



买入

28% ↑

目标价格: 人民币 36.00

000712.CH

价格: 人民币 28.12

目标价格基础: 35 倍 15 年市盈率

板块评级: 未有评级

### 本报告要点

- 剥离自来水业务，行业划分变更为金融业——资本市场服务，金控平台初见雏形。
- 定增扩资，强化金融平台战略性布局。
- 中山证券已与腾讯、百度、金融界、金证科技进行互联网券商合作，中山证券的互联网战略快速推行。

### 股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
绝对	146.6	3.5	60.4	157.3
相对深证成指	113.5	(19.8)	26.6	120.5
发行股数 (百万)	896			
流通股 (%)	68			
流通股市值 (人民币 百万)	17,126			
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	835			
净负债比率 (%) (2014E)				
主要股东 (%)				
东莞市新世纪科教拓展有限公司	50			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2015 年 1 月 6 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

魏涛

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

\*罗惠洲为本报告重要贡献者

# 锦龙股份

## 华丽转身，民营体制金控平台现雏形

锦龙股份作为一家控股中山证券、参股东莞证券的上市公司，其所属行业就是以证券业务为代表的金融行业，但这关键的一点往往被投资者忽视。这也就是在前期券商股估值大幅修复时锦龙股份股价涨幅偏小的原因。我们看好公司搭建民营背景金控平台的发展战略和中山证券开展互联网券商业务的进展。我们给予该股买入的首次评级，目标价格为 36.00 元。

### 支撑评级的要点

- **剥离自来水业务，金控平台初见雏形。**锦龙股份在 2014 年第一季度完成了对清远自来水公司 80% 的股权转让，公司成为纯粹的金控平台。2014 年 7 月行业划分变更为金融业——资本市场服务。公司持有中山证券 66% 股份、东莞证券 40% 股份，间接持有华联期货 3%、东莞农商行 0.77%、清远农村信用社 1.01%、清远农商行 0.06% 等股权。公司更在 2014 年 8 月表示未来不排除进一步收购中山证券股权的可能性。
- **定增扩资，强化金融平台战略性布局。**公司 2014 年 11 月公告将非公开发行约 2.14 亿股，募集 35 亿左右资金。控股股东大比例认购展现了其对于公司的信心，募集资金也将有效改善公司资金面情况，大幅提升公司资本实力。
- **中山证券的互联网战略快速推行。**目前，中山证券已与腾讯、百度、金融界、金证科技进行互联网券商合作，已形成“流量导入+低佣吸引客户，融资类产品实现收入”的盈利模式。公司民营资本属性、机制市场化和灵活性以及决策链条短使其在与互联网企业深度合作方面天然优势明显。

### 评级面临的主要风险

- 证券市场行情波动。

### 估值

- 我们预计公司 2014 年和 2015 年每股收益分别为 0.63 和 1.03 元，对应市盈率估值 45 倍和 27 倍，公司股价相对板块被低估，预计公司的合理价值为 36 元，对应 2015 年 35 倍市盈率。我们看好中山证券和锦龙股份的后续业绩表现，认为其将会是一只极具业绩弹性和创新性潜力的牛股，结合现在的牛市行情，我们给予锦龙股份 36.00 元/股的目标价和买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	95	343	1,053	1,713	2,536
变动 (%)	(1)	262	207	63	48
净利润 (人民币 百万)	28	77	634	1,140	1,772
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.07	0.12	0.63	1.03	1.60
变动 (%)	(4)	76	431	64	55
全面摊薄市盈率 (倍)	420	238	45	27	18
ROE (%)	1.34	1.46	13.07	24.40	33.20
每股净资产 (人民币)	5.02	8.09	4.80	4.21	4.81
价格/每股账面价值 (倍)	5.61	3.48	5.86	6.68	5.85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目 录

公司概况 .....	3
中山证券的互联网之路.....	10
盈利预测及投资建议 .....	16
研究报告中所提及的有关上市公司.....	19

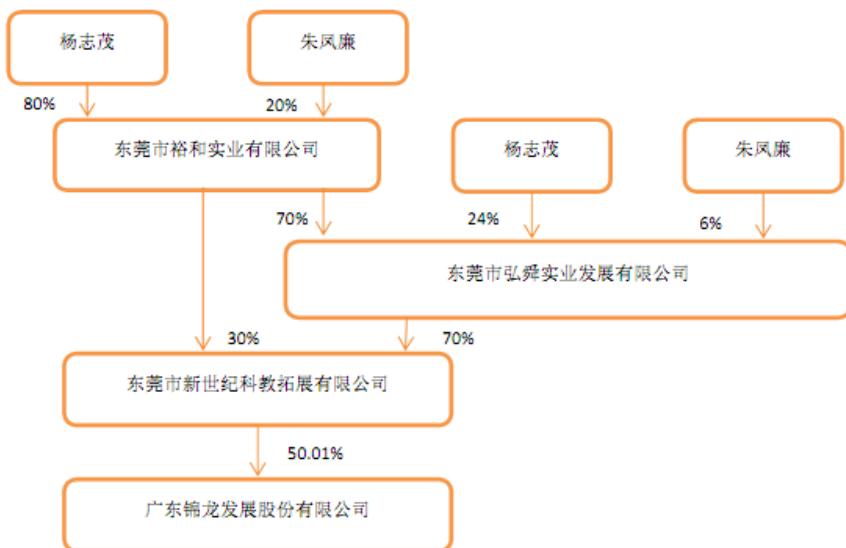
## 公司概况

锦龙股份 1997 年在深交所上市，主业为纺织和化纤长丝的生产，后转变为自来水业和房地产业。公司在 2013 年收购中山证券后，将主业变为证券业。目前公司控股中山证券，参股东莞证券，旗下子公司也均为金融企业，形成一个以证券业务为主的民营金控平台。

