

分析师： 刘俊 027-65799532 liujun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

含权价值高且严重低估的券商影子股

事件描述

近期调研后发现，公司持股 40% 的东莞证券已经成为公司业绩的主要来源，并与其他资产注入看点：

- 东莞证券部均交易额和部均经纪业务收入均居行业前 10 名，佣金水平达 0.18% 以上，营业部含金量非常高；
- 东莞证券经纪业务收入快速增长，费用控制能力突出，6 月份以来自营业务开始发力，预计全年净利润 7.7 亿元；
- 公司每股含东莞证券股权高达 0.72 股，全年 EPS 将达 0.78 元以上，相比同类上市券商至少有 50% 上涨空间。

事件评论

第一， 东莞证券已经成为公司业绩主要来源

6 月 17 日公司公告收购东莞证券的 40% 股权已经过户，6 月份开始以权益法纳入投资收益，每股含东莞证券股权 0.72 股，含权比例在所有券商影子股中处于较高水平。由于公司主营的自来水业务基本处于微利状况，可供出售的子公司殆尽，依靠投资收益确保盈利的模式难以为继，因此东莞证券已经成为公司业绩的主要看点。

表 1：公司主要控股子公司 08 年资产和盈利状况

公司名称	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净利润 (万元)	持股比例
清远市锦龙正荣房地产开发有限公司	1,000	10,056.38	-95.88	51%
清远市锦诚水质检测有限公司	160	126.79	-7.46	84%
清远市自来水有限责任公司	8852	38,198.15	739.52	80%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：公司 08 年出售的控股子公司状况

转让的子公司	注册资本 (万元)	持股比例	转让价格 (万元)	受让方
东莞市金舜房地产投资有限公司	1000	51%	10,500	东莞市新世纪科教拓展有限公司
清远市锦龙正达置业有限公司	1000	51%	8,200	东莞市锦麟实业有限公司
清远市东辉置业有限公司	3200	100	790	东莞市华远房地产投资有限公司

资料来源：公司公告，长江证券研究部

东莞证券具有较强的盈利能力。2006 年东莞证券在不依赖自营业务的情形下，创利就达 1.2 亿元；2007 年创利 10.94 亿元，其中自营业务实现收入 3.9 亿元，净资产收益率位居行业第二；2008 年东莞证券因自营业务亏损 3.36 亿元，仅实现净利润 0.42 亿元，但代理买卖证券业务仍实现净收入 6.73 亿元。

表 3: 东莞证券主要业绩指标

单位: 百万	06 年	07 年	08 年	09 年预计
营业收入	301	1,857	443	1,462
经纪业务收入	251	1,344	673	1,126
净利润	121	1,094	42	771
净资产	573	1,399	1,441	2,212
ROE	23.51%	110.93%	2.98%	42.22%

资料来源: 长江证券研究部

2008 年, 东莞证券实现代理买卖股票和基金交易额 3302 亿元, 市场份额 0.6%, 排名 47 位; 2009 上半年, 实现代理买卖股票和基金交易额 2815 亿元, 市场份额 0.62%, 排名 48 位。东莞证券以 10 家营业部便取得 0.62% 的市场份额, 其经纪业务具有成本较低、含金量高的优点。

表 4: 东莞证券位居 2008 年证券公司成本管理能力前 20 位

排名	证券公司	成本管理能力	排名	证券公司	成本管理能力
1	国联证券	3.09	11	首创证券	2.37
2	华安证券	2.96	12	大通证券	2.22
3	和兴证券	2.75	13	东海证券	2.13
4	广发华福	2.68	14	华西证券	2.1
5	财通证券	2.67	15	中信建投	2.09
6	财达证券	2.6	16	东莞证券	2.06
7	中原证券	2.57	17	东兴证券	2.06
8	中信金通	2.45	18	华创证券	2.06
9	申银万国	2.45	19	广发证券	2.06
10	浙商证券	2.43	20	川财证券	2.04

资料来源: 长江证券研究部

注: 成本管理能力 = (营业收入 - 投资收益 - 公允价值变动收益) / 营业支出

第二, 东莞证券经纪业务份额不大, 含金量奇高

1、部均交易额居行业前列

2009 上半年, 东莞证券部均股票、基金交易额 (经纪业务自身) 278 亿元, 营业部平均市场份额 0.0661%, 远超过市场平均的 0.0303% 水平; 在纳入统计的 3295 家营业部中, 公司有 8 家营业部位居前 400 位, 仅东莞市外的深圳和上海营业部低于市场平均水平。

