

香溢融通 (600830)

类金融业务的拓荒者

梁静



021-38676850



liangjing@gjtas.com



S0880200010278

董乐

021-38676650

dongle@gjtas.com

S0880108063472

本报告导读:

类金融业务有望恢复持续增长, 中性。

投资要点:

- 香溢融通已明确以类金融为主、商贸和房地产为辅的“一体两翼”发展战略。香溢融通是第一家以典当等类金融为主业的 A 股上市公司。
- 类金融业务定位为中小企业提供相对多样化融资服务, 目前类金融已形成以典当为主, 典当、担保和租赁等多种融资服务相互配合的格局。其中, 典当业务已拥有元泰和香溢德旗两个品牌, 在浙江处于领先地位。政策支持中小企业多元化金融服务、流动性紧缩亦要持续一段时间, 这为类金融服务的发展提供了难得的政策环境和市场环境。历史上在高速发展过程中累积了较高的风险, 是导致典当业务近两年快速萎缩的主要原因。在这些风险逐步化解之后, 典当业务将重回稳健增长轨道; 而担保和租赁将进入起步阶段的快速成长期。
- 商贸和房地产是公司业务的重要两翼。商贸业务在主动清理了高风险的大宗商品贸易之后, 收入规模和毛利率均可望企稳回升, 但在类金融业务快速发展的背景下, 商贸业务的地位将进一步下降; 房地产业务项目储备单薄, 尽管能稳定贡献收入, 但难有大的发展。
- 在典当、担保和租赁等类金融恢复快速增长、以及商贸和房地产等其他业务稳定增长的推动下, 公司业绩将重回稳定增长轨道。我们预期, 2010-2012 年公司 EPS 将分别达到 0.16 元、0.19 元和 0.23 元, 业绩增速分别达到 18%、20% 和 20%。
- 香溢融通动态 PE 为 59 倍, 远远高于境外同类公司的估值水平、也远远高于 A 股市场金融公司的估值水平。我们认为这是公司处于转型期所致, 在历史积累的风险清理完毕之后, 公司业绩将保持稳健增长的态势。因此, 我们首次给予中性评级, 给予 10 元的目标价。

评级: 中性

上次评级:

目标价格: 10.00

上次预测:

当前价格: 10.01

2010.07.26

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.97-14.65
总市值 (百万元)	4,321
总股本/流通 A 股 (百万股)	454/364
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	72

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,328
每股净资产	2.92
市净率	3.3
资产负债率	23%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,216	928	1,011	1,127	1,258
(+/-)%	-30%	-24%	9%	11%	12%
经营利润 (EBIT)	60	68	88	109	134
(+/-)%	-58%	13%	30%	23%	23%
净利润	50	62	74	88	106
(+/-)%	-37%	24%	18%	20%	20%
每股净收益 (元)	0.11	0.14	0.16	0.19	0.23
每股股利 (元)	0.03	0.00	0.05	0.06	0.07

利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	5.1%	6.4%	8.7%	9.6%	10.6%
市盈率	87	69	59	49	41
股息率 (%)	0.31%	0.00%	0.52%	0.63%	0.73%

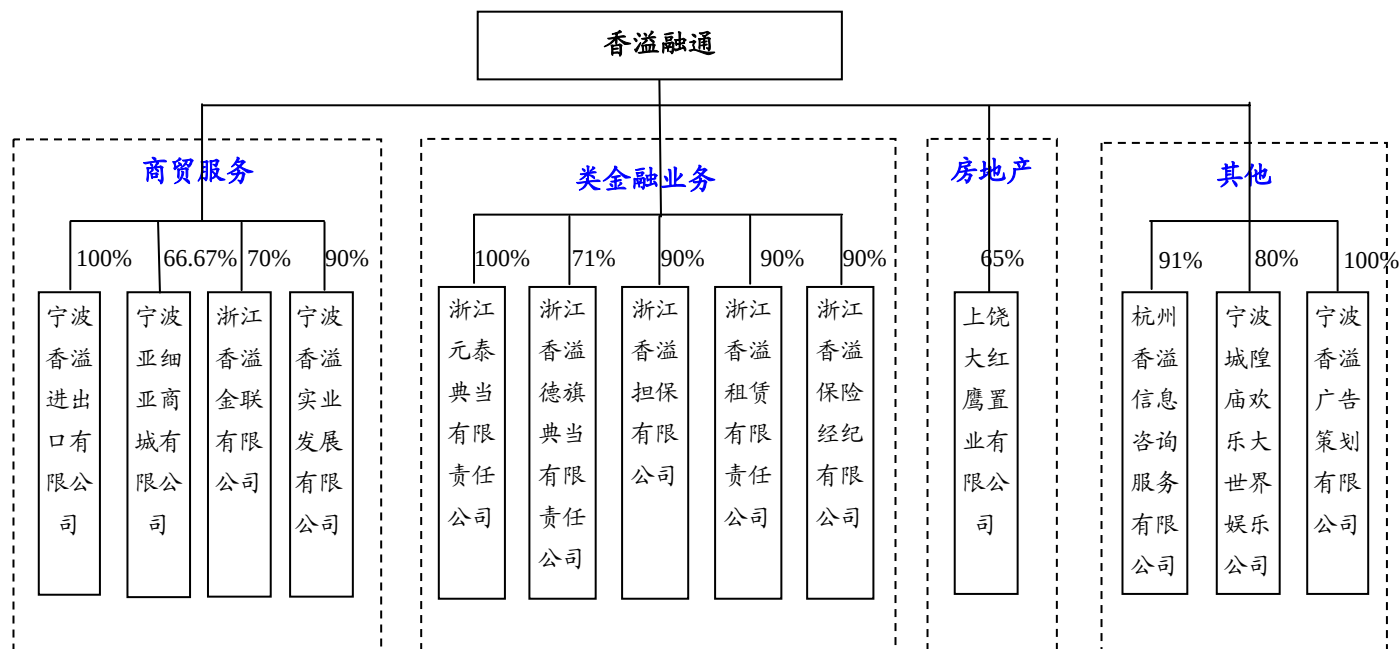
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 定位于类金融的多元化公司

