

香溢融通 (600830)

紧缩受益，价量双升

梁静
021-38676850
liangjing@gjtas.com
S0880200010278

本报告导读：

适度的信贷紧缩将彰显类金融业务的替代效应，以担保、委托贷款等为代表的类金融业务将迎来快速发展的机遇期、价量齐升可期。

投资要点：

- 香溢融通以典当、担保和租赁为核心的类金融服务体系已日臻完善，这三大业务涵盖了中小企业融资的主要领域，且各有侧重、相互配合，能够满足中小企业大部分融资需求，并因此形成对银行信贷的有效替代。
- 公司历史遗留的风险项目已基本化解完毕；为防范新的风险，公司也从经营模式、业务流程和风控指标等多个方面加强了风险控制，形成了完善的风险控制体系，这也为未来的持续增长奠定基础。
- 典当和租赁稳步发展，担保和委托贷款增速较快。尤其是委托贷款，凭其相对灵活、期限和风险适中的特点，成为近来公司发展最快的类金融业务。今年中期，委托贷款规模已较年初增长 40%；年利率也从年初的 15% 上升到目前的 20%。
- 适度的信贷紧缩将彰显类金融业务的替代效应，以担保、委托贷款等为代表的类金融业务将迎来快速发展的机遇期、价量齐升可期。
- 类金融业务将助推公司业绩快速成长，我们因此调高公司 2010-2012 年 EPS 预期至 0.21 元、0.31 元和 0.44 元，对应同比增速为 54%、48% 和 42%。动态 PE 分别为 57 倍、39 倍和 27 倍，2010 年动态 PB 为 3.9 倍。
- 香溢融通高于美国典当业及国内金融公司，这反映了其作为国内唯一一家多元化类金融上市公司的溢价；公司将受益于适度紧缩而进入快速成长期，这将支撑公司继续维持较高估值。我们将公司的评级由中性上调为谨慎增持，相应调高目标价至 13.6 元，对应 2011 年 4 倍 PB。紧缩带来价量双升将是催化剂，风险因素是紧缩可能带来坏账率提升。建议积极关注货币政策变化对其业绩的推动效应。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,216	928	1,188	1,374	1,595
(+/-)%	-30%	-24%	28%	16%	16%
经营利润 (EBIT)	60	68	135	202	291
(+/-)%	-58%	13%	99%	50%	44%
净利润	50	62	95	141	201
(+/-)%	-37%	24%	54%	48%	42%
每股净收益 (元)	0.11	0.14	0.21	0.31	0.44
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%	11.3%	14.7%	18.2%
市盈率	110	86	57	39	27
股息率 (%)	0.25%	0.00%	0.41%	0.50%	0.58%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：13.60

上次预测：10.00

当前价格：12.18

2010.12.16

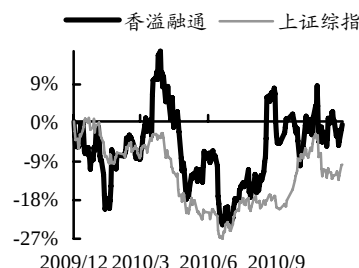
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.96-14.65
总市值 (百万元)	5,534
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)	9
日均成交值 (百万元)	117

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,377
每股净资产	3.03
市净率	4.0
资产负债率	23%

52 周内股价走势图



相关报告

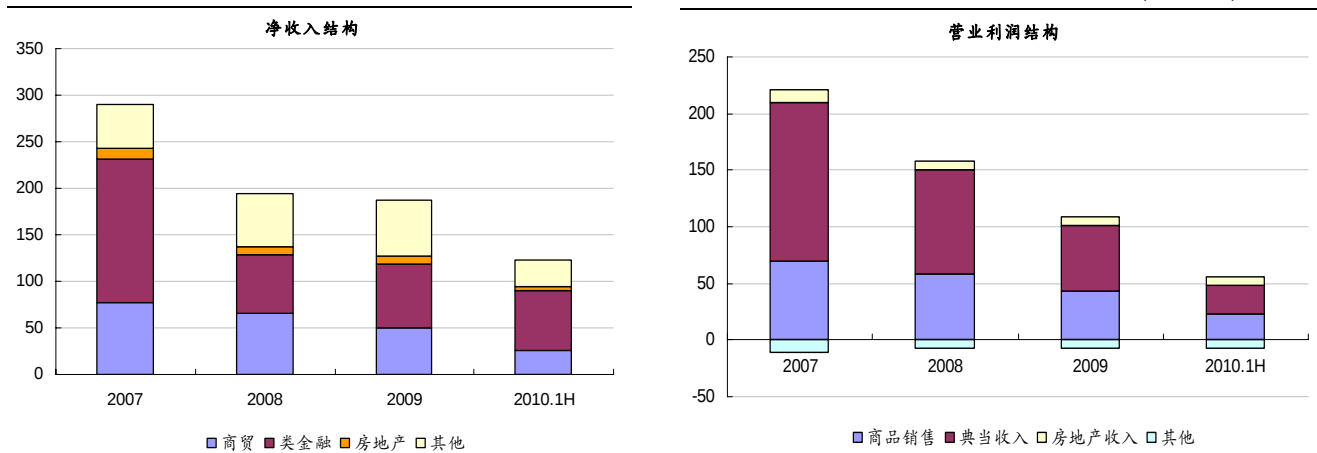
《典当业务平稳，债权清偿有进展》	2010.08.31
《类金融业务的拓荒者》	2010.07.21

