

中性 首次
香溢融通 (600830)
2009 年 6 月 4 日
股票价格

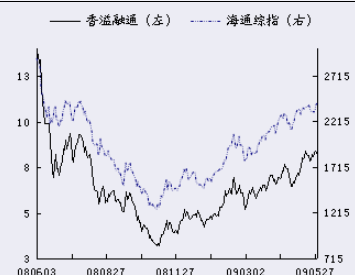
6 月 3 日收盘价	8.74 元
6 个月内目标价	8.81 元
52 周内股价波动	3.20-13.95 元

主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	79.02	52.65	26.77
市净率	3.14	3.05	2.88
PEG	1.58	0.54	0.96

股本结构

总股本 (万股)	45432
流通 A 股 (万股)	29126
B 股/H 股 (万股)	0/0.00

市场表现


资料来源：海通证券研究所

相关研究

证券信托行业高级分析师

 谢 盐
管理学博士

 电 话：021-23219436
Email: xiey@htsec.com

强化风控助推“一体两翼”腾飞

增长受阻的典当业务可能因经济触底而回升；问题贷款的处置有助于重回发展轨道。但营销力度加大增加了开支，而目前尚需等待当款回收向好趋势进一步明朗，目前估值暂缺乏优势，首次给予“中性”评级。

主要财务数据及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率 (%)	116.03	-36.77	50.07	96.68	27.82
营业利润率 (%)	8.20	5.06	7.07	13.52	16.15
净资产收益率 (%)	13.50	5.35	5.44	8.91	9.40
每股收益 (摊薄, 元)	0.22	0.11	0.17	0.33	0.42

资料来源：海通证券研究所。

- **公司“一体两翼”的基本构架情况**——公司正围绕“类金融为龙头、商贸和地产为两翼”的发展战略，转型为首家上市类金融公司；旗下主要子公司有持股 70% 的香溢金联、持股 90% 的香溢担保、持股 90% 的香溢租赁和持股 82% 的元泰典当；2008 年受经济下滑影响公司暴露出较多的问题贷款，目前正加大风控体系建设和问题贷款的回收；2008 年 2 月公司非公开发行募集 6.15 亿元用于典当、租赁和担保业务。
- **公司类金融、商贸和地产业务基本情况**——2008 年经济环境恶化给公司业务带来较大冲击；部分典当客户逾期不能归还借款导致公司整体业绩下滑；公司正突出抓好典当业务结构调整和问题业务处置；提升租赁业务比重，启动担保业务展业，并探索类金融业务与贸易、地产等业务的协同；公司力图做专国内贸易和进口贸易，巩固商业零售收入，深化和择机启动二期地产方案等。
- **典当业务高增长受阻，费息率下滑；严控风险和提振努力促使用费上升**——公司典当业务毛利占比达 39.91%，发展空间很大；2008 年费息率下降和减值损失导致公司典当业务增长受阻；租赁和担保业务面临加快发展态势；费息率则受信贷放松和典当款周期缩短而下降；公司租赁和担保业务占比小，但毛利率高且增长较快；2008 年公司压缩费用以应对经济下滑，2009 年营销力度的加大使得费用支出上升。
- **商贸业务可提供稳定现金流；大幅下滑的地产业务有望回升**——商贸业务受制于经济下行而大幅下滑；毛利率低而现金流稳定的商贸业务有助于与毛利率高而现金流不稳定的典当业务进行对冲；2008 年低迷的地产业务随着一期项目进入结算和近期地产成交火爆而有望回升。
- **公司业绩预测的基本假设**——我们预计，2009 年公司将继续对典当业务持谨慎态度，放款规模与去年持平，费息率保持去年 14.35% 的较低水平；担保和租赁业务保持 20% 的较高增速；担保费率 2.5%，担保放大倍率 10，闲置资金收益率 5%，租赁费率 6%；从谨慎出发，商贸业务以 5% 微幅增长；典当贷款坏账准备率保持去年 7.27% 的较高水平（暂不考虑经济好转后公司先前预期的坏账转回可能性）。
- **业绩预测结果与估值**——我们预计 2009 - 2010 年公司 EPS 分别为 0.17 元和 0.33 元，考虑到中国典当业处于高增长期，公司具有并购融资上市平台优势，故取 2010 年 30 倍 PE（2009 年经济危机冲击下公司 EPS 不具代表性）和 3 倍 PB，结合绝对估值方法，综合得到公司的合理估值为 8.81 元，暂时给予“中性”评级。

目 录

1. 香溢融通——一体两翼，强化风控.....	4
1.1 商贸营收占比高，典当毛利占比优；地产和租赁、担保有潜力.....	4
1.2 典当业务高增长受阻，费息率下滑，严控风险盼转机.....	5
1.3 商贸业务提供稳定现金流；大幅下滑的地产业务有望回升.....	6
1.4 提振业务努力促使费用上升；典当高风险使得减值准备较高.....	7
2. 香溢融通的财务分析与预测.....	8
2.1 2009 年公司典当业务收入将呈较低的自然增长态势.....	8
2.2 2009 年公司担保和租赁业务收入有望保持较高增速.....	8
3. 估值和投资建议.....	10
3.1 估值结论：香溢融通的合理估值为 8.81 元/股.....	10
4. 投资风险提示.....	12