1.1. 一体两翼的业务构架基本成型

香溢融通前身是甬城隍庙，1998 年中国烟草浙江公司成为第一大股东后，公司的主营业务逐步由单纯的商业零售向商贸、保险经纪等扩展。2003 年和 2004 年分别通过设立上饶大红鹰置业有限公司和收购浙江元泰典当有限责任公司介入房地产业和典当业，到 2007 年，香溢融通正式确立了以类金融服务为主导、以商贸和房地产为两翼的业务发展战略，2008 年在完成定向增发后，公司通过发起设立香溢担保有限公司和香溢租赁有限责任公司，先后介入担保业和租赁业，形成了包括典当、担保、租赁和保险经纪等在内的相对完整的类金融服务体系，“一体两翼”的业务架构已基本完善。

图 1 香溢融通已形成以类金融为主的一体两翼业务构架



数据来源：公司公告。其中，其他业务只列出了几个有代表性的子公司。

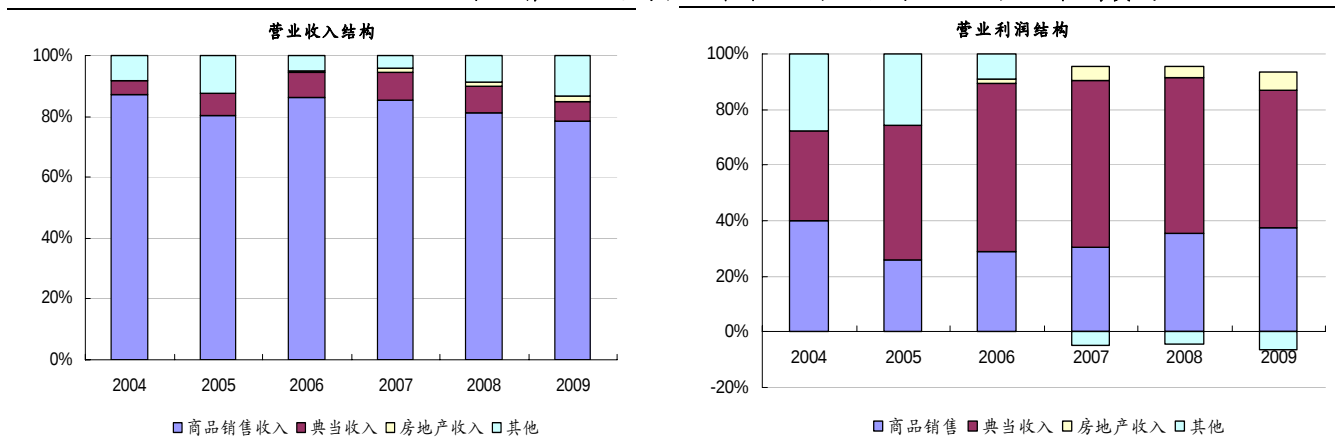
1.2. 成败皆由典当

需要指出的是，将类金融服务作为自己的主业，香溢融通在 A 股上市公司还是第一家。而事实上看，以典当为主的类金融业务已经在收入中占据重要地位，并已成为主要的营业利润来源。

典当和商贸一起贡献主营收入和利润。从收入结构来看，公司的业务虽略显庞杂，但近年来商贸和典当一直占据主导地位，他们对营业收入的贡献度分别稳定在 80% 左右和 6%-9%。除主营的商贸和典当利息收入之外，租赁、酒店餐饮、广告、房地产、咨询和终端服务等业务都具备一定的规模、且能够稳定贡献营业收入，这种业务种类繁多的现象也与公司最初由原甬城隍庙转变而来有关。从营业利润来看，虽然商贸业务在营业收入中占比较高，但其毛利率远低于典当业务，因此，在营业利润结构中，两者的地位发生了根本变化，其中典当业务的贡献度高达 60%，

