 8: 2013-2015 年广州证券各项指标排名.....	8
图表 9: 公司经纪业务市场份额持续提升.....	8
图表 10: 2016 年公司承销规模 and 市场份额均大幅提升.....	9
图表 11: 广州证券资管业务规模稳步提升.....	9
图表 12: 两融业务规模稳步提升.....	9
图表 13: 越秀产投各类投资基金累计募集规模 (单位: 亿元) .....	10
图表 14: 2012-2015 年越秀租赁总资产、净资产及杠杆率.....	11
图表 15: 2012-2015 年越秀租赁营业收入及净利润 (单位: 亿元) .....	11
图表 16: 定增完成后公司合理估值.....	12
图表 17: 2012-2015 年越秀租赁总资产、净资产及杠杆率.....	13

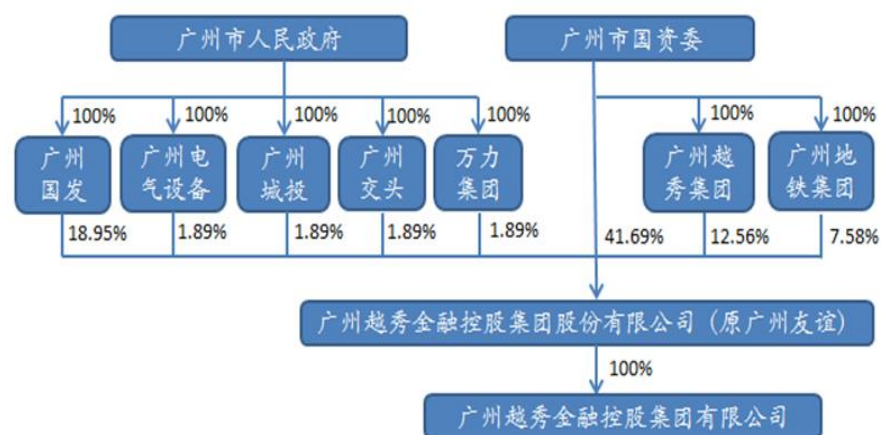
## 1. 两个百亿，强力打造首家地方金控平台

广州越秀金融控股集团股份有限公司前身为广州友谊商店股份有限公司，始创于1959年，1992年由广州友谊公司改组成立；2000年公司在深圳证券交易所上市，并于2007年更名为“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。

在宏观经济下行压力持续加大，内需增长乏力，区域性供给过剩的背景下，公司零售业务增速持续下滑。在此背景下，综合考虑国企改革不断深化的时代要求，公司积极谋求战略转型。2014年底广州友谊发布第一个“百亿”定增计划，收购越秀金控100%股权，2016年8月上市股票由“广州友谊”改名为“越秀金控”，标志着公司成功转型为“百货+金融”双主业驱动的国有上市平台。2016年下半年越秀金控再次启动第二个“百亿计划”，拟通过定增收购广州证券少数股权并补充广州证券资本金，进一步提升广州证券的管控力和综合实力。

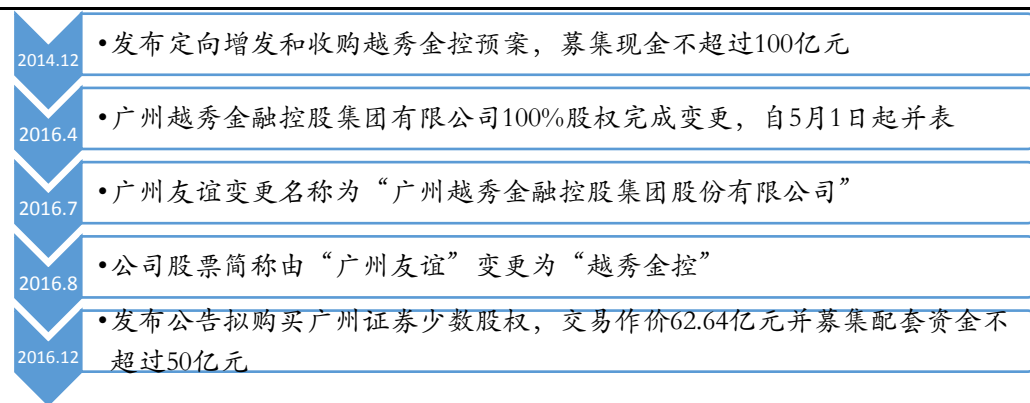
越秀金控作为首家地方上市金控平台，公司的改革路径已经成为地方国资金控改革的重要标杆。

