

## 香溢融通（600830）：商贸和典当业务收入双下降

中性（首次）

### 典当行业

当前股价：12.09 元

报告日期：2010 年 3 月 31 日

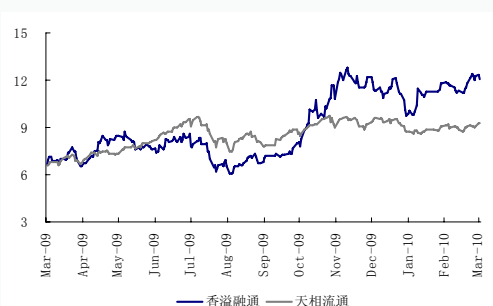
#### 主要财务指标（单位：百万元）

|          | 2008A   | 2009A   | 2010E  | 2011E  |
|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入     | 1,216   | 928     | 979    | 1,124  |
| (+/-)    | -22.25% | -23.71% | 5.59%  | 14.76% |
| 营业利润     | 60      | 68      | 91     | 99     |
| (+/-)    | -59.77% | 12.55%  | 34.61% | 8.99%  |
| 归属母公司    |         |         |        |        |
| 净利润      | 50      | 62      | 64     | 70     |
| (+/-)    | -38.83% | 23.64%  | 3.44%  | 8.99%  |
| 每股收益（元）  | 0.11    | 0.14    | 0.14   | 0.15   |
| 滚动市盈率（倍） | 0.00    | 86.36   | 85.46  | 78.41  |

#### 公司基本情况（2010 年 3 月 30 日止）

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/已流通 A 股(万股) | 45,432/36,432 |
| 流通市值（亿元）        | 44.05         |
| 每股净资产（元）        | 2.89          |
| 资产负债率（%）        | 19.50         |

#### 股价表现（最近一年）



#### 天相房地产组

联系人-姚轶楠

010-66045746

yaoyan@txsec.com

首席分析师-石磊

010-66045557

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司 2009 年实现营业收入 9.28 亿元，同比下降 23.71%；营业利润 6772.35 万元，同比增长 12.55%；归属母公司净利润 6213.32 万元，同比增长 23.64%；实现每股收益 0.14 元，本报告期不分配。
- **公司基本面概述：**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。
- **商贸业务收入下降是公司收入下滑主因。**受国际金融危机引发的国内外经济下滑影响，公司商贸业务收入下滑。2009 年商贸业务收入为 7.25 亿元，同比下降 26.36%。由于商贸业务收入占总收入比重超过 90%，致使公司总收入下滑。受制于浙江外向型经济复苏较慢影响，公司商品销售收入继续呈下滑趋势，但降幅有所收窄。同期，公司加强了商贸业务的经营管理，这使得商贸业务毛利率较去年小幅回升。随着国内外经济逐步回暖，公司商贸业务将逐步走出低迷状态。
- **典当业务规模收缩控风险，未来发展可期。**公司着力打造的典当业务受制于去年坏账和诉讼大幅增加的影响而在 2009 年主动进行了战略性收缩。典当费息收入在去年下降 30.02% 的基础上继续下降 43.36% 降幅扩大。但是公司果断采取的典当风控措施，已使新增可疑和损失类贷款损失准备已基本停止。2009 年正常类贷款占比为 74.33%，较 2008 年上升约 7 个百分点，可疑类贷款占比下降 7 个百分点至 25.51%，规模也由 2.28 亿元减少 24.5% 至 1.72 亿元。本年度资产减值损失为 3400 万元，较去年同期下降 34.82%。这也使得典当业务毛利水平进一步提升，2009 年公司的典当毛利率为 92.65%，较 2008 年提升了约 9 个百分点，这反映出公司该项业务高风险、高收益特性的一面。随着公司不断完善典当风控体制，未来经济的逐步复苏和放贷企业状况的逐渐好转，典当业务在经历此次剧烈下滑后将有望重新步入快速增长的轨道。此外，2009 年银行贷款规模的大幅扩张也影响了典当业务的开展，在 2010 年银行贷款政策有所收紧的情况下，典当业务的经营环境将有所好转。

- **房地产、租赁等业务发展平稳。**公司占比较小的地产、租赁业务等业务发展较为平稳。房地产业务 2009 年收入为 1637 万元，增长 5.57%，租赁收入和担保业务收入也实现了较快增长。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。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司 2010-2011 年归属母公司净利润分别为 6427 万元和 7005 万元，相应 EPS 分别为 0.14 元和 0.15 元，按 3 月 30 日收盘价 12.09 元计算，动态 PE 分别为 85 倍和 78 倍，估值偏高，首次给予公司“中性”的投资评级（见表 1）。

表格 1 香溢融通盈利预测表

| 单位：万元         | 2008A   | 2009A   | 2010E  | 2011E   |
|---------------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入          | 121,586 | 92,753  | 97,942 | 112,402 |
| 增长率 (%)       | -22.25% | -23.71% | 5.59%  | 14.76%  |
| 其中：营业收入       | 110,202 | 85,337  | 88,317 | 101,003 |
| 利息收入          | 11,017  | 6,240   | 8,112  | 9,735   |
| 担保收入          | 0       | 255     | 408    | 449     |
| 手续费及佣金收入      | 367     | 920     | 1,104  | 1,215   |
| 减：营业成本        | 96,445  | 71,950  | 77,872 | 89,478  |
| 营业税金及附加       | 1,945   | 1,546   | 1,467  | 2,074   |
| 销售费用          | 2,782   | 2,137   | 2,186  | 2,509   |
| 管理费用          | 6,665   | 7,479   | 5,838  | 6,700   |
| 财务费用          | 535     | -258    | -306   | -367    |
| 资产减值损失        | 5,217   | 3,400   | 2,658  | 3,051   |
| 投资净收益         | -135    | 809     | 890    | 979     |
| 营业利润          | 6,017   | 6,772   | 9,116  | 9,936   |
| 营业利润率         | 4.95%   | 7.30%   | 9.31%  | 8.84%   |
| 利润总额          | 7,891   | 8,739   | 9,116  | 9,936   |
| 利润率           | 6.49%   | 9.42%   | 9.31%  | 8.84%   |
| 减：所得税         | 2,148   | 1,995   | 2,279  | 2,484   |
| 净利润           | 5,743   | 6,744   | 6,837  | 7,452   |
| 增长率           | -49.27% | 17.43%  | 1.38%  | 8.99%   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 5,025   | 6,213   | 6,427  | 7,005   |
| 少数股东损益        | 718     | 531     | 410    | 447     |
| 每股收益（元）       | 0.11    | 0.14    | 0.14   | 0.15    |

资料来源：天相投顾预测

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室<br>电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100  |