表 5: 09 上半年东莞证券有 8 家营业部进入行业前 400 位

排名	营业部名称	股票基金交易额 (亿元)	市场份额
27	东莞莞太路营业部	641	0.1521%
128	东莞运河西路营业部	369	0.0875%
169	东莞常平营业部	328	0.0778%
243	东莞虎门营业部	285	0.0677%
273	东莞长安营业部	272	0.0645%
296	东莞塘厦营业部	262	0.0622%
360	东莞厚街营业部	239	0.0566%
390	东莞石龙营业部	230	0.0546%
2012	深圳新闻路营业部	80	0.0190%
2045	上海仙霞路营业部	78	0.0186%

资料来源: 长江证券研究部

全口径（含自营和基金分仓）统计的上半年部均交易额中，东莞证券位居第 6 位，较 2008 年上升 1 位。

表 6：09 上半年东莞证券部均交易额居行业第 6 位

排名	会员	部均交易额	营业部数	排名	会员	部均交易额	营业部数
1	中金公司	1,854	3	11	国金证券	225	15
2	高华证券	804	2	12	联合证券	218	38
3	国信证券	432	48	13	第一创业	216	7
4	中信金通	315	22	14	浙商证券	215	20
5	中信证券	293	41	15	国泰君安	206	112
6	东莞证券	282	10	16	华泰证券	188	84
7	中银国际	259	21	17	国联证券	185	15
8	兴业证券	257	25	18	平安证券	184	22
9	招商证券	253	71	19	光大证券	176	79
10	东吴证券	228	18	20	华西证券	170	31

资料来源：长江证券研究部

2、单家营业部盈利能力强

2008 年，公司 20 家营业网点（包括 10 家服务部）平均实现代理买卖证券业务净收入 3363 万元，市场排名第 10 位。如果以营业部数量口径计算部均代理买卖证券业务净收入，公司的排名将跃居前 5 位，部均盈利能力不同凡响。

表 7：2008 年东莞证券网点平均盈利额居行业第 6 位

排名	证券公司	网点平均代理买卖证券业务净收入(万元)
1	中金公司	29,658
2	高华证券	10,025
3	国信证券	7,924
4	中信证券	4,350
5	招商证券	4,135
6	中银国际	3,990
7	中信金通	3,705
8	国联证券	3,669
9	兴业证券	3,406
10	东莞证券	3,363

资料来源：长江证券研究部

注：网点指的是包括服务部的营业网点数量。

东莞证券营业部盈利能力突出，一方面在于客户质量好，50 万资产以上的客户是其佣金贡献的主要来源，平均客户资产规模远高于其他券商，且这部分客户更注重资产配置和主动型投资，资产周转率较高，使营业部部均交易额居前；另一方面原因是公司基础客户资源丰富，并不仅仅依靠私募客户贡献交易额，因此佣金水平远高于行业平均水平，并且波动幅度较小。据测算，2007 年公司平均净佣金水平为 0.2173%，2008 年为 0.2036%，预计 2009 上半年为 0.1833%。

3、服务部升级强化东莞地区垄断优势

东莞地区目前有近 20 家券商的营业部，近年来东莞证券在该地的市场份额一直在 60%以上。

7 月份，东莞证券有 6 家服务部获批升级为营业部，其中东莞市中心区 2 家，黄江镇、桥头镇、清溪镇、凤岗镇各 1 家，其余 4 家：东莞市南城区第一国际服务部、及位于石碣镇、东坑镇和大朗镇的服务部正处于装修施工和报批阶段，也将在年内完成服务部升级为营业部的工作。

届时，公司将除上海和深圳的营业部外，在东莞市中心区拥有 6 家营业部，东莞其余各镇拥有 12 家营业部，在东莞地

区拥有的营业部数量远超过其他券商，服务部升级后能更好的进行客户开拓、资讯服务等工作，有望促进整体市场份额进一步上升。

第三，自营业务下半年有望发力

2008 年末，东莞证券交易性金融资产 4.19 亿元，其中债券 2.53 亿元，基金 1.51 亿元，股票类资产基本全部清仓。自营股票和基金投资在经历了 08 年亏损 3.46 亿元后，09 年一季度之后开始建仓，预计 5 月份以来自营股票类投资规模超过 2 亿元，对 6 月份业绩有一定贡献。