图表 1：定增和收购事项后越秀金控股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：金融+百货双主业模式稳步推进



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

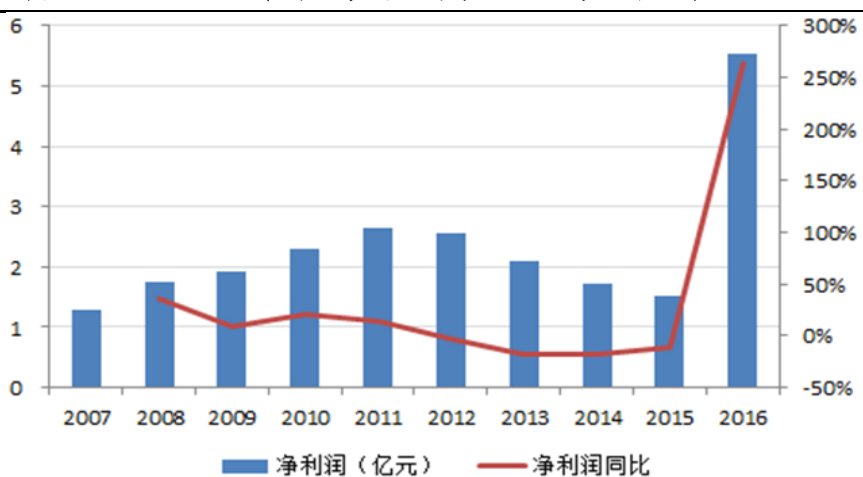
### 1.1. 100 亿定增注入优质金融资产，金融+百货双主业成型

2014年12月，公司公告向广州市国资委、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；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。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，标志着公司“金融+商贸”的双主业模式初步构建完成。

**“金融+百货”双主业模式注入新活力。**受国内外经济增速放缓，消费增长疲软的影响，近年来百货行业增速持续下滑，广州友谊百货很难独立支撑上市公司的业绩增长。注入越秀金控金融资产后，考虑金融行业本身的高盈利属性，叠加广州市政府的政策扶持，金融业务有望构成上市公司未来业绩增长的重要来源。

从2016年三季度并表数据来看，截止2016年9月30日，金融业务的营业收入（5月1日起并表）贡献率为45.49%，仅五个月收入就几近过半；从盈利能力来看，并表后上市公司净利润率从7.49%上升至14.95%，前三季度净利润同比大增256.48%。

图表 3：2007-2016 年前三季度公司净利润及同比增长情况



资料来源：公司三季报，东吴证券研究所

### 1.2. 收购广证少数股权+增资齐头并进

12月25日，越秀金控发布公告拟向广州恒运企业集团股份有限公司等6家公司发行股份及支付现金购买其合计持有的广州证券股份有限公司32.765%股份，标的资产交易作价为626,438.3611万元；并向广州越秀企业集团有限公司等不超过10名符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金不超过500,000.00万元，其中50,000.00万元用于支付本次交易现金对价，剩余部分用于补充广州证券资本金和支付中介机构费用。

此次交易完成后，上市公司将实现对广州证券100%控股，一方面实现优质资产注入，提升上市公司盈利水平。按照2015年度财务数据计算，广州证券实现归属于母公司净利润9.2亿，按原67.235%股权对应净利

