

锦龙股份(000712)

持股东莞，与“市”俱进

梁静 董乐
 021-38676850 021-38676650
 liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 东莞证券区域垄断优势明显、弹性大；
- 首次给予增持评级。

投资要点：

- 在剥离房地产业务、并完成对东莞证券 40% 股权的收购之后，公司已形成了以自来水和投资参股证券公司为主的经营格局，盈利模式已十分清晰。
- 自来水业务的增长来自于产能扩张和水价上调。我们预计价格上涨幅度将达到 20%-30% 左右；而新增扩建项目在 2011 年前后建成投产，届时，供水能力将是目前的 2.8 倍。
- 区域优势明显。东莞证券虽仅有 20 家营业网点，但其中 18 家在东莞，营业网点占东莞市总数的 50%、且分布于东莞市内及周边各个城镇，2009 年 1-5 月，公司在东莞的经纪份额达 56%，处于绝对垄断地位，遥遥领先于其他等竞争对手。
- 东莞证券经营效率较为突出。2007 年公司的 ROE 列行业第 2、部均交易佣金收入列第 3 位，这也使得其获得了在全国新设 5 家营业部的资格；2008 年有所下滑，但也跻身于行业前 10 位。
- 业绩弹性较大。区域性中小券商的特征使得东莞证券业绩高度依赖于经纪和自营，其他业务较为薄弱。短期内这种业务结构将难以改变，这也意味着东莞证券的业绩继续对市场变化高度敏感。
- 收购东莞证券 40% 股权仅完成了第一步，整合资源、做大做强东莞证券将是更为重要的一步。东莞拥有丰富的金融资源，且市政府已发推动地方金融发展的政策信号，公司迁入东莞之后，可能借鉴管理东莞证券的成功经验，更多地切入其他金融领域，最终实现其打造金融控股集团梦想。
- 预期 2009-2010 年锦龙股份的 EPS 将分别达到 0.53 元、1.07 元和 1.30 元，同比分别增长 662%、100% 和 22%。
- 在(1800/2800)的基本假设下，我们预期东莞证券 2009-2011 年净利润将分别达到 6.5 亿元、7.9 亿元和 9.5 亿元，对应同比增速 1470%、20% 和 21%。未来三年东莞证券对公司的业绩贡献分别为 0.42 元、1.04 元和 1.26 元；
- 我们认为锦龙股份的合理定价在 22 元附近，较目前的股价溢价 30% 左右。基于对东莞证券业绩快速增长的业绩预期，我们给予公司增持评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	256	87	100	110	121
(+/-)%	2%	-66%	15%	10%	10%
经营利润(EBIT)	84	29	55	65	76
(+/-)%	47%	-65%	89%	18%	17%
净利润	86	21	296	327	397
(+/-)%	179%	-75%	1286%	11%	21%
每股净收益(元)	0.28	0.07	0.53	1.07	1.30
每股股利(元)	0	0	0	0	0

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	33%	34%	55%	60%	63%
市盈率	62.67	251.73	32.66	16.41	13.52
股息率(%)	0	0	0	0	0

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：首次评级

目标价格：

¥22.00

上次预测：¥0.00

当前价格：

¥16.98

2009.06.25

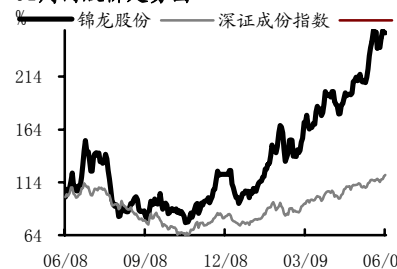
交易数据

52 周内股价区间(元)	4.36 ~ 18.33
总市值(百万元)	5,172
总股本/流通 A 股(百万股)	305/162
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.53
日均成交量(百万股)	6.0
日均成交额(百万元)	55.2

资产负债表摘要(01/09)

股东权益(百万元)	559
每股净资产	1.84
市净率	9.59
资产负债率	46.2%

52 周内股价走势图



相关报告

行业报告：参股券商的投资机会

(09.06.18)

行业策略：期待加速器重启

(09.06.15)

行业报告：IPO 重启提升业绩预期

(09.05.23)

行业策略：热度还有几分

(09.05.13)

