

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 28.82
合理价格区间(元): 38.50-46.20

罗毅 执业证书编号: S0570514060001
研究员 0755-23952862
luoyi@htsc.com

陈福 执业证书编号: S0570513070006
研究员 0755-82569146
chenfu@htsc.com

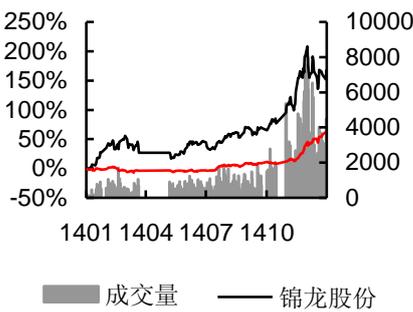
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

王继林
联系人 wangjilin@htsc.com

相关研究

- 1《锦龙股份(000712):受益互联网金融,股权投资收益增厚业绩.docx》2014.08
- 2《期待投行、自营发力——2011年一季报点评》2011.05
- 3《龙游浅底以图再举——2010年报点评》2011.04

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	896.00
流通 A 股(百万)	609.25
52 周内股价区间(元)	12.83-33.00
总市值(百万)	25,195.52
总资产(百万)	11,784.91
每股净资产(元)	2.73

资料来源: 公司公告

最彻底的互联网券商, 故事才刚刚开始

锦龙股份(000712)深度报告

投资要点:

锦龙股份一参一控两家券商, 标的稀缺性 A 股唯一, 更名预期较强。 公司持股 40% 的东莞证券, 经纪业务份额超过东北、国海、山西等上市券商, 目前已完成股份制改造, 预计 2016 年 IPO; 持股 66% 的中山证券, 以互联网思维打造新一代券商模式, 有望成为中小券商弯道超车的标杆, 且不排除未来进一步提高持股比例。由于“名正而言顺”, 锦龙股份存在更名的预期。

中山证券是国内最彻底的互联网券商。 1) 中山证券实行合伙人制度, 激励机制到位, 在业界独树一帜, 吸引优秀人才加盟, 快速搭建起业务平台; 2) 深谙“唯快不破”和“流量为王”之道, 每隔 2、3 个月就推出创新产品, 且以互联网思维开展平等互惠、连横式合作, 目前合作方包括腾讯、百度、阿里等, 今年有望大幅推广, 且不排除震撼性产品出炉; 3) 以万 2.5 佣金率为杀手锏, 牺牲短期利益, 获取增量客户, 经纪业务份额已由年初的 0.23% 提升至 0.30%, 由户均资产规模较低推测, 其新增开户量占比更高, 如取消一人一户, 低佣优势更易彰显; 4) 互联网理财产品有望推出。

中山证券业绩放量在即, 两融业务极具看点。 2014 年中山业绩处于压抑状态, 2015 年则有望大幅释放。1) 万 2.5 网络开户的价值在于圈住用户, 在于 6 个月后开通信用账户, 2015 年网络开户用户开始贡献价值; 2) 锦龙 35 亿元定增预计 4、5 月份完成, 部分资金将用于补充中山证券运营资金, 资金瓶颈消除; 3) 资产管理、投行等业务 2015 年也有放量之势。

东莞证券拟 IPO, 具备催化因素。 东莞证券以东莞为根据地, 在当地拥有极高的品牌认知度和市占率, 在本轮股市行情中, 其业绩快速提升。初步预计 2016 年 IPO 上市。锦龙作为单一最大股东, 将分享东莞证券的成长及 IPO 盛宴。

未来空间巨大, 有超预期可能, 提升至“买入”评级。 互联网金融将是未来持续热点, 锦龙旗下中山证券无论是激励机制还是实操手法, 成为证券行业最具互联网思维的标杆。结合国内互联网券商未来的巨大发展空间, 以及中山证券互联网业务存在超预期的可能性, 我们强烈看好锦龙的发展前景。预计锦龙 2014-2016 年 EPS 为 0.48 元、0.77 元及 1.14 元, 给予 2015 年 50-60 倍 PE 估值, 对应股价 38.5 元-46.2 元, 提升至“买入”评级, 不排除未来锦龙进一步增持中山证券。

风险提示: 互联网业务进展低于预期, 行业发展慢于预期。

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	343	1104	2068	3279
+/-%	262%	222%	87%	59%
净利润(百万)	53	426	772	1187
+/-%	0%	706%	81%	54%
EPS	0.12	0.48	0.77	1.14
PE	238	59	37	25

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

锦龙股份：证券公司双平台	4
拥有两个证券公司平台，金融多点布局。	4
剥离非金融类资产，聚焦证券主业。	4
中山证券：养在深闺人未识	5
激励机制到位，风格积极进取	5
嫁接互联网，汇聚客户资源	5
定向增发，承接资本东风	6
资本中介业务：弹性最大的上市券商	6
中山证券：互联网券商，开门纳客	10
民营中小券商，天然互联网基因	10
主动降佣，彻底拥抱互联网	11
布局最早，动手最快，覆盖最全	12
东莞证券：本地霸主，存 IPO 预期	14
经纪业务为主，业绩表现良好	14
打破发展瓶颈，存 IPO 预期	15
顺应行业趋势，成就未来宏图	16
互联网券商，故事才刚刚开始	16
融资融券-准信贷业务的崛起	19
估值讨论	20

图表目录

图 1:	证券双平台, 资本整合、聚焦主业.....	4
图 2:	定增+互联网布局: 资本中介业务爆发在即.....	7
图 3:	中山证券 2014 年中期收入构成.....	7
图 4:	上市券商 2014 年中期两融收入占比.....	8
图 5:	券商杠杆提升逻辑.....	8
图 6:	锦龙股份入主前中山证券股东结构分散.....	10
图 7:	上市券商平均 128 家营业部, 中山证券 15 家.....	11
图 8:	中山证券与多家互联网公司战略合作.....	12
图 9:	中山证券与 BAT 积极合作, 布局入口.....	12
图 10:	“惠率通”佣金 0.25%, 3 种开户方式.....	13
图 11:	“小融通”包括“融新通”、“融易通”、“融商通”.....	13
图 12:	中山证券 QQ 证券理财平台.....	14
图 13:	中山证券 QQ 证券理财平台.....	14
图 14:	东莞证券经纪业务收入及占比情况.....	15
图 15:	证券行业佣金率呈下降趋势.....	16
图 16:	美国证券业佣金营收占比由 49%一路降低至 15%.....	17
图 17:	我国券商代理买卖证券业务占比由 08 年 70%下降至 13 年 47%.....	17
图 18:	2014 年来券商已占股票质押市场半壁江山.....	18
图 19:	中山证券“小融通”质押率.....	18
图 20:	两融余额逼近 1 万亿.....	19
图 21:	两融期间买入额占比提升至 16%.....	19
图 22:	信用账户持续提升至 476 万, 占 A 股账户比 2.7%.....	20
图 23:	转融资规模提升至 969 亿元.....	20
表格 1:	吸引业内顶尖人才加盟, 核心管理层就位.....	5
表格 2:	中山证券互联网入口布局.....	6
表格 3:	“小融通”盈利能力突出.....	9
表格 4:	资本中介业务年净收入可达 3-5 亿元.....	9
表格 5:	2013 年之前中山证券佣金率要高于市场平均.....	12
表格 6:	东莞证券与上市券商 2014 年中期业绩对比.....	15
表格 7:	券商与互联网企业合作格局.....	18
表格 8:	锦龙股份盈利预测表.....	错误!未定义书签。