1. 类金融服务体系进一步完善

1.1. 类金融主业日臻成熟

香溢融通 2004 年通过收购元泰典当介入典当业，此后逐步明确了类金融主业的发展方向。而后分别通过收购德旗典当、设立香溢担保和香溢租赁，逐步搭建起类金融服务框架。2009 年，担保和租赁业务开始正式起步。典当、担保和租赁这三大业务各有侧重、相互配合，使得香溢融通基本能够为中小企业提供较为全面的金融服务。目前，尽管仍有商贸、房地产两块业务，且商贸贡献了主要的营业收入，但这两块业务基本处于维持和自我发展状态。从净收入和营利润构成来看，类金融业务占比已经超过 50%，而商贸和房地产两块业务规模和占比有逐步萎缩的趋势。

图 1 类金融业务成为香溢融通净收入和利润的主要来源(百万元)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 既有风险已基本化解，风险控制渐趋完善

公司在上轮快速发展周期(2009 年前)中所累积的几个大的风险项目(南望信息/华伦集团/飞跃集团)到目前为止已基本化解完毕。

同时，为防止出现新的风险，近年来公司逐步加强了风险控制，这包括，在经营理念上，一直强调稳健经营和风险控制，不符合风险要求的坚决不做；在制度上，完善了业务员—>业务部—>风控委—>公司审核委员会的业务流程，金额在 800 万元以上的必须经过公司审核委员会审核；在风险控制指标上对于抵押物、客户的经营情况、股东情况都有考虑，则着重于抵押物的性质、抵押是否充分、抵押品的变现能力；以及客户的经营状况、业务复杂程度、负债情况；客户的股权结构、关联方情况、以及实际控制人的个人素质。

类金融业务风险较高，因此风险控制是公司的生命线。完善的风险控制将为未来的持续增长奠定基础。

表 1 香溢融通主要的风险案件处置情况

对象	涉及资金规模	处置情况
飞跃集团	原值 4800 万元， 已计提减值 982 万元	2010 年 4 月 1 日，公司收到飞跃集团欠款 1800 万元，其中归还元泰典当借款 1000 万元，归还德旗典当借款 800 万元； 承接飞跃集团债务的宏业建设承诺于 2010 年 11 月 30 日、2011 年 11 月 30 日向元泰典当各归还 1500 万元

万典当款, 公司已于 11 月 29 日收到 1500 万元。		
华伦集团	4,000	2010年5月22日, 华伦集团重整会议决定, (1)元泰典当有担保债权2000万元(为第二顺位抵押债权)。以特定财产变现价值为限优先清偿, 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。(2)元泰普通债权40万元、德旗2000万元, 清偿率12%, 重整计划批准1、12和24个月内清偿10%、80%和10%。 2010年9月29日, 元泰典当收到华伦集团经管理人账户支付的首笔清偿款 1,184 万元。
南望信息	6,000	正按重整计划进行债券清偿: 德旗典当 2235 万元债权金额中, 有财产担保债权额 1111 万元可以优先受偿, 普通债权额 1124 万元, 可选择债转股或在实施重整计划一年内减债偿还, 清偿率 44.24%。 2010年6月30日、7月2日, 元泰典当分别收到南望集团经重整管理人账户支付的清偿款 4000 万元、1565 万元, 累计为 5565 元。至此, 元泰典当应收南望集团债权已全部清偿。 2010年7月6日, 香溢德旗典当收到南望集团经重整管理人账户支付首笔清偿款 281 万元。德旗典当根据广赛电力重整计划, 已持有新广赛电力 4.60% 股权, 股东权益为 736 元。

