

越秀金控 (000987)

证券研究报告

2017年04月28日

拥抱地方不良资产业务，完善金融控股平台

事件：越秀金控于近日发布公告，广东省第二家 AMC 公司广州资产管理有限公司已于近日正式设立，注册资本为 30 亿元。公司作为第一大股东，持股比例为 38%，粤民投、恒建控股、粤科金融分别持有 22%、20%和 20% 的股权。

拥抱地方不良资产行业，完善金融控股布局

广州资产管理公司未来将专注于广东省内金融企业不良资产处置，截止 2015 年底省内不良贷款余额 1151.5 亿元，不良资产处置需求旺盛，潜在市场空间巨大。而广州资产管理公司拥有“金融+产业”、“国资+民营”以及“广东省+广州市”的独特股东优势，在股东多元化的产业基础以及较强的产业投资整合能力支持下，有望形成差异化竞争优势。同时，通过设立不良资产处置平台，将进一步拓展金控平台的业务领域，强化不同金融子版块间的协同效应，提高公司整体的竞争力及抵御风险能力。

拟全资控股广证，进一步打开其业务发展空间

公司是以证券、租赁为核心的金融控股平台。其中核心金融资产广州证券是一家扎根广州的高成长综合类券商，业务结构均衡。广证 2016 年实现净利润 9.65 亿元，YOY4.57%，大幅好于行业平均水平，主要源于其增资扩股及资本中介业务快速发展。假设收购广证剩余股权顺利完成，将解决其资本金不足的问题，并能为其提供持续的融资渠道。

租赁以城市基础设施领域为核心，积极优化政府平台类业务投放策略，16 年项目投放 120 亿元，YOY32.2%，不良率仅为 0.63%。

国内首个地方金控上市平台，先发优势明显

从短期国改和混改深化、中期居民投资和企业融资需求多元化，以及长期金融行业趋势变化角度考虑，我们认为金控模式是值得关注的。其中，短期国改进一步深化所打开的数十万亿计的资产空间将使金控平台成为直接受益标的和核心市场参与者。而越秀金控作为国内首个地方金控上市平台，资产整合领先同类金控平台；背靠广州市国资委，将获得更多区域政策扶持；大股东越秀集团旗下金融资产丰富，未来外延式扩张仍将是公司发展的主要方式之一。随着近期地方金控平台整合进度加快，公司作为地方金控先行者，先发优势明显。

投资建议：预计越秀金控 2017/18E 营业收入分别为 66、74 亿元，YOY15.23%/12.34%；净利润分别为 11、13 亿元，YOY79%/20%；对应 EPS 分别为 0.50、0.60 元。采用分部估值法得出目标价 17.76 元，对应 17E2.6X P/B，维持“买入”评级。

风险提示：重组审核风险、证券业务经营风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,804.29	5,741.14	6,615.52	7,431.88	8,431.46
增长率(%)	(16.60)	104.73	15.23	12.34	13.45
EBITDA(百万元)	321.18	2,444.98	1,487.58	1,847.83	2,148.03
净利润(百万元)	229.06	620.50	1,108.64	1,327.13	1,466.56
增长率(%)	(12.80)	170.88	78.67	19.71	10.51
EPS(元/股)	0.10	0.28	0.50	0.60	0.66
市盈率(P/E)	120.19	44.37	24.83	20.74	18.77
市净率(P/B)	12.38	2.21	1.26	1.21	1.17
市销率(P/S)	9.82	4.80	4.16	3.70	3.27
EV/EBITDA	24.16	6.16	1.21	0.72	(0.49)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.38 元
目标价格	17.76 元
上次目标价	17.76 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,223.83
流通 A 股股本(百万股)	538.07
A 股总市值(百万元)	27,531.02
流通 A 股市值(百万元)	6,661.37
每股净资产(元)	5.70
资产负债率(%)	74.82
一年内最高/最低(元)	21.21/11.51

作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
罗钻辉	联系人
luozuanhui@tfzq.com	
修佳林	联系人
xiujialin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《越秀金控-季报点评:粤港澳大湾区核心标的，独特的内外联动机制》 2017-04-16
- 《越秀金控-年报点评报告:广证逆势增长，金控布局可期》 2017-03-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,061.58	13,694.80	17,839.83	19,474.26	23,414.64
应收账款	64.77	429.42	179.42	22.58	28.65
预付账款	19.93	23.57	39.71	37.17	52.76
存货	106.18	80.84	360.32	108.45	435.85
其他	1,325.36	27,327.47	7,409.18	8,157.71	9,022.42
流动资产合计	2,577.81	41,556.10	25,828.45	27,800.17	32,954.33
长期股权投资	1.92	217.70	217.70	217.70	217.70
固定资产	136.39	266.09	282.11	318.19	353.30
在建工程	1.07	0.08	36.05	69.63	71.78
无形资产	19.44	71.48	47.01	22.54	0.00
其他	581.81	24,741.44	12,002.27	11,962.44	11,962.44
非流动资产合计	740.64	25,296.79	12,585.13	12,590.50	12,605.22
资产总计	3,318.45	66,852.89	38,413.59	40,390.68	45,559.55
短期借款	0.00	1,936.20	0.00	0.00	0.00
应付账款	527.17	1,286.83	1,183.09	1,799.64	1,797.68
其他	558.81	25,660.09	5,706.16	5,034.87	7,632.08
流动负债合计	1,085.98	28,883.12	6,889.25	6,834.50	9,429.76
长期借款	0.00	9,796.03	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	9,268.80	3,089.60	4,119.47	5,492.62
其他	7.52	1,372.81	1,372.81	1,372.81	1,372.81
非流动负债合计	7.52	20,437.65	4,462.41	5,492.28	6,865.43
负债合计	1,093.50	49,320.76	11,351.66	12,326.78	16,295.19
少数股东权益	1.63	5,054.88	5,178.75	5,384.44	5,704.97
股本	358.96	2,223.83	2,223.83	2,223.83	2,223.83
资本公积	60.14	8,889.44	17,765.84	17,765.84	17,765.84
留存收益	1,864.36	10,117.75	19,659.34	20,455.62	21,335.55
其他	(60.14)	(8,753.78)	(17,765.84)	(17,765.84)	(17,765.84)
股东权益合计	2,224.95	17,532.13	27,061.92	28,063.89	29,264.36
负债和股东权益总	3,318.45	66,852.89	38,413.59	40,390.68	45,559.55