锦龙股份：证券公司双平台

拥有两个证券公司平台，金融多点布局。

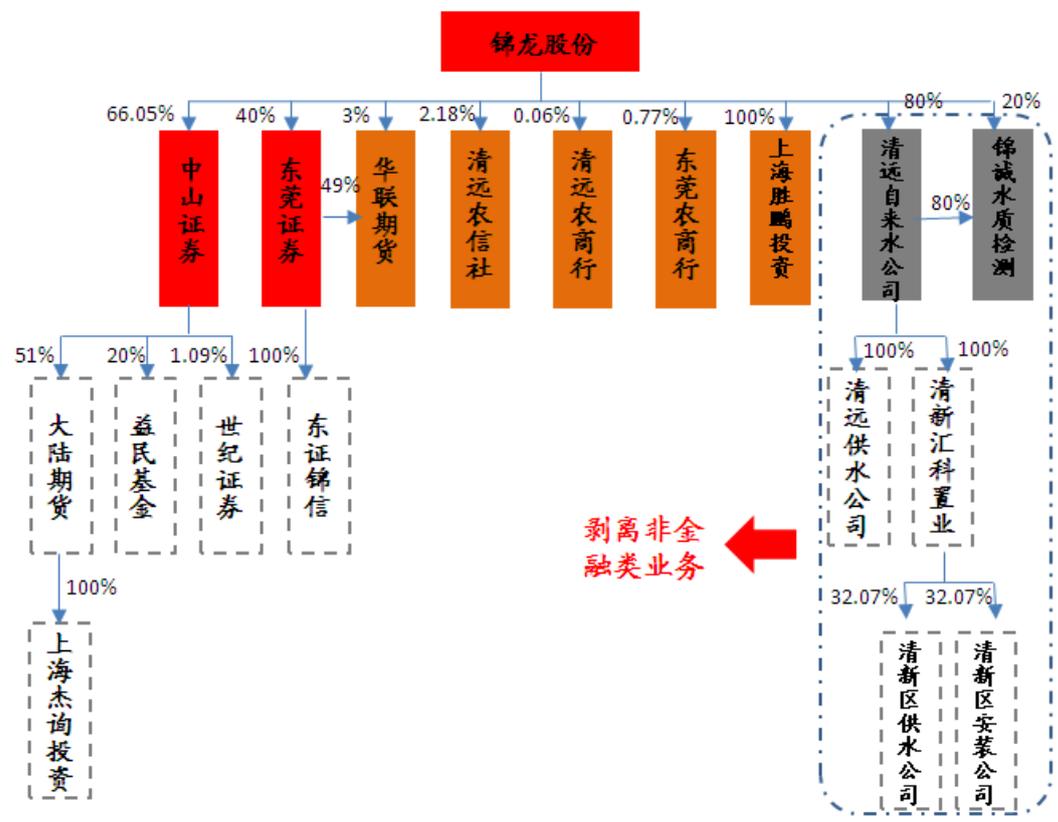
一参一控双证券平台，金融已展开多点布局。锦龙股份是唯一一家拥有两家证券公司的上市公司平台，控股中山证券 66.05% 股权，并参股东莞证券 40% 股权，形成一参一控格局。同时锦龙股份参股东莞农商行、清远农信社、清远农商行、华联期货等金融公司，通过中山证券持有大陆期货 51% 股权，益民基金 20% 股权，锦龙股份在金融领域多点布局。

证券业务仍是公司目前最大看点，中山证券互联网方向转型意愿强烈。中山证券与东莞证券是公司目前最大看点，贡献公司主要营收及利润。中山证券是国内券商嫁接互联网的先锋，已走在其他券商前列，管理层激励机制到位，风格积极进取；东莞证券是东莞市本地的龙头券商，经纪业务占比较高，盈利能力强，管理层已明确单独 IPO 计划，有望成为锦龙股份股价的催化因素。

剥离非金融类资产，聚焦证券主业。

已完全剥离非金融资产，聚焦证券主业。锦龙股份 2014 年 3 月将旗下清远自来水厂 80% 股权以 2.07 亿元对价转让给东莞市弘舜实业，8 月将清远市锦诚水质检测公司 20% 股权转让给清远自来水公司，完成非金融业务的全部剥离。自 2014 年 7 月，根据证监会规定，公司业务类型正式变更为金融业。

图 1: 证券双平台，资本整合、聚焦主业



资料来源：华泰证券研究所

中山证券：养在深闺人未识

激励机制到位，风格积极进取

管理层激励逐步展开，民营企业激励机制更易实施。民营企业激励机制一向走在前列，特别是处于证券行业变革前夜的中山证券，如何利用互联网券商趋势实现弯道超车，是目前其发展最为核心的议题。锦龙股份2013年薪酬费用6720万元，2014年中期即大幅攀升至1.2亿元，管理层激励机制正逐步展开，目前公司在经营层面推出合伙人制度，激励平台搭建完毕，为公司转型发展提供充足动力。

吸引业内优秀人才加盟，核心管理层就位。中山证券2013年12月进行核心管理层重大变更，基于自身互联网券商转型重大窗口期，招纳业内顶尖人才。在激励机制下，一批业内优秀人才先后加盟，快速搭建起业务平台。

表格1：吸引业内顶尖人才加盟，核心管理层就位

高管	任职	加入时间	曾任职
徐鹏	总裁	2013年12月	国泰君安证券零售客户部总经理，国泰君安期货公司董事长
刘耀中	常务副总裁	2013年12月	华泰联合证券最大营业部总经理，(经纪业务资深人士)
李纯钢	副总裁	2013年12月	财富里昂证券、东吴证券、监管部门
马刚	副总裁	2014年4月	国泰君安证券网络金融部总经理
杨日新	副总裁	2014年4月	华泰证券财富管理总部总经理
陈刚	行政总裁	2014年4月	国泰君安证券直投业务负责人

资料来源：公开资料，华泰证券研究所

受益于核心管理层到位以及激励机制的展开，中山证券有望在业务层面逐步激活，管理层的积极进取风格是公司长久发展的坚实基础。

嫁接互联网，汇聚客户资源

积极布局互联网入口，线上流量导入已见成效。中山证券在2014年率先确立互联网改革战略，大力布局线上入口，迈出由传统券商向互联网券商转型发展的第一步。2014年3月以来中山证券先后和腾讯、百度、金证股份和金融界等互联网、IT公司建立合作关系，积极对接线上流量入口，客户导入已初见成效。三季度以来，中山证券线上日均新增开户量大幅上涨，预计线上开户量已经超过同期线下15家营业部开户量的总和。线上流量的导入已初见成效，为未来业绩增长奠定坚持客户基础。数据显示，经纪业务份额已由年初的0.23%提升至年末的0.30%，由户均资产规模较低推测，其新增开户量占比更高，如果一人一户限制取消，低佣优势更易彰显。

表格2：中山证券互联网入口布局

时间	合作公司	合作事项
2014.3	腾讯	接入腾讯自选股
2014.5	金证股份	签署战略合作协议，共同搭建互联网金融服务平台、开发相关产品、app等
2014.6	腾讯	接入QQ证券理财服务平台
2014.9	金融界	成为中信证券后第二家接入证券通的券商
2014.10	百度	接入百度股票

资料来源：公开资料，华泰证券研究所

定向增发，承接资本东风

偿债降低财务费用，补充净资本打开业务增长空间。锦龙股份2014年11月5日公告了定向增发预案，计划募资不超过35亿，其中17.36亿元用于偿还借款，剩余部分预计将主要用于中山证券补充资本金和业务开展。大股东莞新世纪科教在本次定增中认购不低于50%的比例，彰显对公司未来发展的充足信心。

锦龙股份三季末总计有负债20.45亿元，前三季度已产生财务费用1.08亿元。本次定增募资中的17.36亿元由于偿还原有债务，偿还额占到总负债的84.9%，清偿后将大大降低财务费用，未来经营轻装上阵。

中山证券是锦龙股份旗下的控股券商，2014年上半年实现营业收入3.6亿元，占到总收入的100%，是未来重点打造的互联网券商综合平台。根据SAC统计的数据，中山证券2013年的净资本为13亿，在统计的115家券商中仅排名82位。**净资本的不足是中山证券创新业务开展最大的瓶颈之一，此次定增有望获得资本补充，破除瓶颈、深度拥抱互联网金融浪潮。**

资本中介业务：弹性极大的上市券商

互联网广纳客户+补充资本金=资本中介业务放量

券商准信贷业务模式确立，客户端、资金端集聚优势，中山证券有望厚积薄发。资本中介业务，特别是两融业务成为2014年券商最大亮点，行业已实现从过去简单通道业务向资本中介业务转型。准信贷业务模式的确立支撑券商业绩和估值双提升。

中山证券资本中介业务放量逻辑：嫁接互联网大流量导入客户+定向增发募集所需资金。行业两融业务放量初期，互联网券商由于自身存量客户薄弱，两融业务发展低于行业。但随着互联网业务深入展开，客户导入的放量，中山证券两融业务后发优势明显，且市场对互联网券商两融业务并无太多期待，存在很大超市场预期概率。