图 目 录

图 1	2008 年公司与实际控制人之间的产权及控制关系	4
图 2	2006 - 2008 年公司各业务收入在其营业收入中的占比（%）	5
图 3	2006 - 2008 年公司各业务毛利的占比情况（%）	5
图 4	2006 - 2008 年公司典当业务收入、毛利率、收入增速和年化费率情况	6
图 5	2006 - 2008 年公司租赁业务收入、毛利率和业务收入增速情况	6
图 6	2006 - 2008 年公司商品销售收入、毛利率和业务收入增速情况	7
图 7	2006 - 2008 年公司房地产销售收入、毛利率和业务收入增速情况	7
图 8	2003 - 2009 年 1 季度公司费用支出、增速及其占比的情况	8

表 目 录

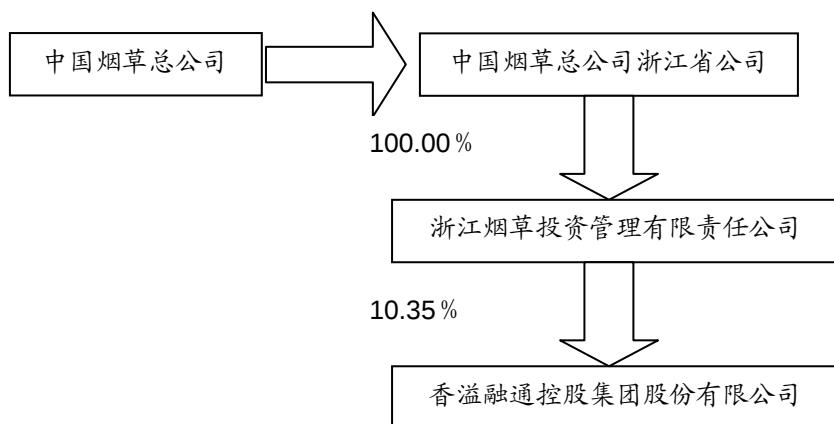
表 1 公司典当业务综合费息收入预测（百万元）	8
表 2 公司担保业务利息收入预测（百万元）	9
表 3 公司租赁业务费用收入预测（百万元）	9
表 4 公司利润表预测（百万元）	9
表 5 公司资产负债表预测（百万元）	10
表 6 香溢融通 DDM 估值模型的基本假设	10
表 7 香溢融通 DDM 估值结果	11
表 8 香溢融通三阶段现金股利贴现模型敏感性分析（元/股）	11
表 9 美国三大上市典当公司估值情况	11

1. 香溢融通——一体两翼，强化风控

香溢融通控股集团股份有限公司原为大红鹰实业投资股份有限公司经 2008 年 5 月更名而成，前身为 1992 年 9 月设立的宁波城隍庙商城股份有限公司。2008 年 7 月，浙江省烟草公司将所持本公司股份无偿划转给浙江烟草投资管理有限责任公司，使其持有本公司股份 4702 万股，占总股本的 10.35%，为第一大股东。

2008 年 2 月公司向特定投资者非公开发行 9000 万股，发行价 6.96 元，募集资金净额 6.15 亿元（目前公司已投入 3.92 亿元，尚未投入 2.23 亿元），发行后公司股本增至 4.54 亿元。

图 1 2008 年公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

目前，公司正围绕“类金融为龙头、商贸和地产为两翼”的发展战略，努力推进主营业务战略转型。2008 年，公司实现销售收入 12.16 亿元，同比减少 29.71%，实现净利润 5025.23 万元，同比减少 36.77%。2008 年，公司持股 70% 的香溢金联实现净利润 1344.28 万元；持股 90% 的香溢担保成立于 2008 年 12 月，注册资本 2 亿元；持股 90% 的香溢租赁成立于 2008 年 2 月，注册资本 2 亿元，实现净利润 647.66 万元；持有 82% 股份的元泰典当，注册资本 1 亿元，期末总资产 3.47 亿元，实现净利润 1986.16 万元。

由于 2008 年全球金融危机引发经济环境恶化，这对公司的贸易、典当、房地产业务带来较大冲击。特别是由于部分典当客户因资金流动性紧张等造成逾期或不能按期归还公司借款的现象，这导致公司整体经营业绩较去年同期有了较大下滑。

为此，公司正突出抓好典当业务结构调整和问题业务处置，努力化解风险；同时，公司加大了提升租赁业务在类金融业务中的比重，启动担保业务展业，并设法加强与主流金融机构合作，探索类金融业务同公司贸易和房地产等业务的协同发展途径。