1. 和水务+东莞证券，盈利模式已然清晰

锦龙股份原主营业务为房地产和自来水等，2007 年开始进行战略调整。到 2009 年 1 季度，公司彻底剥离了房地产业务；6 月份，完成了对东莞证券 40% 股权的收购，自此，已经形成了以自来水和投资参股证券公司为主的经营格局，盈利模式已十分清晰。

图 1 锦龙股份已确立水务+金融的主营模式

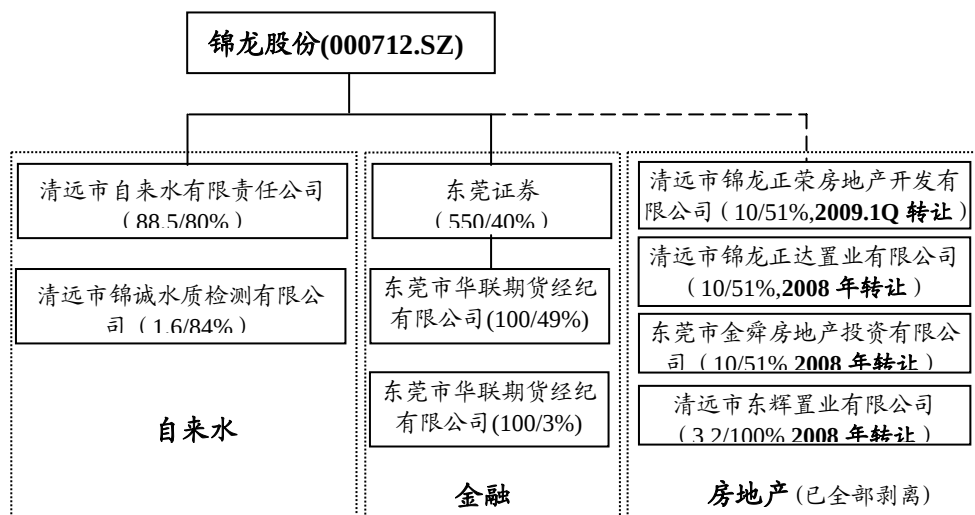
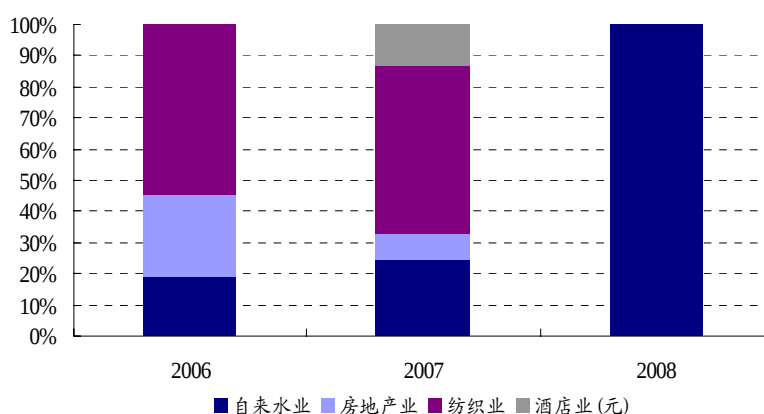


图 2 锦龙股份非自来水主营业务逐步剥离



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2. 自来水：提价预期明确，产能扩张在即

自来水业务的经营主体是清远市自来水有限责任公司，供水范围主要覆盖广东清远地区、属区域垄断经营，目前供水人口超过 40 万人，最大日供水量为 18 万立方米。2008 年自来水业务营业收入 0.68 亿元、同比增长 9.5%；毛利率 35%、同比有所下滑。随着清远地区经济的快速发展，产能利用率接近饱和，因此，未来自来水业务的增长来自于产能扩张和水价上调。

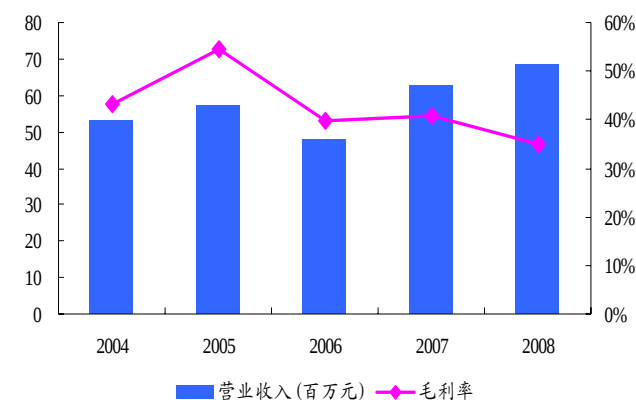
水价上调预期明确。日前，上海自来水价格上调方案已经出台，2009 年和 2010 年的调价幅度分别为 25% 和 21.6%。目前清远地区民用和工业用自来水价格均在 1 元/吨左右，且近 10 年来没有进行过调整。因此，水价上调预期十分明确。目前公司已将自来水水价调整方案向当地政府有关部门申报，并将尽快推动水价调整的具体实施，我们

