

## 锦龙股份 (000712)

## 金控平台,证券为体;一参一控,触网飞升

## 推荐 (维持)

现价: 18.57

## 主要数据

行业	平安非银金融
公司网址	www.jlcf.com
大股东/持股	东莞市新世纪科教拓展有限公司/50.01%
实际控制人/持股	杨志茂/40.01%
总股本(百万股)	896
流通A股(百万股)	448
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	169.43
流通A股市值(亿元)	84.70
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	66.4

## 行情走势图



## 证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
010-59730729  
Jiaowenchao233@pingan.com.cn

## 研究助理

罗晓娟 一般证券资格编号  
S1060114080008  
01059730725  
LUOXIAOJUAN567@pingan.som.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## ■ 基本面分析:主业聚焦证券业

剥离自来水业务,主业更加聚焦:2014年,锦龙股份先后转让了旗下清远自来水管厂的80%股权和清远市锦诚水质检测有限公司的20%的股权完全剥离了非金融业务,获得投资收益的同时清晰了公司的发展战略。

业务结构方面,中山证券和东莞证券都是经纪业务占比较大。中介类业务中,由于互联网金融产品“惠率通”的推出,中山证券的经纪业务市场份额有所提升,东莞证券则呈下降趋势。投资类业务方面,东莞证券自营规模近三年比较平稳,而中山证券13年底资产管理业务规模达到1118亿,排名靠前。融资类业务方面,东莞证券和中山证券自取得业务资格后,发展较为迅速。

## ■ 公司亮点:互联网+金控平台+增资扩股

作为国内最早提出“互联网券商”概念的公司,中山证券推出了“惠率通”和“小惠通”两款基于互联网的产品,其中,“惠率通”是网上开户,亮点是与腾讯的合作;“小惠通”实际上是场内小额质押式回购产品,亮点是1000元的门槛,基本上是行业最低。同时,9月份,中山证券与金融界达成战略合作协议,在互联网的道路上继续深化。

锦龙股份现在旗下有一参一控两家证券公司,全资拥有上海锦弘投资管理公司,间接控制华联期货,同时参股东莞农商行和清远农商行,初步形成了民营金融控股公司的雏形,旗下金融资源不仅易形成协同优势,同时和其母公司之间还有进一步操作的空间。

14年11月5日,公司发布公告拟进行非公开增发募集资金不超过35亿元,用于偿还公司借款及补充公司流动资金。其中,公司控股股东新世纪公司承诺认购金额不超过17.5亿元,且认购比例不低于50%。通过此次增发偿还贷款,公司可以降低财务费用和继续进行对外投资。同时公司控股股东的增持行为也显示了其对于未来经营情况的持续看好。

## ■ 投资建议

锦龙股份、参股公司基本面良好,有互联网券商、民营金控平台的概念,同时参照今年半年度的利润,公司在中小券商中的估值相对较低,维持“推荐”评级。

## ■ 风险提示

网络经纪业务导致佣金率大幅下滑,自营投资收益的波动性。

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	460	1,282	1,609	2,067
YoY(%)	222.6	178.4	25.5	28.4
净利润(百万元)	53	310	417	615
YoY(%)	57.4	485.6	34.6	47.4
ROE(%)	1.5	4.3	3.9	5.5
EPS(摊薄/元)	0.12	0.35	0.47	0.69
P/E(倍)	157.4	53.7	39.9	27.1
P/B(倍)	2.3	3.6	2.9	2.7

## 正文目录

一、发展历程:主业历经更迭，终成民营金控.....	5
二、基本面分析：证券业为主,经纪业务占比较高 .....	7
2.1 主业更迭：剥离自来水业务，主业更加专注 .....	7
2.2 业务概览：皆为中小券商，经纪业务占比大 .....	8
2.3 中介类业务:经纪业务份额占比小，东莞私募债有优势.....	10
2.4 投资类业务：东莞自营规模平稳，中山资管排名靠前.....	13
2.5 融资类业务：受制于资本规模，融资类业务发展遇瓶颈 .....	16
三、公司特点：证券触网可提高估值，民营金控具想象空间.....	17
3.1 中山证券：互联网券商的先行者 .....	17
3.2 锦龙股份：旗下涉多家金融企业，未来具操作想象空间 .....	20
3.3 借助上市平台，提升杠杆率.....	22
四、投资建议.....	24
4.1 多种因素利好，券商行业迎来大发展 .....	24
4.2 投资建议.....	25
五、风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1	锦龙股份发展历史.....	5
图表 2	锦龙股份股权结构图.....	6
图表 3	锦龙股份旗下公司.....	7
图表 4	2014 年上半年锦龙股份旗下子公司贡献投资收益.....	8
图表 5	中山证券和东莞证券主要业务指标排名.....	8
图表 6	中山证券的业务结构.....	9
图表 7	东莞证券的业务结构.....	9
图表 8	券商行业业务收入结构图.....	10
图表 9	上市券商业务收入结构图.....	10
图表 10	广东经纪业务的赫芬达指数以及竞争激烈程度排名.....	11
图表 11	中山证券和东莞证券的经纪业务交易量.....	11
图表 12	中山证券和东莞证券的经纪业务交易量占比.....	12
图表 13	中山证券和东莞证券佣金率变化.....	12
图表 14	上市券商 2013 年经纪业务佣金率.....	13
图表 15	中山证券和东莞证券的投行业务.....	13
图表 16	上市券商和东莞证券的自营规模.....	14
图表 17	东莞证券的自营规模.....	14
图表 18	2013 年末上市券商资产管理规模及定向资管占比.....	15
图表 19	中山证券和东莞证券的集合资管规模.....	15
图表 20	东莞证券的融资类业务发展时间表.....	16
图表 21	中山证券和东莞证券的融资融券业务规模.....	16
图表 22	中山证券和东莞证券的股票质押业务情况.....	17
图表 23	“惠率通”的三种开户方式.....	18
图表 24	中山证券月度经纪业务交易量占比及环比增长率.....	18
图表 25	“小融通”的三个产品.....	19
图表 26	“小融通”的特点.....	20
图表 27	东莞证券的股权结构.....	21
图表 28	东莞农村商业银行的经营指标.....	22

---

图表 29	上市券商 2013 年权益乘数 .....	23
图表 30	几种融资方式的上限限制 .....	23
图表 31	14 年以来券商的募资事件汇总 .....	23
图表 32	14 年已颁布的政策和未来有可能颁布的政策 .....	25
图表 33	锦龙股份在中小券商中的 PE 值较低 .....	25

## 一、发展历程:主业历经更迭，终成民营金控

锦龙股份97年在深交所上市，主业从纺织、化纤长丝生产，变为自来水业和房地产业，并最终在2013年收购中山证券后，主业变为证券业。目前公司控股中山证券，参股东莞证券，其余旗下子公司亦为金融企业，形成了以证券为主营业务的民营金控平台。