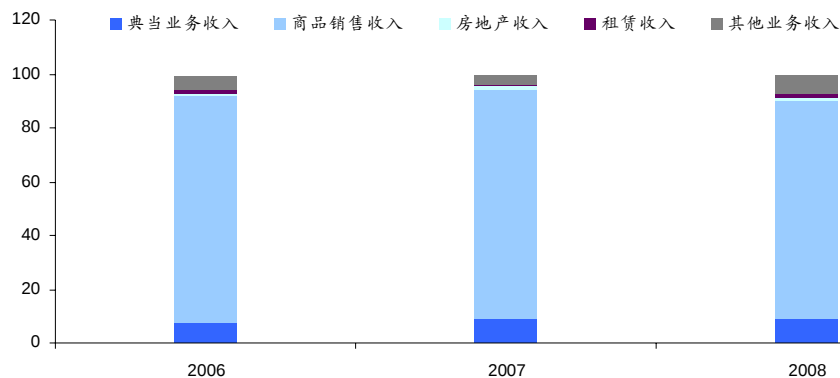
同时，公司将力图做专国内贸易和进口贸易，并创造条件积极引进人才，采取调整经营策略以优化出口商品和市场，努力稳定出口贸易。此外，公司还将加强特色经营以巩固提升商业零售营业收入。最后，由于一期产品销售情况一般，公司正努力抓好资金回笼，并深化二期产品方案以择机启动，并力争形成房地产业务与类金融业务的互动。

1.1 商贸营收占比高，典当毛利占比优；地产和租赁、担保有潜力

2008 年受国际金融危机引发的国内外经济下滑影响，公司大多数业务都出现了不同程度的下滑。如图 2 所示，从营业收入看，总收入同比下降主要是受收入占比达 80

% 以上的国内贸易业务规模下降所致。

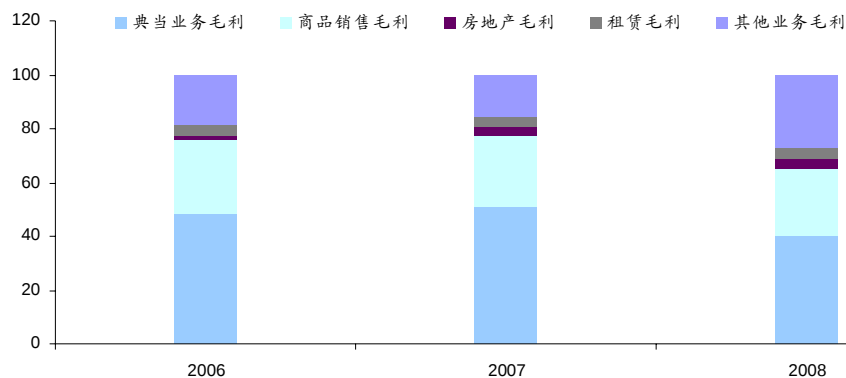
图 2 2006 - 2008 年公司各业务收入在其营业收入中的占比 (%)



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

其次，作为公司重点发展的典当业务收入尽管在 2008 年还保持了上升，但增速放缓。只有公司占比很小的租赁业务收入和其他业务收入出现了较快增长，其中，其他业务收入主要是受本期咨询业务和终端服务收入出现较快增长所致。这一定程度上反映出公司在交叉业务上有较好的增长潜力。

图 3 2006 - 2008 年公司各业务毛利的占比情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

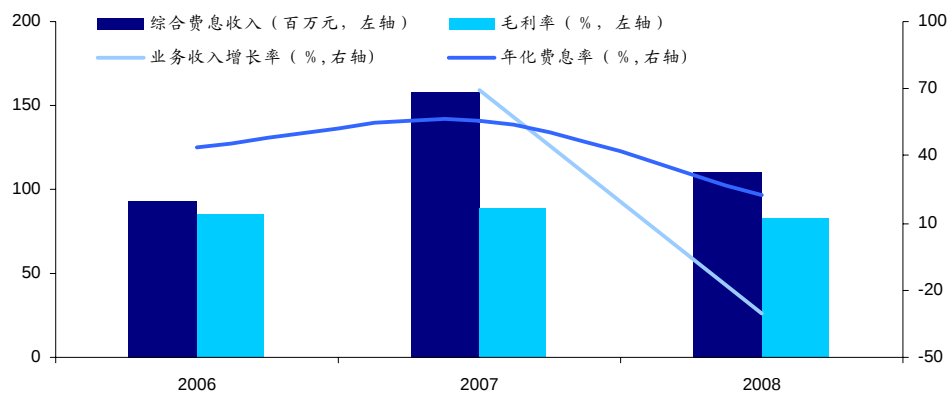
如图 3 所示，尽管从营业收入看公司的商品销售收入还是具有 80% 以上的占比优势，但是从贡献的毛利占比看，公司的典当业毛利已经以 39.91% 超过了商贸业务的毛利 25.52%。这反映出公司已经成功进行了向典当业等类金融业务的转型。而后者的发展空间依然很大。此外，公司其他业务也保持了较高的毛利占比，而房地产和类金融中的租赁和担保业务则面临着加快发展的迫切要求。

1.2 典当业务高增长受阻，费息率下滑，严控风险盼转机

如图 4 所示，2008 年公司典当综合费息收入受年化费息率下降和资产减值损失同比大幅增长的影响而由 2007 年 69.31% 的高增长，迅速下滑至 2008 年的 -30.02% 的负增长。不可否认，年化费息率由 2007 年的 55.87% 下滑至 2008 年的 22.66%，一方面是受 2008 年下半年央行降息和放松信贷影响，另一方面也是由于公司出于加快回收贷

