

中山公用 (000685)

受益于广发借壳成功，水价亦是看点

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

本报告导读：

- 广发借壳成功驱动价值重估50%；
- 水价上提和地产结算驱动主业快速增长

投资要点：

- **广发借壳终成正果，每股含量提升。**1月5日，公司董事会通过了广发借壳方案。公司将于1月11日复牌。而延边路复牌时间待定。广发借壳方案并没有修改，这与预期完全相符。借壳完成后，在考虑广发股权激励的情况下，公用每股广发含量由0.48股增加至0.60股、提升25%(见表2)。
- **广发借壳驱动公用价值重估。**综合判断，广发的行业定位介于中信和海通之间。而广发借壳成功后，其市场定位则是流通股本超小的小盘股，这在上市证券公司中独一无二。这也使得其在上市后将获得高于现有上市证券公司的定价。参照目前券商股的市值及其他借壳上市券商借壳后的表现，我们判断，广发的合理PE为30-35倍，对应市值1600-1700亿元，这样公用所含广发市值在231-245亿元，再考虑到其他业务价值，公用的合理价值在271-286亿元，对应重估价值增幅在49%-56%。
- **广发业绩和创新双驱动，股指期货弹性最高。**在经纪和自营业务的驱动下，2009年业绩超预期已无悬念。同时，广发资质优良、创新能力强，将最大程度受益于创新业务全面启动。尤其是，广发期货、经纪实力和创新能力共同决定了广发对股指期货的弹性要高于其他大券商。受益于市场的规模扩张和创新全面铺开，广发2010-2011年的净利润将达45、55和64亿元，同比增速为43%、22%和17%。
- **主业上半年快速增长预期明确。**公司已形成以环保水务为龙头、商业地产和股权投资为两翼的多元业务格局。水价上调预期明朗、区域内产能扩张和利用率提升、区域外并购扩张；租赁业务产业升级、商业地产开始起步，首个商业地产项目即将结算，这些都将驱动公司主业快速增长。由此我们预期，2009-2010年公司EPS将分别达到1.36元和1.60元，同比增速49%和18%。
- **维持增持，基于广发借壳以及主要业务快速增长预期，我们提升目标价至46元。**券商板块在公司停牌期间，涨幅超过10%，公司估值优势明显；延边路尚未复牌，这些都为公司创造了良好的市场条件；融资融券和股指期货推出预期已明、广发上市终成正果，中山公用自身主业的水价提价预期明朗以及商业地产开始结算收益，都将是公司价值重估的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	79	642	771	925	1,110
(+/-)%	41%	712%	10%	30%	20%
经营利润 (EBIT)	45	560	655	786	943
(+/-)%	50%	1146%	17%	20%	20%
净利润	30	547	813	959	1,118
(+/-)%	38%	1716%	49%	18%	17%
每股净收益 (元)	0.13	0.91	1.36	1.60	1.87
每股股利 (元)	41%	712%	10%	30%	20%

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	118	11	21	18	16
市盈率	228	33	22	19	16
股息率 (%)	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：增持

目标价格：

¥46.00

上次预测：¥43.00

当前价格：

¥30.47

2010.01.11

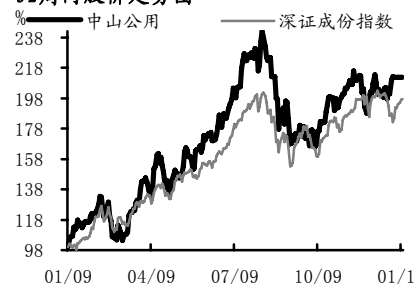
交易数据

52周内股价区间 (元)	13.35 ~ 32.40
总市值 (百万元)	18,251
总股本/流通A股 (百万股)	599/157
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.26
日均成交量 (百万股)	5.9
日均成交值 (百万元)	135.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	3,910
每股净资产	6.53
市净率	4.39
资产负债率	27.8%

52周内股价走势图



相关报告

成大更新报告：广发借壳成功驱动价值重估

(09.12.27)

行业更新：广发预期已明，三宝重估在即

(09.12.27)

更新报告：主业稳健，期待广发借壳技术障碍消除

(09.10.30)

更新报告：主业快速增长，催化剂多多

(09.08.26)

调研报告：广发驱动，水务和商业地产齐飞

(09.08.03)