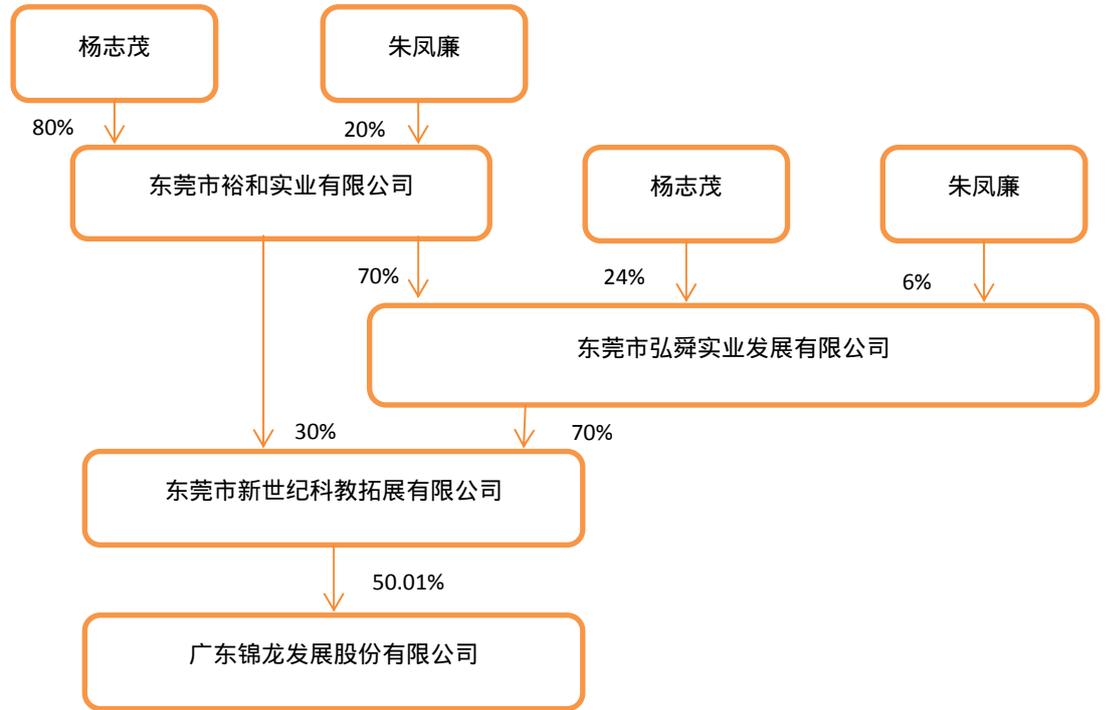
图表1 锦龙股份发展历史

时间	公司大事
1997年	前身金泰发展，4月9日设立，4月15日在深交所上市，主营业务为 <b>纺织、化纤长丝生产</b>
2000年	公司实施重大资产重组
2001年	变更名称为广东锦龙股份有限公司，主营逐步向 <b>自来水业和房地产业</b> 过渡
2007年	公司进行新一轮资产和业务的整合， <b>剥离房地产业务</b> ，通过收购方式进入金融业
2009年6月	完成收购东莞证券合计40%股权的重大资产购买交易
2013年6月	完成了收购东莞农商行0.7665%股权事项
2013年9月	公司占中山证券60.15%的股权，主营业务变为 <b>证券业务和自来水业务</b>
2014年1月	在上海自贸区设立“上海胜鹏投资管理有限公司”，注册资本3000万元
2014年3月	<b>清远市自来水有限责任公司80%股权实现转让过户</b>
2014年3月	厦门来尔富终止转让中山证券4.428%股权并退让股权转让价款8700万元
2014年4月	恒隆建材持有中山证券1.47%的股权过户至公司名下
2014年6月	通过南方产权中心完成广新控股中山证券4.43%股权竞拍。累计66.05%股权过户至公司名下。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

锦龙股份目前的控股股东是东莞市新世纪科教拓展有限公司，实际控制人是杨志茂，同时杨志茂也是A股上市公司博信控股的第一大股东和实际控制人，占博信控股股份为14.09%。东莞新世纪科教拓展有限公司的主营业务是科教投资、房地产投资和实业项目投资。13年新世纪营收是3.43亿，净利润是760万，经营活动现金净流量是3.98亿。13年6月份，锦龙股份收购东莞农商行0.77%的股份的对手方即为其控股股东新世纪。

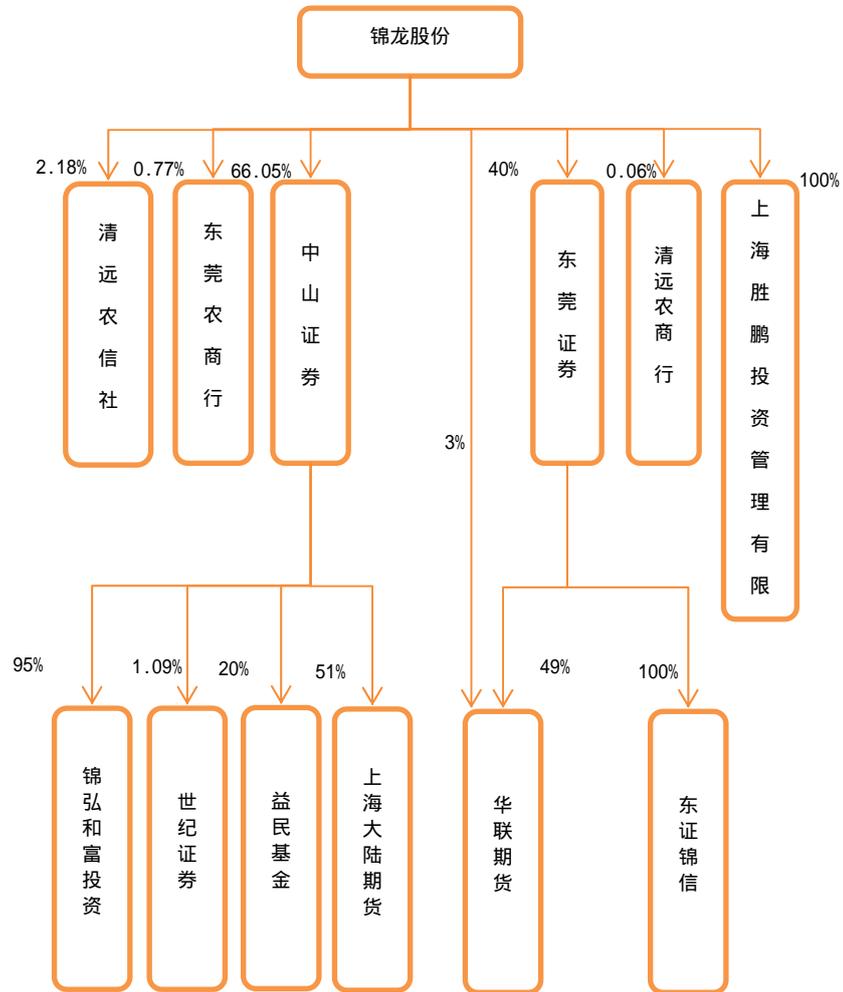
图表2 锦龙股份股权结构图



资料来源：公司年报，平安证券研究所

锦龙股份的控股股东为广东新世纪科教有限公司,目前公司主营业务为证券,占有中山证券66.05%的股份,占有东莞证券40%的股份,并且持有上海胜鹏投资管理公司100%的股份,持有清远农信社2.18%股份,东莞农商行0.77%股份,清远农商行0.66%股份,形成了以证券业为主的金融平台公司。

图表3 锦龙股份旗下公司



资料来源：公司年报，平安证券研究所

## 二、基本面分析：证券业为主,经纪业务占比较高

### 2.1 主业更迭：剥离自来水业务，主业更加专注

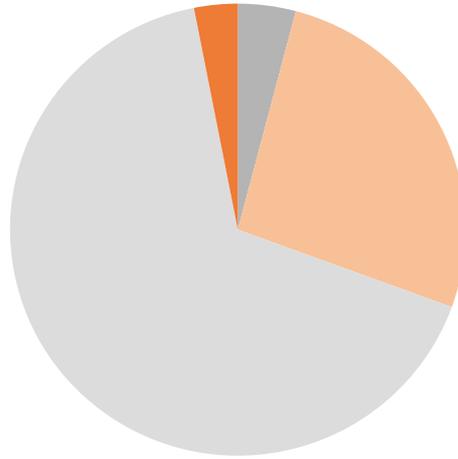
2014年3月份，锦龙股份将旗下清远自来水管厂的80%股权转让给了公司关联方东莞市弘舜实业发展有限公司，获得投资收益2.07亿元。

2014年8月15日，锦龙股份将旗下持有的清远市锦诚水质检测有限公司的20%的股权转让给了清远市自来水管厂，至此，公司完全剥离了非金融业务。

这项处置回收了大量资金，并藉此清偿了一部分债务，至此，公司的主营业务就完全变为了以证券业为主的金融业务，发展战略更加清晰。

**图表4 2014年上半年锦龙股份旗下子公司贡献投资收益**

■ 中山证券 ■ 东莞证券 ■ 清远自来水（处置） ■ 其他投资收益



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

## 2.2 业务概览：皆为中小券商，经纪业务占比大

锦龙股份拥有中山证券66.05%、东莞证券40%的股份，目前的主营业务是证券业。虽然东莞证券不入锦龙股份的合并报表，但是作为公司主要的参股公司，对于净利润贡献巨大，因此我们在基本面分析中主要对中山证券和东莞证券进行分析。

中山证券和东莞证券均为中小券商，中山证券的总资产、净资产等指标13年均较12年有所提升；东莞证券的经纪业务和融资融券业务表现较为出色，13年的经纪业务净收入在115家券商中排名35，融资融券利息净收入排名35，净资本收益率12.7%，排名第10。

**图表5 中山证券和东莞证券主要业务指标排名**

年份	中山证券		东莞证券	
	2012年	2013年	2012年	2013年
总资产	70	67	45	48
净资产	63	67	60	66
营业收入	83	79	50	47
净利润	58	87	52	45
经纪业务净收入	75	74	36	35
融资融券利息净收入	无数据	未入前半部分	无数据	31
净资本收益率	未入前半部分	未入前半部分	41	10