款而缩短了典当放款周期所致。

图 4 2006 - 2008 年公司典当业务收入、毛利率、收入增速和年化费息率情况

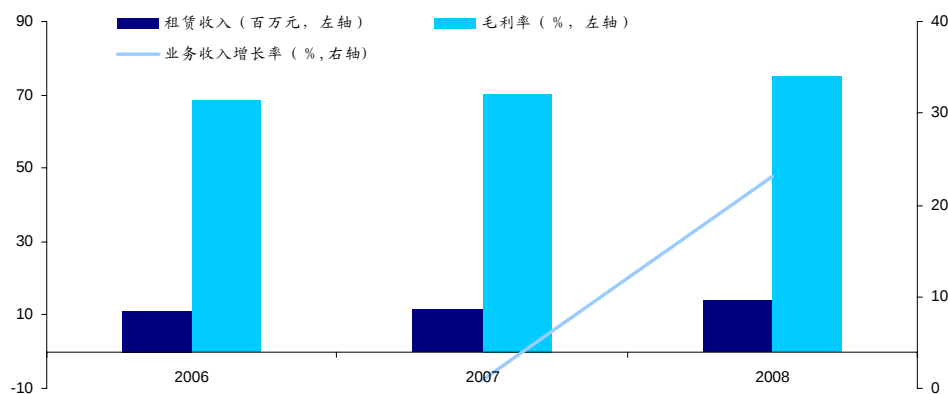


资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

事实上，公司资产减值损失同比大幅增长，主要是子公司 - 元泰典当和德旗典当的部分典当客户由于受经济环境变化使其经营出现困难，造成本公司未能按时收回当款，预计产生的资产减值损失计入本报告期所致。

令人宽慰的是，公司已经果断采取了必要的典当风控措施，加大了收回问题贷款的力度。而 2008 年公司的典当毛利率也还保持了 83.35% 的高水平，反映出公司的该业务高风险高收益特性的一面。

图 5 2006 - 2008 年公司租赁业务收入、毛利率和业务收入增速情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

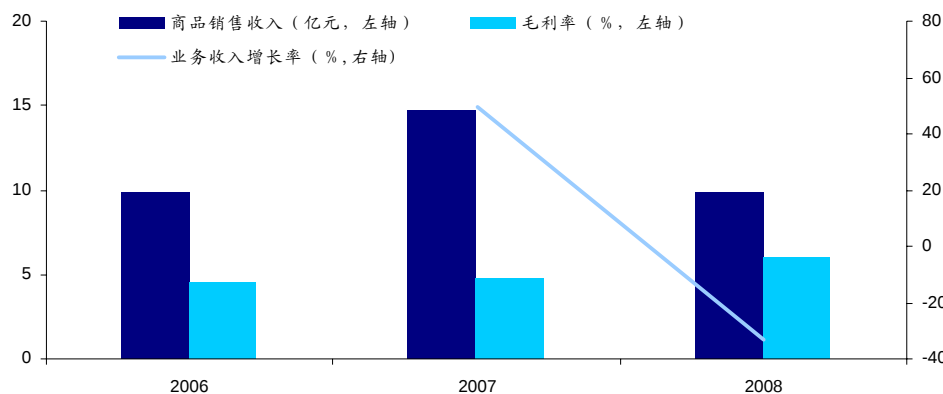
如图 5 所示，2008 年公司的租赁业务收入保持了缓速上升趋势。我们估计，由于目前公司租赁业务占比很小，未来随着公司加大对租赁和担保业务的投入，租赁和担保业务将出现较快增长。事实上，租赁和担保业务的毛利率水平仅次于典当业务，且从 06 年的 68.17% 还不断稳步上升，一直达到 2008 年的 75.13% 的较高水平。

1.3 商贸业务提供稳定现金流；大幅下滑的地产业务有望回升

如图 6 所示，2007 年及以前公司的商贸业务收入增速较快，但 2008 年受制于经济下行的影响，商品销售收入出现了较大幅度下滑。由于商贸业务毛利率水平低而现金

流稳定，这能够与典当等类金融业务的高毛利率水平而现金流不稳定构成较好的业务风险对冲。

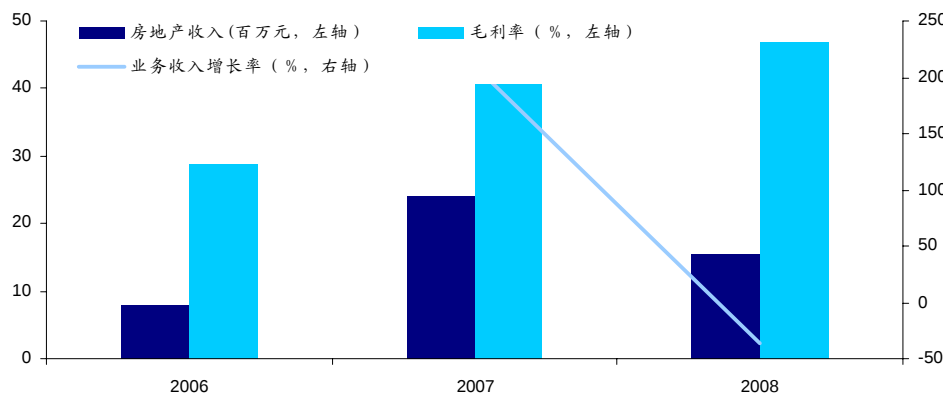
图 6 2006 - 2008 年公司商品销售收入、毛利率和业务收入增速情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 7 所示，2008 年受地产市场整体低迷影响，公司房地产业务收入增速出现较大幅度下滑。我们预计，随着一期项目逐渐进入结算期和近期地产成交的火爆，2009 年公司的房地产业务收入有望出现反弹。公司的房地产业务毛利率水平也较高而现金流不够稳定。