### 公司发展基本情况

广东锦龙发展股份有限公司，原名为广东金泰发展股份有限公司，注册地在广东省东莞市。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。2013 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 1. 锦龙股份股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

### 转型布局，金控平台现雏形

从公司近几年的公告显示，公司一直尝试通过收购不同产业来实现公司主营业务的转型。尤其是 2007 年以来，公司以收购金融股权的方式来整合金融资产，期间即使遭遇波动与阻碍，仍稳步推进，如今金控平台的战略布局俨然成型。

图表 2. 锦龙股份转型进展

时间	公司事件
1997 年	锦龙股份在深交所上市。
2000 年	东莞市新世纪科教拓展公司作为新控股股东入驻。
2006 年 3 月 27 日	公司实施股权改革方案，其后稳步推进公司的战略转型和资产优化升级。
2001 年末	公司经营范围变更为纺织、化纤长丝生产以及房地产开发。在充分分享纺织业高增长利益的同时，极具前瞻性的开始涉足房地产业。
2004 年末	公司经营范围变更为实业投资及房地产开发。公司整体转战房地产市场。
2007 年	当年，公司主营业务分布为房地产开发、自来水生产和供应、化纤长丝生产销售及酒店业务等。房地产市场进入大牛市，公司此时战略眼光凸显，判断到房地产行业受国家宏观调控影响较大，资产高位剥离获利注资。此次剥离，锦龙股份及子公司自来水公司获得 1.3 亿元现金注入，纺织业务和酒店业务转入大股东旗下。公司战略转型拉开帷幕，低效资产剥离积极推进。
2007 年中期	公司收购了华联期货经纪有限公司 49% 的股权；并开始逐步收购东莞证券股权，但此方案几经周折。
2008 年底	公司溢价转让东莞市金舜房地产投资公司及清远市锦龙正达置业有限公司各 51% 股权，合计作价 1.87 亿元，为公司获得投资收益约 0.55 亿元。
2009 年	公司收购东莞证券股权得以通过。
2012 年	公司谋求对东莞证券的实际控制权未果。
2013 年	公司收购中山证券、参股东莞农商行，终于搭建起金控平台雏形。
2014 年	公司剥离自来水业务，获得投资收益 20,652 万元，彻底转型金融业。

资料来源：公司公告、中银国际研究

### (一) 参股东莞证券

东莞证券有限责任公司成立于 1988 年 6 月，注册资本 5.5 亿元。东莞证券是东莞市国有控股的全国性综合类证券公司、规范类证券公司。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。公司业务范围涵盖了经纪、投资咨询、财务顾问、承销与保荐、证券自营、资产管理、基金代销、期货 IB、直接投资、融资融券等领域。截至 2012 年 6 月 30 日，公司有分支机构 52 家（其中营业网点 49 家，上海分公司 1 家，深圳分公司 1 家，北京办事处 1 家），营业网点遍布珠三角、长三角及环渤海经济圈，“立足东莞、面向华南、走向全国”的格局基本形成。公司全资拥有东证锦信投资管理有限公司，并参股华联期货有限公司。公司紧跟国家政策和行业发展动态，不断丰富公司业务品种，大力优化收入来源结构。当前，公司以经纪业务为基础，资产管理业务、投资银行业务为核心，多项业务协调发展的局面已经形成。

图表 3. 东莞证券营业部分布



资料来源：东莞证券网页、中银国际研究

据中国证券业协会统计，东莞证券 2013 年取得了实现净利润 2.56 亿元，同比增长 129.57%，实现净资产收益率 9.79%，行业排名第 13 位；净资本收益率为 12.70%，行业排名第 10 位。据万得资讯数据统计，2014 年 1-10 月，东莞证券累计实现营业收入 12.36 亿元，同比增长 42.06%；实现净利润 4.13 亿元，同比增长 72.95%。

近几年，东莞证券一直在寻求通过 IPO 上市。2014 年 11 月，锦龙股份和东莞控股(000828)发布公告，两公司所参股的东莞证券于 11 月 18 日召开了东莞证券股份有限公司创立大会，并经东莞证券股东大会同意，整体变更为股份有限公司，预计于 2016 年上市。一旦东莞证券上市成功，锦龙股份一方面可以通过上市退出，获得不菲的投资收益。另一方面，锦龙股份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。

## （二）收购中山证券

中山证券有限责任公司成立于 1992 年 11 月，是中国早期的证券公司之一。经营范围有证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。公司有 14 家证券营业部，分布在从东北到华南的东部沿海经济发达地区，发挥中央振兴东北的政策优势，依托环渤海经济圈、长江三角洲与珠江三角洲等经济发达地区，拥有广泛的具有雄厚经济基础的客户群体。