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

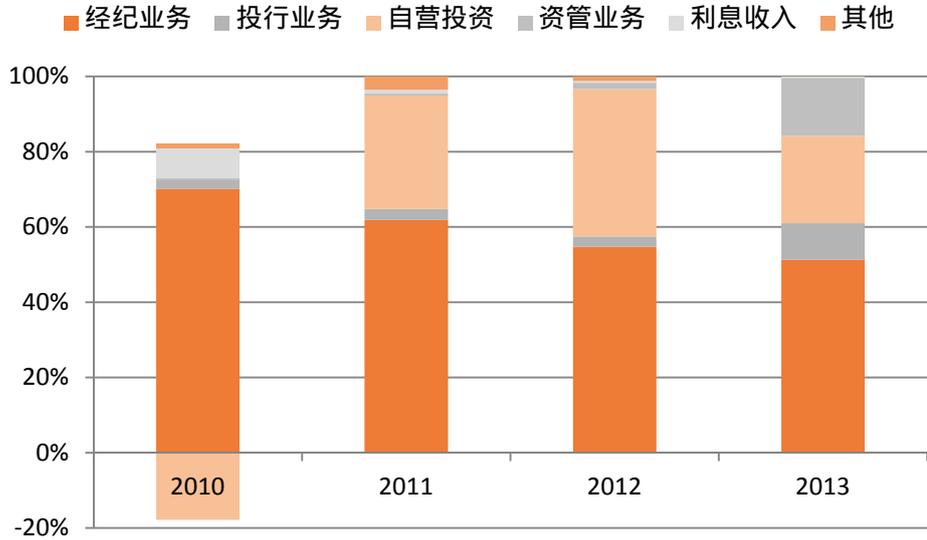
从收入结构来说，无论是相对于整个券商行业，还是相对于上市券商，中山证券和东莞证券的业务收入结构中经纪业务的占比都比较高，存在进一步优化的空间。

中山证券的营业收入更多的依赖于经纪业务收入和自营投资收益，但是自营投资收益具有波动性。13年以来，中山证券的营业结构得到了优化，经纪业务收入、自营投资收益的占比更加合理，投行

和资管业务收入占比有了较大的提高。

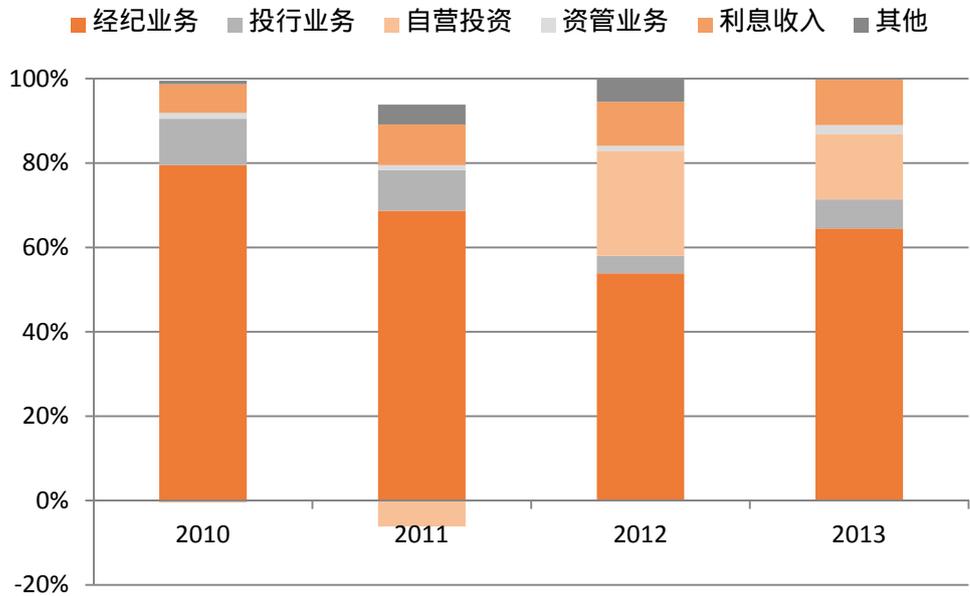
东莞证券的收入结构中，经纪业务收入始终占据半壁江山，11年以来，公司的收入结构有了进一步的优化。

**图表6 中山证券的业务结构**



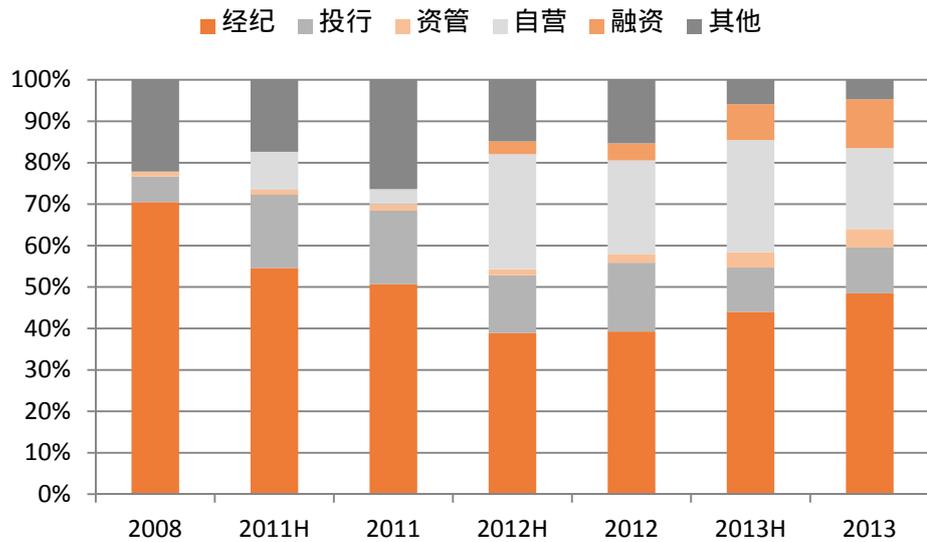
资料来源：公司网站，平安证券研究所

**图表7 东莞证券的业务结构**



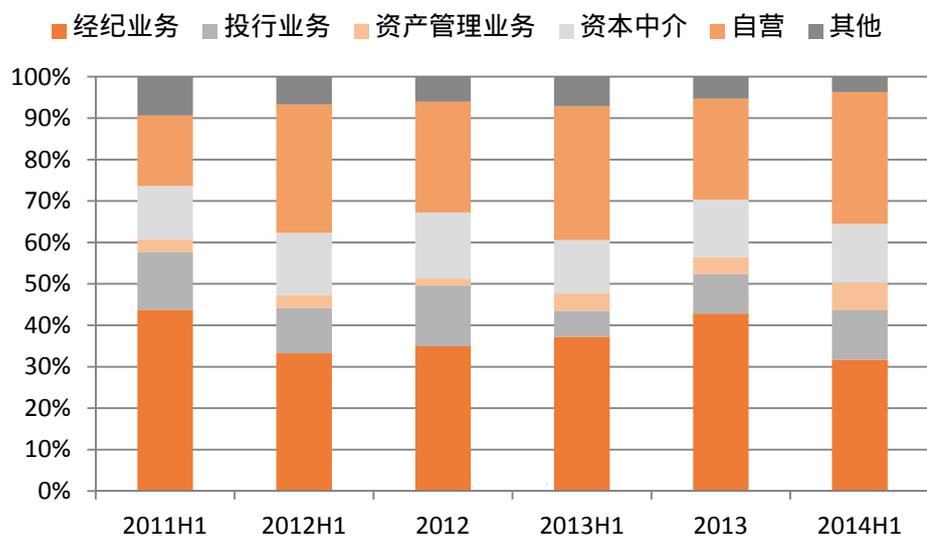
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表8 券商行业业务收入结构图



资料来源：证券业协会，平安证券研究所

图表9 上市券商业务收入结构图



资料来源：上市公司年报，平安证券研究所

### 2.3 中介类业务:经纪业务份额占比小，东莞私募债有优势

我们将经纪业务和投行业务都归为中介类业务，缘于竞争的加剧，这两块儿业务收入占比呈现下降的趋势，但是在目前仍然在券商的收入结构中占据着重要的位置。

中山证券目前有营业部23个，东莞证券有营业部54个，其中有一大部分位于广东省，而广东省的经济业务竞争较为激烈，因此，在经纪业务竞争日趋激烈的情况下，反而佣金率的下滑相对较小。

