

吉林敖东 (000623)

广发借壳成功的最大受益者

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

本报告导读:

- 对广发的弹性最高，广发借壳成功最大的受益者；
- 提升目标价

投资要点:

- **广发借壳终成正果，对广发的弹性最高。**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，在不考虑广发股权激励的情况下，敖东每股广发含量由0.90股增加至1.14股、提升27%，在广发三宝中对广发业绩和估值的弹性最高，远高于成大的0.73股和公用的0.60股。
- **广发借壳驱动敖东价值重估。**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，这样敖东所含广发市值在417-443亿元，再考虑到其他业务价值，公司的合理价值在450-500亿元，对应重估价值增幅在59%-77%。同时，敖东主业在三宝中最稳定，整体估值亦具备相对优势。
- **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%。
- **医药和铁矿亦具备想象空间。**今年以来，得益于心脑血管舒通与血府逐瘀等二线潜力品种销售收入的增长，医药主业实现了快速增长。公司目前参股通钢集团塔东铁矿30%的股权，该矿总矿石量为1.32亿吨，塔东铁矿可望于2010年开工建设并投产，2011年将开始完全贡献业绩。
- **增持，提升目标价至于78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，这些都是驱动敖东价值重估的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	845	928	1,113	1,336	1,603
(+/-)%	10%	10%	20%	20%	20%
经营利润 (EBIT)	59	72	83	96	110
(+/-)%	-43%	21%	15%	15%	15%
净利润	1,992	862	1,246	1,366	1,642
(+/-)%	414%	-57%	45%	10%	20%
每股净收益 (元)	3.50	1.50	2.17	2.38	2.86
每股股利 (元)	0.00	0.20	1,113	1,336	1,603

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	7.0%	7.8%	7.5%	7.2%	6.9%
市盈率	12	28	22	20	17
股息率 (%)	0.0%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%

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:

¥78.00

上次预测: ¥68.00

当前价格:

¥49.19

2010.01.11

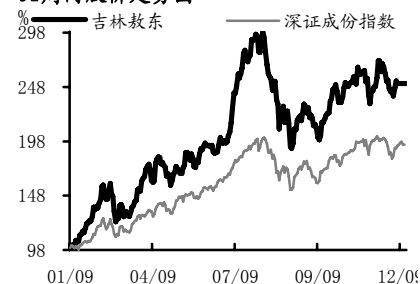
交易数据

52周内股价区间 (元)	19.92 ~ 59.34
总市值 (百万元)	28,203
总股本/流通A股 (百万股)	573/507
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.88
日均成交量 (百万股)	10.5
日均成交值 (百万元)	413.0

资产负债表摘要 (09/09)

股东权益 (百万元)	5,800
每股净资产	10.12
市净率	4.7
资产负债率	9.1%

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: 广发业绩符合预期, 主业实现较快增长

(09.10.23)

成大调研报告: 多元驱动, 攻守兼备

(09.06.08)

深度报告: 主业稳健, 广发驱动价值重估

(09.07.06)

表 1 广发借壳方案要点回顾

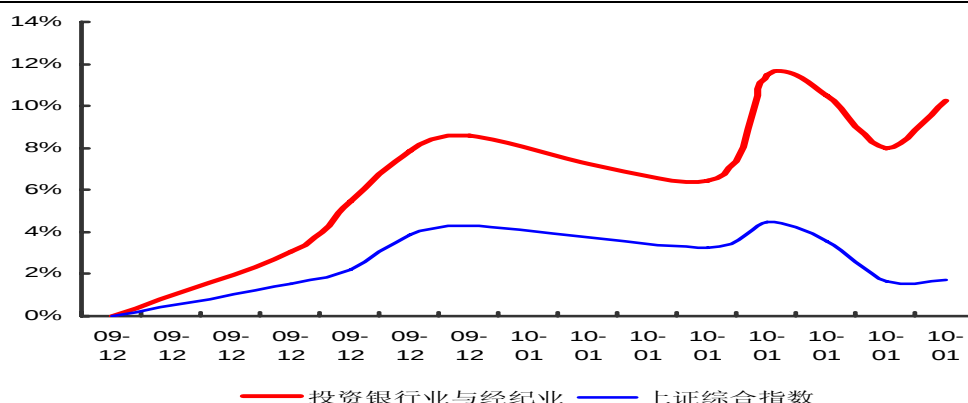
方案要点	(1) 延边路定向回购并注销吉林敖东持有的非流通股份 8498 万股非流通股，占延边路总股本的 46.15%； (2) 以新增股份换股吸收合并广发证券，延边公路与广发证券的换股比例为 1:0.83，即每 0.83 股广发换 1 股延边路；原有流通股股东所持股份数量不变；广发原股东所持股份将变更为有限售条件的流通股； (3) 其他非流通股股东按 10: 7.1 的比例缩股
借壳上市后情况	(1) 广发总股本为 25 亿股，其中流通股本为 9318 万股； (2) 敖东持有广发 6.54 亿股，持股比例 26.08%，每股广发含量 0.9 股 (3) 考虑股权激励，持股比例 25.78%，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