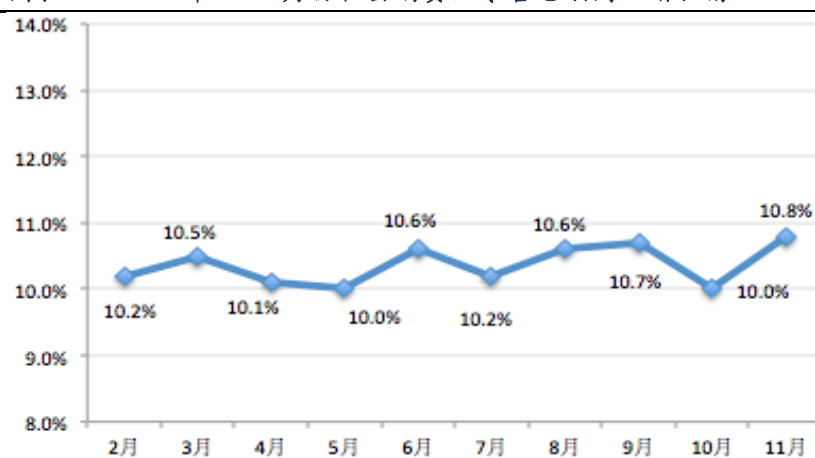


润 6.2 亿元，占广州越秀金控合并口径归属于母公司净利润的 78.35%。根据广州证券的历史财务数据和目前快速成长的经营趋势，收购广州证券少数股份将显著提高上市公司的盈利水平。另一方面补充资本金将进一步夯实广州证券净资本实力，推动证券公司做强做大。

## 2. 商贸行业回暖，传统主业整体企稳

根据国家统计局发布的数据显示，2016 年 1 月至 11 月，社会消费品零售总额 300,560 亿元，同比增长 10.4%。从各个月的同比数据来看，总体较为平稳。2016 年 11 月份社会消费品零售总额同比增长 10.8%，增速比 10 月份高 0.8%；经季节调整后环比增长 0.97%，比 10 月份调高 0.22 个百分点。同比和环比数据均呈现上升的趋势，商贸零售行业有所回暖。

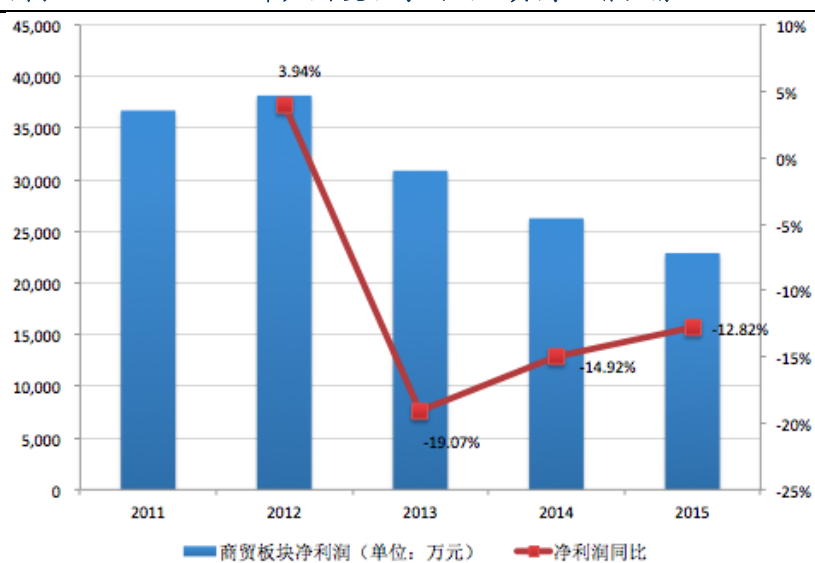
图表 4：2016 年 2-11 月份社会消费品零售总额同比增长情况



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

受经济下行和消费结构变化的影响，广州友谊商贸零售业务净利润近五年总体呈现下降趋势；但下降的幅度在持续减小，至 2015 年，商贸零售板块营业收入 28 亿元，实现净利润 2.3 亿元。在 2017 年商贸行业回暖的趋势下，越秀金控商贸板块有望整体企稳。