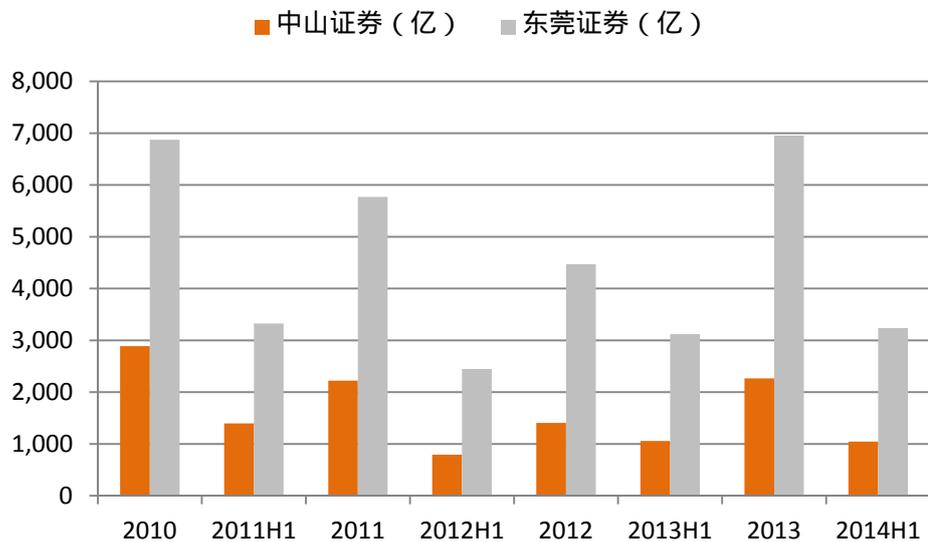
**图表10 广东经纪业务的赫芬达指数以及竞争激烈程度排名**

	2009	2010	2011
赫芬达指数-广东	536	536	534
竞争激烈程度排名	4	4	3

资料来源：中国证券业发展报告，平安证券研究所

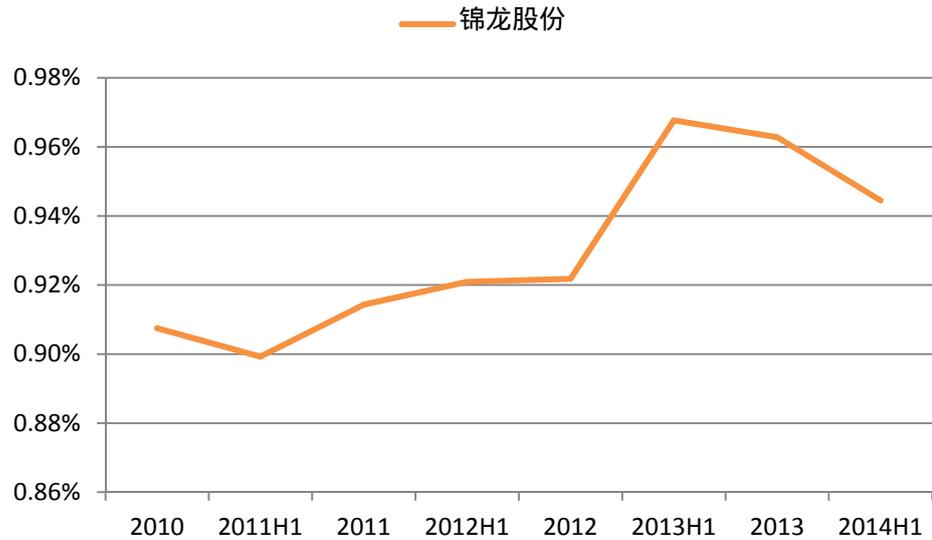
从交易量上来说，中山和东莞证券的股基交易量近几年相对持平。行业占比在2013之前呈上升趋势，13年之后，占比逐渐下降。主要是因为东莞证券的经纪业务交易量下滑导致。

**图表11 中山证券和东莞证券的经纪业务交易量**



资料来源：上市公司年报，平安证券研究所

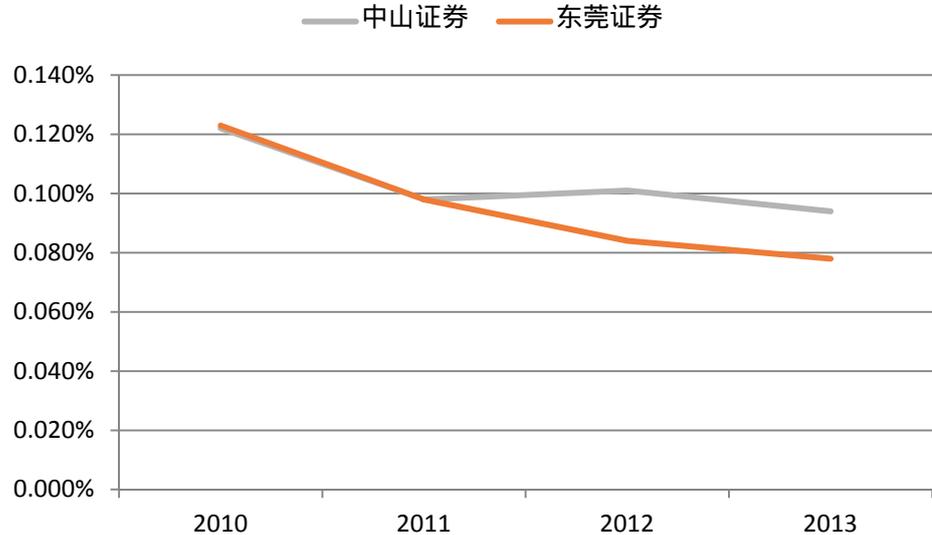
图表12 中山证券和东莞证券的经纪业务交易量占比



资料来源：wind，平安证券研究所

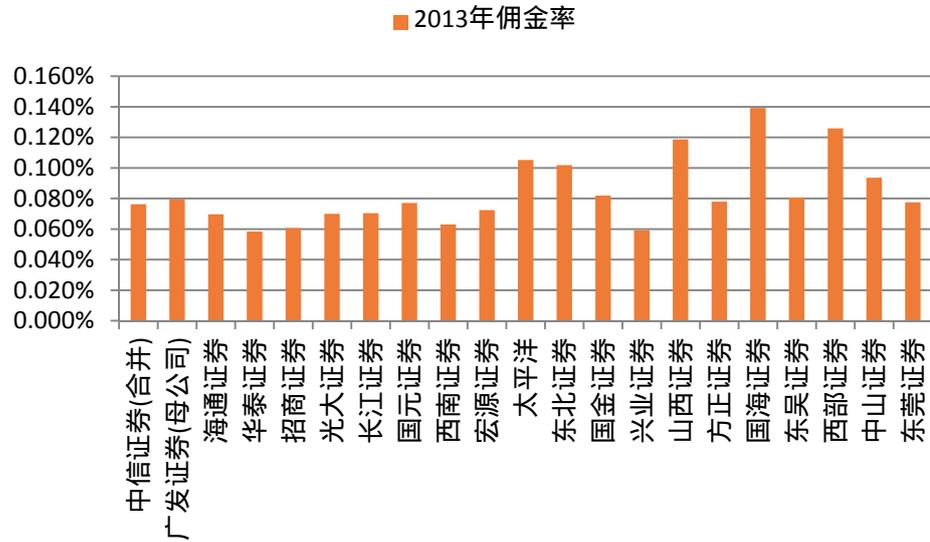
从佣金率上来说，中山证券的佣金率从2010年至2011年经历了较大幅度的下滑，11年之后，变化相对平稳。东莞证券则是在2010年至2011年一直在下滑，12年至13年，下降幅度逐渐变得平缓。在上市券商中，中山证券的佣金率处于高位，而东莞证券基本上处于行业平均水平。

图表13 中山证券和东莞证券佣金率变化



资料来源：上市公司年报，平安证券研究所

图表14 上市券商2013年经纪业务佣金率



资料来源：上市公司年报，平安证券研究所

投行业务中，从承销金额来说，中山证券和东莞证券均位于行业中下游。但是东莞证券在中小企业私募债方面是比较有优势的。

2013年，东莞证券债务融资业务全面发力，累计发行中小企业私募债10支，承销规模达16.2亿，取得排名行业第三的成绩。新三板方面，公司13年签约新三板项目33家，签约金额2674万元，储备项目100余家。

图表15 中山证券和东莞证券的投行业务

年份	东莞证券承销家数	东莞证券承销金额(百万)	承销金额排名	中山证券承销家数	中山证券承销金额(百万)	承销金额排名	行业承销家数承销金额
2011	4	2821	50	1	290	76	1349496
2012	3	1546	67				1808682
2013	10	1620	66	2	244	74	1335911

