

长江证券(000783)

——自营规模提高速度较快，总体仓位依然较轻

维持评级

金融/资本市场

2009 年 8 月 26 日

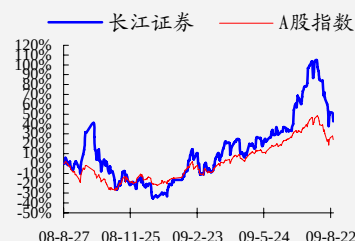
投资要点:

- 2009 年上半年，长江证券归属于母公司所有者的净利润为 6.36 亿元，较去年同期增加 0.3%，每股收益 0.38 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 22.9%，承销业务收入同比增长 175%，资产管理业务同比增长 677%，投资净收益加公允价值变动净收益同比降低 36.7%。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务收入是构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 69.3%，是支撑营业收入上涨的主要力量。
- 从交易额上来看，2009 年上半年长江证券股基权交易额为 6893.6 亿元，同比增长 28.2%，经纪业务收入同比增长 22.9%。截至 2009 年 6 月，长江证券佣金率为 0.123%，与 2008 年相比基本持平。
- 从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 11.4 亿元，与年初相比增长 92.7%，占净资本的 29%，自营规模提高速度较快，但总体仓位依然较轻。
- 在会计安排上，权益类投资大部分放在交易性资产里面，交易性资产中的权益投资资产占所有权益投资资产的比重为 93%，交易性资产的浮盈对投资收益的贡献较大。从资本公积项目来看，可供出售类资产的浮盈仅为 0.22 亿元，资本公积的蓄水池中没有太多的赢余对以后的业绩产生贡献。
- 如果乐观估计，假设 2009 年日均股票交易额 1900 亿元、自营业务收益率 20%，其它条件不变，则长江证券的每股收益为 0.71 元，对应市盈率为 26 倍，给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	207,324	(58.22)	70,163	(70.32)	0.42		46.1	
2009E	272,795	0.32	117,543	0.68	0.70		27.7	
2010E	327,452	0.20	120,452	0.02	0.72		26.9	
2011E	293,603	-0.10	100,054	-0.17	0.60		32.3	

走势图



市场数据 2009-8-26

收盘价:	19.38 元
52 周最高价:	27.38 元
52 周最低价:	8.11 元
平均持仓成本:	18.87 元

基本数据 2009Q2

总股本(万股):	167,480
流通 A 股(万股):	167,480
每股收益(元):	0.38
每股净资产(元):	3.07
每股经营现金流(元):	0.23
市净率:	6.31

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、经营状况分析

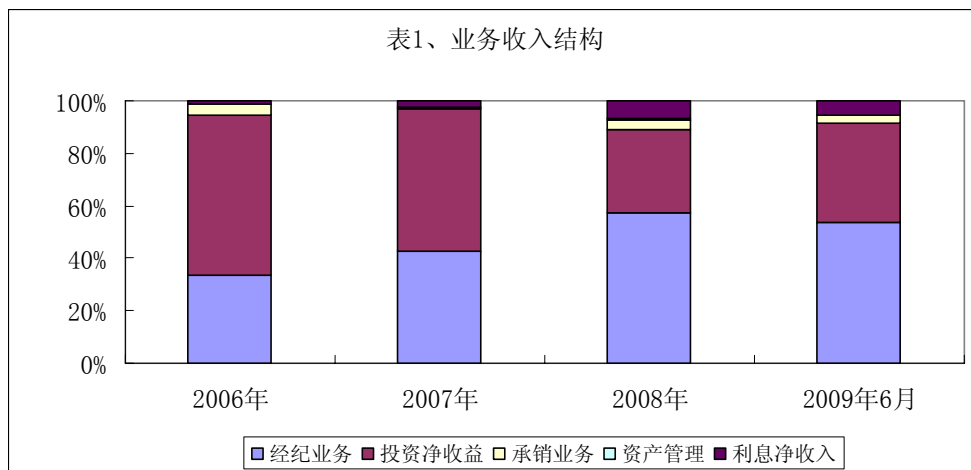
2009 年上半年，长江证券归属于母公司所有者的净利润为 6.36 亿元，较去年同期增加 0.3%，每股收益 0.38 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 22.9%，承销业务收入同比增长 175%，资产管理业务同比增长 677%，投资净收益加公允价值变动净收益同比降低 36.7%。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务收入是构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 69.3%，是支撑营业收入上涨的主要力量。