图表 5：2011-2015 年广州友谊净利润及其同比增长情况



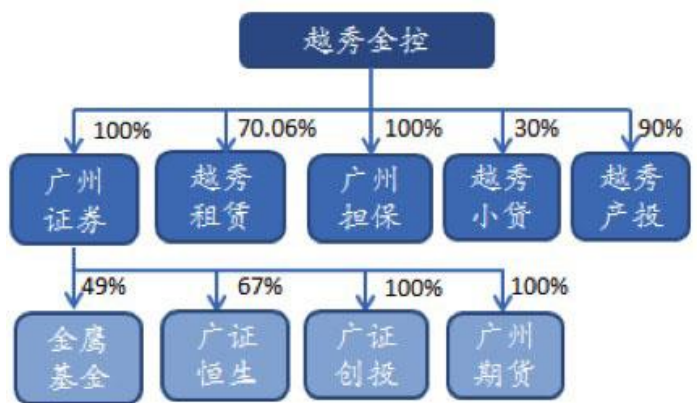
资料来源：wind，东吴证券研究所

另外需要说明的是，在目前公司“金融+百货”双轮驱动的模式下，商贸板块不单单是每年提供 2 亿量级的净利润，对于上市公司还有三点较为关键的正向贡献：一是公司百货业务现金流和优质客户资源未来有望和公司的金融业务链条形成正向互动；二是公司百货业务优质的资产负债表为上市公司优化负债结构提供了坚实的基础；三是百货业务板块拥有 10 万平米自有物业，这一部分如果经过价值重估，有望实现 30 亿左右的价值增值。

### 3. 以证券为核心的金控平台扬帆启航

上市公司旗下目前拥有广州证券、越秀租赁、越秀产业基金、广州担保、越秀小贷等 5 家下属金融企业，基本形成了以证券为核心的非银行金融控股发展格局，业务覆盖了证券、租赁、基金、期货、产业投资、担保、小额贷款、证券投资咨询等多个领域。

图表 6：越秀金控金融板块格局



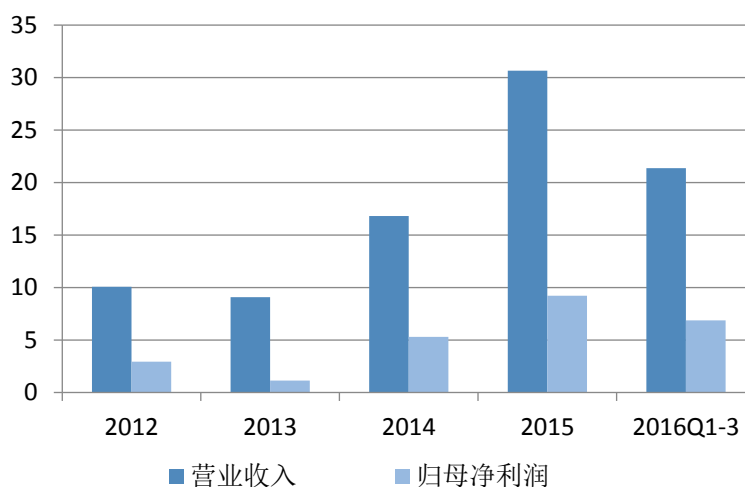
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 3.1. 广州证券：净资本迅速提升，资本中介业务有望爆发

广州证券股份有限公司 1988 年经中国人民银行批准成立，是全国最早设立的证券公司之一。截至 2016 年 9 月 30 日，公司共设有 133 家证券营业部，29 家分公司。公司总体实力居于行业中上游水平。

凭借大股东的大力支持以及市场化机制，广州证券经营业绩和行业地位持续提升。2016 年前三季度，广州证券实现营收 21.4 亿，归母净利润 6.9 亿，在 2016 年全行业业绩大幅下滑的背景下，受益于净资本的扩充以及多条业务线的逆市增长，预计公司全年营收水平基本与 15 年持平。

