

长江证券(000783)深度研究

——自营及创新业务是新的发力点

谨慎推荐

维持评级

金融/证券

2009 年 12 月 28 日

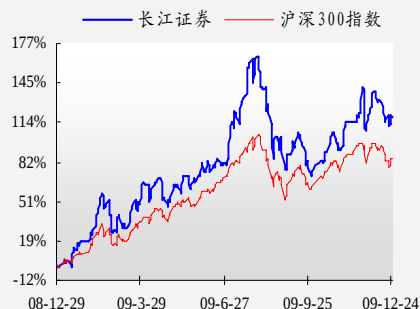
投资要点:

- 最近 5 年, 长江证券发展速度较快, 总资产规模增长 251.4%, 净资产规模增长 172.9%。随着净资本规模和业务规模的扩大, 总体盈利能力呈上升趋势。从最近几年的情况看, 长江证券的营业利润率和净资产收益率都高于行业的整体状况
- 托管大鹏证券之后, 公司的经纪业务跃上一个新的台阶, 营业部数量、客户资源和托管市值规模大幅度提高。自营业务收入是长江证券业务收入的重要来源, 从最近几年的投资收益率来看, 自营业务连续盈利, 特别是在市场比较弱的 2004 年、2005 年和 2008 年, 都取得了正的投资收益, 并且投资收益率都跑赢大势, 说明公司的自营业务具有较强的风险控制能力和投资管理能力。
- 在宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转的良好预期下, 预计 2010 年中国股市依旧处于上升阶段。更重要的是, 随着长江证券再融资的完成, 对业绩波动的忧虑程度降低, 如果存在投资机会, 公司会相应扩大投资规模, 因此投资业务的收益增长可期。
- 配股完成以后, 长江证券的净资本达到了 71 亿元, 净资本实力大大增强, 为开展融资融券和股指期货准备了条件。创新业务将是公司新的利润增长点。
- 假设 2010 年日均股票交易额 2000 亿元、自营业务收益率 20%, 其它条件不变, 乐观估计, 长江证券的每股收益为 0.80 元。对应市盈率 23 倍, 给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营业收入 (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		44.4	
2009E	272,795	31.6%	117,543	67.5%	0.70		26.6	
2010E	327,452	20.0%	120,452	2.5%	0.80		23.3	
2011E	293,603	-10.3%	100,054	-16.9%	0.74		25.2	

走势图



市场数据

2009-12-28

收盘价:	18.63 元
52 周最高价:	22.56 元
52 周最低价:	8.17 元
平均持仓成本:	18.99 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	217,123
流通 A 股 (万股):	217,123
每股收益 (元):	0.42
每股净资产 (元):	2.50
每股经营现金流 (元):	3.17
市净率:	7.45