远远超过商贸业务的 40%。这也充分说明典当业务已真正成为公司的主营业务。

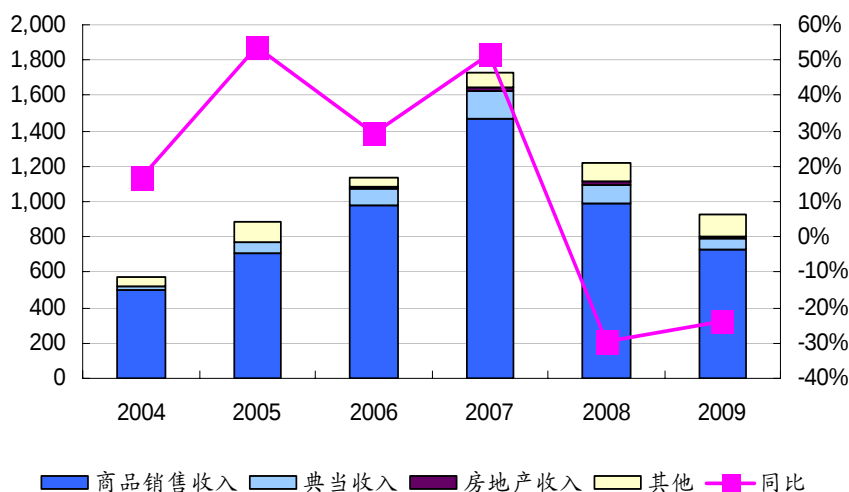
图 2 香溢融通的收入和营业利润结构——以典当和商贸为主



数据来源：公司公告

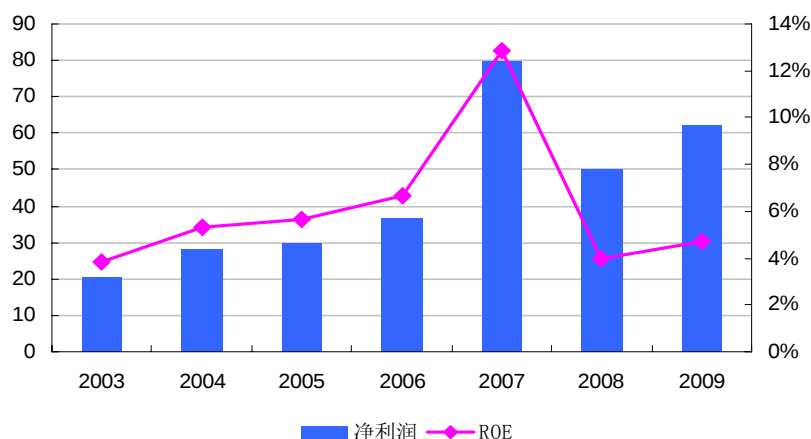
典当风险暴露导致业绩显著下滑。正是受到两大主营业务的影响，以 2007 年为界，公司经营业绩的发展轨迹经历了两个显著不同的发展阶段。2007 年前，得益于主营的典当业务和商贸业务的快速发展，香溢融通的业绩一直保持了持续快速增长，2004-2007 年，公司营业收入和净利润的复合增长率分别达到 37%和 41%，其中，典当收入和商贸收入复合增速分别达到 86%和 43%。但 2008 年金融危机的爆发，使得典当和商贸业务的经营遭受了前所未有的困难，特别是典当的高风险特征显露无疑；而公司为应对经营困境、也对两大主营业务进行战略性收缩，典当和商贸两大业务的规模持续快速萎缩，同时公司也大比例计提了典当贷款的减值准备，这些直接导致了公司 2008 年来营业收入的持续滑坡；2009 年净利润虽然有所增长，但主要来自于资产减值损失减少和投资收益增加。目前，公司已明确了审慎推进业务发展的目标，一旦前期经营过程中积累起来的风险释放完毕，公司将可望重新进入持续发展的良性轨道。

图 3 典当和商贸萎缩导致香溢融通近两年营业收入持续快速下降



数据来源：公司公告

图 4 香溢融通净利润以及 ROE 的变化 (2003-2009)



数据来源: 公司公告

2. 类金融业务: 控制风险为主, 产业链完善

2.1. 为中小企业服务的类金融业务体系已完善

香溢融通类金融业务定位于为中小企业提供全面的金融服务。自 2004 年控股元泰典当后, 公司开始搭建类金融服务体系, 2005 年公司收购了奉化德旗典当, 典当业务品牌增至“元泰典当”和“香溢德旗”两个; 2008 年出资设立了香溢担保和香溢租赁, 将类金融服务由典当向融资周期更长的担保和租赁延伸、由短期流动性贷款向固定资产贷款延伸, 基本可以满足中小企业的大部分融资需求, 公司的类金融服务也由此进入了典当、担保和租赁相互配合的新阶段。

表 1 香溢融通类金融服务子公司经营情况(2009)