图表 7: 广州证券营收与归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东吴证券研究所

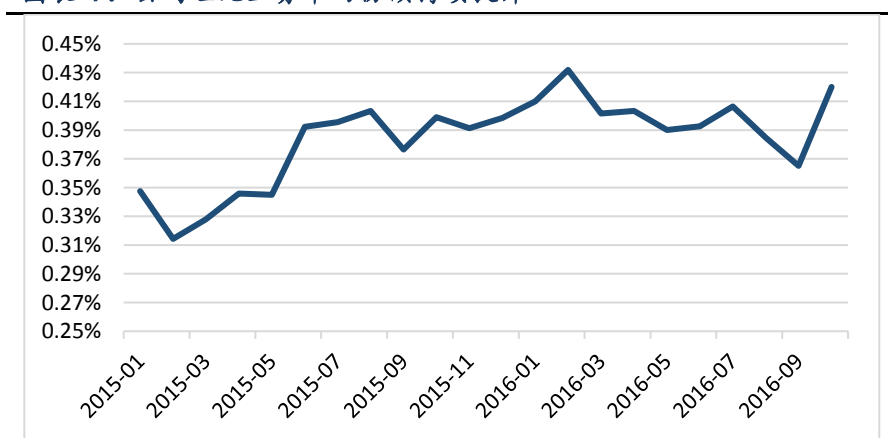
图表 8: 2013-2015 年广州证券各项指标排名

	2015 年排名	2014 年排名	2013 年排名
总资产	37	37	31
净资产	34	45	41
营业收入	49	51	56
净利润	58	54	66
经纪业务净收入	52	58	57
投行业务净收入	45	50	

资料来源: 证券业协会, 东吴证券研究所

广州证券经纪、投行、资管和两融业务规模 and 市场份额持续扩张。此前广州证券的发展还受制于净资本的限制。此次证券公司并入上市公司, 融资渠道打开, 前次已经通过定增募集 11 亿配套融资, 此次 45 亿配套融资继续落地, 有望迅速提升广州证券的净资本实力, 助力公司各项业务, 尤其是资本中介业务的爆发式增长。

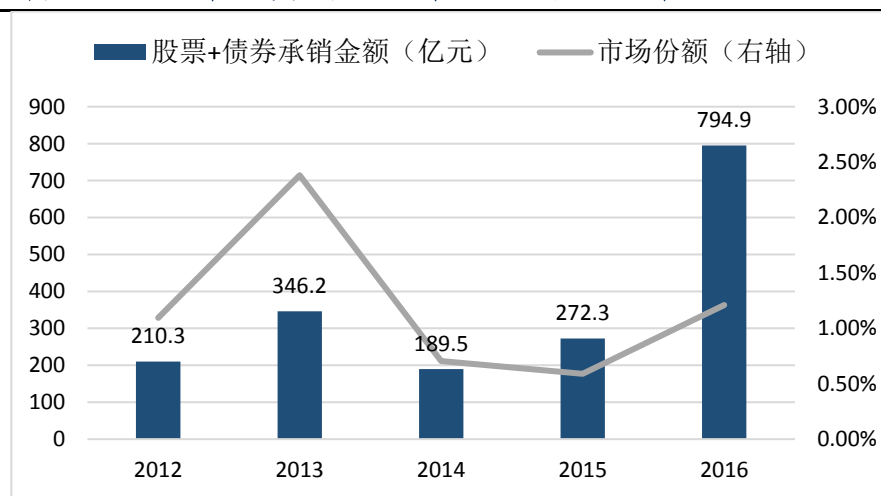
图表 9: 公司经纪业务市场份额持续提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