预计价格上涨幅度将达到 20%-30%左右。

并购扩张。公司计划收购清远市附近乡镇的自来水厂，推动公司自来水业务在清远市当地供水区域的规模扩张。

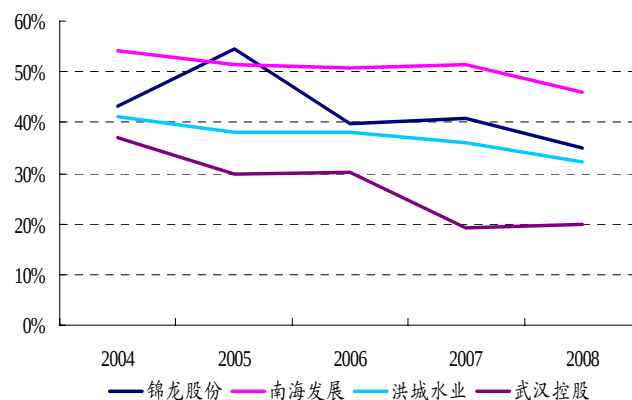
产能扩张将达到近 3 倍。为突破产能瓶颈、缓解夏季供水压力，公司计划将于今年下半年启动二期水厂项目。规划中的二期水厂最大日供水规模将达到 50 万立方米，项目投资将达到 4-5 亿元，其中第 1 期为 25 万立方米，将在 2011 年前后建成投产。整个项目建成后，供水能力将是目前的 2.8 倍，能够满足清远市未来 10 年的发展需求。

图 3 锦龙股份自来水业务收入及毛利率变化



数据来源：公司公告

图 4 上市供水公司毛利率比较



数据来源：公司公告，国泰君安证券

3. 东莞证券：区域垄断优势明显，业绩弹性大

东莞证券成立于 1988 年，注册资本 5.5 亿元，是注册地在东莞的唯一一家证券公司。本次收购完成后，公司已持有东莞证券 40% 的股权，成为其第 1 大股东；若加上大股东持有的 4.6% 的股权，锦龙系实际持股比例达到 44.6%。

表 1 锦龙股份对东莞证券股权收购情况

转让方	收购成本(万元)	转让比例	受让价格(元)	收购日期
东莞市西湖大酒店	4,180	4%	1.9	2007-6-29
中国汇富控股有限公司	5,825	5%	2.1	2007-12-7
东莞市金银珠宝实业公司	37,620	20%	3.4	2007-12-11
东莞市东糖实业集团公司	20,691	11%	3.4	2008-12-15
合计	68,316	40%		

数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 2 收购完成后东莞证券的股权结构

序号	股东名称	出资额(万元)	持股比例(%)
1	广东锦龙发展股份有限公司	22,000	40.0%
2	东莞发展控股股份有限公司(000828.SZ)	11,000	20.0%
3	东莞市财信发展有限公司	11,000	20.0%
4	东莞市金源实业发展公司	8,470	15.4%
5	东莞市新世纪科学教拓展有限公司(*)	2,530	4.6%

数据来源：公司公告。(*)为锦龙股份的控股股东。

3.1 区域垄断优势明显，经营效率高；但规模偏小，业绩弹性高

在东莞处于绝对垄断地位。作为典型的区域性中小券商，东莞证券目前仅有 20 家营业网点，但其中 18 家在东莞（其余两家在深圳和上海），营业网点遍及东莞市内及周边城镇，占东莞市网点数的 1/2，2009 年 1-5 月，公司在东莞的经纪份额达 57%，处于绝对垄断地位，遥遥领先于光大证券(16.6%)、广发证券（6.4%）等竞争对手。