锦龙股份最初是希望以东莞证券作为综合金融的起脚点，2009 年中期就持有东莞证券 40% 股权，而且其控股股东东莞市新世纪科教拓展有限公司持有东莞证券 4.6% 股权，但东莞国资仍持有 55.4% 股权，导致公司始终不能获得东莞证券的实际控制权，进而转而寻求中山证券股权作为综合金融的起脚点。

2013 年 9 月，锦龙股份发布重大资产购买报告书，拟购买 11 家公司持有的中山证券合计 66.0517% 的股权。锦龙股份 6 月 21 日公告称，经公开转让程序，公司以底价 1.7514 亿元，受让广东省广新控股集团有限公司公开挂牌转让的中山证券 4.43% 股权。这意味着锦龙股份持有中山证券 66.0517% 股权的计划基本圆满实现。

据深交所投资者关系平台内容显示，8月26日多家机构调研锦龙股份公司。该公司有关人士在回应是否进一步收购中山证券股权问题时表示，公司收购广东省广新控股集团有限公司公开转让的中山证券4.43%股权目前过户相关手续正在办理中，完成过户后，公司将持有中山证券66.05%股权。公司继续看好中山证券未来的发展，未来不排除进一步收购中山证券股权的可能性。

### (三) 旗下多家金融企业

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。

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，锦龙股份持有的0.77%的股份是属于份额较大的。

上海圣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，主要享有的优势有：1)利用区内公司作为海外控股平台，公司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；2)区内海外投资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；3)融资成本有效降低。未来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。

图表4.锦龙股份参股公司情况

序号	被参股公司	参控关系	直接持股比例 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
1	东莞证券有限责任公司	联营企业	40	106,760.91	26,426.97	证券行业
2	中山证券有限责任公司	子公司	66.05	55,388.20	2,832.40	证券经纪;证券投资咨询;与证券交易,证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营等
3	上海大陆期货有限公司	孙公司	51			商品期货经纪,金融期货经纪
4	清远市自来水有限责任公司	子公司	80	10,853.43	2,201.65	自来水生产和供应,限十层以下建筑物的水消防系统,钢管,水暖管道零件,建筑材料,五金工具,家用电器等
5	上海杰询投资咨询有限公司	孙公司	100			投资管理咨询,企业管理咨询,商务信息咨询(以上咨询除经纪),市场营销策划(涉及行政许可的,凭许可证经营)
6	清远市清新县太和供水有限公司	联营企业	32.07	2,862.06	489.65	自来水的生产和供应
7	清远市供水拓展有限责任公司	子公司	100			自来水项目的投资;钢管,水暖管道零件,建筑材料,五金工具,家用电器,自来水管道的安装和修理
8	清新汇科置业有限公司	子公司	100			项目投资,企业投资咨询(法律,行政法规禁止的项目除外,法律,行政法规和国务院决定规定应许可等)
9	清远市锦诚水质检测有限公司	子公司	100	340.01	119.13	水质检测
10	清新县自来水安装工程有限公司	联营企业	32.07	526.69	62.36	供水管道和供水设备的安装和维修
11	益民基金管理有限公司	联营企业	20	6,907.50	794.97	基金管理

资料来源：公司2013年年报、中银国际证券研究

#### (四) 剥离自来水业务

锦龙股份在2014年第一季度完成了对清远自来水公司80%的股权转让，继续实施向金融业务拓展的发展战略，并已形成了以证券业务为主的良好经营格局。至此，公司已经成为纯粹的金控平台。根据公司公告，自2014年7月起，公司由原行业分类：电力、热力、燃气及水生产和供应业——水的生产和供应业变更为金融业——资本市场服务。从持有金融企业股权来看，在证券业务方面，公司持有中山证券66.07%股份、东莞证券40%股份，在期货、银行业务方面，持有华联期货3%、东莞农商行0.77%、清远农村信用社1.01%、清远农商行0.06%等股权。未来公司也有意继续把握金融业务领域投资机会，以提高公司收入和利润水平。

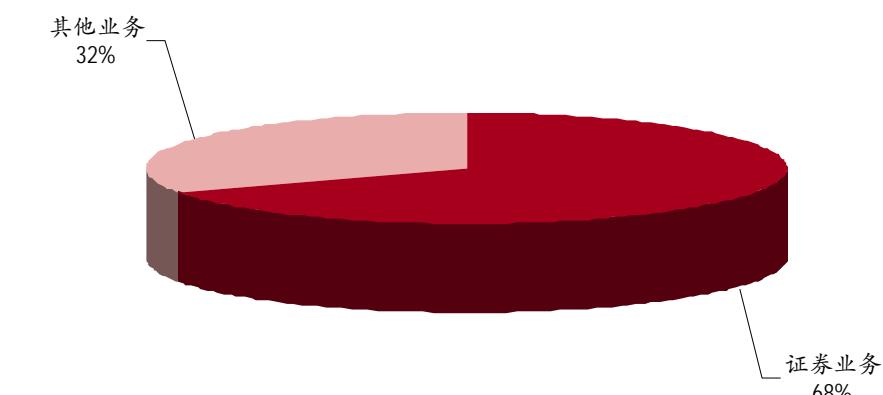
图表 5. 锦龙股份金控平台雏形



资料来源：公司公告、中银国际研究

业务转型后，公司业绩增长主要来自证券业务的贡献。2013年，锦龙股份营业总收入34,302.96万元，其中证券业务的营业总收入23,228.23万元，占营业总收入的67.71%。