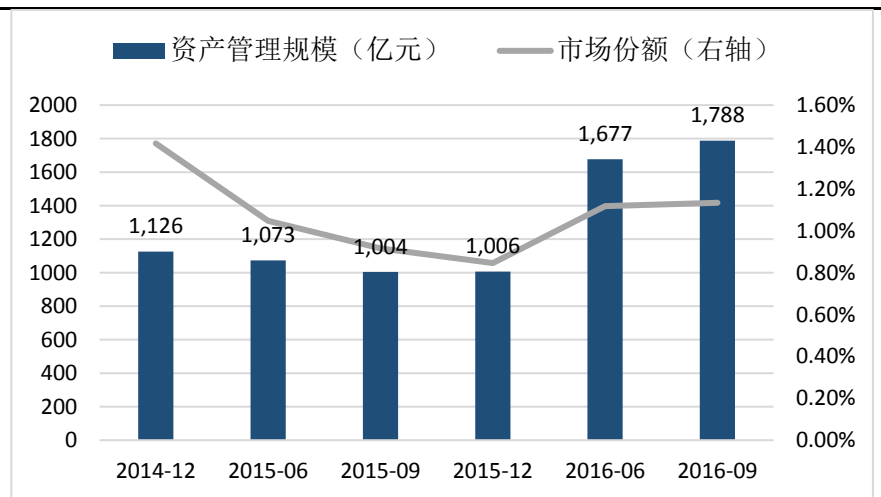


图表 10: 2016 年公司承销规模和市场份额均大幅提升



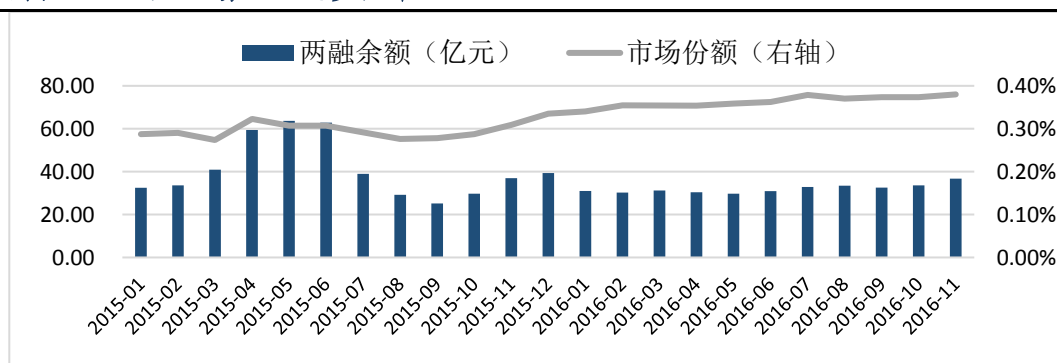
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 11: 广州证券资管业务规模稳步提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 12: 两融业务规模稳步提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

广州证券旗下还拥有全资子公司广州证券创新投资管理有限公司、广证领秀投资有限公司, 控股广州期货股份有限公司、广州广证恒生证券研究所有限公司, 参股金鹰基金管理有限公司; 涉足证券、基金、期

货、投资咨询等多个领域。1月4日，广州期货成功挂牌新三板，成为广东省首家期货挂牌公司，广州证券的期货板块快速成长。未来各个领域的业务资源将形成有效协同，促进广州证券进一步扩大和持续发展。

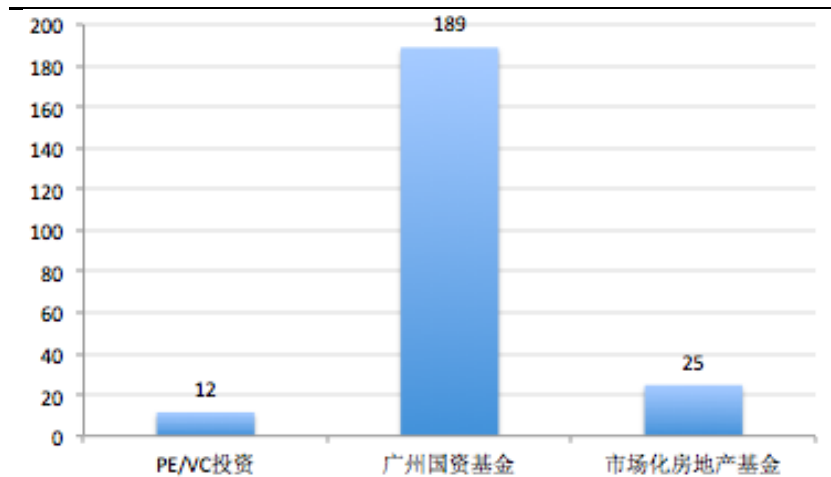
### 3.2. 越秀产投：背靠广州国资，规模有望持续扩张

**越秀产投：以战略性新兴产业投资与固定收益投资为两大投资主线。**广州越秀产业投资基金管理股份有限公司成立于2011年8月，是广州越秀金控集团旗下专注于战略性新兴产业投资和固定收益类业务的基金管理机构。截止至2015年底，基金累计管理总规模超200亿元，以国资基金为主。

越秀产业基金旗下战略性新兴产业投资平台主要业务涉及：私募股权投资、产业整合、并购咨询、兼并收购等。秉承一贯的价值创造和精品投资策略，公司不断推动成长期和早期优秀企业的创新与成长，投资重点覆盖医疗健康和文化产业，目前投资了多家高成长性的中国企业。2013年，公司发起募集的广州越秀生物产业投资基金，得到了国家发改委基金专项基金参股，成为广东省当年唯一一家最终通过国家发改委专项基金参股的基金管理机构。