子公司	注册资本(万元)	持股比例	业务范围	净资产(百万元)	净利润(百万元)	ROE
元泰典当	10,000	82%	典当	21,829	1,145	5.2%
香溢德旗	7,000	71%	典当	n.a.	n.a.	n.a.
香溢担保	20,000	90%	担保	20,471	452	2.2%
香溢租赁	20,000	90%	租赁	21,829	1,643	7.5%

数据来源: 公司公告

2.2. 中小企业融资服务: 机遇与挑战并存

中小企业金融服务空间广阔。目前, 尽管银行贷款、发债、股票融资都是中小企业可选的融资方式。但我国绝大部分中小企业规模小、缺乏信用记录, 往往难以通过这些主流融资方式得到所需资金, 融资压力巨大。相关统计表明, 目前仅有不足一半的中小企业能够通过银行贷款或 IPO 获得融资, 而中小企业获得的贷款额仅为金融机构贷款总额的 10% 左右。而在信贷紧缩的背景下, 银行对规模大、信用好的企业更为青睐, 中小企业的融资就更为困难。相比于主流的融资方式, 典当等类金融服务相对灵活、手续便捷、效率较高, 更能切合中小企业的融资需求。从境外市场来看, 民间借贷在中小企业融资中占据着重要地位。以美国为例, 民间抵押和借贷占到中小企业融资来源的一半以上。因此, 中小企业融资难为民间借贷提供了巨大的发展空间。

政策环境和经济环境将推动类金融服务快速发展。为扶持中小企业发展，2009 年来，国务院和银监会相继出台了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》、《关于进一步做好中小企业金融服务工作的若干意见》等，着力拓宽中小企业融资渠道，这无疑为发展类金融服务提供了政策保障。另一方面来看，香溢融通所处的浙江地区是我国民营经济和中小企业最为活跃的地区、民间信用和借贷十分发达，这也为香溢融通类金融业务的发展提供了肥沃土壤。**在目前信贷紧缩的背景下，作为银行贷款等主流融资模式的替代，中小企业对典当等类金融服务的需求就更为迫切。**

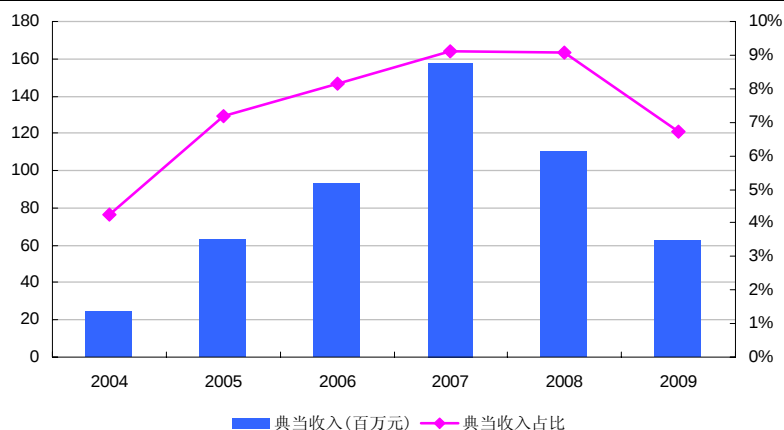
类金融服务的风险在于融资风险高、竞争日趋激烈。如前所述，中小企业信用记录有限、风险相对较高；而相比于主流融资方式，典当等类金融服务市场还不太规范，企业内部风险控制能力相对较弱，这些都放大了类金融服务的风险；从外部竞争环境而言，为解决中小企业融资难的问题，政策将扶持农村金融机构、小额贷款公司、消费金融公司等金融机构的发展，这些金融机构的兴起将给典当业带来日益强大的挑战。

2.3. 典当：风险控制为主，累积风险将逐步释放

典当业务在区域内居领先优势。香溢融通分别于 2004 年和 2005 年收购浙江元泰典当 80%和奉化德旗典当 71%的股权，从而介入典当业。目前，元泰典当注册资本达到 1 亿元，为浙江省内注册资本最大、经营情况最好的典当公司之一。2009 年末，元泰典当注册资本占到浙江省典当行注册资本的 2.3%、净资产和净利润占比更分别达到 4.6%和 10.6%。而德旗典当的经营规模在宁波地区也居于前列。