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 20 楼

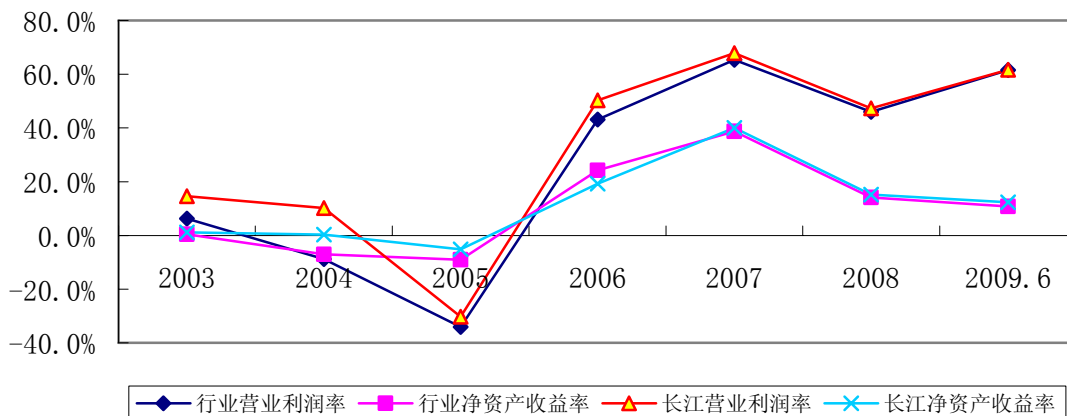
邮编: 200002

一、业务经营状况分析

1、总体盈利能力

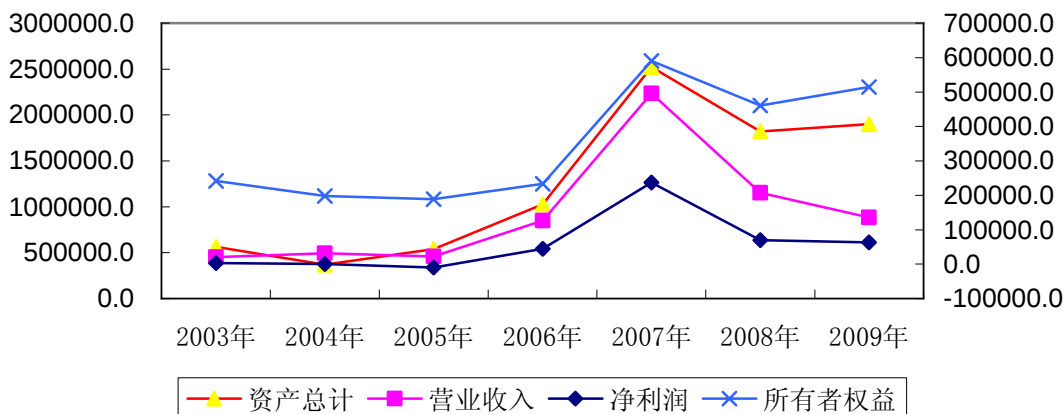
最近 5 年，长江证券发展速度较快，总资产规模增长 251.4%，净资产规模增长 172.9%。随着净资本规模和业务规模的扩大，总体盈利能力呈上升趋势。从最近几年的情况看，长江证券的营业利润率和净资产收益率都高于行业的整体状况。

图1、长江证券盈利能力与全行业比较



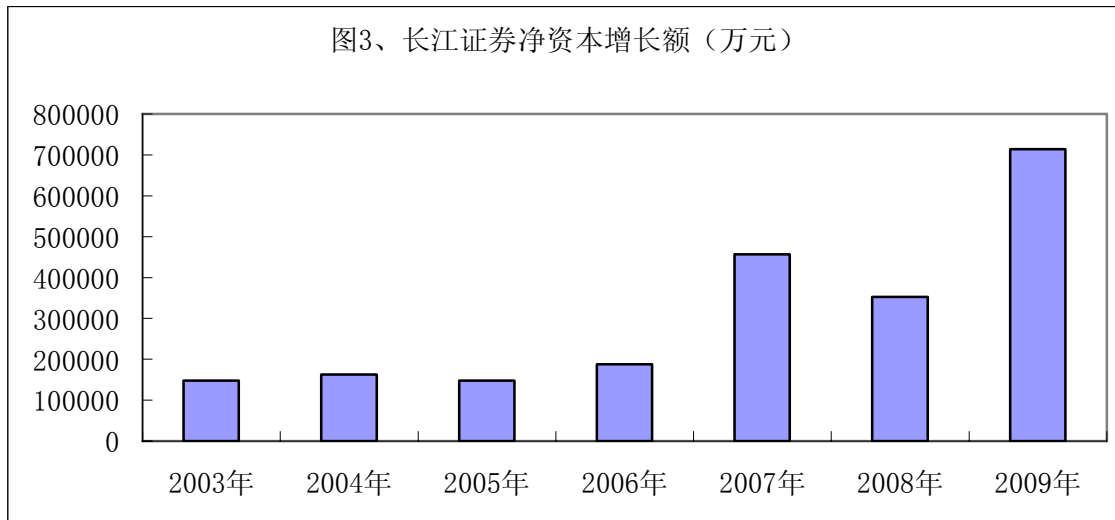
资料来源：东北证券研究所

图2、长江证券资产状况（万元）



资料来源：东北证券研究所

图3、长江证券净资本增长额（万元）



资料来源：东北证券研究所

2、经纪业务

托管大鹏证券之后，公司的经纪业务跃上一个新的台阶，营业部数量、客户资源和托管市值规模大幅度提高。2007 年以后，随着证券公司服务部改营业部，长江证券将营业部的布局做了进一步调整，主要是从偏远地区迁往发达地区、从中小城市迁往中心城市。随着营业部向中心城市和发达地区的涌入，以中心城市为根据地的大券商被迫让出了一定的市场份额，而迁出地区的客户资源由于没有新的竞争者进入依然留给了原来的公司，因此，中小券商在营业部迁址的过程中市场份额在上升，长江证券也是如此。