部均经营效率高。东莞市良好的经济环境、以及在东莞的垄断优势，造就了东莞证券较为突出的经营效率。2007 年公司的 ROE 列行业第 2、部均交易佣金收入列第 3 位，这也使得其获得了在全国新设 5 家营业部的资格；2008 年有所下滑，但也跻身于行业前 10 位。与同类上市券商相比，虽然网点最少，但部均佣金收入却遥遥领先。

表 3 东莞证券主要指标在行业中的排名

指标	2007	2008
资产规模		
净资产	58	61
净资本	54	62
收益规模		
营业收入	42	60
净利润	34	77
经营效率		
ROE	2	-
部均佣金收入	3	10

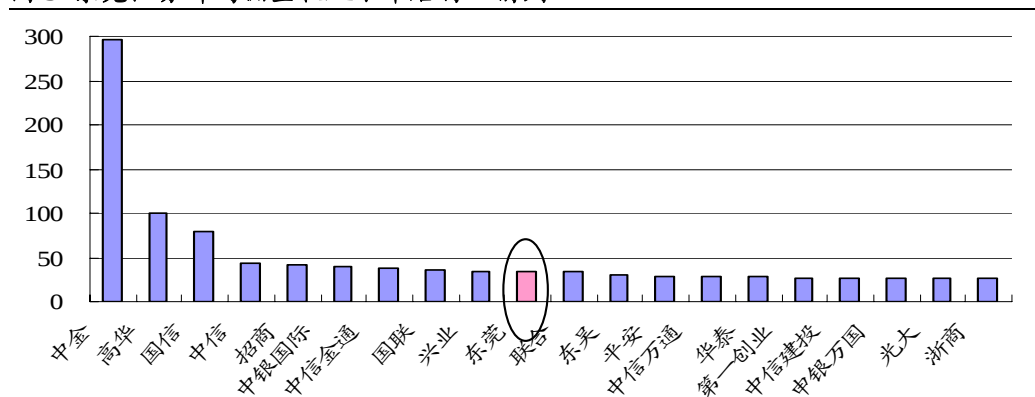
数据来源：公司公告，中国证券业协会

表 4 东莞证券与类似上市公司比较（2008）

公司	东莞证券	东北证券	国金证券	西南证券	太平洋
净资产(亿元)	13.88	22.58	21.65	33.16	13.80
净资本(亿元)	12.83	12.99	19.33	25.35	12.00
净资本/净资产	92.4%	57.5%	89.3%	76.4%	87.0%
营业收入(亿元)	4.33	10.93	14.88	7.04	-3.87
净利润(亿元)	0.41	4.06	7.56	1.42	-6.45
净利润率	9.5%	37.1%	50.8%	20.2%	-
经纪份额	0.60%	0.73%	0.69%	0.55%	0.25%
承销收入	0.18	0.82	1.13	0.41	0.18
ROE	3.0%	18.2%	34.2%	4.3%	-46.8%
营业网点数	20(10+10)	64(45+19)	22(15+7)	33(27+6)	29(17+12)
部均佣金收入(百万元)	33.7	13.1	17.1	15.2	11.1

数据来源：公司公告，中国证券业协会，国泰君安证券

图 5 东莞证券部均佣金收入水平居行业前列

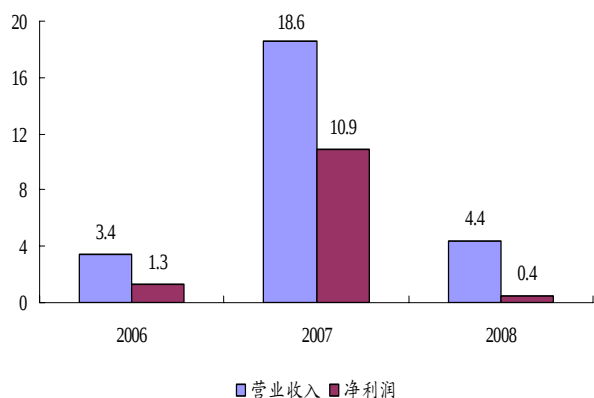


数据来源：中国证券业协会

资产质量比上市券商有优势，但规模偏小。东莞证券净资产规模仅与太平洋相仿，与东北等中小券商差距明显；但净资本比例高于同类券商，说明东莞证券的资产质量较高。就盈利规模来看，由于自营拖累了业绩，在行业内的排名较 2007 年有显著下滑。