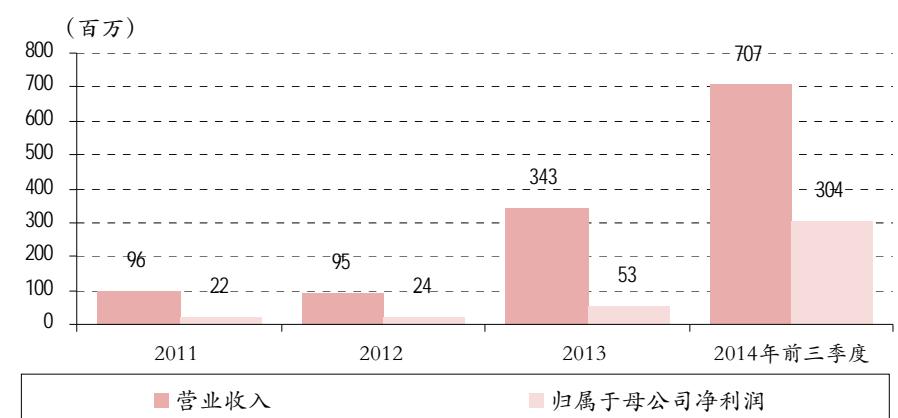
图表 6. 锦龙股份营业收入来源 (2013年)



资料来源：公司2013年年报、中银国际研究

自公司主营业务转型以来，公司业绩每年稳步提升，尤其是在2014年。锦龙股份2014年第三季度业绩比去年同期增长700%-750%，主要来源于：1) 公司转让了清远市自来水有限责任公司80%的股权，本次股权转让给公司2014年前三季度带来投资收益20,652.11万元，因此公司相应的投资收益比2013年前三季度大幅度增长。2) 由于公司持有40%股权的东莞证券有限责任公司2014年第三季度的经营业绩与去年同期相比大幅增长，公司相应的投资收益比去年同期大幅增长；3) 公司2014年第三季度按照61.62%比例纳入了中山证券有限责任公司的经营收益，去年同期公司尚未纳入中山证券有限责任公司的经营收益。公司2014年1月-9月归属于公司股东的净利润与去年同期相比增长420%-470%。

图表 7. 锦龙股份经营情况 (2011-2014年前三季度)



资料来源：万得数据、中银国际研究

从公司近几年积极转型的坚定和韧性可以看出，锦龙股份搭建金控平台的战略布局还将持续稳步推进。

### (五) 定增助力锦龙腾飞

公司11月5日公告，拟向包括公司控股股东东莞市新世纪科教拓展有限公司（下称“新世纪公司”）在内的不超过10名（含10名）的特定投资者非公开发行股票，发行数量不超过21,400万股，发行价格不低于16.35元/股，募集资金金额不超过35亿元。其中，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%。大股东的大比例认购维持了对公司总股本50.01%的股权，也表现了对公司的信心。

近几年，公司的资本实力与公司创建金控平台的发展战略相比仍有不足，表现为资本储备不足，公司用于对外投资及拓展各项业务资金来源基本通过向金融机构借款或发行公司债券的方式解决，导致财务费用较高，具有一定的财务风险。截至2014年9月30日，公司母公司口径资产合计43.95亿元，负债20.45亿元，其中长期借款17.36亿元，应付债券2.97亿元。2014年1-9月，公司支付财务费用1.08亿元（母公司口径），对公司的盈利能力 and 现金流造成不利影响。目前净资本和自有资金均不足，公司在金融领域投资的开展受到制约。

公司本次非公开发行股票的募集资金总量不超过 35 亿元（含发行费用），扣除发行费用后，拟用于偿还公司借款 17.36 亿元，剩余资金用于补充公司流动资金，从而大幅增加公司的自有资金，壮大公司的资本实力。本次非公开发行股票将从三个方面助力锦龙股份的发展：1、募集资金将大幅提升公司对外投资的能力，金融业务的拓展和金融业务协同效应将得到更好的发挥。2、公司通过本次非公开发行募集资金偿还公司借款后，能够大幅减少公司对外借款，节约利息支出费用，降低公司财务费用，从而提升公司的财务结构的稳健性和盈利能力，有利于全体股东的利益。3、募集资金将大幅提升公司的现金流水平。公司的经营模式属于投资控股型公司，除对外筹资活动外，其现金流入主要依靠公司投资企业的现金分红以及转让子公司股权回收的资金。此外，在日常经营活动中，公司需要保证对外投资、公司运营、分红等对现金的需求，因此现金流相对紧张。本次募集资金到位后，将增强公司资本实力的同时大幅提升了公司的现金储备，为公司顺利实现其发展战略提供必要条件。

