

增 持 维持
长江证券（000783）
2010 年 4 月 6 日

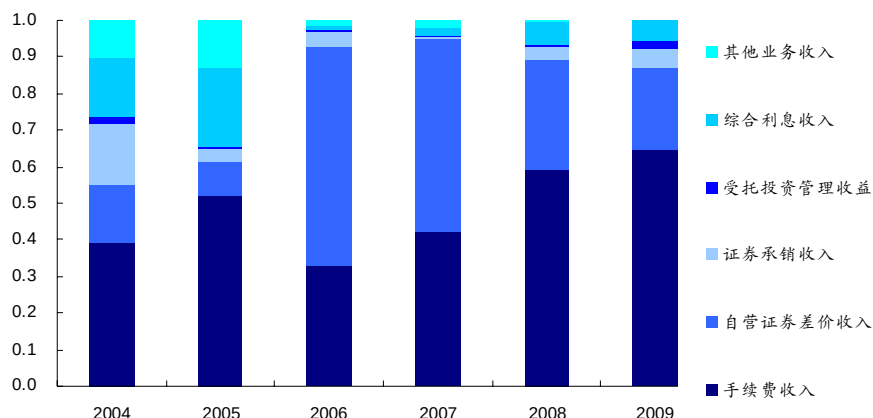
业绩符合预期，业务排名快速上升

证券信托行业高级分析师：谢盐
 SAC 执业证书编号：S0850208120583
 xiey@htsec.com
 021-23219436

长江证券发布 2009 年年报，收益情况基本符合预期；除经纪业务外，各项业务排名不同程度上升。2009 年，公司实现营业收入 31.94 亿元，同比上升 54.08%；利润总额 18.23 亿元，同比上升 85.90%；归属于母公司净利润 13.72 亿元，同比上升 95.55%；总资产 353.78 亿元，同比增长 94.48%；归属于母公司净资产 91.24 亿元，同比增长 98.21%；2009 年，公司全面摊薄 EPS 为 0.63 元，每股净资产为 4.20 元；全年加权平均净资产收益率为 15.04%。

总体看，2009 年公司盈利情况基本符合预期。其中，2009 年受股票市场成交量大幅增加影响，公司实现经纪业务收入 20.47 亿元，同比增加 69.53%（2009 年，公司经纪份额上升了 10.29%，而经纪佣金率降幅-11.77%，低于行业-15.25%均值）；受股市大幅反弹影响，公司实现自营收益 7.17 亿元，收益率为 8.52%，低于行业自营收益率 11.26%的均值。如图 1 所示，尽管 2009 年公司经纪和自营传统业务占比仍较为显著（两者合计占比 86.54%），但是承销和资产管理业务收入占比已由 2008 年的 4.01%上升至 7.18%。

图 1 2004 - 2009 年长江证券各业务收入占比情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如表 1 所示，2009 年，除经纪业务外（经纪市场份额也由 2008 年的 1.29% 上升至 2009 年的 1.42%），公司各项业务行业排名出现了快速上升态势。

表 1 2006 - 2009 年长江证券主要业务指标在行业内的排名情况

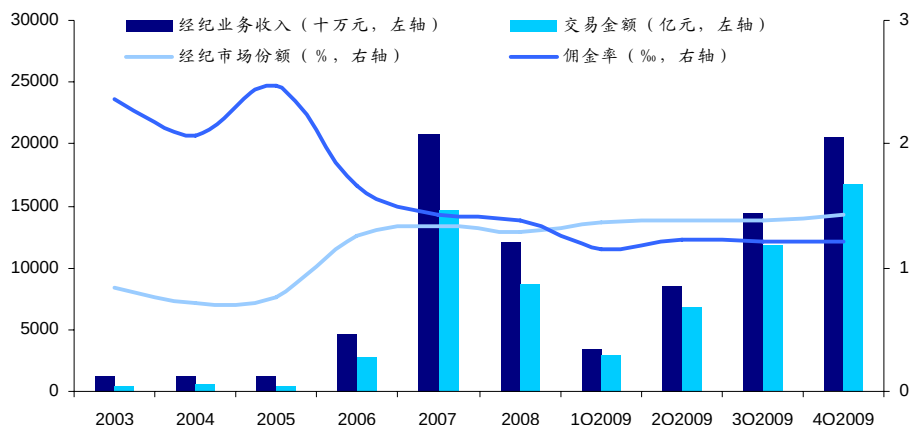
	2006	2007	2008	2009
净资本	16	13	19	11
营业收入	14	17	17	15
投资收益与公允价值变动收益	11	11	8	8
代理买卖证券业务净收入	16	22	22	16
证券承销业务净收入	16	39	23	16
受托管理业务净收入	19	19	17	8

注：2009 年数据是根据已披露的 64 家券商进行排序；受托管理业务净收入为剔除旗下基金公司管理资产收入。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