表 1、经营业绩对比

单位：元

	2008 年 1H	2009 年 H	同比
一、营业收入	1,359,220,049.32	1,356,449,575.24	-0.2%
经纪业务	691,303,913.21	849,515,392.64	22.9%
承销业务	33,497,300.00	92,176,990.59	175.2%
资产管理	2,775,251.93	21,571,328.24	677.3%
利息净收入	70,623,150.76	62,004,010.83	-12.2%
投资净收益	906,767,927.57	177,518,520.71	-80.4%
公允价值变动净收益	-410,478,370.07	136,501,422.41	133.3%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2009 年上半年长江证券股基权交易额为 6893.6 亿元，同比增长 28.2%，经纪业务收入同比增长 22.9%。截至 2009 年 6 月，长江证券佣金率为 0.123%，与 2008 年相比基本持平。

表 2、上市券商交易额同比

单位：百万元

年份	经纪业务收入	交易额	市场份额
2008 年 1H	691.3	537682	1.30%
2009 年 1H	849.5	689,362	1.39%
同比	22.9%	28.2%	6.9%

‘资料来源：东北证券研究所

表 3、佣金率变动趋势

单位：百万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1H
交易额	301187	1460974	873369	689362
经纪收入	469.4	2080.2	1102.4	849.5
佣金率	0.156%	0.142%	0.126%	0.123%

资料来源：东北证券研究所

二、承销业务

2009 年上半年，承销业务收入同比增长 175%。增发项目和债券承销是长江证券承销业务收入的主要来源，上半年共承销 60 亿元的债券，市场份额为 1.1%。

表 4、长江证券承销业务同比

单位：万元

	首发 IPO	增发	配股	债券发行	债券承销同比
20091H	0	1,000,568	0	600,000	/
20081H	0	202,664	44,915	0	

资料来源：东北证券研究所

表 5、债券承销市场份额

单位：万元

机构名称	债券发行	市场份额
中金公司	18030000	31.80%
中信证券	10450000	18.40%
中信建投	2493000	4.40%
海通证券	850000	1.50%
西南证券	160000	0.30%
长江证券	600000	1.10%
广发证券	100000	0.20%
国元证券	500000	0.90%
光大证券	350000	0.6%
宏源证券	230000	0.40%

资料来源：东北证券研究所

三、自营业务收入

2009 年上半年，长江证券投资净收益加公允价值变动净收益为 3.14 亿元，同比降低 36.7%。

从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 11.4 亿元，与年初相比增长 92.7%，占净资本的 29%，自营规模提高速度较快，但总体仓位依然较轻。

在会计安排上，权益类投资大部分放在交易性资产里面，交易性资产中的权益投资资产占所有权益投资资产的比重为 93%，交易性资产的浮盈对投资收益的

贡献较大。从资本公积项目来看，可供出售类资产的浮盈仅为 0.22 亿元，资本公积的蓄水池中没有太多的赢余对以后的业绩产生贡献。

表 6、投资收益来源

单位：万元

	2009 年 1-6 月	2008 年 1-6 月	增减百分比 (%)
已实现投资收益	16,160.76	87,258.79	-81.5%
其中：交易性金融资产	15,915.87	-1,395.72	1240.3%
可供出售金融资产	244.89	62,728.50	-99.6%
公允价值变动收益（万元）	13,650.14	-41,047.84	133.3%
其中：交易性金融资产	13,650.14	-19,454.32	170.2%
交易性金融负债	-	-21,593.52	-100.0%
合计	29,810.90	46,210.95	-35.5%