## 中山证券的互联网之路

最近几年，互联网特别是移动互联网发展迅速，在多个领域颠覆传统商业模式，金融业也不例外。互联网“开放、平等、协作、分享”的精神已经渗透到传统金融业态，引起行业内部的巨大变革。2013年“余额宝”推出一个月聚集250万用户，截至2014年11月，依托“余额宝”的天弘基金资产管理规模已经达到5,479.91亿元，成为业内资产管理规模最大的基金。

互联网金融发展的三重境界在于网络渠道拓展、大数据应用和虚拟信用平台。金融机构拥有客户、研究和资本优势；互联网公司拥有技术、数据和创新优势。开展互联网金融业务的关键就在于金融机构和互联网公司双方如何在“双赢”的前提下实现资源共享、理念互通。

中山证券是国内首家将发展方向定位为“为年轻一代理财的互联网券商”。中山证券在与互联网公司开展合作前，就已经全面实现了互联网证券业务的标准化，即价格标准化、流程标准化、服务标准化。这些标准化都是朝着互联网方向目标明确的前进。该公司还率先成立了互联网金融总部，由证券业互联网金融的领军人物马刚及其核心团队掌舵，全面推进公司的互联网证券业务。

### 股权变更，引进人才，为创新发展铺路

在2013年，中山证券实现了股权的集中化，彻底解决委托代理困境。原中山证券股权过于分散，股东与管理层代理委托关系淡薄，一方面对公司的战略规划和经营决策较难或较慢形成合力，另一方面经营管理运行效率低下，公司治理结构较差，收入费用比（=管理费用/营业收入）多年徘徊高位，ROE低。锦龙股份2013年9月以来共完成11家交易对手的股权交易，以每股2.90~2.92元的转让价格合计持有中山证券66.05%的股权，股权大幅集中有利于改善经营管理效率，2013年收入费用比降至76%，我们预计收入费用比仍将大幅下降至合理水平。现有股权结构促使民营机制的活力充分释放，公司在人才引进、战略转型、业务市场化等方面革新显著。在股权变更后的近一年时间里，中山证券在人才引进、战略转型、业务市场化等方面革新显著。

自公司控股中山证券后，通过民营背景下充分市场化的激励机制，中山证券在2013年底到2014年陆续引进了多位来自业内的优秀管理人才和业务团队。中山证券在股权集中后就分别在经纪条线和投行条线引入多位监管经验丰富或业务资深的高管，现阶段在中高层管理人员方面也急速扩大队伍，如原国泰君安证券零售客户部总经理及国泰君安期货公司董事长徐鹏出任总裁后，将原国泰君安网路金融部总经理马刚等招入麾下，着力推进互联网产品的开发和推广，陆续有多款互联网金融产品面世并取得较好的市场口碑。民营背景下高效的激励机制吸引经验丰富的管理团队入驻中山证券：得益于公司民营体制决策链短、激励机制更以市场化的特点。对于中山证券这样的典型小券商，多位监管经验丰富或业务资深的高管的加入，我们判断是现有政策红利有利于公司激励机制的充分释放。

在积极引进人才的同时，公司在创新业务方面的进展加速。2013年底公司两融余额约仅5.1亿元左右，市场份额0.15%，但到2014年11月，随着公司对两融杠杆的适度调整以及对现有客户需求的深度开发，两融余额就快速上升到23.4亿元，市场份额提升至0.28%。

图表 8. 中山证券和东莞证券融资融券规模



资料来源：万得数据、中银国际研究

### 联手腾讯

2014年3月27日中山证券牵手腾讯自选股，在自选股（安卓版）直接内嵌手机端开户链接（仅国金和中山两家，其他中信、海通、同信、民族和湘财只是通过自选股引导至手机客户端的下载链接），同期推出“零佣金”和“小贷通”两类互联网产品，前者主打手机开户零佣金进行客户引流，后者主打股票小额质押融资。

尽管“零佣金”在上线2日后被证监会叫停核查，但中山证券拥抱互联网的态度并未改变。5月13日，公司发布复牌公告，中山证券已根据中国证监会的要求对互联网证券业务进行整改和规范，停止了“零佣金”服务，同时新推出“惠率通”服务，并已向有关部门备案，新业务于5月19日正式上线。新推出“惠率通”服务，佣金率调整至万分之二点五（含规费）。远低于行业平均水平的佣金率，加之“零佣金”在市场上广而告之的作用，中山证券的经纪业务市场份额稳步提升。

图表 9. 中山证券和东莞证券经纪业务市场份额（2011年-2014年前三季度）



资料来源：万得数据、中银国际研究

2014年3月上线的“小贷通”（后更名为“小融通”）定位于互联网平台的小额股票质押贷款，起点门槛低至5,000元，2日内放款。拥有融资需求的投资者，在中山证券网站发起申请，即可通过股票质押获得贷款，利率适中，期限灵活，随借随还，资金自由使用，客户体验更趋向人性化。

