

AMC 与融资租赁双升，投资拖累业绩

■事件：2018年上半年公司实现营业总收入26亿元，同比增长11%；实现归母净利润1.9亿元，同比下滑27%；我们认为核心变化在于：(1) 融资租赁业务快速发展。受益于上半年市场资金趋紧、融资利率提升，融资租赁业务收入大幅增长，对母公司贡献净利润利润达3亿元；(2) AMC业务成盈利新动力，上半年新增不良管理规模186亿元，市占率达39%，广州资产贡献长期股权投资收益0.4亿元。(3) 投资收益表现不佳，股权质押风险凸显；2018年上半年公司公允价值变动损失以及资产减值分别为0.8亿元、0.7亿元，证券业务亏损0.3亿元；

融资租赁业务快速发展，优化结构控风险；2018年上半年，受益于市场融资环境趋紧、实体经济融资提升的影响，越秀租赁实现营业收入9亿元和净利润3亿元，同比分别增长49%和55%。面对上半年市场信用风险加剧，公司调整项目投放规模和结构，项目投放87亿元，同比下降10%，其中一二级区域占比超90%，资产规模达318亿元，信用风险控制良好，资产不良率为0.38%。

AMC业务成为盈利增长新动力；2018年上半年，广州资产实现营业收入和净利润分别为1.51亿元和1.13亿元；为母公司贡献长期股权投资收益0.4亿元。上半年新增不良资产管理规模186.86亿元，市场占有率达到39%。受益于信用风险加剧，广东省内商业银行不良资产贷款增多，作为广东省第二家AMC机构，广州资产发展空间广阔。加之越秀集团资源丰富，协同效应发力，将成为公司盈利增长的新动力。

自营表现不佳，股权质押风险初现；2018年上半年，公司证券板块经营受制于两大风险。(1) 股权质押风险：公司上半年资产减值达0.8亿元，大幅增长。其中信用业务营业支出同比增长467%，主要是计提股权质押减值损失。截至上半年底，公司主动压缩股权质押余额49亿，较年初减少23% (2) 上半年公司自营业务收入1.83亿，同比下降12.11% (券商行业-19%，中信证券+16%)，上半年公允价值变动损失以及资产减值分别为0.8亿元，自营业绩表现不及预期是公司利润下降的原因之一。

经纪市占率有所提升，投行业务有所改善；上半年公司证券业务实现营收8亿元，同比增长5%；净利润亏损0.3亿元；经纪业务市场份额有所提升；经纪业务2018年上半年公司经纪业务收入1.89亿元，同比下降3% (券商行业-6%，中信证券+3%)，代理买卖证券业务收入(含席位租赁)的市场份额为0.45%，排名略有提升。投行业务实现营收1亿元，同比增长40%；上半年完成3单再融资项目，承销16期债券，由于投行业务体量较小，受投行监管趋严以及头部效应影响较小。

■投资建议：买入-A投资评级；预计公司2018-2020年EPS为0.21元/0.27元/0.3元。

■风险提示：交易量大幅萎缩风险/股权质押违约风险/政策变化风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	5,741.1	5,326.4	4,510.4	4,778.8	5,224.1
净利润	620.5	633.3	464.3	590.9	666.7
每股收益(元)	0.28	0.28	0.21	0.27	0.30
每股净资产(元)	5.61	5.80	8.31	8.66	8.99

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	25.7	25.2	34.4	27.0	23.9
市净率(倍)	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
净利润率	10.8%	11.9%	10.3%	12.4%	12.8%
净资产收益率	5.0%	4.9%	2.5%	3.1%	3.3%
股息收益率	1.1%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%

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

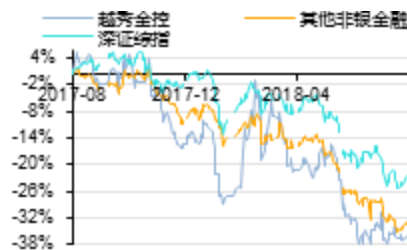
6个月目标价：9.00元

股价(2018-08-30) 7.18元

交易数据

总市值(百万元)	15,967.10
流通市值(百万元)	3,865.38
总股本(百万股)	2,223.83
流通股本(百万股)	538.35
12个月价格区间	7.15/12.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.41	-6.45	-12.92
绝对收益	-10.36	-21.95	-37.27