表 1 广发借壳方案要点回顾

方案要点	(1) 延边路定向回购并注销吉林敖东持有的非流通股份 8498 万股非流通股，占延边路总股本的 46.15%； (2) 以新增股份换股吸收合并广发证券，延边公路与广发证券的换股比例为 1:0.83，即每 0.83 股广发换 1 股延边路；原有流通股股东所持股份数量不变；广发原股东所持股份将变更为有限售条件的流通股； (3) 其他非流通股股东按 10: 7.1 的比例缩股
借壳上市后情况	(1) 广发总股本为 25 亿股，其中流通股本为 9318 万股； (2) 敖东持有广发 6.54 亿股，持股比例 26.08%，每股广发含量 0.9 股 (3) 考虑股权激励，持股比例 25.78%，每股含量 1.14 股

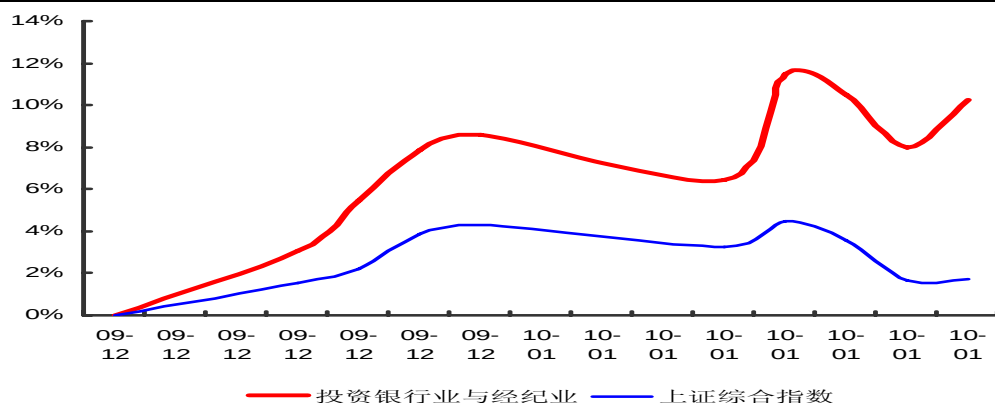
数据来源：公司公告

表 2 借壳后中山公用每股广发含量由 0.48 提升至 0.60，增加 25%

假设条件	广发股本(亿股)	持股数(亿股)	持股比例	每股含量
广发借壳未批、股权激励未批	25	3.43	13.70%	0.57
广发借壳获批，股权激励获批	25	3.61	14.42%	0.60
广发借壳成功，股权激励获批	20	3.00	15.00%	0.50
广发未批、但确认股权激励(*)	20	2.85	14.25%	0.48

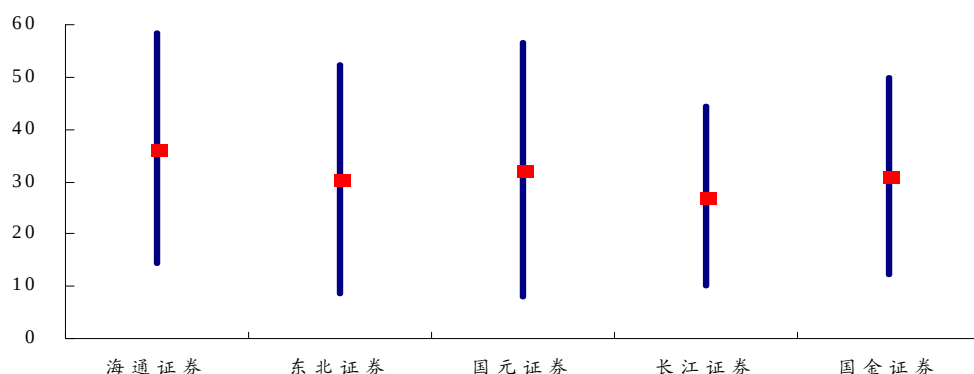
数据来源：公司公告

图 1 券商股在公用停牌期间涨幅超过 10%，公用补涨要求强烈



数据来源：wind

图 2 借壳上市的证券公司在上市后的 PE 估值表现



数据来源：国泰君安证券

表 3 广发证券不同业绩预期和估值倍数对应的市值(亿元,2010E)

		估值PE倍数				
		20	25	30	35	40
广发 盈利 (亿 元)	40	796	995	1,194	1,393	1,591
	45	895	1,119	1,343	1,567	1,790
	50	995	1,243	1,492	1,741	1,989
	55	1,094	1,368	1,641	1,915	2,188
	59	1,194	1,492	1,790	2,089	2,387
	64	1,293	1,616	1,940	2,263	2,586