2013年，在广州市国资委的指导下，越秀产业基金在广州市国资系统内发起设立面向城市发展关键领域投资的广州国资产业股权发展基金，通过综合运用“母基金+子基金”的投资模式，实现以多倍的杠杆撬动社会资本，发挥国有资金的杠杆放大效应。截止2014年，广州国资基金募集规模达189亿元，是越秀产投投资基金的主要投资方向。

图表 13：越秀产投各类投资基金累计募集规模（单位：亿元）



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

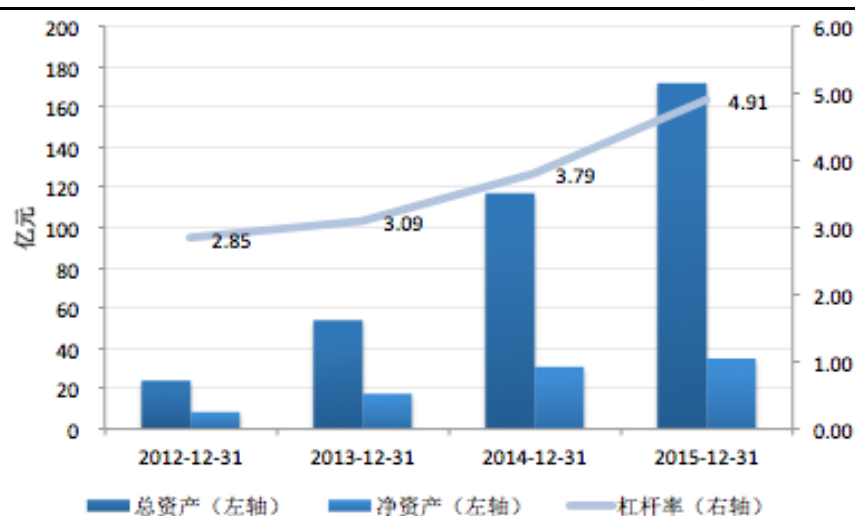
### 3.3. 越秀租赁：资产规模不断扩大，盈利能力较好

**越秀租赁：全国十强外商融资租赁公司。**广州越秀融资租赁有限公司于2012年成立，注册地在南沙，注册资本达33亿港元。经过多年发展，越秀租赁步入较为平稳的发展阶段。

**越秀租赁资产规模不断扩大，杠杆率持续上升。**从2012年到2015年，四年内总资产规模从24亿元快速扩大到172亿元，净资产规模由8亿元增长至35亿元；同时随着公司资本实力的上升，公司融资能力也在

稳步上升，杠杆率不断上升，2015年杠杆为4.91。

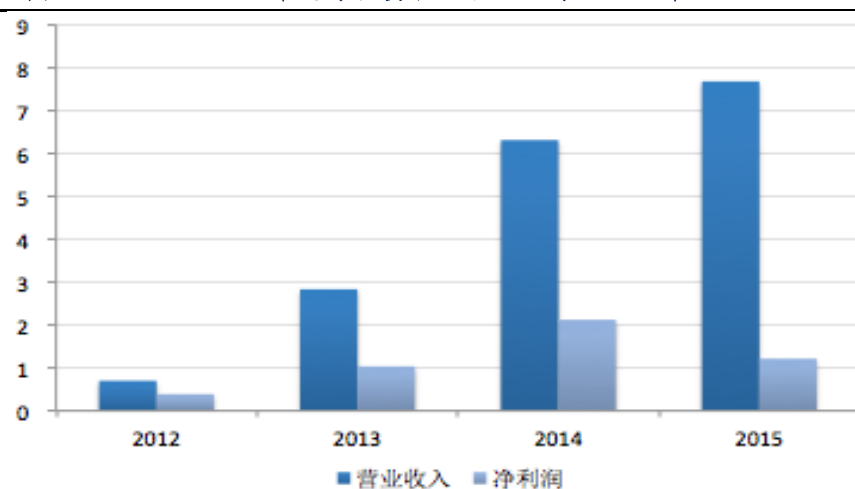
图表 14：2012-2015 年越秀租赁总资产、净资产及杠杆率



资料来源：wind，东吴证券研究所

越秀租赁营业收入稳步提升，盈利能力较好。2016年前三季度越秀租赁实现营业总收入和净利润分别为6.99亿元和1.79亿元，同比分别增长34.72%和114.28%。