资料来源：wind，平安证券研究所

## 2.4 投资类业务：东莞自营规模平稳，中山资管排名靠前

由于自营和资产管理业务都是与券商的投资业务相关的，因此我们将其归类为投资类业务。

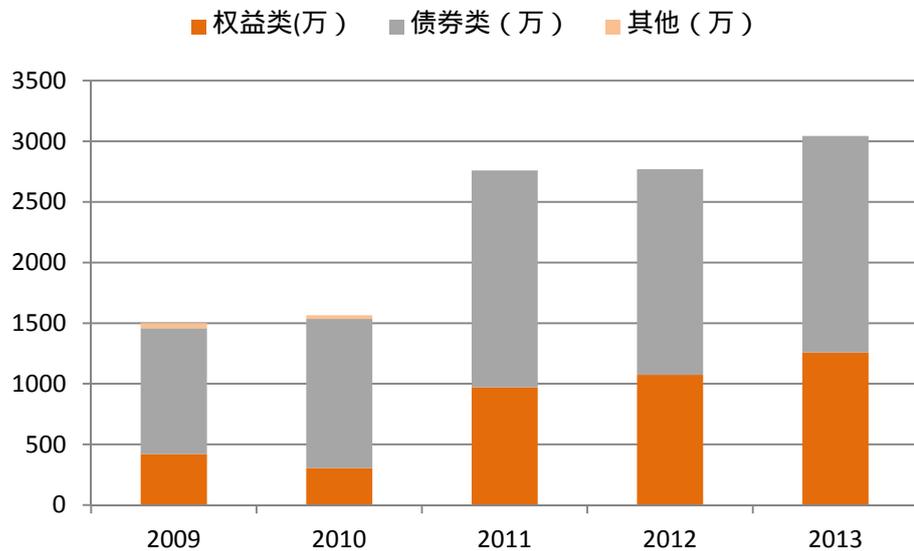
东莞证券的自营规模相对于其净资本而言，是比较大的，而且规模增长较快，并且固收类产品规模占比较大。

图表16 2013年上市券商和东莞证券的自营规模

	自营规模(万元)	权益类(万元)	固收类(万元)	其他(万元)	净资产(万元)
中信证券	116,392	28,750	52,791	27,564	89,402
广发证券	47,621	4,912	27,823	14,886	34,788
海通证券	60,081	22,355	34,422	3,304	64,105
华泰证券	30,386	6,454	16,305	7,627	35,699
招商证券	26,831	8,009	10,899	7,924	27,184
光大证券	11,472	6,441	2,892	2,139	23,606
长江证券	10,763	2,807	7,291	664	12,692
国元证券	10,392	2,881	4,313	3,198	15,516
西南证券	18,192	4,419	11,319	2,453	10,924
宏源证券	8,962	3,220	5,113	629	14,803
太平洋	1,339	486	831	0	2,154
东北证券	7,002	1,160	5,256	587	7,542
国金证券	4,514	715	3,093	707	6,765
兴业证券	12,779	3,287	9,254	238	13,433
山西证券	2,593	914	1,599	80	7,326
方正证券	10,741	1,502	6,413	2,826	15,459
国海证券	1,587	283	1,101	204	6,476
东吴证券	6,080	2,053	3,349	678	7,897
西部证券	2,983	700	2,196	87	4,646
东莞证券	3,044	1,258	1,786	0	2,614

资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表17 东莞证券的自营规模



资料来源：公司年报，平安证券研究所

中山证券2013年的资产管理业务发展较好，13年末，公司资管规模为1118亿，其中定向资产管理计划占比99%。总规模行业排名15，在上市券商中仅次于中信、宏源、光大、广发和华泰，排名第6，为公司贡献了1.19亿元的营业收入和0.7亿元的营业利润。

东莞证券2013年末的资产管理业务规模为90亿元，其中定向资产管理计划占比80%。

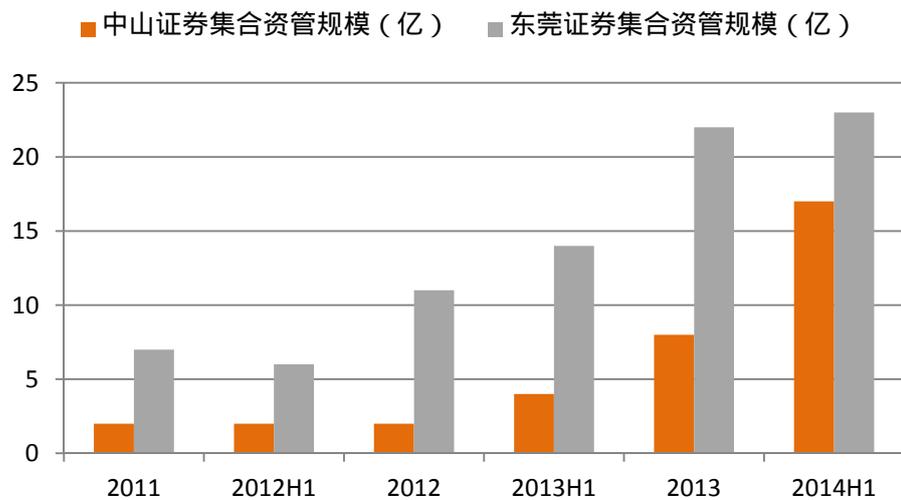
在资产管理业务中，集合资产管理计划具有较高的费率，因此大力发展集合资产管理计划基本上是行业共识，而中山证券和东莞证券的集合资管规模也呈逐年上升趋势。

**图表18 2013年末上市券商资产管理规模及定向资管占比**

	2013年末资产管理计划总额（亿元）	定向资产管理计划占比
中信证券	4,690	93%
宏源证券	2,463	97%
光大证券	1,350	90%
广发证券	1,198	88%
华泰证券	1,121	83%
兴业证券	973	95%
西南证券	881	99%
国金证券	784	98%
东吴证券	579	98%
国海证券	536	96%
国元证券	302	85%
方正证券	299	97%
西部证券	224	97%
海通证券	191	58%
太平洋证券	143	97%
东北证券	132	78%
长江证券	96	39%
山西证券	1	5%
中山证券	1118	99%
东莞证券	90	80%
合计	16,500	91%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

**图表19 中山证券和东莞证券的集合资管规模**



资料来源：公司年报、半年报，平安证券研究所

## 2.5 融资类业务：受制于资本规模，融资类业务发展遇瓶颈

融资类业务主要包括融资融券、股权质押、质押式回购等，盈利模式即是通过出借资金获取利息收入。

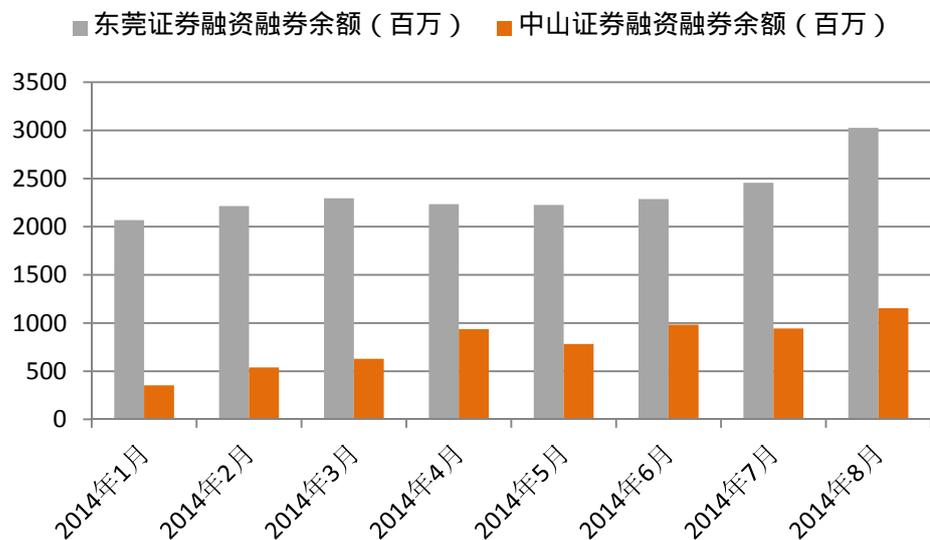
融资融券业务方面，东莞证券于2012年5月份即获得开展融资融券业务的试点资格，截止到2014年8月份，公司的融资融券余额为30.3亿元；中山证券2013年2月可开展融资融券业务，但是业务规模发展比较缓慢，截止到2014年8月，公司的融资融券余额为11.5亿。

