



子行业/行业

锦龙股份 (000712)

价值低估，弹性十足

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjtas.com	dongle@gjtas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读:

东莞证券是对市场交易额弹性最大的券商，锦龙股份市值并未反映东莞证券业绩弹性和进一步的资产整合预期，增持！

投资要点:

- 锦龙股份已形成典型的控股公司架构，自来水主业和参股金融的业务模式已然明晰。
- 自来水业务是公司的传统业务，经营上保持了稳中有升的发展态势。但业绩对公司的贡献度甚微。鉴于自来水业务的特性，以及公司未来发展重点转向金融业，我们判断，自来水业务仍将维持相对稳定。
- 根植于东莞市肥沃的经济土壤，造就了东莞证券较高的经营效率。2009年来公司更是进入了加速发展期，到年底，营业部数量将增加 250%，多元化业务模式也将初步成型。目前，公司的资本扩张已经开始启动，这也将有望推动东莞证券的经营再上台阶。
- 东莞证券经纪业务占比高，是对市场交易额弹性最大的券商，业绩对交易额的弹性达到 0.97！由于上半年自营亏损较多，预期东莞证券 2010 年全年业绩 4.4 亿元、对应增速 -40%。但按照 3000 亿元的交易额水平，东莞证券明年的业绩将达到 6.1 亿元，同比增速达到 40%；而按照 4000 亿元的交易额水平，业绩将达到 7.7 亿元，业绩增速将达到 75%。
- 考虑到资产整合预期，对应于 3000 亿元交易额，锦龙股份 2011 年 EPS 为 0.91 元，动态估值 20 倍；4000 亿元交易额则为 1.13-1.20 元，PE 在 14-15 倍。我们认为，目前估值并未反映东莞证券业绩弹性预期和公司的进一步整合预期。此轮反弹，证券板块指数涨幅超过 30%，而锦龙涨幅只有 1%，涨幅严重滞后于指数，价值明显低估。
- 为反映东莞证券的业绩弹性以及进一步的资产整合预期，我们提升评级至增持，目标价提升至 25 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	87	162	80	91	105
(+/-)%	-66%	87%	-51%	15%	15%
经营利润 (EBIT)	18	215	159	355	405
(+/-)%	-85%	1098%	-26%	123%	14%
净利润	21	200	156	350	400
(+/-)%	-75%	837%	-22%	124%	14%
每股净收益 (元)	0.07	0.66	0.51	0.91	1.04
每股股利 (元)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	34%	45%	38%	38%	38%
净资产收益率 (%)	4%	29%	19%	32%	28%
净利润率 (%)	2%	17%	10%	18%	15%
市净率	20	15	13	12	9
市盈率	255	27	35	20	17
股息率 (%)	0.3%	0.0%	0.0%	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: 中性

目标价格: 25.00

上次预测: 20.00

当前价格: 17.25

2010.10.18

交易数据

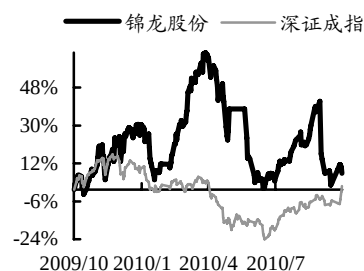
52 周内股价区间 (元)	15.70-28.00
总市值 (百万元)	5,441
总股本/流通 A 股 (百万股)	305/191
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	63%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	94

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	744
每股净资产	2.44
市净率	7.3
净负债率	46%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.13	0.18
Q2	0.07	-0.04
Q3	0.21	0.16
Q4	0.25	0.21
全年	0.66	0.51

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-24%	2%	7%
相对指数	-31%	-26%	3%