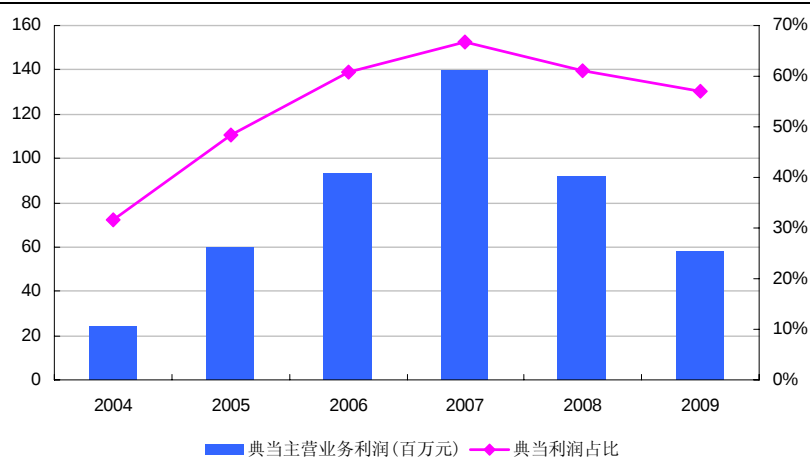
典当业务进入稳健发展阶段。公司典当业务的发展可分为两个阶段。2004-2007 年，典当业务快速起步、收入持续快速增长，期间复合增速达到 86.2%，到 2007 年，典当业务收入达到 1.57 亿元，收入占比由 4.3%提高到 9.1%。尽管收入占比不高，但由于毛利较高，典当业务已成为营业利润的主要来源，2007 年典当营业利润 1.4 亿元、对营业利润贡献度高达 66.6%。典当是一个高风险的业务，由于风险控制未能同步跟上，伴随着规模的快速发展、经营风险也在逐步累积和放大。2008 年金融危机的爆发，给公司的典当业务带来较大冲击，公司前期业务快速发展过程中累计的风险也大规模暴露出来，按照公司资产的分类，单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的发放贷款及垫款由 2007 年末的 66 万元增加到 2008 年的 2.28 亿元和 2009 年的 1.73 亿元。为此，2008 和 2009 年公司分别计提了 5217 万元和 3400 万元的资产减值损失。在清理前期风险的同时，公司也主动放缓了业务的发展步伐。典当业务规模由此持续显著下滑，2008-2009 年业务收入同比分别下降 34.3%和 37%。即便在今年银根紧缩、银行资金供给有限的情况下，公司仍然坚持在控制风险的基础上，着重开展短期、小额、强保障和易变现典当业务，力图保持典当业务的稳健发展。

图 5 香溢融通典当业务收入规模及其贡献度(2004-2009)



数据来源：公司公告

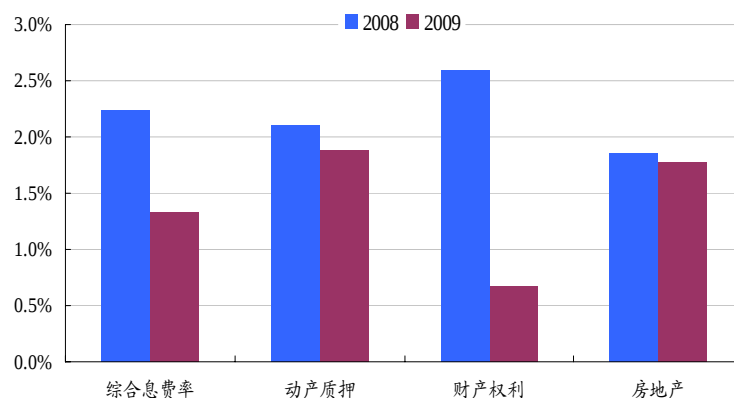
图 6 香溢融通典当业务营业利润及贡献度(2004-2009)



数据来源：公司公告

综合息费率呈下降趋势。《典当管理办法》对典当的综合息费率上限进行了规定，其中动产质押月综合费不能超过当金的 4.2%，财产权利质押和房地产抵押分别不能超过 2.7%和 2.4%。在这一上限范围内，公司根据质押品的情况以及时间长短来进行调整，但由于竞争的原因，费率难以达到上限。近两年来，由于公司对风险控制的要求有提高，相应的息费率逐年下降（图 9）。

图 7 香溢融通典当息费率有下降趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

风险控制日臻完善。2009 年来,公司将经营重点放在风险控制上,建立了完善的风控体系和风险控制流程。在风险控制流程上,公司根据不同的贷款规模,确定了不同的贷款审核和监督流程,贷款规模在 800-5000 万元需要公司业务审核委员会审核通过、5000 万以上则需要董事会通过;放款后由资产管理部门对贷款进行监督,包括逐月现场检查和评估抵押物价值;进一步降低抵押品的抵押比例,如抵押价值最高在合理价值上打 7 折;建立了对各部门及各业务员的贷款考核和奖惩机制。风控机制的完善减少了典当的风险,为典当业务的稳健发展奠定了基础。

坏账清理有显著成效,但对业绩的影响仍有较大的不确定性。公司从 2007 年开始对应收典当款按期末余额的 1%计提坏账准备;对单项金额不重大但按信用风险特征组合后该组合的风险较大的发放贷款及垫款单独进行减值测试,当存在客观证据表明将无法按原有条款收回款项时,根据其预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额,确认减值损失,计提贷款损失准备,2008-2009 年内已计提了 8814 万元的资产减值损失。到 2009 年末,这类典当款余额仍有 1.73 亿元,为贷款额的 25.7%;虽然较以前的贷款额减少 24.1%;但目前贷款减值损失 0.49 亿元,覆盖率为 28.3%。正在处理的规模较大的坏账有南望集团、飞跃集团和华伦集团,涉及金额 1.6 亿元。此外,公司尚有 2008 年发生的一些不良资产有待处理,处理结果对业绩产生较大波动。