**图表20 东莞证券的融资类业务发展时间表**

时间	取得资格情况
2012年5月	启动融资融券交易试点
2012年11月	上交所约定购回式证券交易业务资格
2013年1月	中国证金公司转融通业务资格
2013年2月	深交所约定购回式证券交易业务资格
2013年7月	股票质押式回购交易业务资格
2013年7月	上海证券交易所债券质押式报价回购业务资格

资料来源：公司网站，平安证券研究所

**图表21 中山证券和东莞证券的融资融券业务规模**



资料来源：wind，平安证券研究所

股票质押业务方面，自从开展业务以来，东莞证券累计交易市值达 25 亿元，截止到 2014 年 9 月，尚有未解压交易市值 16 亿元，在 85 家可开展股票质押业务的券商中，全部交易市值排名第 53；中山证券全部交易市值达 2 亿元，全部未解押，行业排名第 84 位。

图表22 中山证券和东莞证券的股票质押业务情况

	全部交易市值(亿)	未解押交易市值(亿)	已解押交易市值(亿)
中信证券	706	583	123
广发证券	257	173	84
海通证券	420	383	38
华泰证券	453	355	98
招商证券	122	80	42
光大证券	54	38	16
长江证券	88	77	11
国元证券	167	118	49
西南证券	134	125	9
宏源证券	147	107	40
东北证券	115	77	38
国金证券	39	39	0
兴业证券	357	290	66
山西证券	71	43	29
方正证券	42	37	5
国海证券	14	13	2
东吴证券	173	158	15
西部证券	30	27	2
中山证券	2	2	0
东莞证券	25	16	10

资料来源：wind，平安证券研究所

融资类业务，无论是融资融券业务还是股票质押业务，均属于资金占用型，中山证券和东莞证券在整个行业中13年底净资产排名为67位和66位，制约了公司融资类业务的发展。

### 三、公司特点：证券触网可提高估值，民营金控具想象空间

#### 3.1 中山证券：互联网券商的先行者

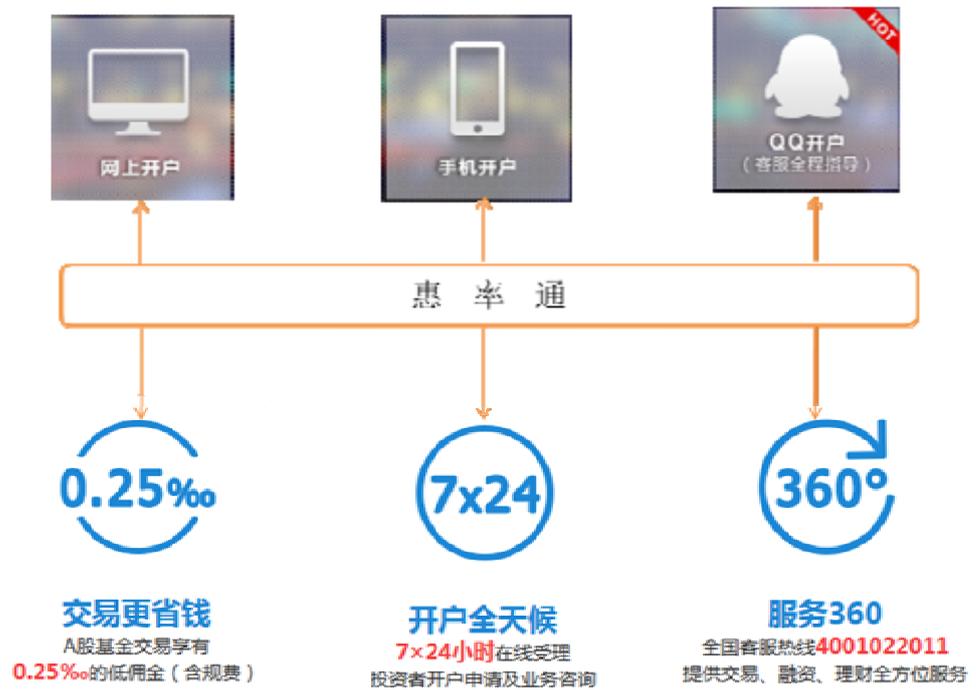
中山证券是国内首家打出“互联网券商”旗号的券商。而且中山证券天然具有互连网券商的基因。

首先在锦龙股份将中山证券分散的股权集中化后，公司成为了一家民营资本控股公司，民营控股公司的决策将更具市场性；其次中山证券的营业部数量少，历史负担较小，更有动力去开拓互联网券商领域业务。

目前中山证券主要的互联网产品有两个，即“惠率通”和“小惠通”。

2014年5月份，中山证券推出“惠率通”，6月份，“惠率通”正式在腾讯企业QQ证券理财服务平台上上线，至此，“惠率通”有了三种开户方式：网上开户、手机开户和QQ开户。

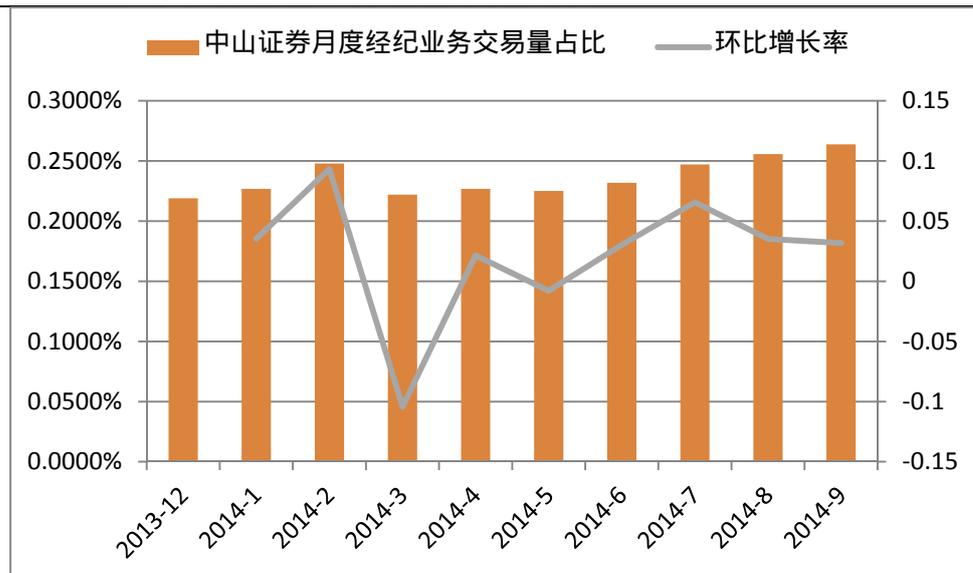
图表23 “惠率通”的三种开户方式



资料来源：公司网站，平安证券研究所

中山证券在5月中旬推出“惠率通”，14年6月份与腾讯展开合作，在14年5月份之前，中山证券月度经纪业务交易量占比基本上有升有降，大体持平，但是5月份“惠率通”上市之后，其占比一直保持正增长，可以说明“惠率通”在帮中山证券吸引投资者方面是有作用的。

图表24 中山证券月度经纪业务交易量占比及环比增长率



资料来源：公司网站，平安证券研究所

2014年5月19日，中山证券上线了首款券商小额借款平台——“小融通”，即使用持有的股票、债券、基金，通过参与沪深交易所股票质押式回购业务来获得融资。中山证券的“小融通”包括三个产品：融新通、融易通和融商通。虽然随后又陆续有多家券商推出类似产品，例如华泰证券的“泰融e”，平安证券的“券e融”，西部证券的“e融宝”等等，但是中山证券仍然是借钱门槛最低的，为1000元，此外的几家华泰证券为5000元起，平安证券和西部证券为10000元起。

图表25 “小融通”的三个产品

融新通	•为新股申购投资者量身定做的打新神器
融易通	•为股票交易客户量身定做的交易利器
融商通	•为年轻一代的消费需求量身定做的拆借途径

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表26 “小融通”的特点



资料来源：公司网站，平安证券研究所

更重要的是，中山证券在互联网券商上面一直深化，14年9月23日，中山证券和金融界达成战略合作，接入了金融界的证券通。证券通实现了从资讯解读、在线开户到实盘交易的深度整合，除中山证券外，2014年8月19日，中信证券率先接入了证券通。