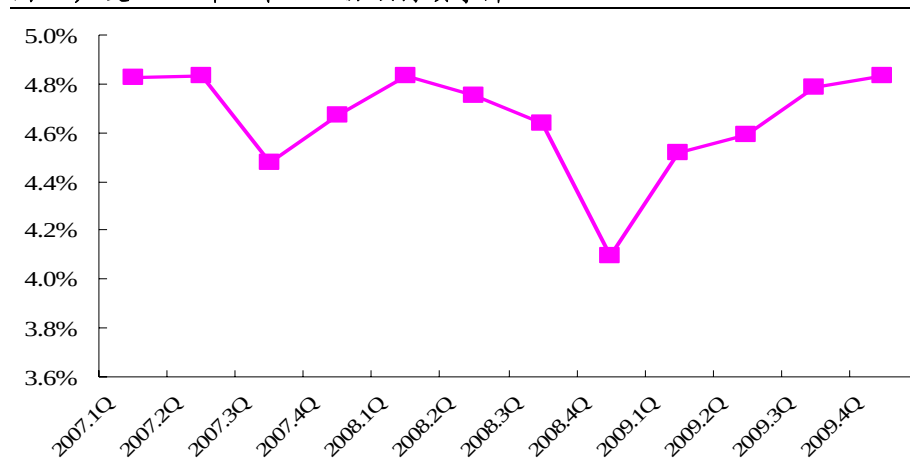
数据来源：国泰君安证券

表 4 公用在广发证券不同估值水平下对应的价值(2010E)

广发市值(亿元)	1,101	1,377	1,652	1,927	2,203
市值(亿元)	199	239	278	318	358
每股价值(元)	33.18	39.79	46.41	53.03	59.65
每股价值重估溢价	9%	31%	52%	74%	96%

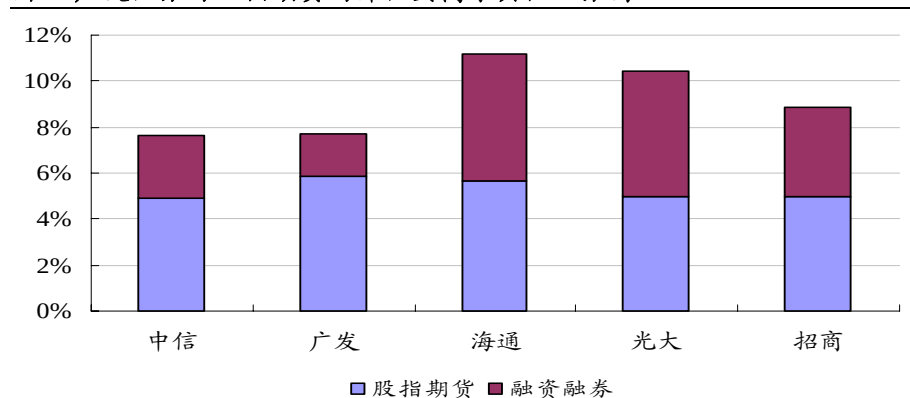
数据来源：国泰君安证券。

图 3 广发 2009 年以来经纪份额持续攀升



数据来源：国泰君安证券

图 4 广发证券对股指期货的弹性要高于其他大券商



数据来源：国泰君安证券

表 5 创新业务对广发证券的贡献度测算

		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
融资融券	融资规模/净资本		10%	15%	20%	25%
	净收入(百万元)		181	378	669	1,104
	其中:利息收入		163	340	603	996
	手续费收入		18	38	66	108
	净收入占比		1.5%	2.6%	4.0%	6.0%
股指期货	股指期货/现货交易额		30%	50%	100%	150%
	市场份额		4.50%	4.59%	4.68%	4.77%
	净收入(百万元)		239	448	1,005	1,614
	净收入占比		2.3%	3.6%	7.0%	9.6%
直接投资	投资规模/净资本		5%	10%	15%	15%
	投资规模(亿元)		815	2,268	4,521	5,976
	投资收益率		25%	25%	25%	25%
	净收入(百万元)		204	567	1,130	1,494
资产管理	管理资产规模(亿元)	23	46	56	67	80
	规模增速		100%	21%	20%	19%
	净收入(百万元)	100	69	81	98	117
创新业务收入总计(百万元)			694	1,474	2,902	4,330
占比			5.6%	10.2%	17.2%	23.3%

数据来源: 国泰君安证券

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

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com