表 2 香溢融通的风险案件处置情况

对象	资金规模	处置情况
南望集团	6,000	南望集团北京一个房产物业处置后,公司有优先受偿权,该物业价值 5000 万元,已收回。对于该坏账,公司已连续两年计提损失
飞跃集团	6,000	坏账中公司已收回 3000 万元,另 3000 万元由另一家公司承诺给公司 3000 万偿还,分 2 年还,因此该部分坏账已计入应收款,风险已释放。历史上总体已提了 20%减值损失
华伦集团	4,000	坏账中由于 2000 万元为第二顺位抵押债权,若土地房产处置价值低于第二顺位抵押债权总额的,不足部分将转为普通债权。另有 2000 万元为普通债权,清偿率为 12%

数据来源:公司公告

2.4. 其他类金融业务: 处于快速发展通道中

担保。担保向资信不足的企业提供信用保证、以使得企业能够获得银行贷款,但若借款人不履行债务、则需要担保公司承担担保责任。担保能够降低银行在审查中小企业贷款时的成本和风险,给急需资金的中小企业以一种可行的融资选择。据统计,2008 年,担保公司达到 4247 家,为 23 万中小企业提供担保额 7221 亿元。为控制风险,担保公司一般要求企业提供反担保。担保期限一般可以达到 1 年,比典当略长,风险也低于典当。

2008 年 5 月,公司以定向增发资金 1.8 亿元,发起设立香溢担保,涉足担保业,定位于为中小企业提供担保服务。2009 年担保业务开始业务准

备、并审慎起步。目前以融资类担保为主，2009 年担保额 1.68 亿元，担保余额 1.48 亿元。行业对担保费率没有明确规定，由于担保风险要小于典当，通常担保费率较典当低一些，按照 2009 年的担保收入来计算，担保费率在 1.72% 左右。政府对担保业务有所支持，税收方面也有一定优惠。从发展前景来看，担保收入应该有一个比较快的增长。

2010 年 3 月，七部委联合发布《融资性担保业务管理办法》，对融资性担保行为进行了规范，为担保行业的发展带来了新的机遇。由于担保法规定担保额为注册资本的 10 倍，因此，担保业务的最大规模可达到 20 亿元，因此，担保业务仍有较大的发展潜力。但按照管理办法，担保公司应当按照当年担保费收入的 50% 提取未到期责任准备金，并按不低于当年年末担保责任余额 1% 的比例提取担保赔偿准备金。这也给担保业务的盈利能力带来一定压力。

表 3 香溢担保 2009 年担保业务情况

序号	担保事项	担保余额(万元)
1	昆仑信托根据信托合同设立的“杭州市上城区中小企业非定向债权集合资金信托计划第一期”，为昆仑信托与各借款人签订的《信托贷款合同》提供担保	6,760
2	杭州银行按照规定向杭州市下城区现代服务业中小企业发放贷款	3,040
3	为杭州银行向个体工商户和小规模私营企业主发放的卡内限额贷款业务提供连带责任担保	1,906
4	宁波和盛海港工程有限公司向上海浦东发展银行宁波分行贷款 2,000 万元提供担保，宁波和盛海港工程有限公司及其股东为此提供了反担保	2,000
5	为杭州利百乐医药有限公司向工商银行杭州拱宸支行贷款 480 万元提供担保，杭州利百乐医药有限公司及浙江泰康药业集团有限公司、陈剑美、叶欣为此提供了反担保。	480
6	为浙江瑞鼎实业有限公司向中信银行股份有限公司杭州分行贷款 600 万元提供担保，浙江瑞鼎实业有限公司为此提供了反担保。	600

租赁业务。租赁是香溢融通开展类金融业务又一重要领域。公司从事租赁业务的子公司香溢租赁于 2008 年 2 月设立，注册资本 2 亿元，主营船舶及房产租赁。相比于典当和担保，租赁合同期限相对较长、一般租赁期 3-5 年，收入也相对稳定。在发达国家，租赁已成为仅次于银行信贷的第二大金融工具，租赁的渗透率可达到 30% 左右，而目前我国的租赁渗透率仅 4% 左右，从这个角度看，我国租赁业有着巨大的发展潜力。目前，香溢融通的租赁业务虽处于起步阶段，但也显现出了较好的发展势头，2008 年只经营半年，净利润达到 648 万元、对香溢融通的净利润贡献为 11.6%；2009 年实现净利润 1643 万元、净利润贡献达到 23.8%，ROE 为 7.4%，远远超过了元泰典当的 5.2% 和香溢担保的 2.2%。2009 年 10 月，公司向甬洲船舶出租挖泥船、租期 5 年，租赁所得营业利润共 2709 万元，这也将为今年租赁收入的增长奠定基础。但需要指出的是，融资租赁已成为境内外租赁业的主流，香溢租赁仍以经营性租赁为主、尚未涉足融资租赁；而相比金融租赁公司，香溢租赁在资本规模及融资能力上都有着天然的劣势，这些将增加香溢租赁未来业绩增长的不确定性。