表1、中小券商市场份额上升

公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-10 月
中信系	7.45%	7.76%	7.74%	8.0%
海通证券	4.31%	4.5%	4.41%	4.1%
招商证券	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%
光大证券	2.7%	3.21%	3.1%	3.1%
长江证券	1.35%	1.3%	1.29%	1.4%
宏源证券	1.10%	1.1%	1.09%	1.3%
国元证券	1.05%	0.9%	0.88%	1.1%
西南证券	0.73%	0.6%	0.52%	0.6%
国金证券	0.46%	0.5%	0.59%	0.7%

资料来源：东北证券研究所

表2、营业部迁址状况

	营业部	省份	城市	变化
2009 年	孝感文化路营业部	湖北省	孝感市辖区	新增：新成立
	鄂州南浦路营业部	湖北省	鄂州市辖区	新增：新成立
	深圳莲塘聚福路营业部	广东省	深圳市辖区	新增：新成立
	随州烈山大道营业部	湖北省	随州市辖区	新增：新成立

2008 年	黄冈八一路营业部	湖北省	黄冈市辖区	新增: 新成立
	江门东华二路营业部	广东省	江门市辖区	新增:
	克拉玛依独山子营业部	新疆	克拉玛依市	新增:
	济南花园路营业部	山东省	济南市辖区	新增:
	广州江湾路营业部	广东省	广州市辖区	新增:
	惠州下埔路营业部	广东省	惠州市辖区	新增:
	泰州迎春西路营业部	江苏省	泰州市辖区	新增:
	长沙晚报大道营业部	湖南省	长沙市辖区	新增:
	大庆东风路营业部	黑龙江	大庆市辖区	新增:
2007 年	襄樊市建华路营业部	湖北省	襄樊市辖区	新增: 异地迁址
	上海金陵东路营业部	上海市	黄浦区	新增:
	广州市天河北路营业部	广东省	广州市辖区	新增:
	上海后长街营业部	上海市	浦东新区	新增:
	荆州荆中路营业部	湖北省	荆州市辖区	新增:

资料来源: 东北证券研究所

3、佣金率

2008 年以来, 随着券商营业部的新设及迁址, 相对平衡的竞争格局被打破, 价格战趋于激烈, 佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主, 主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区, 因此, 发达地区和中心城市经纪业务竞争趋于激烈, 佣金价格下降幅度较大, 对中信和海通证券来说, 经纪业务收入在发达地区集中度较高, 因此受佣金价格战的影响较大。对于长江证券等中小券商来说, 尽管在省外的佣金率也会有较大幅度的下降, 但在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势, 佣金率下降幅度比较小。目前营业部迁址和变更暂告一段落, 佣金率下降的趋势将会缓解。

表3、地方券商省内及省外佣金率差异

		佣金率	营业部数量	营业部集中度	营业收入集中度
长江	省内	0.19%	17	28.3%	34.4%
	省外	0.13%	43	71.7%	65.6%
国元	省内	0.19%	25	52.1%	54.3%
	省外	0.12%	23	47.9%	45.7%
宏源	省内	0.28%	17	35.4%	31.9%
	省外	0.11%	31	64.6%	68.1%

资料来源: 东北证券研究所

表4、长江、国元和宏源证券分地区交易额同比

单位: 百万元

		2009 年 6 月	2008 年 6 月	同比
国元	省内	259993.7	201395.6	29.1%
	省外	277891.9	137427.7	102.2%
宏源	省内	217919.9	151402.2	43.90%

	省外	412151.4	273726.4	50.60%
长江	省内	199,863.74	168,522.52	18.6%
	省外	388,976.44	323,071.19	20.4%

资料来源：东北证券研究所

表5、佣金率年度对比

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%
宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%
国金证券	0.15%	0.12%	0.10%	0.10%
西南证券	0.17%	0.17%		0.13%
中信证券系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%

资料来源：公司公告

4、投资能力分析

自营业务收入是长江证券业务收入的重要来源，在业务收入结构中占比仅次于经纪业务，从最近几年的投资收益率来看，自营业务连续盈利，特别是在市场比较弱的 2004 年、2005 年和 2008 年，都取得了正的投资收益，并且投资收益率都跑赢大势，说明公司的自营业务具有较强的风险控制能力和投资管理能力。