图 7 2006 - 2008 年公司房地产销售收入、毛利率和业务收入增速情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

1.4 提振业务努力促使费用上升；典当高风险使得减值准备较高

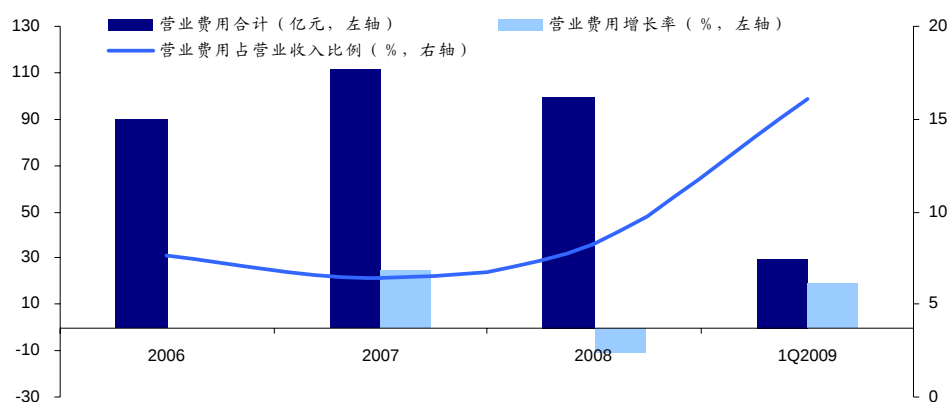
如图 8 所示，由于 2008 年公司各项业务受到宏观经济下滑的冲击，公司采取了主动压缩营业费用的手段进行应对。

2009 年以来，为了稳定公司商贸和地产业务，公司加大了营销力度；为应对典当业务出现的风险，公司加大了风控和回收问题贷款的力度，而典当等类金融业务的高风险也使得资产减值准备居高不下，这使得 2009 年以来的营业费用支出出现较快上升，2009 年年化营业费率也出现了上升趋势。

尽管如此，我们认为，随着公司风控水平、意识和经验的提升，未来费用和减值准

备有逐步回落的可能。

图 8 2003 - 2009 年 1 季度公司费用支出、增速及其占比的情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

2. 香溢融通的财务分析与预测

2.1 2009 年公司典当业务收入将呈较低的自然增长态势

在国内外经济不景气状态下，加之前期典当业务出现的高风险。由于 2009 年经济基本触底，因此，尽管 2009 年公司对典当业务将继续保持谨慎态度，放款规模与去年相比基本稳定，但 2010 年后估计将逐步提升典当业务规模。同时，我们假设，2009 年公司典当的综合费率也保持去年 14.35% 的较低水平。由此可知，2009 - 2011 年公司典当业务的综合费收入将分别达到 1.22 亿元、2.26 亿元和 2.77 亿元。

表 1 公司典当业务综合费收入预测 (百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
投入典当业的资本金	211.98	281.78	486.15	569.60	702.36	863.22
投入典当业的贷款规模	211.98	281.78	281.78	281.78	351.18	431.61
贷款利率 (%)	6.70	6.24	6.51	5.50	5.50	5.50
利息支出	14.20	17.59	18.34	15.50	19.31	23.74
综合费率 (%)	21.93	27.93	14.35	14.35	21.40	21.40
综合费收入	92.98	157.43	110.17	122.15	225.50	277.15

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

2.2 2009 年公司担保和租赁业务收入有望保持较高增速

由于公司旗下的香溢担保公司于 2008 年底才成立，而担保业务的较高毛利率促使公司将加大该项业务的拓展。我们预计，公司担保业务有望保持 20% 的增速，而闲置资金（只有部分担保金需专项存放保证）的短期运用有助于提高该项资金的整体收益率。

此外，我们假设担保费率为 2.5%，担保规模放大倍率为 10，闲置资金运用的年化收益率为 5%，则由此可知，2009 - 2011 年，公司担保业务收入将分别达到 5500 万元、6600 万元和 7920 万元。

同样，租赁业务也是公司未来即将加大投入的领域。我们假设公司租赁业务有望保持 20% 的较高增速，租赁费率采用 2008 年的公司租赁业务数据为 6%，则由此可知，2009 - 2011 年，公司租赁业务收入将分别达到 1440 万元、2016 万元和 2765 万元。

表 2 公司担保业务利息收入预测 (百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
资本金	-	200.00	240.00	288.00	345.60
担保规模	-	2000.00	2400.00	2880.00	3456.00
担保费率(%)	-	2.50	2.50	2.50	2.50
担保收入	-	50.00	60.00	72.00	86.40
闲置资金的利率(%)	-	5.00	5.00	5.00	5.00
利息收入	-	5.00	6.00	7.20	8.64
收入合计	-	55.00	66.00	79.20	95.04