数据来源：公司公告

表 2 借壳后吉林敖东每股广发含量由 0.90 提升至 1.14，增加 27%

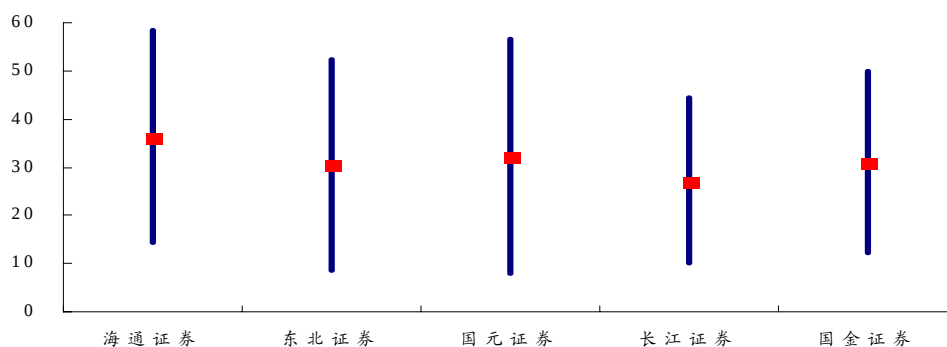
假设条件	广发股本(亿股)	持股数(亿股)	持股比例	每股含量
广发借壳未批、股权激励未批	25	6.21	24.78%	1.09
广发借壳获批，股权激励获批	25	6.54	26.08%	1.15
广发借壳成功，股权激励获批	20	5.43	27.14%	0.95
广发未批、但确认股权激励(*)	20	5.16	25.78%	0.90

图 1 券商股在敖东停牌期间涨幅超过 10%，敖东补涨要求强烈



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

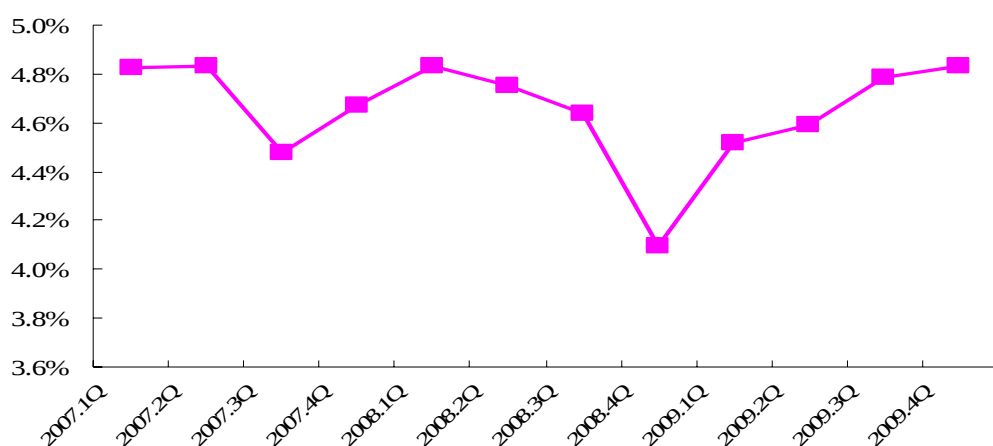
数据来源：国泰君安证券

表 4 敖东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)	324	396	468	540	612
每股价值(元)	56.62	69.15	81.69	94.22	106.75
每股价值重估溢价	15%	41%	66%	92%	117%

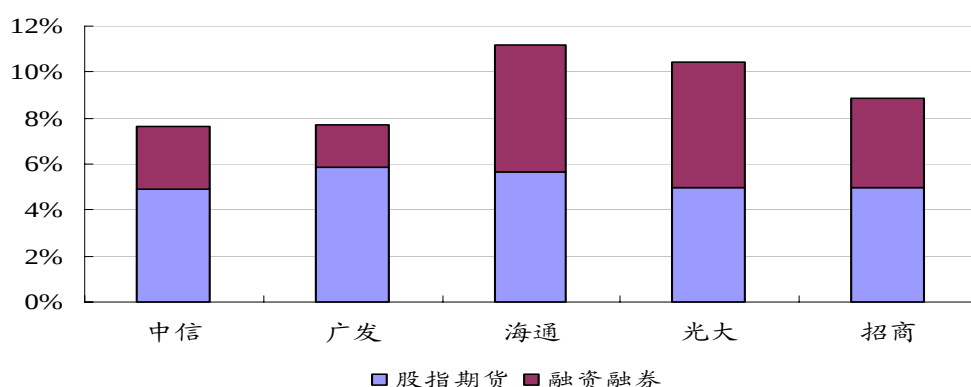
数据来源：国泰君安证券。注：敖东未考虑铁矿

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