由于东莞证券净资产超过 14 亿元，年初自有货币资金达 8.2 亿元，持有基金规模约 1.5 亿元，因此我们认为其股票自营规模具有适度扩大的空间，与其他证券公司一样，随着股票自营投资规模的增加，预计 7、8 月份公司自营业务收入较上半年有较大幅度的增长，全年有望实现收入 1.9 亿元。

第四，投行业务将成新增长点

东莞证券凭借在广东地区的资源优势，选定投行业务作为业务发展的突破口。07 年公司投行业务收入仅 225 万元，但 08 年通过承销天茂集团和中科英华的定向增发项目（分别募集 6.71 亿元和 4.47 亿元），实现投行收入 1772 万元。

据了解，公司年内保荐人数量将接近 30 人，储备定向增发项目 1-2 家，创业板项目 2-3 家，预计全年投行业务收入超过 4000 万元。

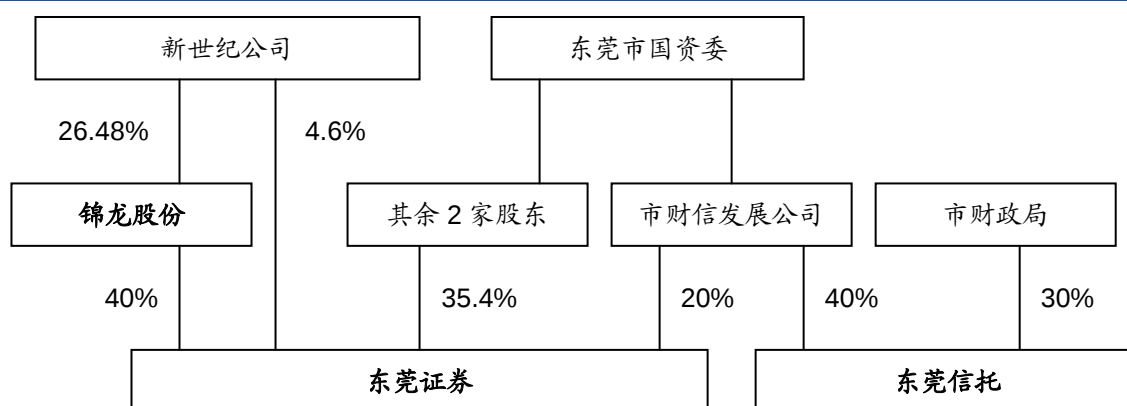
第五，公司可能择机增持金融类股权

据 2008 年报，公司有意择机增持金融类股权。公司主业资产将变更为金融股权资产，未来主要有三方面看点：

1、增持东莞证券股权。我们了解到，公司大股东新世纪公司已受让东糖实业持有的东莞证券 4.6% 的股权，但 2008 年末锦龙股份因自身净资产规模的限制，转而由大股东代持，因此公司可能择机增持该部分股权；

2、如果注入东莞信托等资产想象空间更大。东莞市财信发展公司是东莞信托的大股东，持股 40%，同时也持有东莞证券股权 20%，其实际控制人为东莞市国资委，如果能通过资产重组，注入东莞信托股权，使公司成为东莞市整合金融股权资源的平台，则公司的资产盈利能力将再度大幅度提升。东莞信托 2008 年实现营业收入 2 亿元，在 51 家信托公司中排名第 27 位；净利润 1.36 亿元，资本收益率 18.45%，在 46 家信托公司中排 13 位；管理信托资产 103 亿元。

图 1：东莞证券和东莞信托股权结构图



资料来源：长江证券研究部

东莞银行也属东莞市国资委控制，如果公司成为整合金融股权资源的平台，东莞银行也可能成为具有注入潜力的资产。截至 2008 年 12 月底，东莞银行总资产 700.41 亿元，各项存款达 497.87 亿元，各项贷款达 281.47 亿元，实现利润总额 11.34 亿元，具有良好的成长性。

3、完善金融业务牌照。在构建金融控股平台的同时，公司未来还将获得更多的金融业务牌照，以丰富收入来源。

东莞证券旗下目前已控股华联期货，具备 IB 业务资格，但还缺乏基金公司牌照。东莞证券已经具备分别控股和参股一家基金公司的资格，未来将择机发起和参股基金公司。

此外，东莞信托也将发起设立基金公司。早在 2008 年 4 月，东莞信托就与中粮集团有限公司、英国摩利基金管理有限公司在北京签署了三方协议，三者将共同发起设立“中英基金管理有限公司”，其中东莞信托持股比例为 30%。虽然该事宜目前存在一定变数，但东莞信托设立基金公司的计划并不会改变。