图 2: 定增+互联网布局: 资本中介业务爆发在即

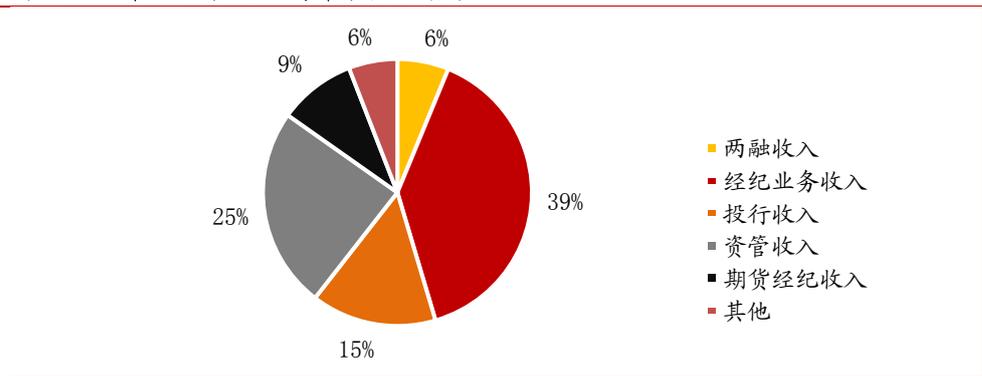


资料来源: 华泰证券研究所

弹性极大的上市券商

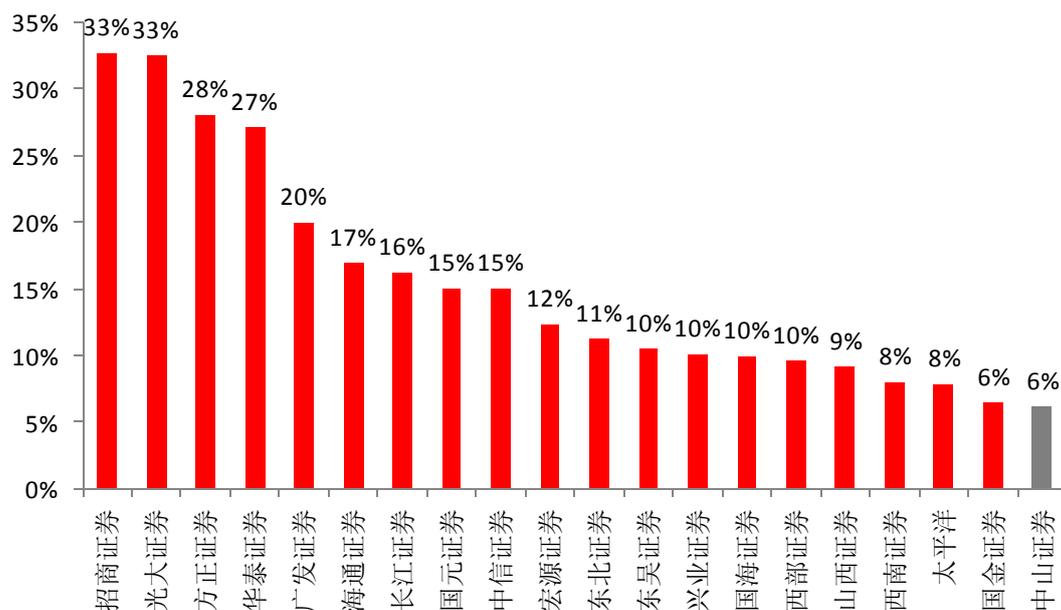
资本中介业务弹性极大, 中山证券两融业务收入占比仅 6%, 远低于上市券商平均 18% 的水平。2014 年中期, 中山证券两融业务收入占比仅 6%, 排名垫底且远低于上市券商平均 18% 的水平 (预计三季度行业占比已达 35% 以上)。资本实力雄厚的传统综合性券商, 凭借自身强大综合实力, 已经充分受益行业两融放量的红利, 两融收入排名位居前列。互联网券商的优势在于嫁接互联网之后的客户流量导入优势, 在两融需求仍持续强势的前提下, 结合中山证券的定增所募集资金, 以及两融较低起点, 意味着中山证券将是两融业务弹性极大的券商。

图 3: 中山证券 2014 年中期收入构成



资料来源: 华泰证券研究所

图 4: 上市券商 2014 年中期两融收入占比



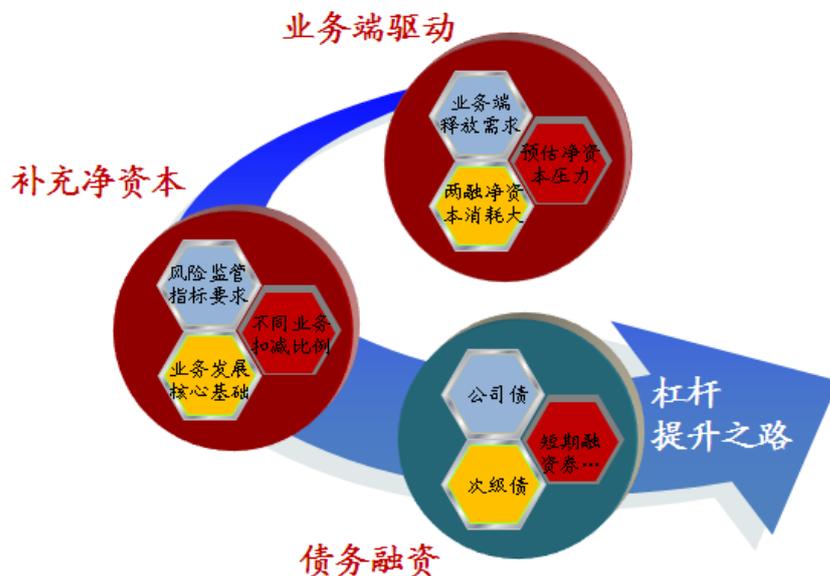
资料来源: 公司年报, WIND, 华泰证券研究所

中山证券资本中介业务弹性有多大?

金融企业资本为王, 净资本多寡和经营杠杆大小决定业务资金量。证券公司以净资本为核心的风险监控指标体系下, 净资本是各项业务开展的核心, 业务端的需求则决定了券商经营杠杆倍数。2014 年中期, 中山证券净资产为 35 亿元, 净资本/净资产比例为 52%, 净资本压力明显。另一方面中山证券经营杠杆为 2.6 倍, 低于行业平均 3 倍的杠杆水平。净资本的补充与经营杠杆的提高将大幅增强中山证券两融业务弹性。

按照现在证券公司风险监控管理办法, 券商经营杠杆的提高将依赖于两个步骤: 净资本的补充以及负债融资提升杠杆, 之后才是两融业务的放量。

图 5: 券商杠杆提升逻辑



资料来源: 华泰证券研究所

不止于两融，中山证券特色产品“小融通”盈利能力同样出色。中山证券互联网券商路径分两个核心路径：通过“惠率通”低佣金模式导入流量，嫁接创新产品对客户进行深度开发。中山证券“小融通”包括“融商通”、“融易通”、“融新通”三个产品，由于门槛较低，业务定位明确，产品平均利率可达12%，盈利能力突出。两融业务与“小融通”在业务端为中山证券业绩放量提供资本中介业务接口。

表格3：“小融通”盈利能力突出

产品	期限（天）	年化利率
融商通	7	13%
	14	12%
	28	10%
	91	11%
	182	12%
	365	13%
	随借随还	18%
融新通	随借随还	11.6%
融易通	随借随还	11.6%

资料来源：公司网站公开资料，华泰证券研究所

定增又逢杠杆提升利好，资本中介业务放量趋势明朗。本次定向增发后预计偿债后的17亿资金将用于补充中山证券净资本，资本金获得大幅补充。目前行业杠杆在3倍左右，按行业改革方面，未来监管指标将进一步下降，其中“净资本/净资产”比例有望由40%下降至20%；“净资产/负债”比例有望由20%下降到10%；“净资本/负债”比例有望由8%下降至4%，行业杠杆实际杠杆将提升至6倍左右。

资本中介业务年净收入可达3-5亿。假定1)中山证券17亿资金全部用于补充净资本；2)公司将资金用于盈利能力最为突出的资本中介业务；3)25%资金用于“小融通”业务，75%资金用于两融业务。在目前行业3倍杠杆前提下，资本中介业务可为中山证券贡献2.9亿元净收入；随着行业杠杆的放开，6倍杠杆前提下，资本中介业务可贡献4.9亿元净收入。