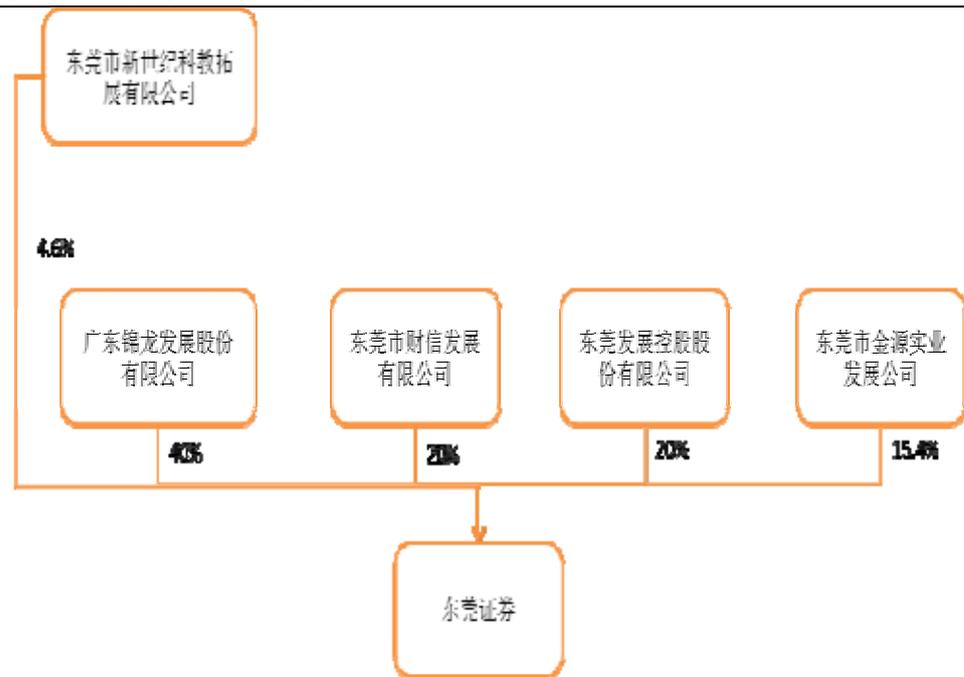
### 3.2 锦龙股份：旗下涉多家金融企业，未来具操作想象空间

锦龙股份除控股中山证券，参股东莞证券外，还持有清远农信社2.18%的股份，东莞农村商业银行0.77%的股份，清远农商行0.06%的股份，上海圣鹏投资管理有限公司100%的股份。同时通过东莞证券间接持有华联期货49%股份，通过中山证券间接持有上海大陆期货51%股份，通过中山证券间接持有益民基金20%股份，初步形成了包含券商、银行、资管等的民营金控平台的雏形，旗下各个

企业可以形成协同优势，另外之前东莞农村商业银行0.77%的股权也是锦龙股份从其母公司获得的，因此不排除未来有进一步资产注入的可能。

东莞证券扎根于东莞，业务发展规模中等，锦龙股份占有其40%的股份，同时其控股公司东莞市新世纪科教拓展有限公司占有4.6%的股份。近几年，东莞证券一直在寻求通过IPO上市，如若成功，则锦龙股份可以通过上市退出，获得不菲的投资收益。另一方面，亦可通过购买母公司持有的股权，进一步加强对东莞证券的控制和享受东莞证券的发展成果。

**图表27 东莞证券的股权结构**



资料来源：公司网站，平安证券研究所

东莞农村商业银行是东莞最大的民营企业，最初是由1952年的8个信用组组成，发展到1987年，全市共有镇级独立核算单位32个，乡级独立核算单位32个，非独立核算的分社485个、站18个、储蓄所57个，共有机构595个，遍布东莞城乡；2005年，成功募集股金17.8亿，“东莞市农村信用合作联社”正式挂牌；2009年，东莞农村商业银行股份有限公司举行开业庆典仪式，标志着农村商业银行改制工作取得圆满成功。根据英国《银行家》统计，按一级资本来计算，2011年东莞农商行位居全球银行业500强（第448位）、中国银行业50强（第38位）。

东莞农村商业银行的股权极为分散，除20%的股份为民营企业外，其余全部为自然人股东，因此锦龙股份持有的0.77%的股份是属于份额较大的，享有东莞农商行的发展成果，未来一方面可以继续收购股份，增加在东莞农商行中的话语权，与旗下其他金融产业产生协同效应；另一方面东莞农商行也多次考虑IPO，未来锦龙股份亦可通过退出获得丰厚的投资收益。

图表28 东莞农村商业银行的经营指标

经营指标	数值
资产总额(亿元)	1715
存款余额(亿元)	1415
贷款余额(亿元)	842
不良贷款比例(%)	0.94
拨备覆盖率(%)	379.88
资本充足率(%)	16.19
净利润(亿元)	28.17

资料来源：公司网站，平安证券研究所

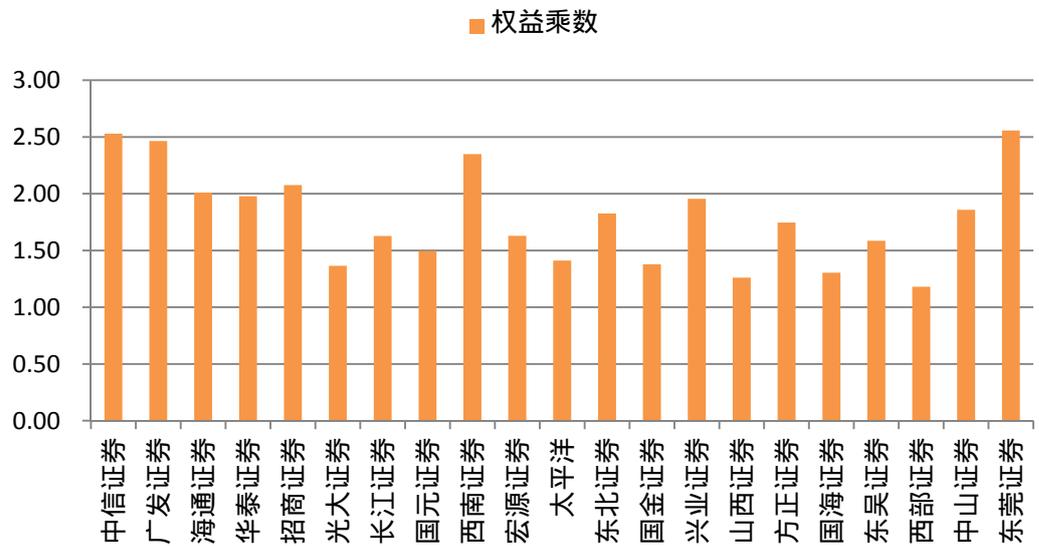
上海胜鹏投资管理有限公司是锦龙股份于2014年3月份在上海自贸区成立的投资管理全资子公司。在自贸区内设立投资管理公司，主要享有的优势1)自贸区内对于投资领域实行负面清单管理，非禁即入政策，有利于投资；2)增加企业境外投资的便利，主要一是从核准制向备案制的改革大大提升了投资效率和便利程度，二是利用区内公司作为海外控股平台，可享受税收的间接便利，中美之间的税收协定可提高整个控股架构的税收效率，三是融资成本有效降低。未来随着投资管理子公司业务的开展，将有效的提高锦龙股份的收益和估值水平。

### 3.3 借助上市平台，提升杠杆率

我们将券商的业务主要分为三类，中介类业务，包括经纪业务和投行业务；投资类业务，包括资产管理业务和自营投资；融资类业务，包括融资融券、股权质押、质押式回购等类贷款业务。三种业务中，中介类业务即经纪业务和投行业务贡献盈利较大，这部分可以算是券商的“轻资产业务”，特点就是不需要大量的资金占用，仅仅依靠收取中介费用来实现盈利。而投资类业务和融资类业务都是需要资金占用的，是“重资产业务”。随着监管的进一步放松，“轻资产业务”对于券商盈利的贡献率逐步降低，而“重资产业务”贡献的盈利则逐步增大，而券商也整体的掀起了一波融资潮。

2013年，券商行业的权益乘数为2.02，上市券商的权益乘数整体上要高于行业平均。东莞证券的权益乘数处于上市券商首位，中山证券的权益乘数也处于行业的中上游。

图表29 上市券商2013年权益乘数



资料来源：wind，平安证券研究所

券商行业目前规定的最高杠杆率是6倍，几种加杠杆方式的限制条件决定了行业的最高杠杆率不足4倍，目前有消息称监管层有意将券商行业的最高杠杆提高至11倍，预期融资的限制条件也会相应放松。