第六，盈利预测和投资评级

在日均交易额 2044 亿元的假设条件下，预计东莞证券 2009 年有望实现净利润 7.7 亿元，即为公司下半年贡献净利润 1.76 亿元，EPS0.58 元。鉴于公司上半年业绩公告预计同比增长 400%~450%，实现净利润 0.605 亿元，EPS 约 0.2 元，考虑到东莞证券的业绩贡献，全年有望实现 EPS0.78 元以上。

对东莞证券以权益法计算投资收益，使公司持续盈利能力彻底改观。一是如果假设全年以权益法计算投资收益，即把 1-5 个月东莞证券对公司净资产的贡献折算为净利润，那么公司今年实际 EPS 为 1.2 元左右，对应目前市盈率仅 17.5 倍；二是假设 2010 年市场成交额较今年下降 20%，自营投资收益锐减，保守预测下东莞证券仍能为公司贡献 EPS0.69 元的业绩，因此估值优势非常突出。

如果按照我们的假设，东莞市整合金融股权资源，注入东莞信托股权，公司主体资产性质改变，资本规模扩大、资产盈利能力进一步增强，将获得脱胎换骨式发展机遇。

鉴于东莞证券较强的盈利能力，我们予以公司推荐评级；参照非融资类上市券商 40 倍甚至以上的市盈率水平，我们认为公司合理股价在 30 元以上。

第七，风险提示

公司股价未来一段时间承受的风险主要有两点：

一是限售股解禁压力。第三大股东东莞市锦麟实业公司所持有 4.44% 股份，即 1354 万股已于 7 月 15 日全部解禁，而其前期解禁的 361 万股（1.19%），已经于 4 月 18 日至 6 月 25 日通过集中竞价交易减持，因此不排除其持续减持公司股份的可能。除此之外，公司其他解禁压力较小。

二是注入东莞信托股权事宜尚属于我们的推测或假设。公司具有成为东莞市整合金融股权资源平台的潜在条件，但未来能否注入东莞信托或者其他资产，不仅需要东莞市政府相关的安排、与大股东的充分协商，更需要相关部门的审批，存在较大的不确定性，这也可能影响公司的股价。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
营业收入	87	91	98	108	货币资金	63	206	347	518
营业成本	51	54	57	62	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	35	37	41	46	应收账款	142	138	149	164
% 营业收入	40.8%	41.0%	41.9%	42.4%	存货	143	208	289	385
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	542	646	698	831
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	890	1198	1484	1898
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	32	34	38	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	35.6%	35.0%	35.0%	35.0%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	42	-12	-15	-18	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	48.2%	-13.2%	-15.3%	-16.6%	固定资产合计	223	272	294	308
资产减值损失	-3	7	1	1	无形资产	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	64	306	320	350	递延所得税资产	1	2	0	0
营业利润	29	315	340	374	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	346.4%	346.3%	346.1%	资产总计	1126	1482	1788	2217
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	241	386	471	654
利润总额	30	315	340	374	应付款项	1	1	1	1
% 营业收入	35.0%	346.4%	346.3%	346.1%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	8	76	82	90	应付职工薪酬	2	2	2	2
净利润	22	240	259	284	应交税费	6	15	16	18
归属于母公司所有者的净利润	21.3	236.5	258.0	283.8	其他流动负债	15	13	14	15
少数股东损益	1	3	1	1	流动负债合计	266	418	504	690
EPS (元/股)	0.07	0.78	0.85	0.93	长期借款	269	269	269	269
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	155	-101	-62	-149	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	7	7	7	7
收回现金	1	0	0	0	负债合计	542	694	780	966
长期股权投资	176	0	0	0	归属于母公司	521	722	941	1182
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-20	12	8	7	少数股东权益	63	66	67	68
其他	-199	-89	-54	-142	股东权益	584	788	1008	1250
投资活动现金流净额	-44	-2	-2	-2	负债及股东权益	1126	1482	1788	2217
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.070	0.776	0.847	0.931
银行贷款增加 (减少)	-33	145	84	183	BVPS	1.71	2.37	3.09	3.88
筹资成本	43	-23	-24	-25	PE	299.68	27.05	24.79	22.54
其他	-136	0	0	0	PEG	2.19	0.20	0.18	0.16
筹资活动现金流净额	-125	122	60	158	PB	12.28	8.86	6.80	5.41
现金净流量	-14	19	-3	8	EV/EBITDA	75.78	22.16	20.95	19.65
					ROE	4.10%	32.77%	27.42%	24.00%

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 5 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	（8621）33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。