表格4：资本中介业务年净收入可达3-5亿元

补充资本	杠杆倍数	新增资金	资金成本	利息收入	净收入
17亿	3倍	51亿	1.7亿	4.6亿	2.9亿
17亿	6倍	102亿	4.3亿	9.2亿	4.9亿

资料来源：华泰证券研究所

双平台构造，融资更为便利。锦龙股份目前虽然主营业务已经变更为证券业务，但是毕竟不是证券公司，而是作为一般金融机构对待，不受证监会有关融资的监管比例限制，从而为中山证券打开了另一个融资平台。根据证监会的现行监管要求，证券公司必须满足净资本/净资产 $\geq 40\%$ 和净资产/负债总额 $\geq 20\%$ 的融资约束条件，而公司作为一般金融企业就不用受这些监管比例的限制，融资的灵活性将更高。

中山证券两融何时放量？

客户与资本金陆续到位，只待6个月监管期满。自2014年8月份以来，中山证券网上开户数量快速增长，尤其是随着合作网站的增加，网络导流效应越发显著，我们预计线上开户数量已全面超越中山证券15家营业部新增开户总数，其前期互联网券商领域的深度耕耘开始兑现业绩。根据现行监管规定，新开户客户需在开户6个月之后才能申请开通融资融券业务，据此测算公司两融业务量相应出现规模增长的时点应该在2015年上半年。

定增募集资金到位后，资本中介业务可放量。2014年11月公司已经公告定增预案，根据经验从公告预案到完成定增大致需要3-6个月的时间，即定增募集的资金最早应该可于今年2月份到位，最迟也应该能于今年5月前到位。预计今年上半年定增资金到位后，中山证券两融及“小融通”业务将开始放量增长。

中山证券：互联网券商，开门纳客

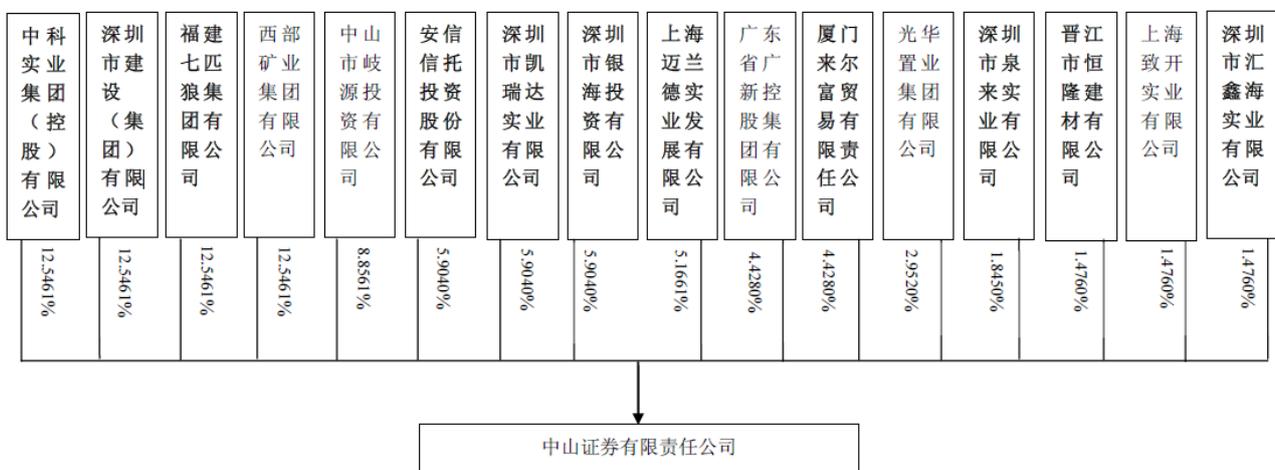
民营中小券商，天然互联网基因

民营中小券商由于自身性质和规模的特质，有着积极进行互联网券商业务创新的天然基因：第一，民营控股的特质决定了民营中小券商在观念上更愿创新，机制上更显灵活，决策上更有效率，并且相对于有国家、地方以及集团控股背景的券商而言，其与互联网公司进行业务上乃至股权上的合作阻力较小；第二，中小券商的普遍特征为营业网点不多，这不仅为“以互联网低佣金模式导流量，再提供多样化增值服务”的模式提供了动力，也同时为“推广线上低佣金模式可能造成对线下经纪业务的挤压”消除了顾虑。因此我们认为，民营中小券商，在弯道超车的强烈意愿下，有着互联网金融创新的天然基因。

民营身份

2013年3月，锦龙股份公司发布公告，将以259,550万元现金收购中山证券66.0517%的股权。2013年9月底，公司收购中山证券控股权完成。在此之前，中山证券股东结构相对分散，共涉及16家公司，最大股东持有12.5461%，最小股东持有1.4760%。锦龙收购的交易对方包括中科实业、深圳市建设集团、七匹狼集团、安信信托等11家股东公司，共计66%的股份，完成后达到绝对控股的地位。由于剩余股权较为分散，且实力并不突出，不排除锦龙继续收集筹码的可能。

图6: 锦龙股份入主前中山证券股东结构分散



注：加粗的为交易对方。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

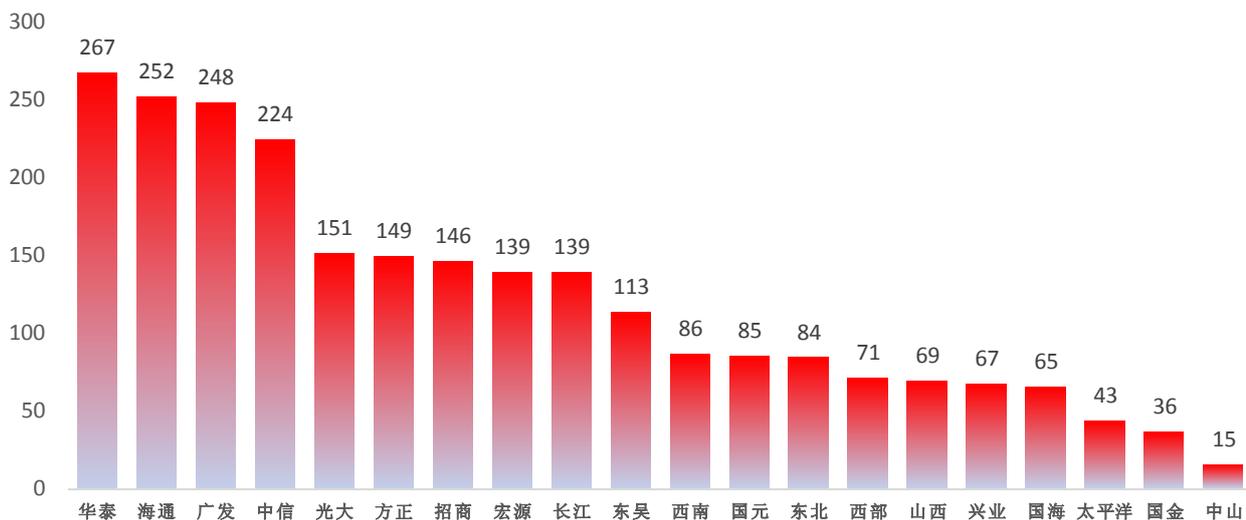
在此次大规模收购动作后，中山证券的股东结构得到了明显的精简，成为一家大股东拥有绝对控股权的民营券商，这也为其之后进行快节奏密集的互联网创新动作提供了基础。

中小券商身份

依据中国证券业协会 2013 年证券公司排名数据，中山证券 2013 年总资产 62.3 亿 (67/115)，净资产 25 亿 (67/115)，营业收入 4.6 亿 (79/115)，净利润 0.2 亿 (87/115)。作为一家规模中小型的券商，中山证券目前一共拥有 15 家营业部，另有 5 家营业部在筹建过程中。

营业部较少，传统劣势转化为互联网券商先天优势。营业部少这一现象将在两方面促进中山证券在互联网金融领域的积极拓展创新：第一，受营业部扩张速度限制，快速增加客户流量的需求促使了中山证券进行网上开户、低佣金交易和低门槛股票质押式回购等业务创新；第二，由于线上开户的佣金率相对于线下营业部开户的佣金率折让幅度较大，营业部数量少，历史包袱小，互联网低佣金模式的推广对线下原有经纪业务的挤压程度较小。