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	229.06	906.63	1,108.64	1,327.13	1,466.56
折旧摊销	57.39	154.54	32.49	34.81	35.28
财务费用	0.00	418.89	0.00	0.00	0.00
投资损失	(88.61)	(366.90)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(250.27)	(21,028.52)	12,380.76	(323.31)	1,420.02
其它	158.51	14,079.63	130.39	216.52	337.40
经营活动现金流	106.07	(5,835.73)	13,532.28	1,135.15	3,139.26
资本支出	9.49	(923.45)	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.04	215.78	0.00	0.00	0.00
其他	(179.94)	9,427.04	3,621.20	(643.53)	(784.71)
投资活动现金流	(170.41)	8,719.36	3,681.20	(563.53)	(734.71)
债权融资	0.00	25,505.19	4,590.99	6,121.31	8,161.75
股权融资	27.08	10,855.27	8,740.74	0.00	0.00
其他	(206.56)	(25,090.44)	(26,400.19)	(5,058.49)	(6,625.92)
筹资活动现金流	(179.48)	11,270.03	(13,068.46)	1,062.82	1,535.84
汇率变动影响	0.00	3.73	1.24	1.66	2.21
现金净增加额	(243.81)	14,157.39	4,146.27	1,636.09	3,942.59

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,804.29	5,741.14	6,615.52	7,431.88	8,431.46
营业成本	2,100.96	2,057.43	3,989.16	4,436.83	4,966.13
营业税金及附加	45.30	68.09	93.91	104.57	112.77
营业费用	391.63	354.68	529.24	594.55	674.52
管理费用	50.94	1,279.17	661.55	594.55	674.52
财务费用	(27.08)	(25.45)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.11	21.13	7.81	10.02	12.98
公允价值变动收益	0.00	(2.78)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	88.61	441.81	121.24	121.66	122.21
其他	(177.22)	359.16	(242.49)	(243.32)	(244.42)
营业利润	330.04	1,187.91	1,455.09	1,813.02	2,112.75
营业外收入	19.64	41.26	21.27	27.39	29.97
营业外支出	36.19	18.20	18.69	24.36	20.42
利润总额	313.49	1,210.96	1,457.68	1,816.05	2,122.31
所得税	84.44	304.34	218.65	272.41	318.35
净利润	229.06	906.63	1,239.03	1,543.64	1,803.96
少数股东损益	(0.01)	286.13	130.39	216.52	337.40
归属于母公司净利润	229.06	620.50	1,108.64	1,327.13	1,466.56
每股收益(元)	0.10	0.28	0.50	0.60	0.66

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-16.60%	104.73%	15.23%	12.34%	13.45%
营业利润	-6.59%	259.93%	22.49%	24.60%	16.53%
归属于母公司净利润	-12.80%	170.88%	78.67%	19.71%	10.51%
获利能力					
毛利率	25.08%	64.16%	39.70%	40.30%	41.10%
净利率	8.17%	10.81%	16.76%	17.86%	17.39%
ROE	10.30%	4.97%	5.07%	5.85%	6.22%
ROIC	69.25%	149.65%	-30.79%	-42.44%	-55.73%
偿债能力					
资产负债率	32.95%	73.78%	29.55%	30.52%	35.77%
净负债率	0.64%	0.18%	34.93%	-40.27%	-46.35%
流动比率	2.37	1.44	3.75	4.07	3.49
速动比率	2.28	1.44	3.70	4.05	3.45
营运能力					
应收账款周转率	44.87	23.23	21.73	73.58	329.13
存货周转率	23.12	61.40	29.99	31.71	30.98
总资产周转率	0.83	0.16	0.13	0.19	0.20
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.28	0.50	0.60	0.66
每股经营现金流	0.05	-2.62	6.09	0.51	1.41
每股净资产	1.00	5.61	9.84	10.20	10.59
估值比率					
市盈率	120.19	44.37	24.83	20.74	18.77
市净率	12.38	2.21	1.26	1.21	1.17
EV/EBITDA	24.16	6.16	1.21	0.72	-0.49
EV/EBIT	25.61	6.28	1.23	0.73	-0.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com