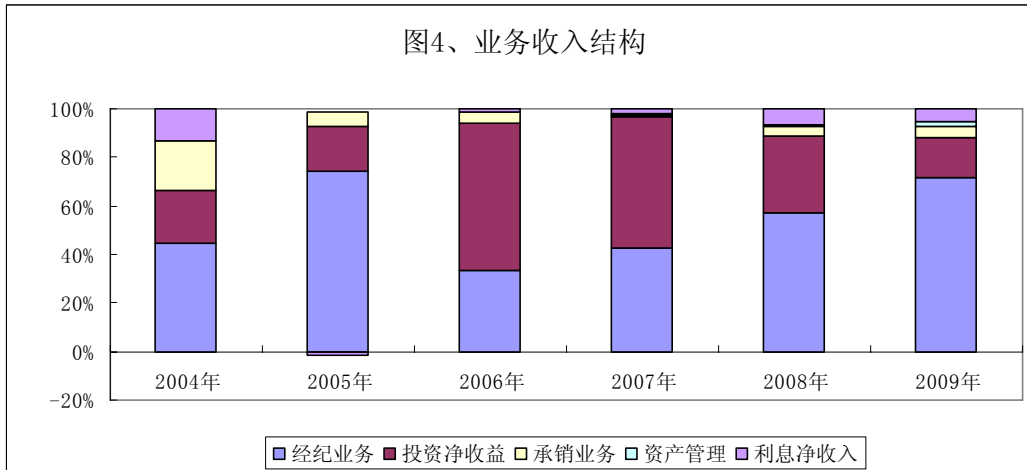
表6、最近几年投资收益率比较

单位：万元

	投资收益额	投资额	收益率	沪深 300 涨幅
2004	5,001.0	68,812.9	7.3%	-16.3%
2005	2,939.0	65,438.9	4.5%	-7.7%
2006	84,609.0	141,867.6	59.6%	116.8%
2007	261,591.1	293,477.9	89.1%	158.3%
2008	60,982.9	406,863.3	15.0%	-66.2%
2009	31,402.1	438,521.4	7.2%	59.6%

资料来源：东北证券研究所

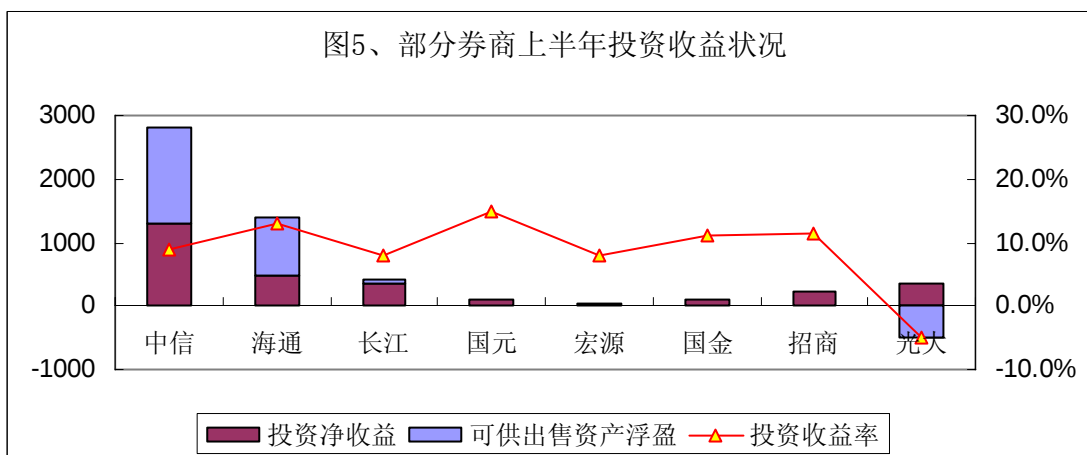
图4、业务收入结构



资料来源：东北证券研究所

为保障融资的顺利进行，防止业绩的大幅度波动，2009 年长江证券降低了自营业务的投资规模，上半年自营业务股票仓位仅 22%，导致在上半年牛市的行情下，投资收益反而不是很高。