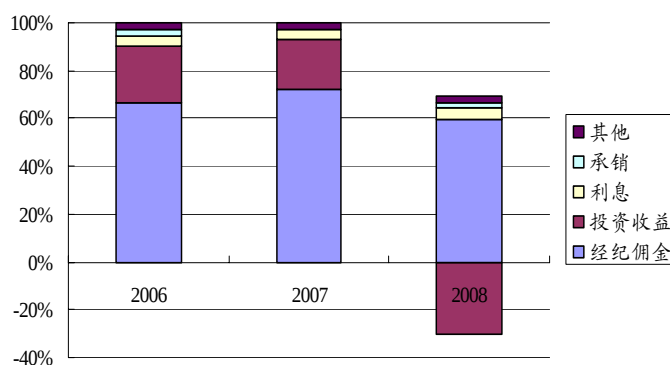
业绩弹性较大，2009 年业绩快速增长无悬念。区域性中小券商的特征使得东莞证券业绩高度依赖于经纪和自营，其他业务较为薄弱。短期内这种业务结构将难以改变，这也意味着东莞证券的业绩继续对市场变化高度敏感。如图 6，2007 年的牛市使得东莞证券业绩同比增长了 7.4 倍；而 2008 年市场大跌，使得投资收益为-3.46 亿元、同比减少 7.36 亿元，这直接导致东莞证券 2008 年营业收入和净利润仅分别为 4.33 亿元和 0.42 亿元，同比下滑 76%和 96%。但今年以来，交易额的增长不断超出我们的预期，而佣金率和市场份额的相对稳定又使得交易额的增长将最大限度的转化为收入，这也使得我们对东莞证券经纪业务、乃至整个业绩的快速增长抱有乐观预期。尽管自营业务没能及时把握市场节奏的变换，但这并不影响大局。

图 6 东莞证券近年来业绩变化情况



数据来源：公司公告

图 7 东莞证券的业务结构

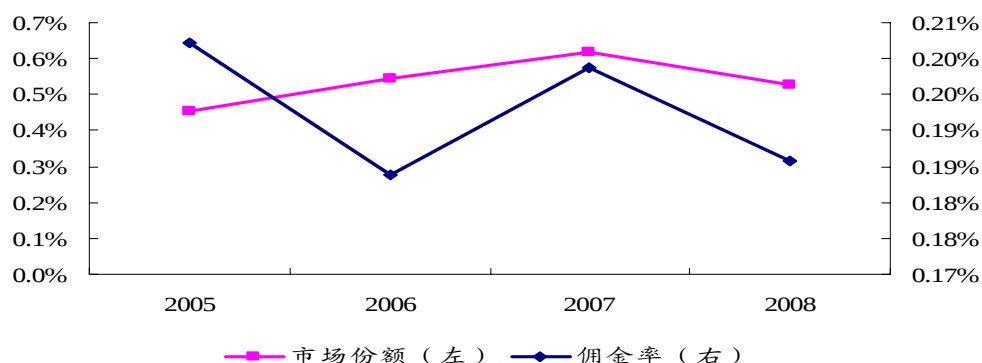


数据来源：公司公告

3.2 经纪业务扩张在即，自营业务有待改善

经纪业务扩张速度加快。东莞证券在东莞地区所拥有的品牌优势和网点优势在短期内难以动摇，这也使得公司在本地的市场份额可望稳定、佣金率也可望维持在相对较高的水平（2008 年净佣金率为 0.186%）。由于部均效率较高，公司获得了在全国设立 5 家营业部的资格，目前公司已获批在北京、大连、厦门、惠州、梅州 5 地增设营业部。未来，营业网点的快速扩张，将推动公司的市场份额稳步提升，而公司也将可望藉此逐步摆脱对东莞的依赖，但短期而言，集中新设营业部将增加公司的成本负担。

图 8 东莞证券佣金率维持较高水平



数据来源：公司公告、沪、深交易所，国泰君安证券

自营业务：收益率亟待提升。2008 年，东莞证券自营亏损 3.4 亿元，直接导致公司业绩大幅下滑。到 2008 年末，股票资产已基本清仓，但以债券为主的持仓结构也使得公司未能及时把握市场机遇，1 季度自营收益率不甚理想。我们认为，在市场指数重心继续大幅上移的背景下，公司投资策略可能有所转换、逐步增加对股票资产的配置，这将为业绩留下一定想象空间。