资料来源: 公司财务报表, 海通证券研究所

表 3 公司租赁业务费用收入预测 (百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
资本金	200.00	240.00	288.00	345.60	414.72
租赁规模	200.00	240.00	288.00	345.60	414.72
租赁费率(%)	6.00	6.00	7.00	8.00	8.00
营业收入	12.00	14.40	20.16	27.65	33.18

资料来源: 公司财务报表, 海通证券研究所

此外, 考虑到 2009 年及其以后的经济环境尚不明朗, 从谨慎角度出发, 我们假设公司商贸业务仅保持 5% 的微幅增长; 而房地产业务受成交上升和进入结算期影响增速有望大幅上升, 但该项业务规模有限, 对公司收入贡献不大。最后, 我们从谨慎角度出发, 假设 2009 年公司典当贷款的坏账准备率保持去年的 7.27% 的较高水平 (这里暂时不考虑经济好转后公司先前预期的坏账追回的可能性)。

表 4 公司利润表预测 (百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1729.73	1215.86	1311.29	1496.03	1632.05
其中: 营业收入	1568.48	1102.72	1189.14	1270.53	1354.90
手续费及佣金收入	161.24	113.14	122.15	225.50	277.15
二、营业总成本	1587.92	1154.34	1218.58	1293.70	1368.44
其中: 营业成本	1435.72	964.45	1031.09	1086.13	1144.62
手续费及佣金支出	18.11	18.45	15.50	19.31	23.74
营业税金及附加	19.61	19.45	20.98	23.93	26.11
销售费用	32.89	27.82	26.68	30.44	33.21
管理费用	67.87	66.65	66.64	76.03	82.94
财务费用	10.80	5.35	6.98	7.96	8.69
资产减值损失	2.91	52.17	50.71	49.89	49.14
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益 (损失以“-”号填列)	2.47	-1.35	1.44	1.44	1.44
三、营业利润 (亏损以“-”号填列)	144.28	60.17	94.16	203.77	265.05
加: 营业外收入	19.20	21.60	23.16	24.82	26.61
减: 营业外支出	1.88	2.86	2.40	2.57	2.75
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	161.60	78.91	114.92	226.03	288.91
减: 所得税费用	52.32	21.48	28.73	56.51	72.23
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	109.28	57.43	86.19	169.52	216.68
归属于母公司所有者的净利润	79.48	50.25	75.42	148.33	189.60
少数股东损益	29.80	7.18	10.77	21.19	27.08

资料来源: 公司财务报表, 海通证券研究所

表 5 公司资产负债表预测（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	529.05	820.03	885.16	849.76	834.65
应收账款	7.07	10.07	14.29	19.08	24.20
预付款项	81.30	114.24	84.14	88.34	92.76
存货	214.01	204.44	201.18	214.94	229.22
流动资产合计	963.87	1273.28	1311.61	1309.42	1329.50
发放贷款及垫款	281.78	651.15	569.60	702.36	863.22
长期股权投资	18.50	16.28	17.09	17.94	18.84
投资性房地产	39.99	38.71	36.92	35.14	33.36
固定资产	132.28	124.14	116.51	108.75	100.87
非流动资产合计	504.23	905.26	810.16	971.54	1121.22
资产总计	1468.10	2178.54	2121.77	2280.96	2450.72
短期借款	394.00	488.35	381.77	435.56	475.16
应付账款	122.01	87.00	101.05	101.05	101.05
预收款项	49.59	43.18	40.86	40.86	40.86
其他应付款	42.01	80.74	54.01	61.62	67.23
流动负债合计	744.54	761.80	654.26	717.70	765.16
非流动负债合计	1.72	0.45	0.83	0.83	0.83
负债合计	746.27	762.25	655.09	718.53	765.99
实收资本（或股本）	364.32	454.32	454.32	454.32	454.32
资本公积	3.30	524.04	525.96	526.34	526.76
盈余公积	73.72	78.69	86.23	101.06	120.02
未分配利润	174.79	206.45	236.61	295.95	371.78
归属于母公司所有者权益合计	616.13	1263.50	1303.12	1377.67	1472.89
少数股东权益	105.71	152.79	163.56	184.75	211.83
所有者权益合计	721.84	1416.28	1466.68	1562.42	1684.73
负债和所有者权益总计	1468.10	2178.54	2121.77	2280.96	2450.72

资料来源：公司公告，海通证券研究所

综上所述，我们预计，2009 - 2011 年，归属于母公司的净利润将分别达到 7542 万元、1.48 亿元和 1.90 亿元，则 EPS 将分别达到 0.17 元、0.33 元和 0.42 元；每股净资产将分别为 2.87 元、3.03 元和 3.24 元。

3. 估值和投资建议

3.1 估值结论：香溢融通的合理估值为 8.81 元/股

3.1.1 绝对估值—三阶段现金股利贴现模型（DDM）

我们采用三阶段现金股利贴现模型（DDM）对香溢融通进行估值，将公司未来成长过程划分为高速增长期（2009-2013 年）、过渡期（2014-2043 年）以及永续增长期（2043 年以后）三阶段。