图表30 几种融资方式的上限限制

融资工具	限制条件
国债回购	注册本金的80%
短期融资	净资本的60%
长期次级债	净资本的50%
公司债	净资产的40%
受益凭证	净资本的60%

资料来源：wind，平安证券研究所

上市公司由于公开的信息披露，相对良好的治理结构，天然的较非上市公司有融资优势。中山证券和东莞证券作为锦龙股份的子公司，在募集资金方面相对而言有优势。

图表31 14年以来券商的募资事件汇总

	短融（14年累计亿元）	定向增发（亿元）	累计（亿元）
东北证券	36		36
广发证券	385		385
长江证券	45		45

山西证券	10		10
西部证券	17		17
中信证券	435		435
国金证券	25		25
西南证券	36	43.1	79.1
海通证券	218		218
招商证券	231	111.49	342.49
太平洋证券		37.59	37.59
兴业证券	154		154
东吴证券	25	50	75
华泰证券	360		360
光大证券	70		70
方正证券	114	129.84	243.84
锦龙股份	3		3

资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所

2014年11月5日，公司发布公告拟进行非公开增发募集资金不超过35亿元，用于偿还公司借款17.36亿及补充公司流动资金。其中，公司控股股东新世纪公司承诺以现金方式按照与其他认购对象相同的认购价格认购，认购金额不超过17.5亿元，且认购比例不低于本次非公开发行实际发行股份总数的50%，发行价不低于16.35元/股。公司14年前三季度的财务费用是1.08亿元，通过此次增发偿还贷款，公司可以降低财务费用，增加利润；另一方面，也有利于公司的对外战略性投资，继续打造民营金控平台。同时公司控股股东的增持行为也显示了对于未来经营情况的持续看好。

## 四、投资建议

### 4.1 多种因素利好，券商行业迎来大发展

我们看好券商行业的发展，首先是2012年行业创新大会召开之后，除了传统业务，券商还可以进行多种业务，尤其是诸如融资融券、股票质押等融资类业务的开展，极大地拓展了券商盈利的来源，使得券商的业务结构不仅仅只依赖经纪类业务。

其次是，当前券商基本上都对资金处于饥渴状态，而当前的融资成本下行，极大地利于券商扩大资产负债表，通过融资来壮大业务。

最后的有利因素是政策方面的支持，未来的四季度将可能是券商利好政策密集颁布的时段，将极大的利好券商行业的发展。

图表32 14年已颁布的政策和未来有可能颁布的政策

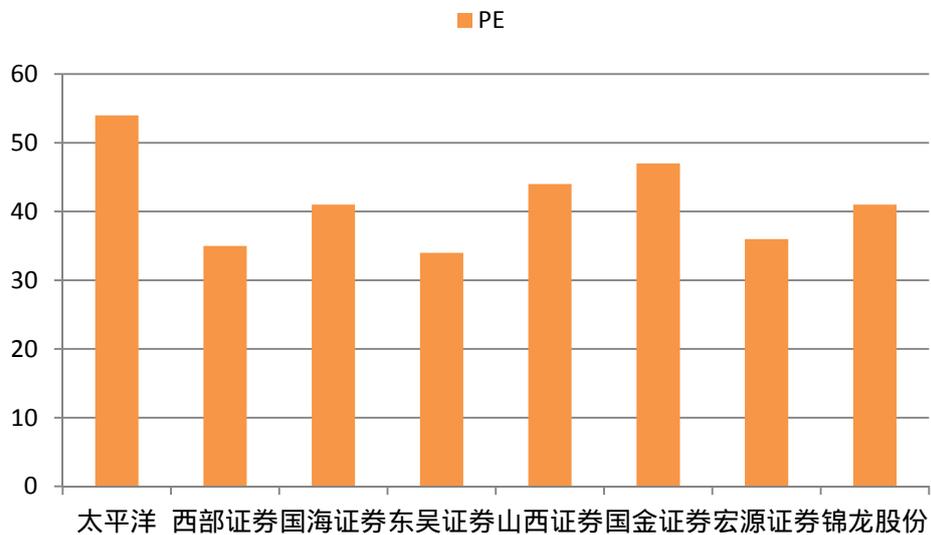
	涉及方面
已颁布的政策	新三板做市商 沪港通 一码通 私募产品市场互联互通
未来可能颁布的政策	优化净资本等风险监管体系，提升券商杠杆 完善帐户体系和基础功能 资产管理业务创新 个股期权 T+0 交易

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

## 4.2 投资建议

剥离了自来水业务后，锦龙股份成为了以证券业为主的金控平台，目前，其主要的利润来源为中山证券和东莞证券的证券业务。目前中山证券践行“互联网券商”策略，东莞证券发展迅速，且具有上市预期存在，而且，锦龙股份旗下各个金融业务板块存在协同优势，母公司所有的资产存在注入概念，所以我们给予公司“推荐”评级。

图表33 14年锦龙股份在中小券商中的PE值较低



资料来源：wind, 平安证券研究所

注：锦龙股份今年才将中山证券纳入合并报表，因此利润数值取的是三季报\*4/3

## 五、风险提示

网络经纪业务导致佣金率大幅下滑，自营投资收益的波动性,金控平台战略的风险等

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
货币资金及结算备付金	1,964	3,098	3,780	4,158	
其中:客户资金存款	-	-	-	-	
客户保证金及备付金	-	-	-	-	
其中:客户备付金	-	-	-	-	
交易性金融资产	1,824	3,378	4,121	4,534	
可供出售金融资产	1,562	126	154	169	
持有至到期金融资产	-	-	-	-	
买入返售金融资产	109	824	1,005	1,106	
长期股权投资	1,313	1,721	2,100	2,310	
固定资产	308	133	162	178	
无形资产	496	592	722	794	
递延所得税资产	47	31	38	42	
投资性房地产	1,046	1,289	1,572	1,729	
其他资产	1,562	2,623	3,200	3,520	
<b>资产总计</b>	<b>10,286</b>	<b>13,868</b>	<b>16,919</b>	<b>18,611</b>	
短期借款	-	-	-	-	
拆入资金	-	-	-	-	
交易性金融负债	-	-	-	-	
衍生金融负债	-	-	-	-	
卖出回购金融资产款	-	-	-	-	
代理买卖证券款	-	-	-	-	
其他负债	5,631	4,929	4,720	5,937	
<b>负债合计</b>	<b>6,825</b>	<b>6,661</b>	<b>6,256</b>	<b>7,477</b>	
少数股东权益	1,408	1,727	2,107	2,318	
股本	448	896	896	896	
资本公积	1,170	1,120	1,563	1,809	
留存收益					
<b>归属母公司权益</b>	<b>2,217</b>	<b>2,929</b>	<b>3,573</b>	<b>3,930</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,286</b>	<b>13,868</b>	<b>16,919</b>	<b>18,611</b>	

每股指标		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
每股净利润(摊薄)	0.12	0.35	0.47	0.69	
每股净资产	8.09	5.20	6.34	6.97	
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.21	
股息派发率(%)	43.8	30.0	30.0	30.0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	460	1,282	1,609	2,067	
经纪业务收入	-	324	275	281	
投行业务收入	-	100	150	188	
资产管理业务收入	-	320	480	599	
利息收入	-	40	79	159	
投资收益	118	424	539	741	
其他业务收入	-	75	86	99	
<b>营业支出</b>	363	929	1,134	1,386	
营业税金及附加	14	67	83	103	
管理费用	157	712	890	1,113	
资产减值损失	-	-	-	-	
其他业务成本	138	150	160	170	
<b>营业利润</b>	97	353	476	681	
营业外净收入	3	10	12	15	
利润总额	100	362	488	696	
所得税	23	36	49	49	
<b>归属母公司净利润</b>	53	310	417	615	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	222.6	178.4	25.5	28.4	
归母净利润(%)	57.4	485.6	34.6	47.4	
<b>收入结构</b>					
手续费净收入(%)	-	25.2	21.5	21.9	
利息净收入(%)	-	7.8	11.7	14.6	
承销收入(%)	-	24.9	37.4	46.8	
投资收益(%)	-	3.1	6.2	12.4	
资产管理收入(%)	-	33.1	42.0	57.8	
其他业务收入(%)	-	5.9	6.7	7.8	
<b>获利能力</b>					
代理买卖手续费率(%)	-	-	-	-	
自营投资收益率(%)	-	-	-	-	
杠杆率	3.0	3.0	3.0	3.0	
ROE(%)	1.5	4.3	3.9	5.5	
ROA(%)	0.5	2.2	2.5	3.3	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031