图表 15：2012-2015 年越秀租赁营业收入及净利润 (单位：亿元)



资料来源：wind，东吴证券研究所

### 3.4. 类金融：广州担保、越秀小贷各有千秋

**广州担保：**广州市唯一一家国有担保公司，风险指标良好。广州市融资担保中心有限责任公司成立于1999年，注册资本5.15亿元，为越秀金控集团旗下国有独资融资担保机构，业务范围涵盖融资担保业务、非融资担保业务、再担保业务等，是广州市业务范围最全面的担保机构，也是广州市唯一一家国有担保公司。截至2015年3月末，广州担保的累计担保金额已超过217亿元。

**越秀小贷：**不良率保持低位。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。从贷款收入的客户结构来看，放贷对象主要是个人。

### 3.5. 拟设立广东省第二家地方 AMC，全牌照布局日臻完善

2016 年 12 月 24 日公司发布关于筹备设立广东省第二家地方资产管理公司的提示性公告，广东省人民政府同意由越秀金控、广东民营投资股份有限公司、广东恒健投资控股有限公司、广东省粤科金融集团有限公司共同发起设立广东省第二家地方资产管理公司。越秀金控持股 38%、粤民投持股 22%、恒健控股持股 20%、粤科金融持股 20%。

目前不良资产处于上升周期，AMC 行业需求持续扩张；且 AMC 行业是牌照严格管制的行业，公司顺利拿到 AMC 牌照，未来将充分受益不良资产管理行业的增长红利，同时也将进一步优化完善公司金融业务布局，构建综合金融服务闭环。

## 4. 公司有望成为广州金融国资改革的重要标杆

金融板块是广州国企改革重点，“232 金融战略”加速国资金融业发展。2015 年 5 月底，《中共广州市委广州市人民政府关于全面深化国资国企改革的意见》（以下简称《意见》）出炉，标志着广州市国企改革正式启动。国资金融业被重点提及，其中“232 金融战略”成为广州市国资委推动金融产业发展的重点。“232”指的是 2 家金融控股平台（越秀金控和广州金控）、3 家银行（广州银行、广州农商行和创兴银行）和 2 家证券公司（广州证券和万联证券）。目前，越秀金控已通过注入上市公司成功实现资产证券化。未来在广东省国企改革快速推动的背景下，上市公司有望在混合所有制改革、员工持股等方面获得重大突破。

## 5. 投资建议：合理市值 496 亿以上，增持评级

在不考虑任何外延的情况下。我们采用分部估值法，分别对商贸板块和金融板块进行估值，此次定增完成后，越秀金控的合理市值至少在 496.68 亿，对应每股价格 16.33 元。如果考虑未来越秀金控在其他金融牌照的外延布局以及国企改革在公司的推动和落实，公司未来或有较高的估值溢价空间，我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 为 0.24/0.66/0.80 元，对应 PE 为 62/23/18 倍，首次覆盖给予增持评级。

图表 16：定增完成后公司合理估值 y

	评估方法	2017 净利润/ 净资产	PE/PB	市场价值	投资比 例	越秀金控持 有市值
百货业务	市场法 PE	2.1	20	42	100	42
广州证券	市场法 PB	162	2.2	356.4	100	356.4
越秀租赁	市场法 PB	35	1.5	52.5	70.06	36.78
越秀产投	市场法 PE	1.5	35	52.5	90	47.25
越秀小贷	市场法 PB	15	1.5	22.5	30	6.75

广州担保	市场法 PB	5	1.5	7.5	100	7.5
总市值						496.68
总股本						30.42
每股价格 (元/股)						16.33

数据来源：东吴证券研究所

图表 17：2012-2015 年越秀租赁总资产、净资产及杠杆率

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2804	5012	7203	8292
营业收入增速	-17%	79%	44%	15%
归母净利润	229	543	1994	2452
归母净利润增速	-12.60%	137%	267%	23%
EPS	0.64	0.24	0.66	0.801
PE (对应最新股价)	23.3	62.2	22.6	18.4

资料来源：wind，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1、广州市国企改革推动不及预期
- 2、证券行业、租赁行业波动对上市公司业绩的影响



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