图 7: 上市券商平均 128 家营业部，中山证券 15 家



资料来源：公司 2014 半年报，华泰证券研究所

2014 年上半年已上市的 19 家券商（不包括锦龙股份）平均拥有营业部 128 家，最多的华泰证券 267 家，最少的国金证券 36 家。中山证券已有营业部 15 家，在筹的 5 家，远低于均值，因此获取客户流量弯道超车的强烈意愿会加快其互联网化的脚步。从现实情况来看，营业部较少的中山证券、国金证券和太平洋在互联网金融创新的道路上，走得均坚定且大胆。

主动降佣，彻底拥抱互联网

2014 年是中山证券互联网金融创新大刀阔斧的一年，而在此之前，中山证券的佣金率要高于市场平均。2011-2013 年，中山证券的平均佣金率比市场同期平均佣金率高 18.76%、18.31%和 24.84%，主要原因在于中山证券当时 14 个营业部中有 4 个位于经纪业务竞争性较弱的城市，佣金率较高。另外，在 2013 年，由于相对高佣金率的融资融券业务大力发展，中山证券整体佣金率水平有所提升。

表格5: 2013年之前中山证券佣金率要高于市场平均

	2013	2012	2011
中山证券平均佣金率	0.980‰	0.924‰	0.956‰
市场平均佣金率	0.785‰	0.781‰	0.805‰
溢价率	24.8%	18.3%	18.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所(中山证平均佣金率=公司代理买卖证券业务净收入/股票基金成交额; 市场平均佣金率=当年全部证券公司代理买卖证券业务净收入之和/市场股票基金交易额²)

先“零佣通”后“惠率通”，主动降佣坚定彻底。2013年9月底锦龙股份完成了对中山证券66%的控股，半年后便向市场祭出了一颗重磅炸弹“零佣通”。2014年3月，中山证券主动降低佣金率推出“零佣通”，即在A股、基金等品种交易过程中仅收取证券交易监管费、交易所手续费和过户费用合计在万一左右，中山证券不收取任何交易费用。虽然之后“零佣通”被叫停，但中山证券的流量数据显示客户对此反映非常积极。中山证券于2014年5月19日正式上线“惠率通”，佣金率调整为万分之2.5（含规费），依然远低于目前行业平均佣金率水平，互联网思维主导下，主动降佣吸引流量，彻底拥抱互联网。

布局最早，动手最快，覆盖最全

2014年伊始，中山证券就进行了一系列快准狠的互联网布局，每隔2-3个月就有大动作，分别和互联网巨头腾讯、百度，金融证券软件开发集成商金证股份，以及财经金融门户网站金融界进行了战略合作，与支付宝的合作也即将上线。中山证券深谙互联网“唯快不破”的特质和“流量为王”的法则，在互联网金融领域的布局最早，动手最快，覆盖最全，切入BAT流量入口的版图雏形初具。

图 8: 中山证券与多家互联网公司战略合作



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

图 9: 中山证券与 BAT 积极合作，布局入口



资料来源: 华泰证券研究所整理

2014年3月，中山证券和腾讯公司宣布战略合作。合作内容包括：1、中山证券和腾讯自选股共同推出移动金融平台。2、推出“零佣通”。在该平台上，用手机立即可以开通股票交易帐户，交易零佣金。3、推出“小贷通”。对有融资需求的投资者，可以通过股票质押的方式，立即贷款。中山证券也成为了继国金证券之后，第二家接入腾讯自选股平台的券商。

2014年5月，中山证券推出“惠率通”和“小融通”，并与金证股份展开战略合作。其中，“惠率通”的佣金率调整为万分之2.5（含规费），仍然远低于目前行业平均佣金率水平，并且提供网上开户、手机开户和QQ开户3种开户方式。

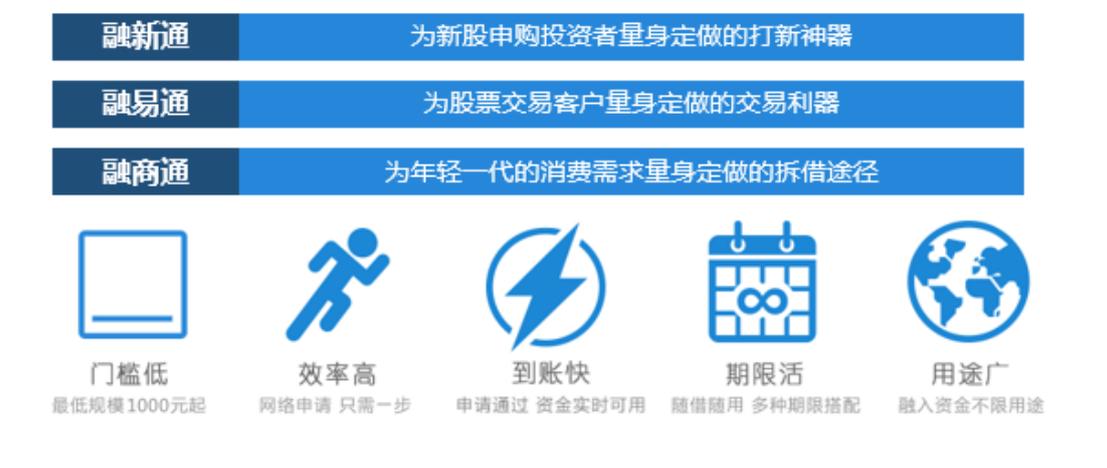
图 10: “惠率通”佣金 0.25%，3 种开户方式



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

而“小融通”本质上是最低融资额为 1000 元的小额股票质押式回购业务，用持有股票、债券、基金，通过沪深交易所股票质押式回购业务参与“小融通”，获取融资。大额度的股票质押贷款主要针对上市公司大股东、机构客户以及高净值个人客户等，一般融资额度在千万以上；而小融通"是一款为融资额度较小的客户量身定制的个贷产品，满足个人的流动性需求。虽然多家券商紧随其后推出了类似的产品，但中山证券“小融通”的融资门槛依然是业内最低。

图 11: “小融通”包括“融新通”、“融易通”、“融商通”



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

2014年6月，中山证券接入腾讯企业QQ证券理财服务平台。QQ用户只需点击鼠标，添加券商的企业QQ号，即可享受一站式证券理财服务。腾讯企业QQ证券理财服务平台集证

券开户、交易、营销、客服、互动、社交传播于一体的全新金融服务平台，中山证券、华龙证券、西藏同信证券、华林证券以及广州证券为首批接入平台的券商。

图 12: 中山证券 QQ 证券理财平台



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

图 13: 中山证券 QQ 证券理财平台



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

2014年9月, 中山证券接入互联网证券交易平台“证券通”, 并与金融界合作启动“开户终极挑战赛”。中山证券是继中信证券之后, “证券通”接入的第二家券商。投资者通过“证券通”登录中山证券可以在180秒内完成开户, 在90秒内完成转户。

2014年10月, 中山证券携手百度财富正式推出“百度股票”。用户使用百度, 搜索与股票相关的关键词, 搜索结果中将显示百度股票的链接, 用户可以通过百度股票完成中山证券账户开立, 并实现百度账户与中山证券账户绑定。未来除了“炒股开户”外, 会有越来越多的关键字直达中山证券与百度财富合作的专题页面, 全方位解决客户投融资需求。

12月, 与腾讯合作开展网络投顾大赛。

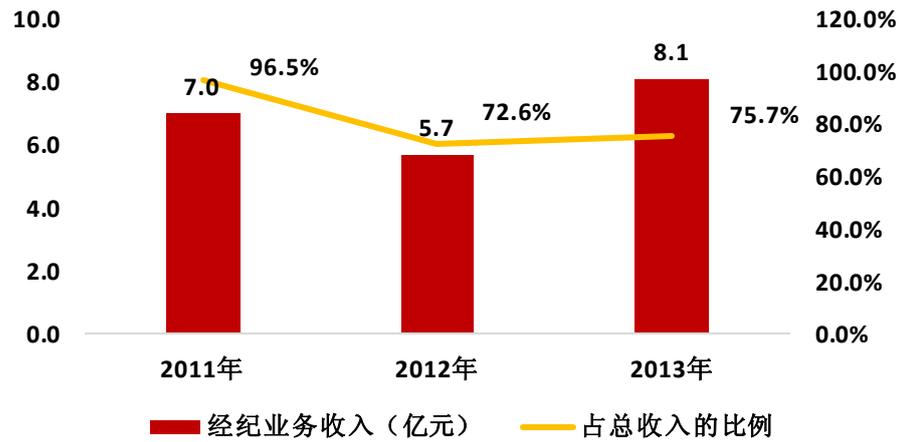
东莞证券: 本地霸主, 存 IPO 预期

经纪业务为主, 业绩表现良好

立足东莞, 精心耕耘经纪业务。东莞证券成立于1988年, 是东莞市国资委控股的全国性综合类证券公司, 也是全国首批承销保荐机构之一。东莞证券“立足东莞, 面向华南, 走向全国”的发展战略促使其聚焦于东莞大本营, 精心耕耘, 集中力量发展经纪业务, 取得了非常好的业绩表现。公司先后在东莞建设经营了24家营业部, 占到营业部总数的44.4%, 基本覆盖了东莞市所有的商业区。东莞是一个藏富于民的城市, 东莞证券的长期耕耘使其在本地具有极高的人气和品牌知名度, 成功挖掘了大量忠诚度很高、资金量充足的客户资源。