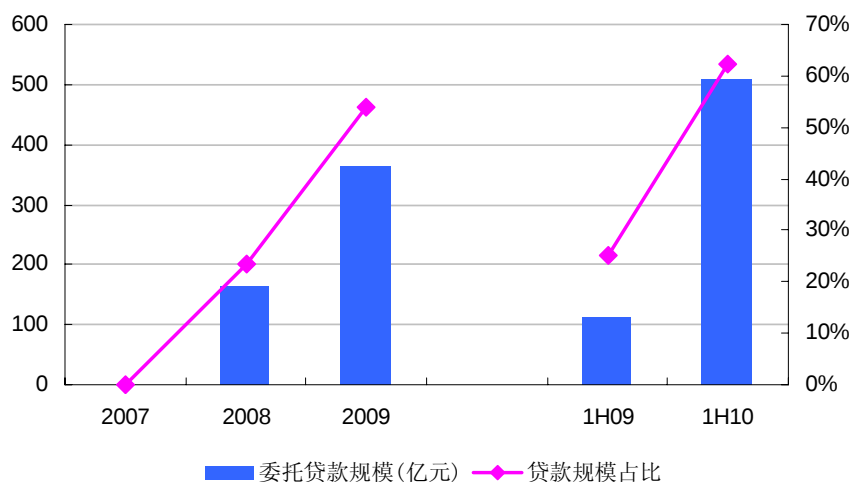
数据来源: 公司公告

2. 适度紧缩带来业绩增长机遇

2.1. 类金融业务稳健发展, 委托贷款快速增长

由于功能定位和风险属性各不相同, 公司的三大类金融业务发展并不均衡。具体而言, 典当历史较长、品牌优势明显, 但典当侧重于短期流动性资金需求、风险较高, 且受制于负债率不能超过 50% 的监管限制、资本瓶颈较为明显, 故公司的典当业务发展相对平缓; 租赁业务仅有经营性租赁牌照、担保业务对银行的依赖度较高, 而委托贷款相对灵活、期限和风险适中, 因此, 成为近来公司发展最快的类金融业务。今年中期末, 公司的委托贷款规模达到 5.1 亿元、较年初增长 40%, 贡献了几乎全部的贷款增量。从 2009 年末开始, 委托贷款规模超过了典当贷款, 在贷款额中的占比由 54% 提升至 62%。

图 2 委托贷款已成为增长最快的类金融业务



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2 香溢融通类金融业务的主要特点

业务	特点	资本限制	利率
典当	短期(半年以内、但可以续当), 救急, 小额、强保障和易变现	财产权利不超过注册资本的 50%; 房地产质押不超过注册资本	根据市场利率来定, 但受典当管理办法规范。动产质押月息不超过 4.2%; 财产权利不超过 2.7%; 房地产不超过 2.4%

担保	以融资性担保为主, 期限中等(0.5-1 年), 对银行依赖度较高, 单个项目规模不大	担保额不得超过注册资金的 10 倍	由银行发起的融资性担保利息较低
租赁	以经营性租赁为主, 满足中长期融资需求	以自有资金为限	视租赁合同决定
委托贷款	期限在半年到 1 年, 规模较大, 相比于银行贷款较为灵活, 时间成本低	以自有资金为限	根据市场利率来确定

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3 香溢融通类金融业务的开展情况

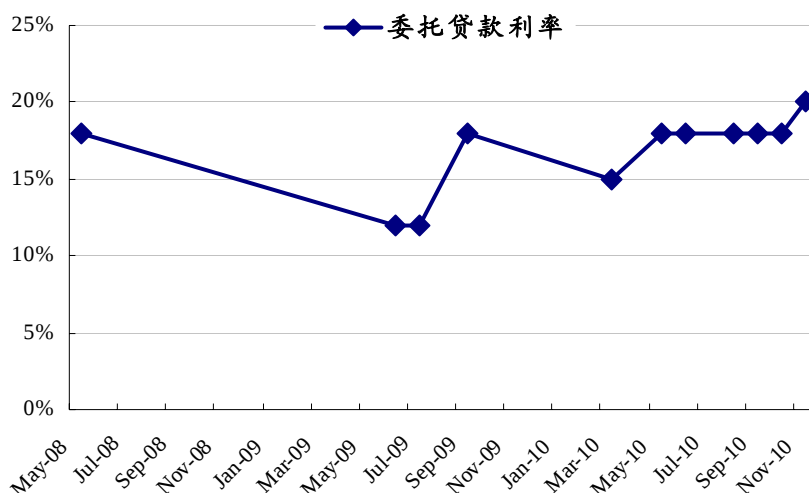
业务	规模(1H10)	较期初	收入	同比
典当	308	-7%	2,713	-4%
租赁	61	-9%	1,013	11%
担保	306	107%	324	-
委托贷款	508	358%	3,254	192%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 紧缩效应提升需求, 类金融业务面临量价双升机遇