2009 年，公司经纪业务受 A 股成交放大而继续上升；市场份额出现一定增长，佣金率降幅低于行业均值；综合看，未来公司经纪份额有望继续保持小幅增长，佣金率降幅略低于行业均值，而股指期货将为公司带来新的经纪手续费增量。因此，未来公司经纪业务收入有望保持小幅增长。如图 2 所示，受公司营业部数量由 2008 年的 60 家陆续增加至 2009 年的 67 家（增幅达 11.67%）的正面推动，2009 年公司经纪份额小幅上升了 10.29%，达 1.42%；考虑到公司刚获批新设的 4 家证券营业部正在筹建中，加之以往新设的营业部一般需 1-2 年时间才能完全发挥作用，因此，我们认为未来公司经纪份额有望继续保持小幅增长态势。2009 年，公司佣金率下降了 -11.77%，降幅低于目前已披露的 64 家券商的行业佣金率降幅均值 -15.25%。考虑到公司新设营业部主要分布在自身具有一定垄断地位的湖北地区为主（2008 年至今新设和升级的营业部数量共计 11 家，其中湖北省内为 8 家），因此未来公司经纪佣金率降幅将略低于行业均值。考虑到股指期货即将开闸，综合判断未来公司的经纪收入有望小幅攀升。

图 2 2003 - 2009 年长江证券经纪和佣金率情况



注：2009 年数据为逐季累进值。

资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

在前期报告中，我们研究发现，流通市值与限售股解禁后的流通股数成正比。因此，2010 年限售股解禁将有助于保持成交量保持相对稳定。

表 2 2009 年 - 2010 年 2 月 A 股交易金额和日均成交金额 (亿元)

	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月	2009 年 8 月	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月	2010 年 1 月	2010 年 2 月	均值
A 股 成交 金额	29753	80577	74904	91233	73980	92112	141443	100821	88173	64610	127560	103779	95532	48487	86640
日均 成交 金额	992	2014	1702	2172	2055	2093	3368	2401	2004	2019	3037	2256	2388	1616	2151

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

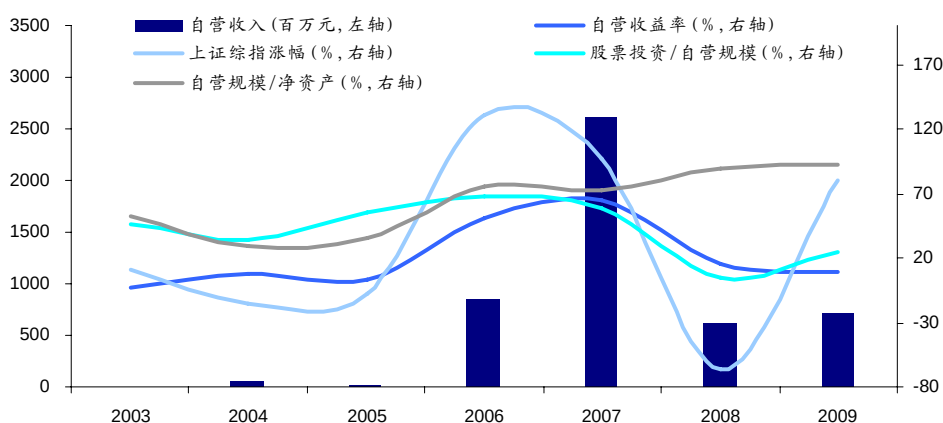
表 3 长江证券经纪业务手续费收入预测（亿元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
日均成交金额	1894.82	1081.43	2224.54	2151.00	2581.20	2968.38
A 股双边累计成交金额	917090.83	534225.30	1067778.80	1032480.00	1238976.00	1424822.40
长江 A 股双边累计成交金额	13199.87	7635.23	15964.55	16363.00	19831.96	23034.82
长江 A 股双边累计成交金额占比（%）	1.44	1.43	1.50	1.58	1.60	1.62
基金双边累计成交金额	16339.45	11126.75	20680.03	22508.06	27009.68	31061.13
长江基金双边累计成交金额	183.45	171.14	169.52	366.98	453.58	537.27
长江基金双边累计成交金额占比（%）	1.12	1.54	1.54	1.63	1.68	1.73
权证双边累计成交金额	155512.63	138895.23	107280.06	195138.72	234166.46	269291.43
长江权证双边累计成交金额	1226.42	927.31	738.07	1423.08	1758.93	2083.45
长江权证双边累计成交金额占比（%）	0.79	0.67	0.69	0.73	0.75	0.77
债券现货双边累计成交金额	32296.49	114078.06	162383.25	178621.57	196483.73	216132.10
长江债券双边累计成交金额	626.69	1870.88	3198.95	3729.98	4226.06	4788.13
长江债券双边累计成交金额占比（%）	1.94	1.64	1.97	2.09	2.15	2.22
长江证券双边累计成交金额占比（%）	1.36	1.33	1.48	1.53	1.55	1.57
长江证券佣金率（%）	1.63	1.32	1.17	1.12	1.08	1.04
长江证券手续费收入	20.80	12.08	20.47	21.43	24.46	27.21