2013年, 东莞证券营业收入规模达10.7亿元, 实现净利润2.6亿元, 其中经纪业务贡献收入8.1亿元, 占比达75.7%。随着A股市场的表现逐步回暖和市场对牛市预期的加强, 我们判断2014年和2015年经纪业务的表现将会更为出色, 对公司业绩将产生持续的增厚作用。

图 14: 东莞证券经纪业务收入及占比情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

打破发展瓶颈, 存 IPO 预期

未来发展受资本约束, 存在较强的 IPO 预期。我国证监会对证券公司的净资本有着严格的监管, 没有充足的资本实力就很容易在行业的发展大潮中被彻底淘汰。东莞证券凭借立足东莞, 深耕经纪业务取得了很好的业绩表现, 绝对指标看, 东莞证券 2014 年上半年实现营业收入 6.5 亿元, 高于上市券商西部、太平洋同期表现; 相对指标看, 2014 年上半年东莞证券净利润率 32%, 盈利能力优于上市券商光大、东吴、东北、国海、山西以及西部证券。

表格 6: 东莞证券与上市券商 2014 年中期业绩对比

证券公司	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
中信证券	105.4	43.3	41%
海通证券	67.1	30.2	45%
广发证券	46.3	16.8	36%
华泰证券	43.2	14.9	34%
招商证券	36.0	13.7	38%
宏源证券	21.5	7.3	34%
兴业证券	19.7	6.8	35%
方正证券	19.2	7.7	40%
光大证券	19.2	4.1	21%
长江证券	17.6	6.6	38%
西南证券	15.1	5.5	36%
国元证券	13.9	6.1	44%
国金证券	11.8	3.8	32%
东吴证券	10.9	3.3	30%
东北证券	10.8	3.4	31%
国海证券	9.8	2.5	26%
山西证券	8.7	2.4	28%
东莞证券	6.5	2.1	32%
西部证券	5.5	1.5	27%
太平洋	4.1	1.4	34%

资料来源：公司年报，WIND，华泰证券研究所

根据 SAC 的统计，东莞证券 2013 年的净资本仅为 19 亿元，在统计的 115 家券商中排名 65 位，净资本的约束必定会成为未来进一步发展的障碍。

目前东莞证券的实际控制人为东莞市国资委，通过东莞控股、财信发展和金源实业三家公司合计持有其 55.4% 的股权。东莞证券是东莞市国资委旗下控股的金融资产中发展最为迅速，业务最具竞争力和业绩表现最好的之一，在未来的国企改革中东莞市国资委有很强的动力通过 IPO 的方式将其作为自己整合旗下其他全部金融资产的资本运作平台。2014 年 11 月东莞证券的股东大会上，公司管理层表示初步计划于 2015 年 3 月上报 IPO 申报材料，预计将于 2016 年正式上市。IPO 已经迈出了实质性的一步，未来取得突破性进展可期。

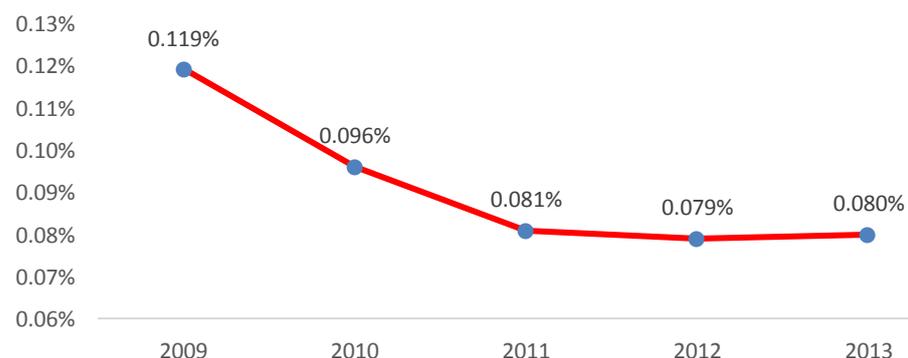
顺应行业趋势，成就未来宏图

互联网券商，故事才刚刚开始

佣金率不断降低

非现场开户推行和互联网巨头加入，证券行业佣金率进入持续下降通道。互联网技术的成熟和金融服务应用的发展首先冲击的是传统经纪业务的开户、交易功能。2013 年 3 月 25 日，《证券账户非现场开户实施暂行办法》允许投资者以非现场方式申请开立证券账户。这在降低营业部成本的同时，也为降低佣金率吸引客户流量挪腾了空间。各大互联网巨头在金融领域的渗透，让富有竞争力的佣金率频频出现，例如“证券通”平台接入的中山证券、长城证券、恒泰证券均提供万分之 2.5（含规费）的超低佣金率，中信证券为万分之三。因此，我们判断佣金率会长期处于下降通道，有市场嗅觉的证券公司势必在认清这一趋势的前提下，做出积极迅速的互联网布局。

图 15: 证券行业佣金率呈下降趋势



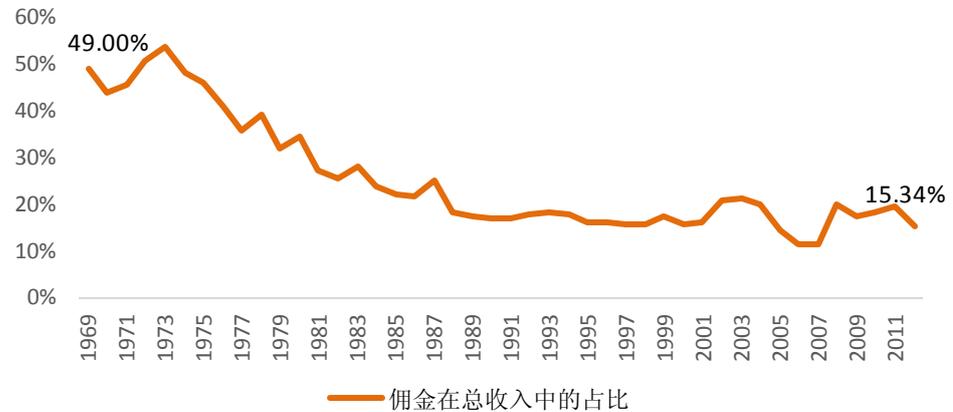
资料来源：Wind，华泰证券研究所

经纪业务占比持续下降

经纪业务营收占比逐级递减，新兴业务遍地开花。一方面，佣金率的降低会导致经纪业务利润的缩水，券商必须寻求新的利润增长点；另一方面，证券业市场化程度的加深促使了券商新兴业务的蓬勃发展。以美国投资银行为例，从 1969 年至 2011 年，美国证券业佣金收入在其整体营收的占比由 49% 一路下降至 15%。于此同时，以收费为基础的新业务逐渐发展，