资料来源：公司公告

表 7、投资状况对比

单位：元

		投资成本		公允价值	
		期末数	年初数	期末数	年初数
交易性金融资产	股票	939,591,785	39,610,942	1,081,365,465	39,193,428
	基金	119,887,649	177,177,484	111,339,999	161,245,163
	债券	3,272,819,279	3,660,504,881	3,293,502,674	3,694,263,756
	权证	2,503		1,464	1,039
	资产证券化产品	20,000,000	20,000,000	20,092,391	20,092,391
	合计	4,352,298,714	3,897,295,809	4,506,300,530	3,914,796,202
可供出售金融资产	股票	70,980,452	365,602,452	59,374,571	162,977,600
	基金	9,090,000	9,090,000	8,235,000	5,196,000
	集合理财产品	57,183,576	49,338,447	65,485,908	48,062,225
	合计	137,254,027	424,030,899	133,095,479	216,235,825
股票		1,010,572,237	405,213,394	1,140,740,037	202,171,028
基金		128,977,649	186,267,484	119,574,999	166,441,163

资料来源：公司公告

表 8、资本公积

项目	2008 年 12 月 31 日	本期增加	本期减少	2009 年 6 月 30 日
股本溢价	326,952,016			326,952,016
可供出售金融资产公允价值变动	-68,567,222	93,258,084	2,248,958	22,441,903
与计入股东权益项目相关的所得税	16,797,386	22,752,281	-5,954,896	
合计	273,313,515	96,657,354	25,001,240	344,969,629

资料来源：公司公告

五、每股收益预测

在 2009 年日均股票交易额 1200 亿元、自营业务收益率 7.5% 的假设条件下，长江证券 2009 年每股收益大约为 0.28 元。如果乐观估计，假设 2009 年日均股票

交易额 1900 亿元、自营业收益率 20%，其它条件不变，则长江证券的每股收益为 0.71 元，对应市盈率为 26 倍，给予谨慎推荐的投资评级。

表9、长江证券每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易量							
		1000	1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.00	0.06	0.12	0.15	0.20	0.23	0.26	0.29
	0.0%	0.09	0.15	0.21	0.23	0.29	0.32	0.35	0.38
	5.0%	0.18	0.24	0.29	0.32	0.38	0.41	0.44	0.47
	7.5%	0.22	0.28	0.34	0.37	0.43	0.46	0.49	0.52
	10.0%	0.27	0.32	0.38	0.41	0.47	0.50	0.53	0.56
	12.5%	0.31	0.37	0.43	0.46	0.52	0.55	0.58	0.61
	15.0%	0.36	0.41	0.47	0.50	0.56	0.59	0.62	0.65
	17.5%	0.40	0.46	0.52	0.55	0.61	0.64	0.67	0.70
	20.0%	0.44	0.50	0.56	0.59	0.65	0.68	0.71	0.74
	22.5%	0.49	0.55	0.61	0.64	0.70	0.73	0.76	0.79
	25.0%	0.53	0.59	0.65	0.68	0.74	0.77	0.80	0.83
	27.5%	0.58	0.64	0.70	0.73	0.79	0.82	0.85	0.87

表10、赢利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	2073241926	2727951113	3274520969	2936028401
手续费及佣金净收入	1221483155	1640423395	1544518604	1983621380
其中：经纪业务收入	1102400205	1532336284	1433120266	1838803541
承销业务净收入	73137600	95078880	102392640	133110432
资产管理业务收入	10006331	13008230	9005698	11707407
利息净收入	131754657	158105589	105403726	126484471
投资净收益	897230207	358892083	1256122290	412725895
公允价值变动净收益	-287401090	430010451	200010451	200010452
汇兑净收益	-3203404	-1203404	-1601702	601702
其他业务收入	113378400	141723000	170067600	212584500
二、营业支出	1100475166	1131532678	1658426214	1604585453
营业税金及附加	124388411	149266094	192802038	223899140
管理费用	863624635	958623345	1424980648	1370831384
三、营业利润	972766760	1596418435	1616094754	1331442948
加：营业外收入	16131389	27131389	24197084	40697084
减：营业外支出	8376323	13376323	12564485	20064485
四、利润总额	980521826	1610173500	1627727353	1352075546
减：所得税	278894676	434746845	423209112	351539642
五、净利润	701627150	1175426655	1204518241	1000535904
归属母公司所有者净利润	701627150	1175426655	1204518241	1000535904
六、每股收益：	0.42	0.70	0.72	0.60

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209