表 6 香溢融通 DDM 估值模型的基本假设

无风险利率（%）	4.00	股权成本（%）	11.15	高速增长期增长率（%）	36.59
股权风险溢价（%）	5.50	高速增长期年限	5.00 年	过渡期增长率（%）	9.36
Beta(高速增长期)	1.30	过渡期年限	30.00 年	永续增长率（%）	3.00

资料来源：海通证券研究所

我们设定主要假设条件：设无风险利率为 4.00%，市场风险溢价为 5.50%，以及 beta 值为 1.30，则股权成本为 11.15%。上述假设主要考虑了香溢融通的业务模式所体现出来的风险水平。同时，我们以中国未来 GDP 的自然增长率作为永续增长率，即假

设公司的永续阶段增长率为 3%，股利分红率为 50%。

表 7 香溢融通 DDM 估值结果

	公司价值（万元）	每股价值（元）	比重（%）
第一阶段现值总额	34,333	0.76	10.03
第二阶段现值总额	236,912	5.21	69.23
终值现值	70,983	1.56	20.74
合计	342,229	7.53	100.00

资料来源：海通证券研究所

结果显示，在上述假设条件下，香溢融通的合理投资价值为 7.53 元/股。

下面我们假设香溢融通的永续增长率在 0.50%至 4.50%之间变化，股权成本在 8%至 16%之间变化，则公司对应的合理投资价值如表 8 所示。

表 8 香溢融通三阶段现金股利贴现模型敏感性分析（元/股）

投资价值	永续增长率（%）									
股权成本 （%）		0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50
	8.00	14.54	14.88	15.27	15.74	16.28	16.94	17.74	18.74	20.02
	9.00	11.31	11.51	11.73	11.98	12.27	12.61	13.01	13.49	14.08
	10.00	9.02	9.14	9.26	9.41	9.57	9.75	9.97	10.22	10.51
	11.00	7.35	7.42	7.49	7.58	7.67	7.78	7.90	8.03	8.19
	12.00	6.09	6.14	6.18	6.23	6.29	6.35	6.42	6.50	6.59
	13.00	5.14	5.16	5.19	5.22	5.26	5.30	5.34	5.38	5.44
	14.00	4.39	4.41	4.43	4.45	4.47	4.49	4.52	4.55	4.58
	15.00	3.80	3.82	3.83	3.84	3.85	3.87	3.88	3.90	3.92
	16.00	3.33	3.34	3.35	3.35	3.36	3.37	3.38	3.39	3.41

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

3.1.2 相对估值—PE 和 PB 估值

目前 A 股市场还没出现与香溢融通类似的上市典当公司。从美国三家主要上市典当公司（CSH、EZPW、FCFS）近 20 年来的 PEG 估值看，均值约为 1.00 左右，对应 PE 约 20 倍左右。事实上，从现有文献看，美国典当业与信贷供应量呈高度相关关系，而与资产质量和宏观经济走势呈弱相关关系。而目前美国典当业已逐步从粗放式外生增长到内生与外生增长并重阶段。

表 9 美国三大上市典当公司估值情况

	PE	PB	PEG
CSH	22.74	1.74	1.65
EZPW	25.56	1.29	1.01
FCFS	15.73	2.14	0.75
均值	21.34	1.72	1.13

注：CSH 是指 Cash America International, Inc.; EZPW 是指 EZCORP Inc.; FCFS 是指 First Cash Financial Services Inc.; 表中 CSH、EZPW 和 FCFS 数据分别为 22 年、17 年和 11 年数据的平均值。

资料来源：海通证券研究所

考虑到目前中国典当市场尚处于高速增长期，异地并购刚刚开始，我们认为未来 5 年中国高成长型典当公司的平均 PE 估值可高于全球平均水平。特别是从美国经验看，并购对提升典当公司 PE 估值特别明显，而香溢融通是目前唯一的上市典当公司，具有良好的融资并购平台。因此，我们给予公司 2010 年约 30 倍 PE（2009 年经济危机冲击下公司当款坏账计提比较特殊，这导致 2009 年公司 EPS 不具典型性）和 3 倍 PB。据

此，我们可得到香溢融通的合理 PE 和 PB 估值分别为 9.79 元/股和 9.45 元/股。

综合绝对估值法和相对估值法，可以知道，香溢融通的二级市场合理股价是 8.81 元/股。由于目前公司典当业务可能因经济触底而回升；问题贷款的处置也有助于其重回快速发展轨道。但是，考虑到今年以来公司加大了营销力度而增加了费用开支，而目前市场尚需等待公司典当款回收情况向好趋势的进一步明朗；同时，我们结合 6 月 3 日二级市场的公司股价 8.74 元/股，认为目前估值暂缺乏优势，首次给予“中性”评级。