图表 10. 中山证券网页图



资料来源：中山证券网站

2014年6月25日腾讯企业QQ证券理财服务平台正式上线，QQ用户只需添加券商的企业QQ号，即可享受一站式证券理财服务。该平台由腾讯、技术解决方案提供商金证股份合作开发，旨在打造一个基于企业QQ，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，但目前仅有中山证券在QQ平台上实现了产品落地，并通过加企业QQ好友赢彩票的方式刺激QQ客户用户流量导入。同期，“小融通”对目标客群需求进一步细分，形成三类资本中介产品——打新类的“融新通”、做场内交易的“融易通”以及资金用途不限的周转类“融商通”。

中山证券还将受益于QQ群定向营销等。借鉴目前QQ群应用生态圈的建设，已在网络游戏装备的定向推广上取得了初步成效。考虑到QQ群具有天然的属性分类，如果未来中山证券能够成功导入证券相关的QQ群，将有望大大提高用户转换效率。

### 携手金证科技股份

深圳市金证科技股份有限公司，连续多年跻身中国软件百强行列，是国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、深圳市高新技术企业。金证是国内最大的金融证券软件开发商和系统集成商，始终致力于推动金融证券领域的IT技术发展，也始终保持着在这一技术领域的全国领先优势，建立了覆盖全国的市场营销和服务网络，并先后承担了国家“863计划项目”、“十五”国家科技攻关计划项目，其中七项产品被评为国优软件，多项科技成果获得省、市科技进步奖。作为全国金融证券IT著名品牌，“金证”得到市场广泛认同，主要产品在国内市场占有率处于领先地位。

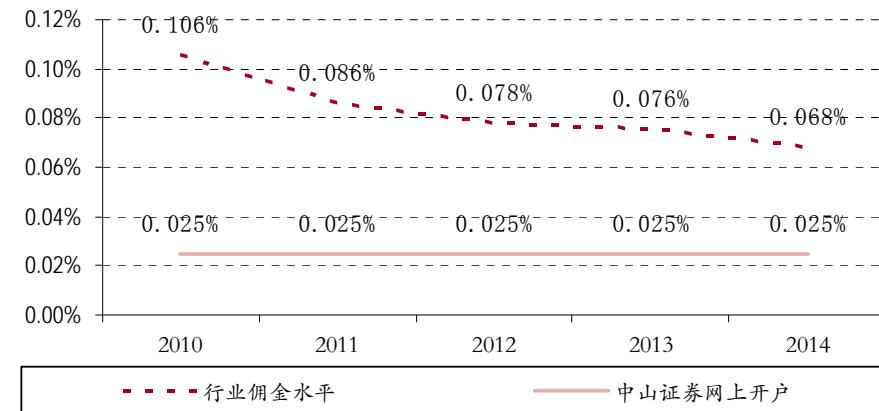
中山证券与深圳市金证科技股份（金证股份）有限公司于2014年5月13日签署了《战略合作协议书》，将在互联网金融领域展开全面战略合作，共同打造证券交易、金融服务、营销一体化的综合金融平台，实现优势互补、合作共赢。中山证券牵手金证，一方面形成互联网金融方面的业务互补与融合；另一方面也加强了区域竞争优势。同时，这一尝试也意味着公司在互联网金融领域拓展取得又一成果，后续相关业务拓展值得期待。中山证券触网迈出实质性的一步，战略非常明确——借助互联网平台导入客户流量，而且具有一定先发优势。可以说，中山证券已成为我国证券公司服务转型的先锋。

## 牵手金融界

金融界是中国领先的金融和财经信息提供商，同时也是美股上市的中国财经类互联网公司。金融界客户规模远超中山证券，垂直类网站转化效率更高。金融界2014年7月的日均覆盖人数达156万人，远高于中山证券约10万的活跃用户数量。

中山证券于2014年9月23日与金融界达成战略合作，并已接入互联网综合理财平台“证券通”。该平台由金融界全力打造，以证券交易为核心，未来还将提供包括基金、信托、票据、理财产品及资管产品等多种理财产品。中山证券成为继中信之后第二家接入金融界“证券通”的券商。从市场竞争力来看，万分之2.5低佣（含规费）、7\*24小时全天候服务、3分钟极速开户，即便在开放平台上，中山证券的客户体验仍具备绝对竞争优势。

图表 11. 中山证券“惠率通”与行业平均佣金率水平



资料来源：万得数据、中山证券网页、中银国际研究

考虑到垂直类财经网站是投资者获取证券信息的重要渠道，对接便捷的交易通道后，流量的转化效率更高。服务方面，“证券通”首次实现了从资讯到交易的“一账互通”。为投资者提供专业的金融服务包，涵盖了财经咨询、标准化工具、人工服务等多种模式。通过多维度标准，对投资者、投资顾问进行细分，提供更具个性化、更高效的投顾服务。产品方面，计划形成综合化的产品矩阵。目前以证券交易为主，可通过金融界购买各种理财产品，通过中山证券进行个性化小额融资，未来将逐步上线基金、信托、资管等多种理财产品。