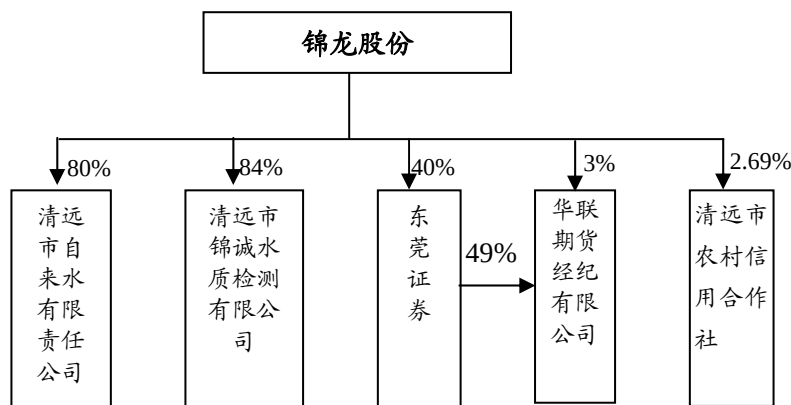
相关报告

《受累于东莞证券，业绩下滑明显》	2010.08.19
《成败皆在东莞证券》	2010.04.08
《东莞证券推动业绩超出预期》	2009.08.17
《持股东莞，与市俱进》	2009.06.23

1. 证券业务是锦龙股份的发展重心

锦龙股份主业为自来水和金融业务。事实上，锦龙股份自剥离房地产业务以来，已形成典型的控股公司架构，母公司并不从事具体业务，自来水业务的载体是清远市自来水有限责任公司，金融业务则主要是通过参股东莞证券 40% 来实现的，另外公司通过控股清远市锦诚水质检测有限公司介入水质监测领域。

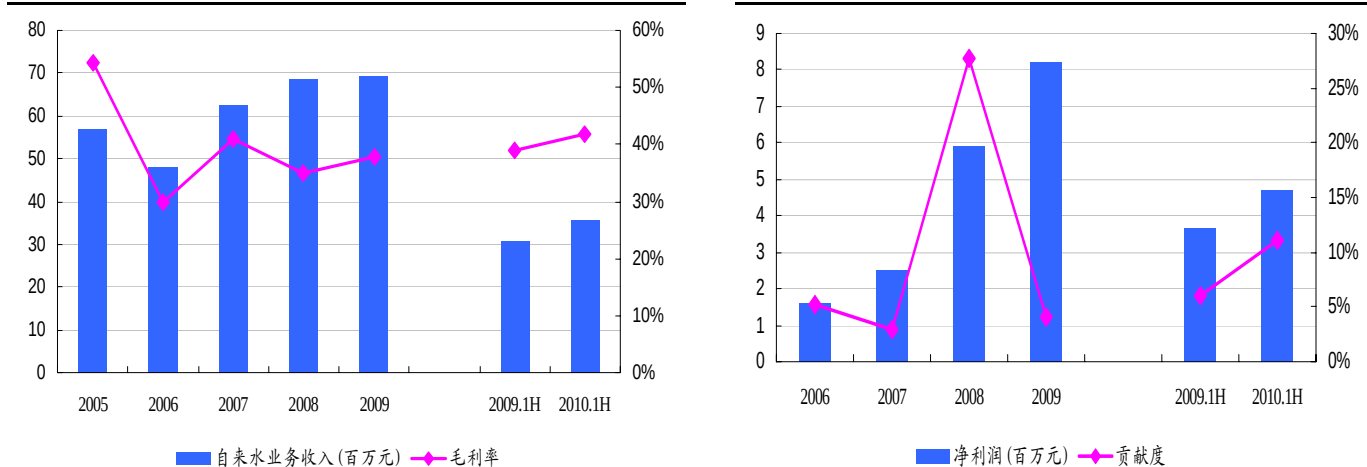
图 1 锦龙股份已形成典型的控股公司架构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

自来水业务是公司的传统业务，供水范围主要覆盖广东清远地市，经营相对稳定，2007 年来，自来水业务收入呈现持续小幅上扬态势；2010 年上半年，自来水业务实现营业收入 0.35 亿元，同比增长 15%，毛利率也由 39% 提升至 42%。但从业绩来看，自来水业务对公司的贡献度甚微，2009 年和今年上半年净利润贡献度分别仅为 4% 和 11%。鉴于自来水业务的特性，以及公司未来发展重点转向金融业，我们判断，自来水业务仍将维持目前相对稳定的发展态势。

图 2 自来水业务呈现稳健发展态势，但对业绩贡献度较低

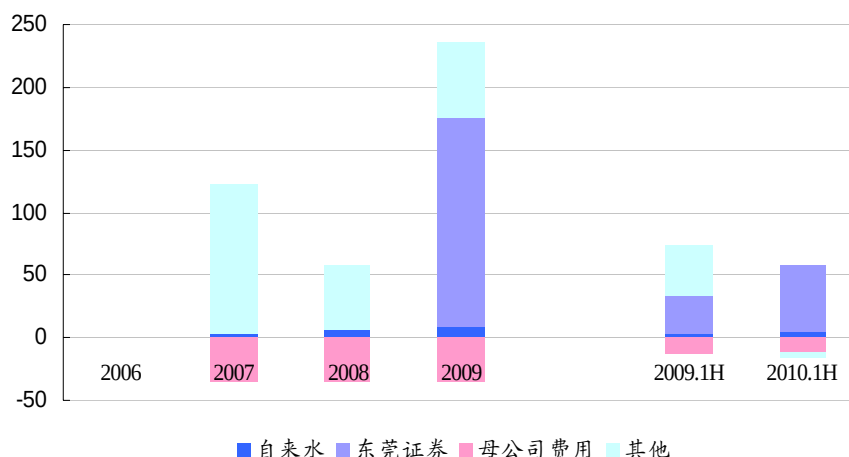


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

经过多年努力，公司成功获得东莞证券 40% 股权，成为其单一最大股东，并于 2009 年 6 月对其权益法核算，自此，对东莞证券的投资收益取代非经常性损益，成为公司的主要收入来源。这也是公司业绩波动大的主

要原因。2010 年上半年，由于市场环境不佳以及自营投资策略有误，东莞证券仅实现净利润 1.33 亿元、同比减少 59%；这也直接导致锦龙股份上半年净利润仅 0.42 亿元，同比下降 30.5%。正因为此，下文的讨论也将主要集中于东莞证券。

图 3 东莞证券对业绩的贡献起决定性作用



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 东莞证券：高速发展中的区域性券商

东莞证券是一家区域特征明显的中小券商，虽然规模偏小，但根植于东莞市肥沃的经济土壤，造就了东莞证券较高的经营效率。2007-2009 年，东莞证券的部均手续费净收入、净资产收益率均排名前列，2010 年被证监会评为 A 类券商。2009 年来更是进入了加速发展期，到年底，营业部数量将增加 250%，多元化的业务模式也将初步成型。目前，证监会的监管动态表明，东莞证券已向证监会递交了增资扩股的申请、并获得批准注册资本增至 15 亿元，表明公司的资本扩张已经开始启动，这也将有望推动东莞证券的经营再上台阶。

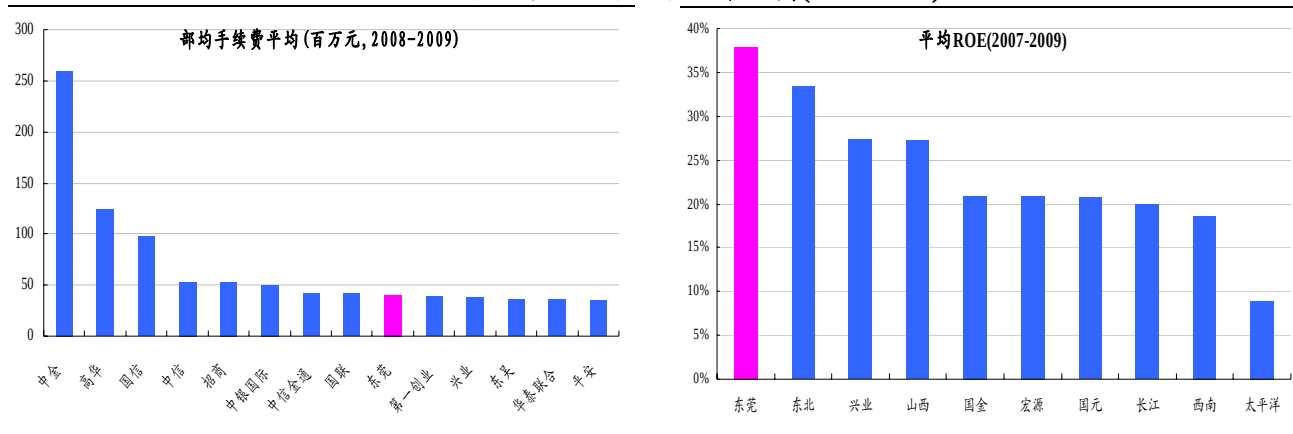
表 1 东莞证券与上市中小证券公司的比较 (2010.1H, 单位: 百万元)

	宏源	国元	长江	西南	东北	国金	太平洋	兴业	山西	东莞
类别	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	A	B	A
资产&收入规模										
净资本	4,553	11,901	6,567	3,435	2,032	2,643	1,601	4,049	1,676	1,789
净资产	6,564	14,501	8,769	4,615	2,986	2,866	1,811	5,349	2,980	2,184
营业收入	1,709	937	1,238	569	510	815	247	1,110	598	361
净利润	731	422	491	161	110	296	56	336	206	133
营业部家数	78	72	82	36	66	22	29	54	55	30
经营效率										
ROE	11.1%	2.9%	5.6%	3.5%	3.7%	10.3%	3.1%	6.3%	6.9%	6.1%
净利润率	42.8%	45.0%	39.7%	28.3%	21.6%	36.3%	22.9%	30.3%	34.4%	36.8%
经纪手续费占比	48%	59%	65%	63%	97%	46%	84%	51%	65%	102%
部均经纪手续费	10	8	10	10	7	17	7	10	7	12
业务竞争力										
经纪份额(2010.1-8)	1.29%	1.05%	1.64%	0.74%	0.75%	0.70%	0.28%	1.57%	0.58%	0.60%

佣金率	0.130%	0.109%	0.104%	0.102%	0.137%	0.114%	0.156%	0.079%	0.156%	0.125%
IPO 家数	10	7	1	5	5	8	4	5	5	3
承销份额	2.27%	1.00%	0.16%	0.66%	0.61%	2.34%	0.62%	0.66%	0.72%	0.60%
资产管理规模	15	8	43	0	18	0	0	18	8	11
基金管理规模	0	151	105	187	174	0	0	302	0	0

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

图 4 东莞证券经营效率较高(2007-2009)

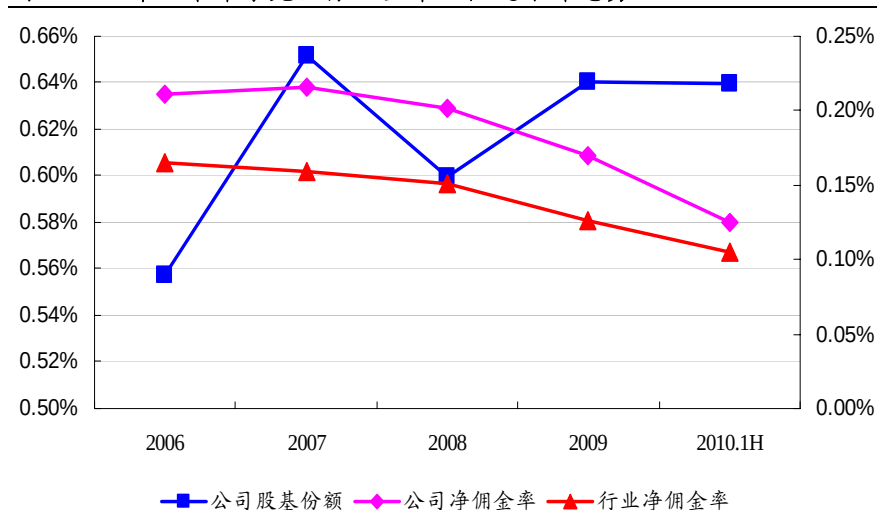


数据来源：国泰君安证券研究

经纪业务：受损于佣金率下滑，但全国扩张步伐加速。

由于多年未新设营业部以及东莞证券的垄断竞争优势，东莞当地佣金率一直维持高位(图 5)。但 2009 年营业部放开设以来，已有国信、申万等在东莞新设 6 家营业部，东莞本地市场维持高佣金率的前提已不复存在，这直接导致东莞证券净佣金率由 2009 年的 0.17%降低到今年上半年的 0.125%，降幅达 26.5%。我们判断，营业网点骤然增加所带来的降佣效应并未结束，公司短期内对此也难有有效的应对措施。但广东证监局已提出杜绝恶性竞争的要求、辖区内各券商也签订了自律公约；东莞市进入了营业部设立的饱和区域名单；中国证券业协会也出台了措施限制过度竞争，这些举措都将有效缓解当地市场佣金率的快速下滑。

图 5 2010 年上半年东莞证券佣金率呈快速下降态势



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

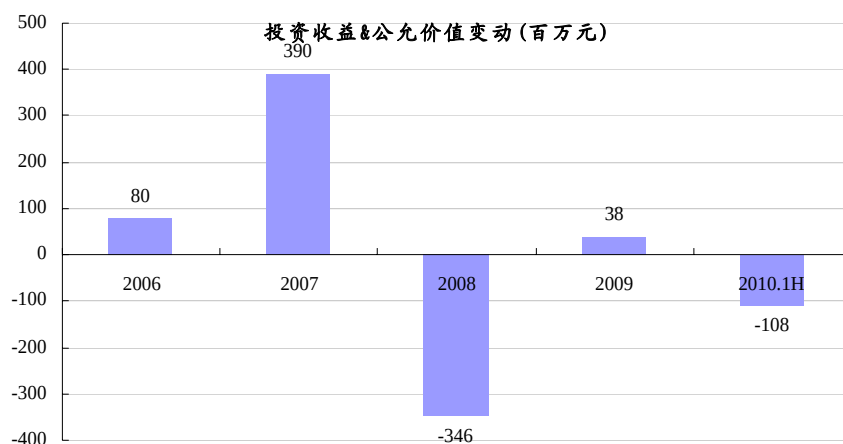
在外地券商纷纷进入东莞市威胁东莞证券竞争地位的同时，东莞证券也加快了区外扩张的步伐，由于 2007-2009 年连续 3 年部均经纪手续费净收入进入行业前 10 位，公司获得连续 3 年在全国设立 5 家营业部的机会。2009 年下半年以来，前两批共 10 家营业部已开业；而第 3 批的 5 家也已获批，这些新设的营业部集中于珠三角、长三角和环渤海等经济发达地区。同时，东莞境内的 10 家服务部已升级为营业部。这样，到年底东莞证券的营业部数量将达到 35 家，营业部和网点数量较 2009 年初分别增长 250%和 75%，将真正实现由东莞到全国的跨越。

我们认为，本地佣金率快速下滑、新设营业部推升成本但尚不能发挥效用，使得经纪业务上半年低于预期。但本地佣金率降幅趋缓、以及新设营业部开始真正发挥作用，而同时市场交易额倍增，经纪业务将重回快速增长态势。

自营投资业务是薄弱环节。

从历史上看，公司就不以投资业务见长，2008 年亏损额达到 3.46 亿元，今年上半年因持有集中持有东方集团亏损 1.1 亿元。投资能力不佳也是造成公司业绩波动较大的主要原因。目前，公司已更换了自营投资部门的负责人、并对自营投资的持仓结构进行了调整，投资业务薄弱的现状有望改观、但效果如何尚待观察。未来如何建立起科学的自营投资的决策机制和流程、防范投资风险，仍然是公司未来经营的重大课题之一。