委托贷款。委托贷款是香溢融通自有资金运用的又一重要渠道。委托贷款一般半年到一年为主，定向增发后，公司的自有资金增加，委托贷款的规模也随之增加，香溢融通及其子公司香溢担保和香溢租赁都有部分

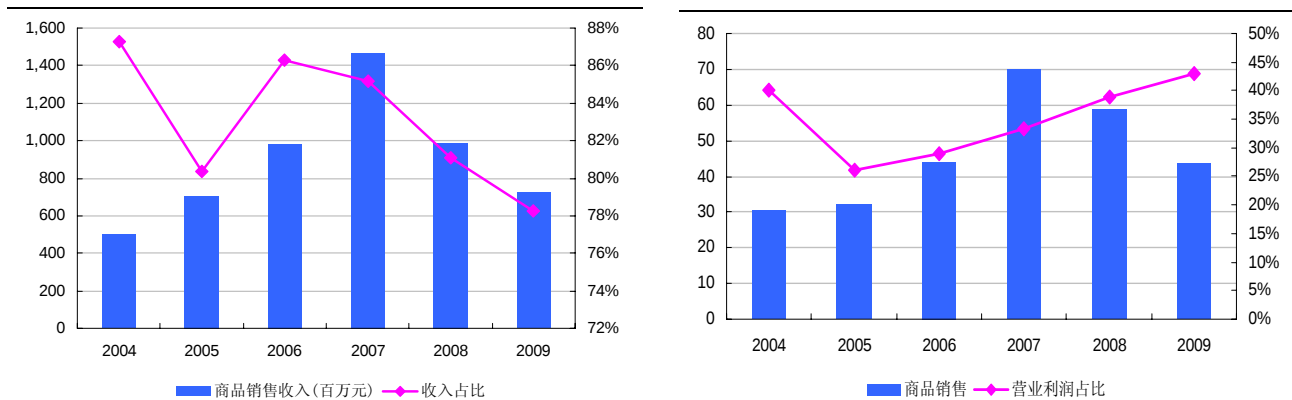
资金运用于委托贷款。委托贷款的年利率在 12%-18% 之间，由于典当业务在清理中，担保及租赁业务尚处于起步阶段，委托贷款成为资金运用的一个重要渠道。2009 年末委托贷款余额达到 3.64 亿元，为贷款余额的 54%，已经超过了典当贷款余额，2009 年委托贷款利息收入 2170 万元。2010 年委托贷款新增 1.7 亿元，按照目前的委托贷款规模，委托贷款利息收入约 3300 万元，同比增长 52%。由于公司的自有资金充沛、且委托贷款利率较高，未来一段时间内委托贷款仍将是公司自有资金运用的一个重要渠道。

3. 两翼业务：可望维持现状

3.1. 贸易业务：贸易业务呈逐步收缩的态势

公司的商贸业务历史较长、涉及范围也广，主要包括商业零售、国内贸易和进出口贸易等。商贸原为公司的核心业务，但随着公司的经营重心转向类金融服务、以及大宗商品贸易风险趋高，商贸业务的规模呈逐步收缩的态势。2007 年来，商品销售收入由 14.7 亿元下降到 2009 年的 7.26 亿元，对营业收入的占比由 85% 下降到 78%；营业利润也逐年下降，但由于高风险的大宗商品贸易收缩较多，商贸的毛利率稳中有升，2007-2009 年分别为 4.8%、6% 和 6%。同时，由于典当营业利润下降得更快，商贸业务对营业利润的贡献有所上升。从未来战略来看，作为“一体两翼”战略的重要一翼，商贸服务业将继续得到巩固并可望保持稳定。但随着类金融业务的稳步发展，商贸业务在公司中的地位将逐步下降。