取代佣金收入,成为各个投资银行最重要的收入来源,其中主要包括兼并和收购、杠杆收购、公司财务顾问和咨询等业务。

图 16: 美国证券业佣金营收占比由 49%一路降低至 15%

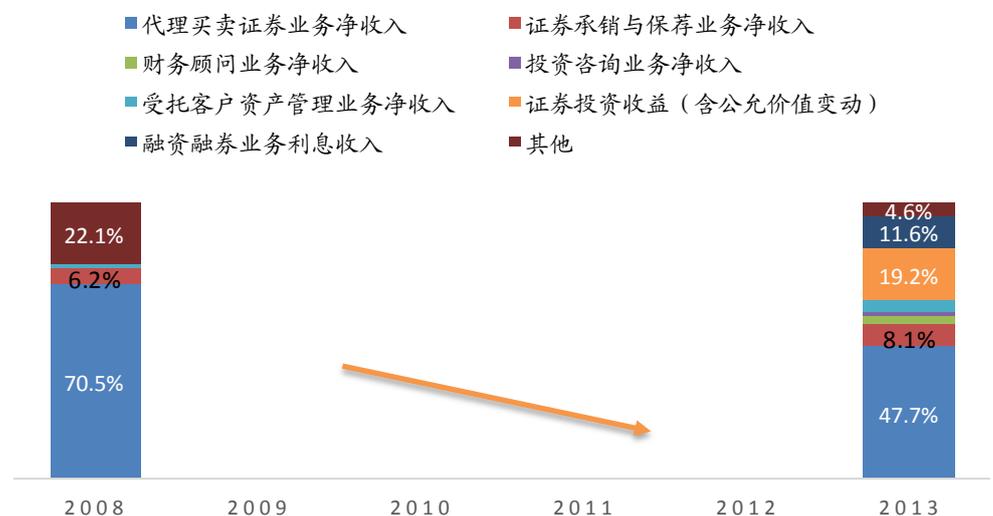


资料来源: 华泰证券研究所整理

我国的证券公司也走在类似的变革道路上。依据证券业协会的统计数据,2008年“代理买卖证券业务”占整体证券业收入的70.5%,到2013年,这一业务比例已下降至47.7%。取而代之的是“财务顾问业务”、“投资咨询业务”、“证券投资业务”以及“融资融券业务”的体量扩张。

在行业发展新背景下,互联网券商的思维便是,以富有竞争力的佣金水平、极快的开户速度和良好的互联网交易体验导入经纪业务客户流量,后续用多样化的低门槛创新业务来强化巩固,例如股票质押回购、金融产品超市等方式。以中山证券为例,第一步用“惠率通”极低佣金、极速开户体验获得客户,第二步重点推广增值服务:“小融通”股票质押回购用以打新、交易、拆借,“现金通”为股票账户闲置资金自动购买货币基金增值,一级入口主推融资融券业务。

图 17: 我国券商代理买卖证券业务占比由 08 年 70%下降至 13 年 47%



资料来源: 证券业协会, 华泰证券研究所

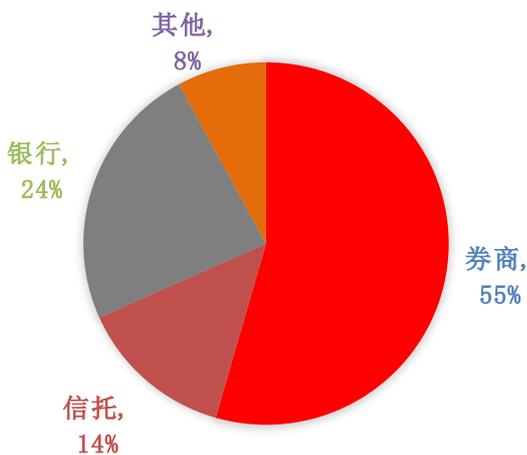
股票质押回购等新增长业务点互联网化

股票质押打开信用业务新空间。2013年6月券商全面开展股票质押融资业务，在运行1年多时间，券商凭借其丰富的上市公司资源、折扣率与利率优势、手续精简、风控能力较强等优势，券商已占股票质押市场的半壁江山，增长势头强劲。

2014年前11月股票质押市场业务快速爆发，市场累计开展3506笔股票质押业务，其中券商开展1960笔，市场份额59%；质押股数518亿股，市占率49%；质押市值规模6065亿元，市占率55%。凭借券商的客户资源优势和专业优势，股票质押业务是券商信用业务的新增长点。

券商亦可利用互联网优势，推出门槛低(最低规模1000元或5000元)、效率高(网络申请)、到账快(资金实时可用)的股票质押回购业务。中山证券的“小融通”股票质押回购业务走在创新前列，“融新通”、“融易通”、“融商通”分别用于打新、交易、商用拆借，质押率由高到低，门槛低，到账快。

图 18: 2014 年来券商已占股票质押市场半壁江山



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 19: 中山证券“小融通”质押率

小融通标的证券质押率					
更新时间: 2014-12-10					
股票代码	股票名称	融商通6个月内	融商通6个月以上	融易通	融新通
000001	平安银行	0.6	0.55	0.85	0.95
000002	万科A	0.6	0.55	0.85	0.95
000004	国农科技	0.45	0.4	0.7	0.8
000005	世纪星源	0.35	0.3	0.6	0.7
000006	深振业A	0.55	0.5	0.8	0.9
000007	零七股份	0.45	0.4	0.7	0.8
000008	宝利来	0.55	0.5	0.7	0.9
000009	中国宝安	0.6	0.55	0.85	0.95
000010	深华新	0.55	0.5	0.8	0.9
000011	深物业A	0.55	0.5	0.8	0.9
000012	雷玻A	0.6	0.55	0.85	0.95
000014	沙河股份	0.55	0.5	0.8	0.9
000016	深康佳A	0.55	0.5	0.8	0.9
000017	深中华A	0.45	0.4	0.7	0.8
000018	中冠A	0.45	0.4	0.7	0.8
000019	深深宝A	0.55	0.5	0.8	0.9
000020	深华发A	0.3	0.25	0.55	0.65
000021	长城开发	0.55	0.5	0.8	0.9
000022	深赤湾A	0.55	0.5	0.8	0.9
000023	深天地A	0.5	0.45	0.75	0.85
000024	招商地产	0.6	0.55	0.85	0.95
000025	特力A	0.45	0.4	0.7	0.8
000026	飞亚达A	0.55	0.5	0.8	0.9

资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

与互联网公司深化合作是大趋势

券商与互联网公司竞相深度合作，推出多样化产品服务。互联网化进度较快的券商包括：中山证券、国金证券、东吴证券、国元证券、太平洋等；合作的互联网公司包括：（1）互联网巨头 BAT：百度财富、阿里支付宝股票、腾讯自选股企业 QQ 等（2）互联网金融理财平台：新浪微财富、91 金融超市、投哪儿网等（3）资讯交易终端：万德、同花顺、大智慧、证券通等；合作的形式包括：网上低佣开户、在线理财、金融产品、股票质押回购等业务。

表格7: 券商与互联网企业合作格局

互联网券商	股东类型	营业部(家)	经纪业务市场份额	合作的平台类企业	推出产品
中山证券	民营	15	0.23%	腾讯旗下自选股	“惠率通”低佣万分之 2.5, “小融通”股票质押回购
国金证券	民营	36	1.06%	腾讯旗下腾讯网、腾讯自选股	“佣金宝”低佣万分之 2.5, 附加高收益理财产品

华泰证券	国有	267	7.06%	网易	网上开户
国元证券	国有	85	1.06%	万得	网上开户
东吴证券	国有	113	0.91%	同花顺	网上开户、在线理财、大数据金融产品、互联网信用产品等
海通证券	国有	252	4.86%	91金融	理财产品
广发证券	国有	248	3.98%	投哪儿网	“钱袋子”产品

注：数据截止 2014 年 6 月

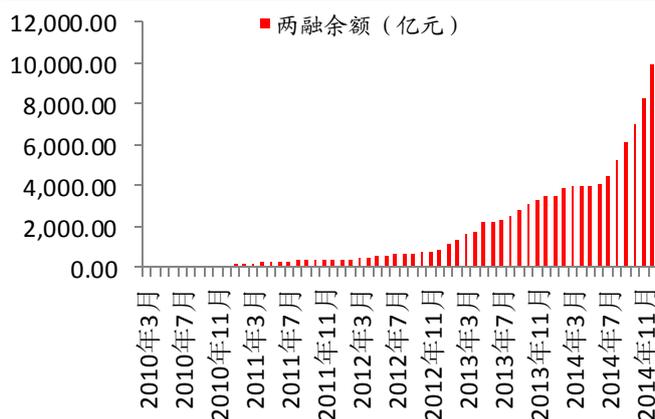
资料来源：公司公告，公开数据，华泰证券研究所整理

行业即将面临新一轮洗牌，中山证券已走在互联网券商前列，大展宏图可期。目前证券行业发展受两个关键因素的较大影响：资本市场改革与互联网化趋势。资本市场改革利好整个券商行业，直接融资比重的提升以及具备国际影响力券商的打造均使行业具备做大做强的强力驱动，其中大型券商获益较多。互联网作为证券行业的“搅局者”，将带来新的分化，未来行业两头（综合性大券商+互联网特色券商）发展态势较为明确。中山证券作为行业内互联网化布局最早、动手最快、布局最全的券商，已经走在行业前列，在新一轮行业洗牌中大展宏图可期。