图 6 东莞证券自营投资收益波动较大



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

已初步形成多元化的业务格局。

在经纪业务向全国扩张的同时，公司的其他业务如资产管理、股指期货等也开始起步，已初步形成多元化的业务格局。

表 2 东莞证券已初步形成多元化的业务格局

业务	主要进展
承销保荐	● 有保荐人 8 名； ● 2010 年来完成天龙集团、沪电股份和瑞普生物的 IPO，筹资额 28.86 亿元，份额 0.60%；另有宁波华翔、中科英华的定向增发；

	上半年实现承销保荐净收入 4587 万元(去年全年仅 1651 万元), 净收入贡献度 12.7%。
期货	2007 年 10 月, 收购控股了华联期货有限公司, 持有 49% 的股权; 2009 年实现期货经纪业务净收入 1496 万元, 同比增长 82.4%; - 期货子公司具金融期货经纪资格, 到 2010 年 9 月, 东莞证券共有 10 家营业部获得 IB 业务资格。
资产管理	- 已发行旗峰 1 号和 2 号两只集合理财产品, 规模 11.45 亿元; 2009 年和 2010 年中期, 分别实现资产管理净收入 685 万元和 491 万元, 收入贡献度分别为 0.51% 和 1.36%。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

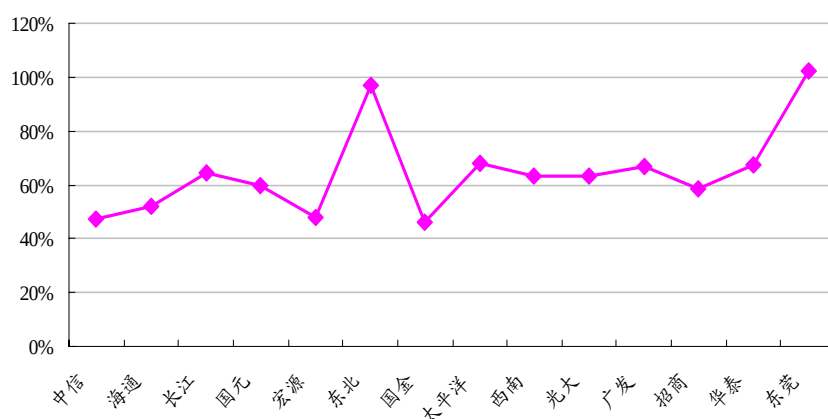
3. 业绩展望与估值: 价值低估, 业绩弹性十足, 增持!

锦龙股份上半年实现净利润 0.42 亿元, 同比下降 31%; 其中, 第二季度因东莞证券亏损, 净利润-0.14 亿元, 这也是近年来首次季度亏损。如前所述, 自营出现风险是导致东莞证券 2 季度业绩不佳的关键原因。我们判断, 2 季度也应是东莞证券和锦龙股份业绩的低点。从东莞证券自身而言, 自营决策和投研体系已有改观、风险已基本释放; 从市场环境来看, 也有明显好转。我们预期, 由于市场环境的改善, 东莞证券 3 季度可实现净利润 1.1 亿元, 对应锦龙股份净利润 0.49 亿元、EPS 0.16 元, 业绩将步出低谷。

年度业绩来看, 在(日均交易额/上证综指)为(2200/2800)的假设下, 预计东莞证券 2010-2011 年净利润 4.4 亿元与 5.4 亿元, 同比分别变化-35% 与 24%。相应调整锦龙股份 2010-2011 年 EPS 至 0.42 元与 0.56 元, 同比变化-36% 与 32%。目前锦龙股份股价对应于 2010-2011 年动态 PE 为 43 倍和 32 倍, 估值水平较高, 我们认为这是东莞证券业绩波动较大所导致的。但这一估值并未反映东莞证券业绩弹性预期和公司的进一步整合预期。目前在证券板块指数涨幅超过 20%, 而锦龙涨幅只有 2%, 涨幅严重滞后于指数, 价值明显低估。