图表 12. 中山证券与金融界合作



**手机炒股 赢在指尖**  
——金融界(炒股必备)手机客户端  
快速开/转户·闪电下单·超低佣金

iphone 手机端下载 

Android手机端下载

客服电话 : 400-166-1188

—— A股 ——

中信证券 CITIC SECURITIES | 中山证券 ZHONGSHAN SECURITIES

长城证券 GREAT WALL SECURITIES | 恒泰证券 HENGTAI SECURITIES

—— 港股 / 美股 ——

證星金融 istartrade.com

更多券商 敬请期待

立即开/转户 QQ在线咨询 400-166-1188

资料来源：金融界网页

### 携手百度

2014年10月21日，中山证券携手百度财富，正式上线“百度股票”。作为在百度平台首家上线券商，中山证券在“百度股票”上提供的服务包括：

- 1、一键直达、账户绑定：用户使用百度搜索与股票相关的关键词，将显示“百度股票”链接，并直接对接中山证券账户开立，并实现百度账户与中山证券账户绑定；
- 2、高效开户、超低佣金、全方位服务：3分钟快捷开户；7\*24小时全方位服务；万2.5超低佣金及小额股票质押融资服务等。

图表 13. 中山证券与百度股票合作



资料来源：百度金融网首页

“百度股票”已上线券商仅中山证券一家，先发优势将加速导流。目前百度在国内搜索市场占有率为54%，周覆盖人数达2.66亿，远超同业。百度股票贴吧每月活跃用户达到42万人，累计发帖780万。再加上每一只上市股票的对应百度贴吧，百度用户中关注股票的网民数量十分庞大。中山证券作为“百度股票”目前唯一一家上线券商，具有显著的流量导入先发优势；同时考虑到“搜索”导流模式相比“广告”导流模式而言，前者流量来自于点击用户的主动需求，其流量转化效率将更高。

中山证券积极谋求与互联网巨头的合作。国外经验表明，有限合伙制是激励投资银行业务创新的有效组织形式。作为民营券商，中山证券有试点有限合伙制的条件，有利于通过市场化激励机制引入专业团队加盟。

与国金证券类似，中山证券具有机制灵活的民营背景、业务全牌照、经纪业务转型成本低三大优势，因此中山证券在与互联网公司合作的过程中比其他券商更积极、收益也将更明显。

中山证券的互联网战略快速推行，已形成“流量导入+低佣吸引客户，融资类产品实现收入”的盈利模式。公司民营资本属性、机制市场化和灵活性以及决策链条短使其在与互联网企业深度合作方面天然优势明显，且中山证券线下营业部较少，不易出现左右手互搏的尴尬情况。公司通过与腾讯、金证股份等合作快速构建了完善的互金产品体系，持续领先同业。

## 盈利预测及投资建议

### 2014 年业绩增长显著

锦龙股份 2014 年前 3 季度归属母公司综合收益、净利润分别为 3.4 亿元、3.0 亿元，同比增长 498%、437%；每股综合收益、净利润分别为 0.38 元、0.34 元。业绩增长主要来源于公司年初转让了旗下清远自来水公司 80% 股权，获得 2.1 亿元投资收益。

在证券业务开展方面，公司的经纪业务市场份额有所提升：截至 3 季度末，锦龙股份控股的中山证券经纪业务市场份额达到 0.25%，比 2013 年增长 0.01%；参股的东莞证券经纪业务市场份额达到 0.73%，比 2013 年增长 0.01%。债券承销规模迅速提升：截至 3 季度末，中山证券承销核心债券规模达到 20.4 亿元，而去年全年只有 2.4 亿元，增长极其迅速；受益 IPO 开闸，东莞证券 IPO 承销规模达到 8 亿元。中山证券资本中介业务获得爆发式增长：截至 11 月中山证券两融业务规模达到 23.42 亿元，比去年底增长 358%；股权质押业务从无到有获得爆发式增长，截至 11 月规模（按存量未解压抵押物市值计）达 13.6 亿元。东莞证券资本中介业务迅速增长：截至 11 月东莞证券两融业务规模达到 42.02 亿元，比去年底增长 106%；股权质押业务规模达 18.36 亿元，比去年底增长 229%。

### 盈利预测

从 2014 年以来，以打破刚性兑付为预期的金融变革，加之经济运行阶段，导致了无风险收益率的下降。权益资产和保险产品的吸引力上升，证券业迎来基本面的大幅改善，2014 年中期以来的业绩也证明了我们的逻辑。

证券业创新业务进入收获期，类贷款类业务贡献大幅上升；未来交易类业务空间不可限量；资产证券化、私募柜台业务等正在孕育，券商杠杆仍有大幅提升空间。锦龙股份作为一家控股中山证券、参股东莞证券的上市公司，其所属行业就是以证券业务为代表的金融行业，但这关键的一点往往被投资者忽视。这也就是为什么在前期券商股估值大幅修复的时期，锦龙股份的股价涨幅偏小。透过锦龙股份自来水业务的历史沿革，投资者需要了解公司转型成为金融控股平台的发展战略和归属于证券领域的行业属性，采用适合公司本质特征的估值方式和分析方法来评估公司的投资价值。

图表 14. 锦龙股份和非银金融行情



资料来源：万得数据、中银国际研究

我们预计公司 2014 年和 2015 年每股收益分别为 0.63 和 1.03 元，对应市盈率估值 45 倍和 27 倍，公司股价相对板块被低估，预计公司的合理价值为 36 元，对应 2015 年 35 倍市盈率。我们看好中山证券和锦龙股份的后续业绩表现，认为其将会是一只极具业绩弹性和创新性潜力的牛股，结合现在的牛市行情，我们给予锦龙股份 36.00 元/股的目标价和买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	95	343	1,053	1,713	2,536
营业收入	95	129	54	64	77
其他业务收入(金融类)	214	999	1,649	2,458	
营业总成本	107	363	1,030	1,337	1,692
营业成本	50	60	21	27	35
营业税金及附加	1	14	52	73	95
销售费用		0			
管理费用	27	157	587	762	953
财务费用	29	78	131	164	205
资产减值损失	0	7	6	7	9
其他业务成本(金融类)	48	234	304	395	
其他经营收益	48	117	687	876	1,087
公允价值变动净收益	0	(10)	76	91	110
投资净收益	48	128	611	784	978
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	47	106	199	338	575
汇兑净收益	(1)	0	1		
营业利润	36	97	710	1,252	1,931
加: 营业外收入	1	4	2	2	3
减: 营业外支出	0	1	3	3	4
其中: 非流动资产处置净损失	0	1	1	1	1
利润总额	37	100	709	1,251	1,930
减: 所得税	8	23	75	111	157
加: 未确认的投资损失		0			
失					
净利润	28	77	634	1,140	1,772
减: 少数股东损益	5	24	72	118	184
归属于母公司所有者的净利润	24	53	562	920	1,588
加: 其他综合收益	10	(20)	52	57	63
综合收益总额	38	57	686	1,095	1,835
减: 归属于少数股东的综合收益总额	5	16	64	99	144
归属于母公司普通股东综合收益总额	34	41	622	996	1,691
每股收益:					
基本每股收益	0.07	0.12	0.63	1.03	1.60
稀释每股收益	0.07	0.12	0.63	1.03	1.60

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产:</b>					
货币资金	1,401	1,964	3,535	4,950	6,434
交易性金融资产	9	1,032	1,393	1,671	1,922
应收账款	10	14	16	18	20
预付款项	0	87	105	115	126
应收利息	0	54	59	71	86
其他应收款	1	105	125	138	152
应收股利	0				
买入返售金融资产		109	545	818	1,145
存货	1	1	1	1	2
其他流动资产	0	10	13	16	17
其他金融类流动资产	0	793	634	666	699
流动资产差额(特殊报表科目)	910	2,456	1,719	1,547	
流动资产差额(合计平衡项目)		0	0	0	0
流动资产合计	1,421	5,078	8,884	10,183	12,150
<b>非流动资产:</b>					
可供出售金融资产	0	1,562	625	656	689
持有至到期投资	0		0	0	0
长期股权投资	1,119	1,313	1,576	1,891	2,080
投资性房地产	0	1,046	1,046	1,046	1,046
固定资产	155	252	113	119	125
在建工程	2	55	28	29	31
固定资产清理	0		0	0	0
无形资产	9	496	595	655	720
开发支出	0		0	0	0
商誉	4	408	490	539	593
长期待摊费用	2	28	41	54	65
递延所得税资产	1	47	19	20	21
其他非流动资产	0				
非流动资产合计	1,292	5,208	4,534	5,009	5,369
资产总计	2,713	10,286	13,417	15,192	17,519
<b>流动负债:</b>					
短期借款	0		0	0	0
交易性金融负债	0		0	0	0
应付账款	0	30	40	47	57
预收款项	1	4	5	6	7
应付职工薪酬	3	9	23	32	45
应交税费	2	37	49	58	70
应付利息	0	7	25	40	57
应付股利	0				
其他应付款	9	90	224	314	408
一年内到期的非流动负债	22	122	146	204	266
应付短期债券		0	0	0	0
其他流动负债	0		0	0	0
其他金融类流动负债	0	4,672	6,213	6,718	8,788
流动负债合计	39	4,971	6,724	7,420	9,697
<b>非流动负债:</b>					
长期借款	421	1,675	2,010	1,608	1,929
应付债券	0		357	428	514
预计负债	0	9	11	12	15
递延所得税负债	0		6	6	7
其他非流动负债	6	6	10	14	19
非流动负债合计	427	1,690	2,393	2,068	2,484
负债合计	466	6,661	9,117	9,489	12,180
<b>所有者权益(或股东权益):</b>					
实收资本(或股本)	448	448	896	1,110	1,110
资本公积	1,182	1,170	936	769	1,064
盈余公积金	90	92	120	144	172
一般风险准备	0		0	0	0
未分配利润	500	507	659	790	949
归属于母公司所有者权益	2,221	2,217	2,610	2,813	3,294
合计					
少数股东权益	26	1,408	1,690	1,859	2,045
所有者权益合计	2,247	3,625	4,300	4,672	5,339
负债和所有者权益总计	2,713	10,286	13,417	14,161	17,519

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

国金证券(600109.CH/人民币 19.05, 未有评级)

中信证券(600030.CH/人民币 34.71, 未有评级)

海通证券(600837.CH/人民币 23.52, 未有评级)

以 2014 年 1 月 6 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

#### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371