其他业务有待开拓。投行业务目前虽有保荐资格、但 2006 年来仅主承销了 4 家公司的定向增发；目前也仅有 5 位保荐人。保荐队伍规模小、资本实力不足、品牌和经验缺失都使得公司短期内在承销业务上难有明显起色，但东莞市中小企业众多，上市需求也较大，作为本地券商，有望分享东莞市经济以及中小企业的迅速成长；在创新业务方面，2007 年来，东莞证券和锦龙股份共收购了华联期货 52% 的股权，为下一步开展金融期货业务打下基础；资产管理已经开始申报集合理财产品、定向资产管理也开始启动；其他创新业务的开展则需要以资金实力的提升为前提，短期内难以开展，但业务管制的放松可能给公司创新业务的开展提供机会，公司在直接投资等创新业务上也开始了准备工作。

表 5 东莞证券承销业务实力较为薄弱

名称	发行方式	募集资金合计(亿元)	发行费用(亿元)	增发公告日
广东榕泰	定向	2.70	0.09	20061103
伟星股份	定向	1.36	0.04	20060929
中科英华	定向	4.47	0.06	20080213
天茂集团	定向	6.71	0.21	20080117
合计		15.24	0.39	

数据来源：wind

4. 金融业务未来仍有想象空间

收购成功仅仅完成了进军金融业的第一步，而做大做强东莞证券无疑是更为关键的一步。在 6 月 16 日完成过户手续后，锦龙股份已正式宣告将东莞证券 40% 的股权纳入囊中，这也标志着锦龙股份迈向金融业的第一步战略规划基本完成。我们认为，这并不是唯一的一步。公司的收购报告书也指出，未来本公司未来有进一步增加金融类资产的可能。我们判断，在锦龙股份成功入主东莞证券后，锦龙股份将充分利用其上市公司所拥有的通畅融资渠道和市场化经营机制，责无旁贷的承担起东莞证券做大做强的重任。

东莞市金融资源丰富，锦龙股份将可能在推动东莞市金融发展中担当更重要的角色。

东莞市已经发推动地方金融发展的政策信号，2008 年 12 月 19 日，东莞市出台了《关于解决我市中小企业融资难问题的指导意见》，《意见》明确指出，“要把发展地方金融放在更加突出的位置，加强政策引导和资金扶持，采取引进战略投资者、实施股份制改造、兼并重组和公司上市等手段，打造一批地方金融龙头企业，创建一批优质金融服务品牌。充分利用地方金融的厚实基础，加快推动农村信用合作社升级、东莞银行上市、市信托公司重组和东莞证券增资扩股。”而根据相关的承诺，在锦龙股份取得东莞证券 40% 的股权后，公司的注册地将迁入东莞市，这样不仅与东莞证券的联系更为紧密、更加有利于东莞证券的快速发展，而且将能够更多的投入到东莞市的金融业建设当中。我们由此猜测，对东莞证券的增资扩股将是锦龙股份的第一要务，在获得管理东莞证券的成功经验之后，公司将可能更多地切入其他金融领域，最终实现其打

造金融控股集团的梦想。

5. 业绩预测及估值：业绩将根本改观，给予增持评级

5.1 控股股东证券将从根本上改变公司的盈利预期

我们预期 2009-2010 年公司的 EPS 将分别达到 0.53 元、1.07 元和 1.30 元，同比分别增长 67%、98%和 20%。

- **东莞证券：**在(1800/2800)的基本假设下，不考虑未来两年东莞证券的增资扩股，且假设公司对东莞证券的持股比例不变，我们预期东莞证券 2009-2011 年净利润将分别达到 6.5 亿元、7.9 亿元和 9.5 亿元，对应同比增速 1470%、22%和 21%。由于 2010 年起公司才能对东莞证券全年进行权益法核算，因此，未来三年东莞证券对公司的业绩贡献分别为 0.53 元、1.04 元和 1.25 元；
- **自来水：**预期二期扩建项目近两年内难以贡献业绩，因此增量业绩贡献主要来自于下半年提价预期，保守起见，假设提价 20%。考虑到母公司的管理费用和财务费用，预期自来水业务 2009-2011 年 EPS 为 0.00 元、0.03 元和 0.05 元；
- **投资收益：**子公司的股权转让收益是决定近年来公司业绩的关键因素，2007-2008 年投资收益分别高达 1.45 亿元和 0.64 亿元。2009 年 1 季度转让子公司市锦龙正荣房地产获得投资收益约 0.50 亿元；但 2010 年后，随着股权转让完毕，这块收益将基本消失。