图5、部分券商上半年投资收益状况



资料来源：东北证券研究所

5、资产管理业务增长

目前长江证券共有 4 个集合理财产品，规模为 24 亿元，市场份额为 3.08%。近几年随着新产品的推出，市场份额不断扩大，资产管理业务收入对营业收入中的贡献也逐步提高。2009 年上半年，资产管理业务收入为 377 万元，占比营业收入的比重为 1.86%。

表 6、理财产品投资回报状况

产品	今年以来		最近三年		成立以来	成立日期	投资类型
	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)		

长江超越理财 3 号	32.61	13/25	32.61	11/25	32.61	2009-1-5	混合型
长江超越理财 2 号	21.80	9/13	16.50	7/13	16.50	2008-4-24	FOF
长江灵活配置	8.71	18/25	8.71	16/25	8.71	2009-8-5	混合型
长江增强债券	8.21	3/22	8.70	6/22	8.70	2008-12-18	债券型

资料来源：东北证券研究所

表7、券商集合理财产品净值规模及集中度

单位：(元)

管理人	资产净值规模	市场份额
中信证券	11,728,238,932.25	15.02%
华泰证券	11,059,208,108.82	14.16%
光大证券	11,026,664,158.02	14.12%
国泰君安	5,003,765,817.91	6.41%
国信证券	4,384,513,413.63	5.61%
东方证券	4,185,935,718.98	5.36%
中金公司	3,773,955,012.16	4.83%
招商证券	2,835,849,547.51	3.63%
广发证券	2,638,043,171.93	3.38%
长江证券	2,401,333,833.45	3.08%
齐鲁证券	1,991,046,917.21	2.55%
国都证券	1,643,177,076.62	2.10%
海通证券	1,557,528,703.66	1.99%
国元证券	1,423,672,741.99	1.82%
安信证券	1,294,167,271.83	1.66%

资料来源：东北证券研究所

二、业务发展趋势

1、经纪业务仍有增长空间

随着社会经济的发展和居民存款的增加，沪深两市流通市值一直是处于盘旋式上升状态。我们预计，随着积极财政政策及适度宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转，两市的交易额依旧会有所放大。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃和流通市值增加的预期，我们判断证券行业 2010 年经纪业务收入仍有一定的增加，但相对 2009 年幅度要小。对长江证券来说，随着交易额的增加，经纪业务依然有增长空间。

表8、日均交易额敏感性预测

单位：亿元

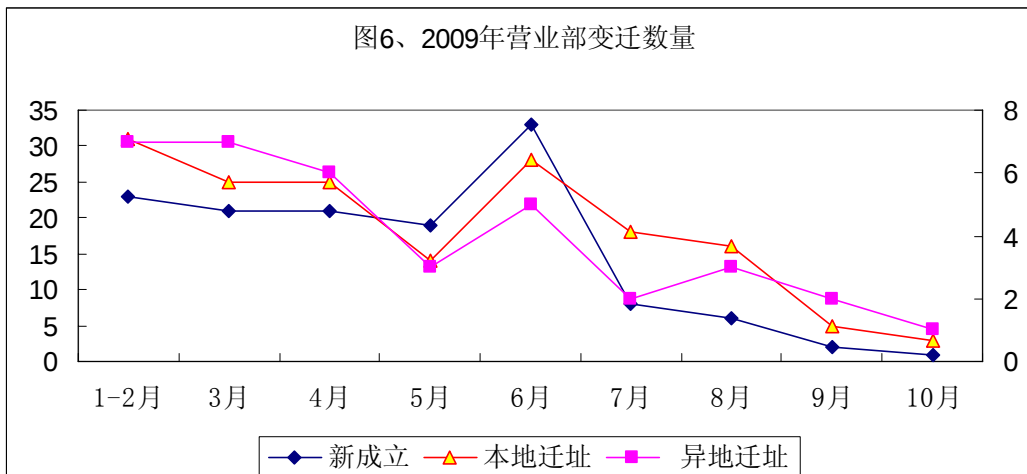
日均交易额		流通市值						
		70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	120,000	130,000
换手率	2.0	571	653	735	816	898	980	1,061
	3.0	857	980	1,102	1,224	1,347	1,469	1,592
	3.5	1,000	1,143	1,286	1,429	1,571	1,714	1,857
	4.0	1,143	1,306	1,469	1,633	1,796	1,959	2,122
	4.5	1,286	1,469	1,653	1,837	2,020	2,204	2,388
	5.0	1,429	1,633	1,837	2,041	2,245	2,449	2,653