融资融券-准信贷业务的崛起

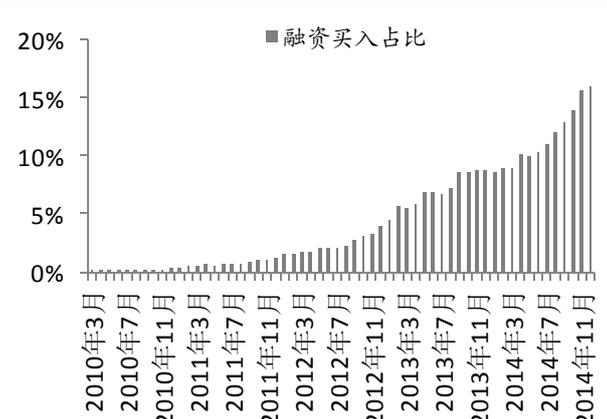
两融余额近万亿规模，券商盈利模式重大变革。融资融券业务是 2014 年券商业务最大亮点，为券商 2014 年靓丽业绩以及良好市场表现作出突出贡献。截至 2014 年 12 月 18 日，两融余额已逼近 1 万亿大关，达 9950 亿元，融资买入额占市场总交易额比重达到 16%。从盈利角度讲，证券公司的主要盈利模式已经发生重大变革，在杠杆经营模式下，依靠资本优势赚取两融差价已经成为证券最为重要的盈利模式。

图 20: 两融余额逼近 1 万亿



资料来源：WIND，华泰证券研究所

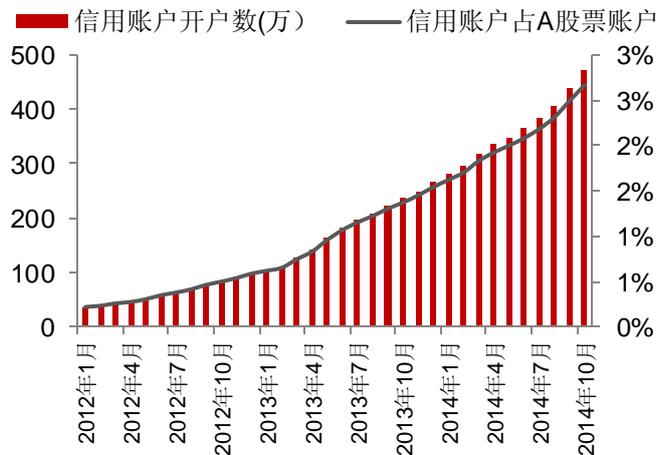
图 21: 两融期间买入额占比提升至 16%



资料来源：WIND，华泰证券研究所

信用账户持续攀高，渗透率空间打开。市场持续上涨激活投资者进场，6 月以来投资者开户数持续攀升，信用账户开户也持续火爆。2014 年 10 月底信用账户 473 万个，较年初增长 78%；信用账户占 A 股开户数比从年初的 1.52% 提升至 2.67%。在牛市大周期下，信用账户将迎来快速爆发期，预计未来信用账户占比将提升至 10% 左右，将再次打开两融业务空间。2014 年转融通快速发展，11 月末转融通规模达 969 亿元，较年初增长 1 倍，在市场持续向好背景下，转融通规模也将迎来快速增长期。

图 22: 信用账户持续提升至 476 万, 占 A 股账户比 2.7%



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 23: 转融资规模提升至 969 亿元



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

两融业务的核心逻辑在于客户+资金优势, 中山证券未来弹性最大。两融业务的核心逻辑在于客户资源的积累以及高杠杆下的资金优势, 在两融快速发展的前期, 中山证券两融业务发展并不突出, 收入占比仅 6%, 远低于上市券商 18% 的平均水平。目前两融盈利模式成熟, 中山证券通过嫁接互联网导入客户后, 业务开展将具备坚实基础, 同时其两融占比较低、定向增发补充资金使其成为两融业务最具弹性的券商。

估值讨论

关键假设:

1、营业收入: 目前锦龙股份合并报表范围为中山证券、上海大陆期货及上海胜鹏投资公司等, 由于中山证券持股上海大陆期货 51% 股权, 且上海胜鹏投资等仍未贡献收入, 假设公司营业收入全部来自中山证券(合并公司口径, 包含上海大陆期货)。

2、定向增发影响: 假设公司今年上半年完成定向增发, 募集资金 35 亿元, 定向增发实施价格为 24 元/股, 共增发 1.46 亿股;

3、总股份: 定向增发后锦龙股份总股本为 10.42 亿股;

4、财务费用: 定增资金中 17.36 亿元用于偿还公司债务, 降低财务费用。锦龙股份按计划利用定增资金中 17.36 亿元用于偿还债务, 占其总负债的 84.9%, 根据锦龙股份原负债水平及利息负担, 假设将降低财务费用 1.22 亿/年;

5、投资收益: 东莞证券贡献锦龙股份投资收益的 70%, 且维持相对稳定份额。收购中山证券之前, 对东莞证券投资收益曾是公司主要利润来源, 随着公司其他投资业务开始贡献业绩, 假设对东莞证券投资收益占比维持在 70% 的份额;

6、管理费率: 公司正处于互联网转型关键期, 未来人力资本、创业业务发展等都将维持较高管理费率水平, 假设公司 2014-16 年管理费率为 50%、40%、45%;

表格8：锦龙股份盈利预测表（百万元）

	2013年	2014年 E	2015年 E	2016年 E
一、营业总收入	343	1104	2068	3279
二、营业总成本	363	1196	1454	2119
营业成本	60	10	21	33
利息支出	25	112	165	262
手续费及佣金支出	23	155	290	459
营业税金及附加	14	62	114	180
管理费用	157	695	827	1148
财务费用	78	157	37	37
资产减值损失	7	5	5	5
投资收益	128	637	521	691
三、营业利润	97	602	1188	1903
加：营业外收入	4	3	0	0
减：营业外支出	1	2	0	0
四、利润总额	100	603	1188	1903
减：所得税费用	23	67	206	355
五、净利润	77	537	982	1549
归属于母公司所有者的净利润	53	426	772	1187
少数股东损益	24	110	210	362
六、每股收益：	--	--	--	--
基本每股收益	0.12	0.48	0.77	1.14

资料来源：华泰证券研究所（考虑2015年、2016年定向增发后股本增加因素，基本每股收益按加权平均计算）

根据以上假设，考虑到增发因素，预计锦龙股份2014年-2016年EPS为0.48元、0.77元及1.14元，对应PE估值分别为59倍、37倍、25倍，对应PB分别为10.2倍、4.4倍和3.8倍。考虑到中山证券的互联网券商发展方向，自营等净资本消耗较大的业务领域并非其主导，而通过嫁接互联网平台导入客户，在低佣金的基础上围绕客户资源对接更多增值服务将成为未来主导模式，所以公司更适于PE估值。

国内证券行业仍处于快速发展阶段，资本市场发展是国内经济转型的核心驱动力，提升直接融资占比，发展股权融资市场已成为金融经济改革的顶层设计。行业发展政策红利不断，未来证券公司业务领域的扩大以及杠杆比例的放开，将直接提升证券公司盈利能力，行业将享受一定估值溢价。

另一方面，互联网券商仍处于起步阶段，中山证券互联网证券转型方向明确，是国内目前互联网布局最全的券商，已与阿里巴巴、腾讯、百度、金融界、金证股份等互联网巨头及金融财经平台展开深入合作，且公司推出的“惠率通”、“小融通”等产品直指低费率，聚焦中小投资者，充分发挥互联网“长尾效应”的优势。互联网券商在发达国家已经较为成熟，在日韩等国家互联网券商市场份额可达35%以上，而目前中山证券经纪业务占比仅0.3%，未来空间巨大。

综上，结合证券行业发展的阶段，互联网券商未来的巨大空间，给予公司2015年50-60倍PE估值，对应股价38.5元-46.2元，提升至“买入”评级。未来可能催化剂包括：中山证券互联网转型重大突破，东莞证券成功IPO等。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn