

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖风 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

广发借壳一大步：券商影子股风生水起

报告要点

■ 广发证券借壳上市取得突破性进展

今日，持有广发证券股权的辽宁成大、吉林敖东、中山公用、华茂股份、闽福发、星湖科技等 6 家上市公司同时宣布将于 1 月 11 日复牌，并通过了维持广发证券原借壳方案不变等议案，表明广发证券借壳上市取得突破性进展，有望在未来一段时间获得监管部门的批准，最终完成借壳上市。

广发证券相关上市公司股东的公告主要内容有：

1、维持原换股比例 1: 0.83 不变，即每 0.83 股广发证券股份换 1 股延边公路股份，这也是 S 延边路顺利股改的必要条件；2、广发证券在 2006 年 6 月 30 日后至资产交割日，形成的期间损益除支付给吉林敖东药业集团股份有限公司 4000 万元补偿款外，其余的损益由合并完成后存续公司的全体股东享有或承担，延边公路在 2006 年 6 月 30 日后至资产交割日，形成的期间损益由合并完成后存续公司的全体股东享有或承担；3、本次换股吸收合并完成后，广发证券原股东通过换股所持的延边公路股份成为有限售条件流通股，具体流通时间限制以广发证券原股东作出的限售承诺为准。

■ 影子股坐享投资收益，广发证券上市进一步提升其市值

受益于广发证券、获得巨额投资收益的辽宁成大、吉林敖东和中山公用 2009 年前三季度业绩均显著增长，其中吉林敖东和辽宁成大净利润将近 10 亿元，中山公用也净赚 5.75 亿元，三公司投资收益对净利润的占比均在 90% 左右。华茂股份（持股 2.5%）、闽福发（持股 0.46%）、星湖科技（持股 0.31%）则只能依靠分红分享广发证券业绩，对其自身的业绩提升幅度相对较小。

但广发证券上市将大幅度提升上市股东的市值和投资收益，按经纪业务价值系数等估值方法，广发证券的合理市值约 1412 至 1569 亿元，即上市后的合理股价约 56 至 62.5 元，这将提升相关公司的股价至少 30% 至 40% 以上。

■ 其他券商影子股也有望借机腾飞

广发证券借壳上市的突破将大幅度缩短国海证券借壳 ST 集琦的进程，这将成为其上市股东桂东电力、索芙特、中恒集团、河池化工的股价催化剂；此外 2010 年有望 IPO 上市的华泰证券的影子股宏图高科和华西村、国信证券影子股北京城建、兴业证券影子股交大昂立等也将借机腾飞。建议重点关注索芙特。

■ 题材与业绩推动下，券商股及影子股将掀起一波行情

在券商股业绩好于预期的基础上，股指期货和融资融券的获批使券商业绩更具成长空间，此时广发证券借壳上市的突破，使券商影子股随证券板块迎来一波行情。我们维持证券业看好评级，预计辽宁成大、吉林敖东、中山公用的第一目标价格为 50.03 元、70.94 元、39.61 元，复牌后隐含 30% 以上上涨空间，建议重点关注。

第一，按照经纪业务市场价值评估法，广发证券的合理市值约 1412 至 1569 亿元

经纪业务市场价值评估法是根据券商的市场份额与平均佣金费率，与市值规模相比较，测算同类券商经纪业务市值系数，以此推算公司的合理股价。我们认为公司的经纪业务市值系数应接近于业务规模和收入结构相似的海通、光大和中信证券，假如公司的经纪业务市值系数在 4.5 至 5 之间，按照换股后 25 亿股计算，则公司上市后的合理股价约 56 至 62.5 元。

表 1：上市券商经纪业务市值系数比较

	中信	海通	国元	东北	宏源	国金	太平洋	西南	光大	招商	广发
股价	32.26	18.93	21.88	37.68	24.30	24.16	18.41	18.67	28.13	30.53	62.55
股本（亿）	66.30	82	19.6	6.4	16.75	10	15.03	19.04	34.18	35.85	25.08
市值（亿元）	2,139	1,558	429	241	407	242	277	355	961	1,095	1,569
市场份额	8.37%	4.14%	1.06%	0.76%	1.28%	0.76%	0.29%	0.58%	3.09%	4.05%	4.54%
佣金水平	0.1314%	0.1502%	0.1409%	0.1904%	0.1694%	0.1031%	0.1972%	0.1531%	0.1248%	0.1197%	0.1555%
市值系数	5.14	4.00	3.47	5.99	5.34	3.24	2.04	2.50	4.01	4.43	4.5