资料来源：东北证券研究所

2、佣金率下降趋势减缓

2009 年，随着券商营业部新设立、迁址和服务部变营业部的陆续完成，经纪业务的竞争将又回到暂时均衡的状态，预计佣金率下降将趋势减缓。

图6、2009年营业部变迁数量

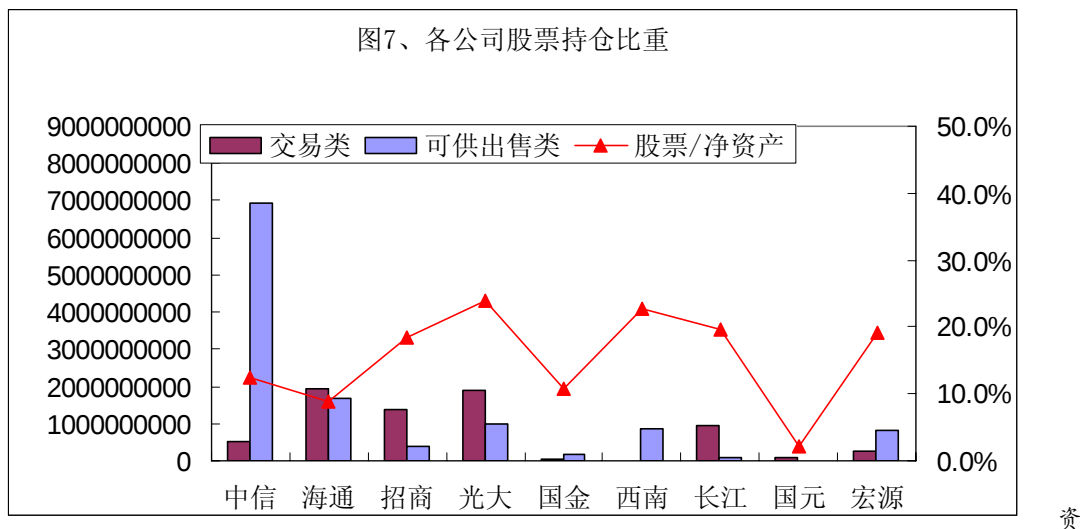


资料来源：东北证券研究所

3、投资业务增长可期

在宽松货币政策的延续以及宏观经济的好转的良好预期下，预计 2010 年中国股市依旧处于上升阶段。更重要的是，随着长江证券再融资的完成，对业绩波动的忧虑程度降低，如果存在投资机会，公司会相应扩大投资规模，因此投资业务的收益增长可期。

图7、各公司股票持仓比重



资料来源：东北证券研究所

4、创新业务将是新的利润增长点

目前，融资融券和股指期货的准备工作已“万事俱备，只欠东风”，在创业板成功推出之后，市场对融资融券和股指期货业务的推出期待越来越强烈。从监管层来看，这些制度变革已提上议事日程，推出预期已越来越明朗，我们判断，在市场环境适合的情况下，融资融券或股指期货将随时可能推出。

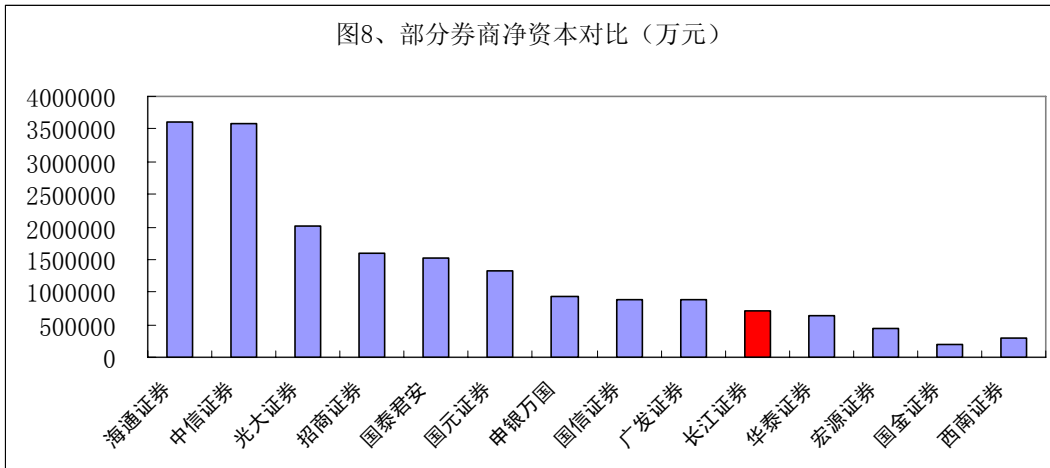
融资融券和股指期货的推出将是券商行业的重大利好，最直接的结果是放大交易量，并对券商的传统业务有极大的推动作用。券商行业的杠杆水平将进一步提高。对于资本金从足的券商来讲，这是一个迅速提升的机遇。