从表 2 来看, 类金融业务涵盖了中小企业融资的主要领域, 基本满足了中小企业的大部分融资需求。因而, 公司的类金融业务形成了对银行信贷的较好替代。在紧缩周期中, 中小企业难以、甚至无法获得银行贷款, 而民间借贷利率高、规模小、形式单一; 相比之下, 典当、租赁等类金融服务手续简便、效率高, 将成为中小企业的重要资金来源。另一方面, 尽管类金融服务利率不如民间资金那样对利率高度敏感, 但利率的市场定价也使得资金利率水涨船高, 如今年以来, 委托贷款利率已由 6 月份的 12% 提高到目前的 20%(图 3)。但需要指出的是, 如果紧缩程度过高, 将使得中小企业经营情况恶化, 资金需求减弱、贷款的坏账风险也会加剧。因而适度紧缩是公司类金融业务的最佳经营环境。从目前的情况来看, 实施多年的积极货币政策已转向稳健, 明年信贷规模显著收缩也已成定局。因此, 我们认为, 明年香溢融通的以委托贷款为代表的类金融业务将迎来量价齐升的双重机遇。

图 3 近期委托贷款利率有走高趋势



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.3. 自有资金是唯一瓶颈, 但目前规模距离天花板尚远

类金融服务是资本密集业务，尤其是典当等业务潜在规模受到资本金的明确制约。相比于银行，香溢融通缺乏低成本的资金来源，这将限制其类金融业务的潜在规模。但在目前的资本规模下，除典当外，其他类金融业务的发展距离资金天花板尚远，尚有一定的发展空间。需要另外指出的是，委托贷款无牌照限制，只要自有资金充足即可。而目前公司合并口径资产负债率只有 23%，自有资金提升的空间仍较大。因此，表 4 中委托贷款的潜在规模应有显著低估。

表 4 香溢融通类金融尚有一定的发展空间

业务	子公司资本金	业务规模	业务规模/资本金	潜在规模(E,亿元)
典当	1.49	3.08	207%	1.28
租赁	2	0.61	31%	1.39
担保	2	3.1	155%	16.9
委托贷款	-	5.1	37%	8.7

数据来源：国泰君安证券研究

3. 盈利预期应有显著增长

总结上文的分析，我们认为，在适度紧缩的预期下，公司的类金融业务将迎来快速增长的机遇期，这将推动公司业绩进入快速增长期。因此，我们分别调高公司 2010-2012 年的 EPS 预期至 0.21 元、0.31 元和 0.44 元，对应同比增速为 54%、48%和 42%。

表 5 香溢融通净利润分部业务表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净收入(百万元)	289	195	187	235	322	434
其中:商贸	77	65	50	74	81	88
类金融	155	64	70	118	196	298
房地产	11	7	8	7	7	8
其他	47	58	60	35	37	40
EPS(元)	0.22	0.11	0.14	0.21	0.31	0.44
其中:商贸	0.06	0.04	0.04	0.07	0.08	0.09
类金融	0.12	0.04	0.05	0.11	0.19	0.30
房地产	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	0.04	0.03	0.04	0.03	0.04	0.04

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 6 香溢融通盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,216	928	1,188	1,374	1,595
其中：营业收入	1,102	853	1,115	1,290	1,494
利息收入	110	62	56	61	70
担保收入	-	3	7	12	19
手续费及佣金收入	4	9	10	11	12
二、营业总成本	1,154	868	1,053	1,171	1,304
其中：营业成本	964	720	881	970	1,069

营业税金及附加	19	15	20	23	27
销售费用	28	21	30	34	40
管理费用	67	75	96	111	129
资产减值损失	52	34	22	26	29
三、营业利润	60	68	135	202	291
四、利润总额	79	87	146	214	303
减：所得税费用	21	20	38	56	80
五、净利润	57	67	107	158	223
归属于母公司净利润	50	62	95	141	201
少数股东损益	7	5	12	17	22

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

按照我们的盈利预测，香溢融通 2010-2011 年动态 PE 分别为 57 倍、39 倍和 27 倍，2010 年动态 PB 为 3.9 倍。尽管 PB 基本与 First Cash Financial 相当，但高于美国典当业的平均水平。我们认为，香溢融通作为国内唯一一家多元化类金融上市公司应有一定的溢价；公司将受益于适度紧缩而进入快速成长期，这将支撑公司继续维持较高的估值水平。我们将对公司的中性评级上调至谨慎增持，同时调高目标价至 13.6 元，对应 2011 年 4 倍 PB。紧缩带来价量双升将是催化剂，风险是坏账率提升。

表 7 美国主要典当公司的估值水平

	PE	PB	ROE
Cash America International (FCFS)	10.43	1.64	15.44%
EZ Corp (EZPW)	14.13	2.61	20.81%
First Cash Financial Services (CSH)	19.40	4.33	22.81%
平均	14.65	2.86	19.69%

数据来源：Bloomberg

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，需在允许的范围内使用，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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		