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

相关报告

越秀金控：租赁百货业绩
亮眼，AMC 获批打造金控 2017-08-18
/赵湘怀

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,741.1	5,326.4	4,510.4	4,778.8	5,224.1	成长性					
减:营业成本	2,057.4	-	1,578.6	1,815.9	2,115.8	营业收入增长率	104.7%	-7.2%	-15.3%	5.9%	9.3%
营业税费	68.1	53.8	59.4	61.3	62.6	营业利润增长率	259.9%	-11.6%	-15.7%	-5.0%	13.2%
销售费用	354.7	-	-	-	-	净利润增长率	170.9%	2.1%	-26.7%	27.3%	12.8%
管理费用	1,279.2	2,040.2	2,480.7	2,723.9	2,873.3	EBITDA 增长率	661.3%	71.5%	-77.2%	-4.6%	11.3%
财务费用	-25.4	-	-	-	-	EBIT 增长率	692.1%	71.9%	-78.5%	-5.0%	13.2%
资产减值损失	21.1	54.7	123.0	110.0	95.0	NOPLAT 增长率	293.2%	-5.3%	-19.3%	-5.0%	13.2%
加:公允价值变动收益	-2.8	9.7	-143.5	-50.9	45.0	投资资本增长率	-790.7%	-846.0%	-62.3%	-104.1%	568.6%
投资和汇兑收益	441.8	936.8	761.0	825.0	830.7	净资产增长率	688.0%	4.6%	31.6%	3.4%	3.2%
营业利润	1,187.9	1,050.6	886.1	841.7	953.1	利润率					
加:营业外净收支	23.1	45.7	7.1	26.0	25.9	毛利率	64.2%	100.0%	65.0%	62.0%	59.5%
利润总额	1,211.0	1,096.2	893.3	867.7	979.1	营业利润率	20.7%	19.7%	19.6%	17.6%	18.2%
减:所得税	304.3	236.6	223.3	216.9	244.8	净利润率	10.8%	11.9%	10.3%	12.4%	12.8%
净利润	620.5	633.3	464.3	590.9	666.7	EBITDA/营业收入	42.6%	78.7%	21.2%	19.1%	19.4%
						EBIT/营业收入	41.8%	77.4%	19.6%	17.6%	18.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	13	18	19	15	11
						流动营业资本周转天数	-87	-668	-1,372	-1,467	-1,545
						流动资产周转天数	1,384	1,404	1,019	2,297	2,656
						应收账款周转天数	15	15	13	14	14
						存货周转天数	6	3	7	7	7
						总资产周转天数	2,200	4,853	4,713	3,503	3,779
						投资资本周转天数	-108	877	1,647	409	-122
						投资回报率					
						ROE	5.0%	4.9%	2.5%	3.1%	3.3%
						ROA	1.4%	1.1%	1.6%	1.3%	1.3%
						ROIC	149.7%	-20.5%	2.2%	5.6%	-155.6%
						费用率					
						销售费用率	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	22.3%	38.3%	55.0%	57.0%	55.0%
						财务费用率	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	28.0%	38.3%	55.0%	57.0%	55.0%
						偿债能力					
						资产负债率	73.8%	76.1%	60.1%	64.7%	66.6%
						负债权益比	281.3%	318.4%	150.4%	183.2%	199.3%
						流动比率	1.44		0.85	0.99	1.03
						速动比率	1.44		0.85	0.99	1.02
						利息保障倍数	-94.31				
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.09	0.04	0.05	0.06
						分红比率	28.7%	31.6%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	1.1%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	13,694.8	10,596.7	9,032.2	17,858.7	22,172.1
交易性金融资产	3,853.6	7,767.5	6,000.0	6,400.0	6,600.0
应收账款	429.4	-	317.6	60.1	340.6
应收票据	-	-	-	-	-
预付账款	23.6	-	28.5	7.1	32.8
存货	80.8	-	162.9	13.3	198.5
其他流动资产	23,473.9	-18,364.3	10,000.0	11,100.0	12,310.0
可供出售金融资产	11,752.2	11,017.0	14,000.0	14,300.0	14,500.0
持有至到期投资	152.5	153.6	200.0	230.0	270.0
长期股权投资	217.7	1,409.0	1,409.0	1,409.0	1,409.0
投资性房地产	57.7	52.8	52.8	52.8	52.8
固定资产	266.1	260.5	219.2	177.9	136.6
在建工程	0.1	-	-	-	-
无形资产	71.5	77.9	49.1	20.2	-
其他非流动资产	12,779.0	-12,970.8	-102.8	7.5	8.3
资产总额	66,852.9	76,740.2	41,368.5	51,636.7	58,030.6
短期债务	1,936.2	1,804.4	-	-	-
应付账款	1,286.8	-	1,103.2	331.9	1,243.4
应付票据	51.6	-	19.8	14.4	18.8
其他流动负债	25,608.4	-1,804.4	28,893.4	35,495.7	39,183.4
长期借款	9,796.0	16,827.1	5,649.7	-	-
其他非流动负债	10,641.6	-16,827.1	648.3	9,909.1	10,900.0
负债总额	49,320.8	58,397.6	36,314.5	45,751.1	51,345.6
少数股东权益	5,054.9	5,455.1	5,650.5	5,709.4	5,775.5
股本	2,223.8	2,223.8	2,223.8	2,223.8	2,223.8
留存收益	10,117.8	10,514.0	16,263.7	17,036.4	17,769.8
股东权益	17,532.1	18,342.6	24,138.0	24,969.6	25,769.0

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	906.6	859.6	464.3	590.9	666.7
加:折旧和摊销	154.5	133.5	70.1	70.1	61.5
资产减值准备	21.1	54.7	-	-	-
公允价值变动损失	2.8	-9.7	-143.5	-50.9	45.0
财务费用	418.9	-	-	-	-
投资损失	-366.9	-675.3	-759.0	-825.0	-832.0
少数股东损益	286.1	226.3	205.7	59.9	67.6
营运资金的变动	-21,028.5	7,577.5	6,267.3	11,784.5	2,429.6
经营活动产生现金流量	-5,835.7	-9,525.2	6,104.9	11,629.5	2,438.4
投资活动产生现金流量	8,719.4	-809.0	-5,163.4	-654.1	-192.2
融资活动产生现金流量	11,270.0	6,956.3	-1,764.6	-2,148.9	2,067.2

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.28	0.28	0.21	0.27	0.30
BVPS(元)	5.61	5.80	8.31	8.66	8.99
PE(X)	25.7	25.2	34.4	27.0	23.9
PB(X)	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
P/FCF	0.5	-1.2	1.2	1.6	3.0
P/S	2.8	3.0	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	6.2	9.3	7.9	-5.6	-8.4
CAGR(%)	-10.5%	-5.1%	43.0%	-10.5%	-5.1%
PEG	-2.5	-4.9	0.8	-2.6	-4.7
ROIC/WACC	32.2	-4.4	0.5	1.2	-33.5
REP	-0.1	-0.3	1.4	9.2	-0.1

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、张经纬声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
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
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅		010-83321351	wangshuai1@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
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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