（1）融资融券业务。融资融券将对券商的业务收入带来贡献。首先，贡献佣金业务收入。假设初始阶段融资融券交易对市场交易额的放大比例为 4% - 6%。按行业平均的交易佣金费率为 0.16%，日均交易额 1600 亿元计算，预计融资融券在 2010 年，为证券行业带来的新增佣金收入 19.7 亿-29.6 亿元左右。其次，带来利息收入。假设所有创新类证券公司都参与融资融券试点，证券公司将用 40% 的净资本进行融资融券业务。预计融资融券在 09 年为证券行业带来 50 亿以上的利息收入。

（2）股指期货业务。股指期货的推出将使得股票交易量翻倍，在经纪业务收入占总收入 60%-70%，净手续费率为券商经佣金率的 1/10 的假设条件下，对券商行业的收入增长将贡献 6%-8%。

开展融资融券的证券公司应该具备的条件是获得融资融券试点资格、净资本规模领先、经纪业务实力居行业前列，金融创新和投资管理能力强。配股完成以后，长江证券的净资本达到了 71 亿元，净资本实力大大增强，为开展融资融券和股指期货准备了条件。

图8、部分券商净资本对比（万元）



资料来源：东北证券研究所

三、盈利预测及投资评级

假设 2010 年日均股票交易额 2000 亿元、自营业务收益率 20%，其它条件不变，乐观估计，长江证券的每股收益为 0.80 元。对应市盈率 23 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（亿元）						
		1200	1400	1500	1700	1800	1900	2000
投资收益率	-5.00%	0.04	0.10	0.13	0.19	0.22	0.25	0.28
	0.0%	0.15	0.21	0.23	0.29	0.32	0.35	0.38
	5.0%	0.25	0.31	0.34	0.40	0.43	0.46	0.49
	7.5%	0.30	0.36	0.39	0.45	0.48	0.51	0.54
	10.0%	0.35	0.41	0.44	0.50	0.53	0.56	0.59
	12.5%	0.41	0.47	0.50	0.55	0.58	0.61	0.64
	15.0%	0.46	0.52	0.55	0.61	0.64	0.67	0.70
	17.5%	0.51	0.57	0.60	0.66	0.69	0.72	0.75
	20.0%	0.56	0.62	0.65	0.71	0.74	0.77	0.80
	22.5%	0.62	0.68	0.70	0.76	0.79	0.82	0.85
	25.0%	0.67	0.73	0.76	0.82	0.85	0.88	0.90
	27.5%	0.72	0.78	0.81	0.87	0.90	0.93	0.96
	30.0%	0.77	0.83	0.86	0.92	0.95	0.98	1.01

表 10、盈利预测

(单位：元)

	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	2727951113	3453967010	3262093823
其中：经纪业务净收入	1532336284	1433120266	2114624072
承销业务净收入	95078880	102392640	133110432
资产管理业务净收入	13008230	9005698	11707407

利息净收入	158105589	105403726	126484471
投资净收益	358892083	1435568332	462970787
公允价值变动净收益	430010451	200010451	200010452
汇兑净收益	-1203404	-1601702	601702
其他业务收入	141723000	170067600	212584500
二、营业支出	1131532678	1658426214	1604585453
营业税金及附加	149266094	192802038	223899140
管理费用	958623345	1424980648	1370831384
资产减值损失	21341608	32012413	6402483
其他业务成本	2301631	8631116	3452446
三、营业利润	1596418435	1795540796	1657508371
加：营业外收入	27131389	24197084	40697084
减：营业外支出	13376323	12564485	20064485
四、利润总额	1610173500	1807173394	1678140969
减：所得税	434746845	469865083	436316652
五、净利润	1175426655	1337308312	1241824317
六、每股收益：	0.70	0.80	0.74

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。