图 8 商贸业务营业收入和占比逐年下滑

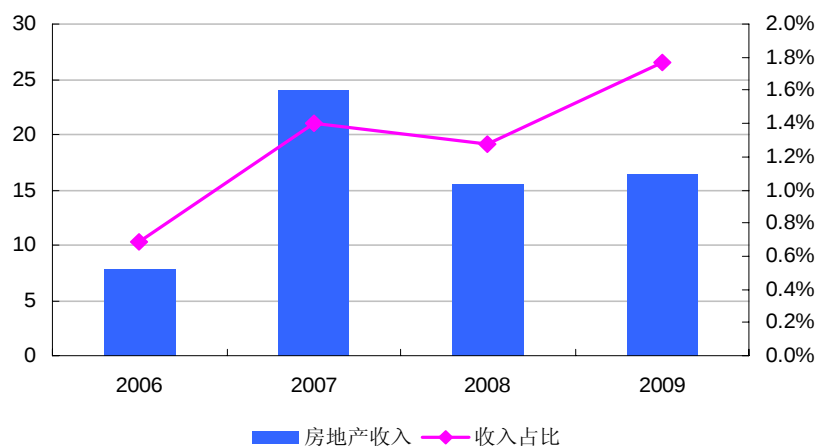


数据来源：公司公告

3.2. 房地产业务：单项目运作，影响有限

作为两翼战略中的另外一翼，房地产业务相对单薄。公司房地产业务的载体为上饶大红鹰置业有限公司，公司持有其 65% 股权。上饶大红鹰·香溢云天为公司运作的唯一地产项目，项目的土地储备一共 432 亩，是上饶占地面积最大的项目，以别墅为主，拿地成本约 12 万元/亩。预计工期为 2004 年 11 月到 2014 年 10 月，总投资约 3.12 亿元。目前储备土地已利用 1/3，但第 1 期仍未销售完，2 期方案还在规划中。近年来，香溢云天进入销售期，使得房地产业务能够相对稳定的贡献业绩，但由于项目规模有限，其对营业收入贡献度仅在 1%-2% 之间。香溢云天项目建设周期较长，因此可望继续贡献业绩，但考虑到项目较小，后续的贡献度仍然十分有限。近期对房地产的严厉调控政策也将对房地产业务带来负面影响。

图9 香溢融通房地产业务规模及其业务占比



数据来源：公司公告

4. 业绩预测与估值

4.1. 业绩可望摆脱持续萎缩的态势

如前所述，公司最大的问题在于风险控制，令人欣慰的是，公司这两年来完善了风险控制体系、历史累积的风险也已基本暴露完毕并在逐步清理之中。目前，面向中小企业的类金融业务已面临着相对有利的经济环境和政策环境，在这一大背景下，香溢融通的典当业务将可望步入稳健发展的新阶段；而担保和租赁业务也将处于起步期的快速发展阶段。据此，我们判断，典当贷款将稳中有升、息费率相对稳定在 1.4%-1.5%；担保和租赁规模保持 50%左右的规模增长，担保和租赁利息率分别维持在 1.7%和 8%左右。包括商贸业和房地产业在内的其他业务，可望保持 10%左右的稳定增长。

表4 香溢融通盈利预测的主要假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务增速	-31%	-25%	10%	10%	10%
主营业务毛利	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	9.8%
典当及贷款规模(百万元)	702	674	918	1,266	1,764
典当息费率	2.23%	1.32%	1.48%	1.48%	1.48%
担保规模(百万元)	0	148	300	500	700
担保费率		1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
租赁规模(百万元)	0	63	95	142	213
租赁利率		8.6%	8.6%	8.6%	8.6%

数据来源：公司公告

表5 香溢融通 2010-2012 年盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,216	928	1,011	1,127	1,258
其中：营业收入	1,102	853	942	1,043	1,156
利息收入	110	62	55	66	79
担保收入		3	4	7	10
手续费及佣金收入	4	9	10	11	12

二、营业总成本	1,154	868	918	1,014	1,120
其中：营业成本	964	720	757	833	917
营业税金及附加	19	15	17	18	21
销售费用	28	21	25	27	31
管理费用	67	75	91	101	113
财务费用	5	-3	1	1	1
资产减值损失	52	34	26	29	33
三、营业利润	60	68	88	109	134
四、利润总额	79	87	108	129	154
减：所得税费用	21	20	27	32	38
归属于母公司所有者的净利润	50	62	74	88	106

数据来源：公司公告

表 6 香溢融通 2010-2012 年主要财务指标 (E)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.11	0.14	0.16	0.20	0.24
其中(E):					
商贸	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
类金融	0.04	0.05	0.07	0.10	0.13
房地产	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04
ROE	4.0%	4.7%	5.4%	6.1%	6.8%
BPS(元)	2.78	2.88	3.05	3.25	3.49

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 估值

对多元化公司惯常采用的是分部估值法。但从香溢融通的盈利结构和发展现状来看，对典当等类金融服务业务的估值应是估值的核心。从美国主要的典当公司的估值来看，目前典当业的 PE 平均为 11 倍、PB 为 2.1 倍，为其他金融行业估值水平的 2 倍左右。从历史上典当公司的估值水平也要显著高于其他金融企业，显现出其独特的行业定位。目前，香溢融通的盈利能力还不高，我们认为这是公司处于转型期所致。公司在典当业内拥有品牌及资本优势，长期发展前景可观。按照我们的盈利预测，香溢融通的动态 PE 约 59 倍、PB 约为 3 倍左右，估值水平高于境外典当公司、也高于境内 A 股公司，我们认为这反映了市场已给予了典当行业、以及香溢融通作为 A 股唯一类金融公司一定程度的溢价。因此，我们首次给予香溢融通中性评级，目标价 10 元，对应 3 倍左右的 PB。

表 7 美国主要典当公司及主要金融公司的估值水平

	PE	PB	ROE
Cash America International	10.17	1.41	15.98%
EZ Corp	10.85	1.94	20.03%
First Cash Financial Services	14.93	2.84	25.61%
高盛	5.30	1.07	24.47%
花旗	-	0.71	-0.50%
摩根大通	10.77	0.89	9.09%

数据来源：bloomberg，公司公告

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		