5.2 给予增持评级，目标价 22 元

目前上市中小券商动态 PE 基本在 25 倍左右，而同东莞证券规模接近的太平洋证券动态 PE 已达 58 倍，考虑到锦龙股份 2010 年才能全年对东莞证券权益法核算；因此我们对于东莞证券 2010 年业绩给予 20 倍 PE，对应锦龙股份的每股价值为 21 元；目前自来水业务收益基本被母公司费用所冲抵，但考虑到未来水价上提以及产能扩张带来的估值提升，我们给予自来水业务 1 元左右的估值。因此，我们认为锦龙股份的合理定价在 22 元左右，较目前的股价溢价 30%左右，而目前股价隐含东莞证券 2010 年业绩 16 倍 PE。基于对东莞证券业绩快速增长的业绩预期，我们给予公司增持的投资评级。

表 5 上市券商估值对比

	EPS			PE			PB	总市值
	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
锦龙股份	0.07	0.53	1.07	241	32	16	9.87	51
中信证券	1.1	1.39	1.61	26	20	18	3.40	1,878
宏源证券	0.3	0.81	1	69	25	21	6.04	301
海通证券	0.38	0.61	0.66	43	27	25	3.48	1,334
东北证券	0.71	1.75	1.91	46	19	17	8.45	191
国元证券	0.36	0.59	0.66	51	31	28	5.65	267
长江证券	0.42	0.72	0.86	42	24	20	6.36	293
国金证券	1.51	0.67	0.7	15	33	32	10.31	223
辽宁成大	1.04	1.63	1.84	32	21	18	6.15	305
吉林敖东	1.53	2.31	2.52	25	17	15	4.56	221

数据来源：公司公告，国泰君安证券

5.3 催化剂与风险因素

公司业绩高度依赖于交易额的变化。我们前文中曾指出，东莞证券对市场趋势变化，尤其是对交易额的变化高度敏感，我们测算东莞证券业绩对交易额的弹性为 8.8%。因此，市场交易额的变化将决定公司股价的空间，但若市场无法达到我们之前的预期，则公司业绩仍面临较大风险。此外，尽管目前公司佣金率维持在较高的水平，但随着新设营业网点的逐步开放，公司的佣金率水平以及地区垄断地位均面临下滑的风险。

下一步金融业务发展战略预期的明朗将有利于估值提升。目前公司持有的金融资产种类较为单一、投资规模并不大，未来金融资产的整合仍有想象空间。

表 6 东莞证券业绩对交易额和市场指数变化的敏感性分析

日均交易额 指数	1200	1500	1800	2000	2200
1,800	0.78	0.95	1.12	1.23	1.35
2,200	0.81	0.98	1.15	1.26	1.38
2,500	0.83	1.00	1.17	1.29	1.40
2,800	0.85	1.02	1.19	1.31	1.42
3,000	0.87	1.04	1.21	1.32	1.44

表 7 锦龙股份业绩对交易额和市场指数变化的敏感性分析

日均交易额 指数	1200	1500	1800	2000	2200
1,800	0.39	0.45	0.51	0.55	0.60
2,200	0.40	0.46	0.52	0.57	0.61
2,500	0.41	0.47	0.53	0.57	0.61
2,800	0.42	0.48	0.54	0.58	0.62
3,000	0.42	0.48	0.55	0.59	0.63

表 8 东莞证券未来三年盈利预期（单位：百万元）

东莞证券	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1,857	443	1,307	1,546	1,839
手续费净收入	1,349	704	1,138	1,360	1,633
其中：经纪业务净收入	1,344	673	1,119	1,327	1,590
承销业务净收入	2	18	0	10	16
利息净收入	70	62	81	86	100
投资净收益	207	-127	52	57	55
公允价值变动净收益	183	-219			
二、营业支出		387	436	501	577
营业税金及附加	75	40	65	77	92
业务及管理费	338	344	366	417	478
三、营业利润	1,434	56	870	1,045	1,261
减：所得税费用	341	14	214	257	310
归属于母公司所有者的净利润	1,094	42	647	788	952

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com