4. 投资风险提示

可能对公司未来发展和投资价值实现产生不利影响的风险因素包括：

1) 政策风险：宏观政策变动给公司典当等类金融业务带来政策风险；汇率波动影响公司自营出口和进口原料成本；房地产政策调整对公司房地产经营产生影响。

2) 经营风险：由于类金融业务是为中小企业提供融资服务，尽管类金融业务收益率高，但市场的不确定性、客户基本面的不确定性等复杂因素使业务存在高风险性。

3) 管理风险：由于公司下属子公司数量较多，这给管理带来一定难度。此外类金融业务需要建立和健全复杂的风险管理制度，以保持资产的良好流动性。

4) 人才储备风险：由于公司介入的类金融业务属于上市公司新业务类型，公司面临着较高素质的金融经营、管理人才的不足，有可能成为公司未来发展的制约。

附表 1: 财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2007	2008	2009E	2010E
P/E	40.06	79.02	52.65	26.77
P/B	5.17	3.14	3.05	2.88
PEG	N/A	1.58	0.54	0.96
每股指标 (元)	2007	2008	2009E	2010E
EPS	0.22	0.11	0.17	0.33
BVPS	1.69	2.78	2.87	3.03
盈利驱动	2007	2008	2009E	2010E
典当规模增长率	33.96%	146.13%	-12.52%	21.40%
典当坏账准备率	1.23%	7.27%	7.27%	5.81%
综合费率	27.93%	14.35%	14.35%	21.40%
担保规模增长率	-	-	100.00%	20.00%
担保费率	-	-	2.50%	2.50%
租赁规模增长率	-	100.00%	20.00%	20.00%
租赁费率	-	6.00%	6.00%	7.00%
商品销售毛利率	4.77%	5.96%	5.08%	5.08%
房地产毛利率	45.46%	46.91%	40.38%	40.38%
营业费用率	91.80%	94.94%	92.93%	86.48%
有效所得税率	32.38%	27.22%	25.00%	25.00%
盈利增长	2007	2008	2009E	2010E
综合费息收入增长	69.31%	-30.02%	10.87%	84.61%
担保综合收入增长	-	-	100.00%	20.00%
租赁综合收入增长	-	100.00%	20.00%	40.00%
商品销售收入增长	49.44%	-32.89%	5.00%	5.00%
房地产收入增长	208.84%	-35.65%	86.60%	20.00%
营业利润增长	76.33%	-58.29%	56.48%	116.42%
归属母公司净利润增长	116.03%	-36.77%	50.07%	96.68%
资产盈利能力	2007	2008	2009E	2010E
RoAE	13.50%	5.35%	5.88%	11.07%
RoAA	5.80%	2.76%	3.51%	6.74%
资产增速	2007	2008	2009E	2010E
资产负债率	10%	105%	3%	6%
净资产增长	16%	48%	-3%	8%
总资产增长	10%	105%	3%	6%

利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1568.48	1102.72	1189.14	1270.53
手续费及佣金收入	161.24	113.14	122.15	225.50
营业成本	1435.72	964.45	1031.09	1086.13
手续费及佣金支出	18.11	18.45	15.50	19.31
营业税金及附加	19.61	19.45	20.98	23.93
销售费用	32.89	27.82	26.68	30.44
管理费用	67.87	66.65	66.64	76.03
财务费用	10.80	5.35	6.98	7.96
资产减值损失	2.91	52.17	50.71	49.89
营业利润	144.28	60.17	94.16	203.77
营业外收入	19.20	21.60	23.16	24.82
营业外支出	1.88	2.86	2.40	2.57
所得税费用	52.32	21.48	28.73	56.51
归属母公司净利润	79.48	50.25	75.42	148.33
少数股东损益	29.80	7.18	10.77	21.19
资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	529.05	820.03	885.16	849.76
应收账款	99.46	60.79	66.60	72.48
预付款项	81.30	114.24	84.14	88.34
存货	214.01	204.44	201.18	214.94
流动资产合计	963.87	1,273.28	1,311.61	1,309.42
发放贷款及垫款	281.78	651.15	569.60	702.36
固定资产	132.28	124.14	116.51	108.75
非流动资产合计	504.23	905.26	810.16	971.54
资产总计	1,468.10	2,178.54	2,121.77	2,280.96
短期借款	394.00	488.35	381.77	435.56
应付账款	122.01	87.00	101.05	101.05
其他应付款	42.01	80.74	54.01	61.62
流动负债合计	744.54	761.80	654.26	717.70
非流动负债合计	1.72	0.45	0.83	0.83
负债合计	746.27	762.25	655.09	718.53
实收资本 (或股本)	364.32	454.32	454.32	454.32
资本公积	3.30	524.04	525.96	526.34
未分配利润	174.79	206.45	236.61	295.95
归属母公司权益合计	616.13	1,263.50	1,303.12	1,377.67
少数股东权益	105.71	152.79	163.56	184.75
所有者权益合计	721.84	1,416.28	1,466.68	1,562.42
负债和权益总计	1,468.10	2,178.54	2,121.77	2,280.96

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。
第一列为各评级的上市公司数，第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布（2009年6月3日）

	公司数（家）	与海通投行有业务关系（%）
买入	78	19
增持	85	14
中性	70	11
减持	0	0
卖出	1	0
总数	234	15

分析师负责的股票研究范围

谢 盐：证券行业

重点研究上市公司：中信证券、长江证券、国金证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com