资料来源：长江证券研究部

第二，广发影子股升值空间巨大

广发证券前身是广东发展银行证券营业部，目前注册资本为 20 亿元，广发借壳 S 延边路，原重组方案换股比例为 1:0.83。换股后，S 延边路的总股本将达 25 亿股。预计广发上市后市值达 1500 亿元。

广发证券有 6 家上市公司股东，其中辽宁成大持股近 25.941%，吉林敖东持股 25.78%，中山公用持股 14.25%，为其前三大上市公司股东，另外三家上市公司分别为：华茂股份，持股 2.5%；闽福发 A，持股 0.46%；星湖科技，持股 0.31%。

广发证券未上市时，辽宁成大、吉林敖东、中山公用通过权益法按比例分享广发每年实现的净利润，而华茂股份等少量持有广发股权的公司，只能通过分红获得投资收益。一旦广发证券上市成功，相关参股 A 股公司便能享有股权按“市盈率”溢价带来的增值收益，同时也能套现获利。其持有的广发股权也可以从“长期投资”转入“可供出售金融资产”。

辽宁成大（600739）作为广发证券第一大股东，持有其近 5.19 亿股，按辽宁成大股本 9.02 亿股测算，相当于每股辽宁成大含 0.58 股广发证券。2009 年上半年财报显示，辽宁成大上半年从广发证券取得投资收益 5.28 亿元，占上市公司净利润的比重为 86.43%。目前公司股价 38.09 元，股本 9.02 元，市值 343.57 亿元。广发上市后，公司合理市值应在 451 亿元以上，**预计辽宁成大第一目标价为 50.03 元，隐含涨幅 31.35%。**

吉林敖东（000623）持有广发近 5.156 亿股，每股原含 0.90 股广发证券。上半年从广发证券获得收益 5.79 亿元，占上市公司净利润的比重为 89.46%。目前公司股价 49.19 元，股本 5.73 亿，市值 281.86 亿元。广发上市后，预计公司所持广发股权将稀释到 20.62%，**目标价为 70.94 元，隐含涨幅 44%。**

中山公用（000685）持有广发近 2.85 亿股，每股原含 0.48 股广发证券。中山公用 2009 年 11 月 2 号公司公告显示，前三季度，广发对中山公用净利润贡献 4.5 亿元，占比 78.26%。公司目前股价 30.47 元，股本 5.99 亿元，市值 182.52 亿元；广发上市后，预计公司所持广发股权将稀释到 11.4%，**预计目标价为 42.39 元。**

华茂股份（000850）初始投资 5000 万持有广发 4750 万的股权，每股原含 0.079 股广发证券。同时公司还持有国泰君安 1.69% 的股权，宏源证券 1.51% 股权。一旦广发上市，券商利润将获得更大的增长空间，作为影子股的华茂股份将获得更多的表现机会。公司目前股价 8.35 元，股本 6.29 亿，市值 52.52 亿元；广发上市后，预计公司所持广发股权将稀释到 1.9%，**预计目标价为 9.72 元。**

闽福发 A (000547) 持有广发证券 767 万股，同时间接持有太平洋证券 0.4 亿股。每股原含 0.03 股广发证券。公司目前股价 9.58 元，股本 2.45 亿，市值 23.47 亿元；广发上市后，公司所持广发股权将稀释到 0.27%。预计目标价为 **11.31 元**。

星湖科技 (600866) 持有广发证券 620 万股，每股原含 0.12 股广发证券。公司目前股价 12.84 元，股本 5.21 亿，市值 66.90 亿元；广发上市后，公司所持广发股权将稀释到 0.25%，预计目标价为 **14.08 元**。

表 2：广发上市对相关公司的股价提升幅度比较

	辽宁成大	吉林敖东	中山公用	华茂股份	闽福发 A	星湖科技
广发上市后每股含权	0.69	1.08	0.57	0.09	0.04	0.01
目前价格 (元)	38.09	49.19	30.47	8.35	9.58	12.84
合理价格 (元)	50.03	70.94	42.39	9.72	11.31	14.08
隐含涨幅	31.35%	44.21%	39.11%	16.42%	18.05%	9.68%

资料来源：长江证券研究部

第三，国海证券借壳 ST 集琦，有望借机腾飞

国海证券前身是 1988 年创立的广西证券，注册资本 8 亿。公司股东 13 家。ST 集琦以新增股份吸收合并国海证券形成新的公司，采取 10 送 2 的方式支付对价。国海证券上市后市值有望超过 210 亿元。