(1) 业绩弹性! 东莞证券经纪业务占比甚高(近 5 年平均为 96%), 对市场交易额的弹性在所有上市公司中最高。市场交易额的持续放大将使得东莞证券业绩弹性充分显现, 若按照日均交易额 4000 亿元来测算, 2011 年东莞证券业绩同比将增长 77%! 对应锦龙股份 EPS1.13-1.20 元, PE14-15 倍。

图 7 东莞证券经纪业务弹性最高



数据来源: 国泰君安证券研究

(2) 金融资产整合! 公司尚未包含对未来金融资产进一步整合的预期。公司曾在今年6月份筹划向大股东东莞市新世纪科教拓展有限公司和海航置业控股(集团)有限公司定向增发,但因条件不成熟而取消。而目前原定的3个月期限已过,该事项有可能重新提上日程,这将显著提升对公司估值的预期。从市值来看,锦龙股份目前的估值水平仅对应于东莞证券130亿元市值,而较其竞争力差许多的太平洋市值已经达到188亿元,考虑资产整合,估值可达28元;即便是不考虑资产整合预期的话,对应锦龙每股价值达到25元。

为反映资产整合预期和东莞证券业绩弹性,我们提升评级至增持,目标价提升至25元。

表3 东莞证券业绩弹性测算(2011E)

		日均交易额				
		2000	2500	3000	3500	4000
上证指数	2500	0.64	0.78	0.93	1.07	1.21
	3000	0.73	0.87	1.02	1.16	1.30
	3500	0.82	0.96	1.10	1.25	1.39
	4000	0.91	1.05	1.19	1.33	1.48

数据来源: 国泰君安证券研究

表4 锦龙股份业绩弹性测算(2011E)

		日均交易额				
		2000	2500	3000	3500	4000
上证指数	2500	0.65	0.79	0.94	1.08	1.22
	3000	0.74	0.88	1.03	1.17	1.31
	3500	0.83	0.97	1.12	1.26	1.40
	4000	0.92	1.06	1.21	1.35	1.49

数据来源: 国泰君安证券研究

表5 锦龙股份盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	87	162	80	91	105
减: 营业成本	57	89	49	57	65
营业税金及附加	6	7	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	31	36	22	23	24
财务费用	42	30	24	25	27
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	64	217	175	368	416
其中: 联营企业	0	168	175	368	416
营业利润	18	215	159	355	405
所得税	8	12	4	4	5
净利润	22	202	156	351	401
归属于母公司净利润	21	200	156	350	400

少数股东权益	1	2	3	4	5
--------	---	---	---	---	---

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 6 东莞证券盈利预测表

东莞证券	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	443	1,342	1,025	1,438	1,624
手续费净收入	704	1,221	900	1,190	1,350
其中：代理买卖证券业务	673	1,194	848	1,094	1,245
证券承销业务	18	17	3	37	38
委托管理资产业务入	0	7	15	18	22
利息净收入	62	78	73	76	88
投资净收益	-127	49	47	166	179
公允价值变动净收益	-219	-11	0	0	0
二、营业支出	387	455	444	622	702
业务及管理费	344	384	390	546	617
三、营业利润	56	887	581	816	921
四、利润总额	56	886	581	816	921
减：所得税费用	14	219	144	202	228
五、净利润	42	667	438	614	694
归属于母公司的净利润	42	667	438	614	694
少数股东损益	1	1	0	0	0
同比增速	-96%	1495%	-34%	40%	13%
EPS(元)	0.08	1.21	0.80	1.12	1.26
BVPS(元)	2.53	3.74	4.30	4.94	5.68
ROE	3.0%	32.4%	18.5%	22.6%	22.2%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

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:	gtjaresearch@gtjas.com		