桂东电力 (600310) 持有国海证券 14.84% 的股权，目前桂东电力股价为 25.55 元，股本 1.57 亿股，市值 41 亿元。若国海证券上市，桂东电力股权稀释到 14.08%，预计合理价格在 **32.21 元以上**。

索芙特 (000662) 有国海 9.12% 的股权，公司目前股价 7.2 元，股本 2.88 亿股，市值为 26.78 亿元；若国海证券上市，索芙特股权稀释预计到 8.65%，预计合理价格在 **11.02 元以上**。

中恒集团 (600252) 持有国海证券 7.5% 的股权，公司目前股价 27.18 元，股本 2.61 亿股。若国海证券上市，预计公司股权将稀释到 6% 左右，预计合理价格在 **34.53 元以上**。

河池化工 (000953) 持有国海证券 5% 股权，公司目前价格为 8.37 元，股本 2.94 亿，市值 24.37 亿元。预计国海证券上市后，持有国海证券股票稀释为 4.74%，预计合理价格在 **11.09 元以上**。

表 3：国海证券上市对相关公司的股价提升幅度比较

	桂东电力	索芙特	中恒集团	河池化工
国海上市后持股比例	14.08%	8.65%	6.00%	4.74%
目前价格 (元)	25.55	7.20	27.18	8.37
合理价格 (元)	32.21	11.02	34.53	11.09
隐含涨幅	26.08%	53.02%	27.03%	32.45%
含国海证券股权价值 (亿元)	29.57	18.17	12.60	9.95

第四，待 IPO 上市券商影子股也能分到蛋糕

除华泰证券即将上市外，国信证券、兴业证券、国泰君安、西部证券、东方证券等 5 家券商准备上市，并已向证监会提供了材料。

宏图高科和华西村分别持有华泰证券 1.48 亿股和 4534.60 万股，占华泰证券目前总股本的 3.07% 和 0.94%，华泰证券上市后的市值有望达到 1800 亿元，仅次于中信证券，宏图高科和华西村的合理价值分别有望提升 **40% 和 32%**。

IPO 排队的券商中，国信上市呼声渐高。北京城建（600266）直接持有国信证券 4.9%的股份，国信证券上市后市值将达到 1500 亿元，北京城建持有的国信证券股权价值倍增，股价隐含涨幅超过 40%。

兴业证券今年上市的概率也很大。交大昂立（600530）持有其 4.405%股权，兴业上市，交大昂立是最大受益者。

第五，题材与业绩推动下，券商股及影子股将掀起一波行情

在券商股业绩好于预期的基础上，股指期货和融资融券的获批使券商业绩更具成长空间，此时广发证券借壳上市的突破，使券商影子股随证券板块迎来一波行情。我们维持证券业看好评级，预计辽宁成大、吉林敖东、中山公用的第一目标价格为 50.03 元、70.94 元、39.61 元，复牌后隐含 30%以上上涨空间，建议重点关注。

行业上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	上次	本次
600030	中信证券	32.44	1.10	1.32	1.51	29.5	24.6	21.5	3.9	3.6	3.3	推荐	推荐
600837	海通证券	19.04	0.40	0.65	0.76	47.6	29.3	25.1	4.1	3.7	3.2	谨慎推荐	谨慎推荐
000562	宏源证券	24.21	0.37	0.79	0.88	65.4	30.7	27.5	7.1	5.8	4.8	中性	中性
000728	国元证券	21.75	0.36	0.50	0.52	60.4	43.5	41.8	9.1	2.8	2.7	谨慎推荐	推荐
000686	东北证券	38.47	0.71	1.39	1.43	54.2	27.7	26.9	9.9	8.5	6.4	推荐	推荐
600109	国金证券	24.52	0.76	0.45	0.51	32.4	54.5	48.1	11.4	9.6	8.0	中性	中性
600369	西南证券	19.19	0.07	0.37	0.44	274.1	51.9	43.6	11.0	8.3	7.0	中性	中性
601099	太平洋	18.47	(0.43)	0.26	0.30	-43.1	71.0	61.6	20.1	15.7	12.5	中性	中性
601788	光大证券	27.09	0.47	0.85	1.03	57.6	31.9	26.3	6.6	3.8	3.4	中性	推荐
600999	招商证券	17.36	0.63	0.90	0.98	27.6	19.3	17.7	7.1	2.8	2.5	中性	中性

资料来源：长江证券研究部

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 6 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）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	（8621）68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	（8621）68751860	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。