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

2009 年，公司自营仓位以债券和新股申购为主，收益率低于行业均值；在未来指数上升空间有限下，对公司自营收益暂不作乐观预期。如图 3 所示，2009 年，公司股权类投资规模占比由去年的 4.89% 快速上升至 24.22%，但主要是以新股申购为主。2009 年，公司自营收益率为 8.52%，低于目前披露自营收益率的 64 家券商的行业均值 11.26%。我们初步判断，随着经济回暖后流动性逐步回收下，A 股指数上涨空间相对有限。为此，我们对未来公司自营获益情况保持相对谨慎态度。

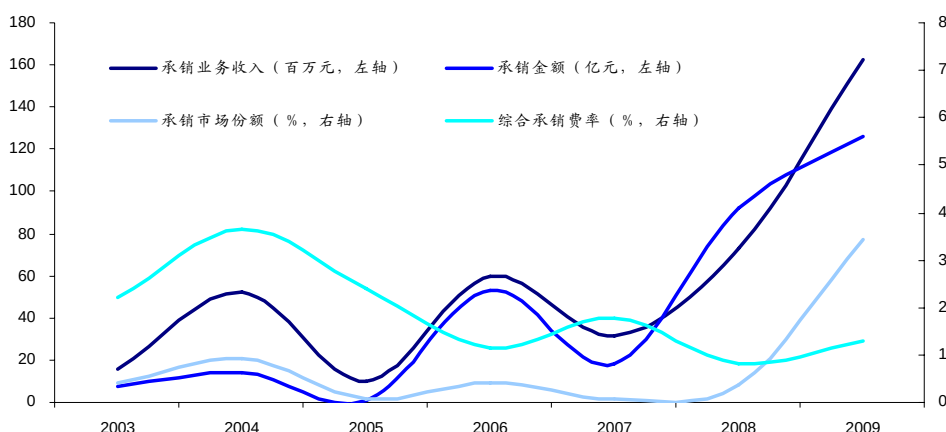
图 3 2003 - 2009 年长江证券自营运作和股市涨跌情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

2009 年，随着 IPO 开闸，公司承销的增发项目迅速上升；我们认为，公司现有的中小企业项目储备将有助于未来承销业务的增长。如图 4 所示，2009 年，公司投行业务出现了快速增长态势。其中，公司完成了 3 次增发主承销和 1 次配股主承销，主承销金额 149.48 亿元，市场份额 3.44%（排名第 6 位）；公司还完成了 3 只企业债券主承销，主承销金额 38.20 亿元，市场份额为 0.89%（排名第 23 位）。2009 年公司共获得承销收入 1.62 亿元，同比增加 122.06%。总体看，公司投行储备了较多的中小企业项目将有助于公司承销业务保持一定的增长。

图 4 2003 - 2009 年长江证券承销业务情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

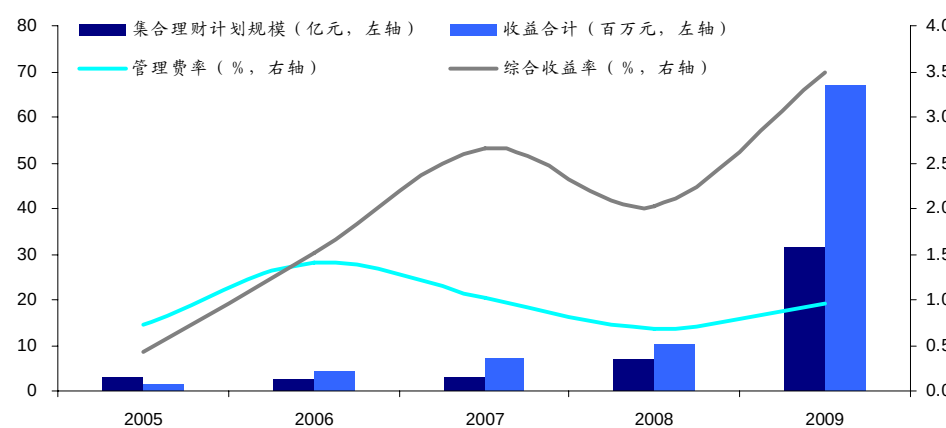
表 4 2009 年长江证券承销的股权融资项目情况

	代码	名称	发行股数 (万股)	实际募资 (亿元)	发行费用 (亿元)	发行日期
定向增发承销	600846.SH	同济科技	6900.00	4.95	0.15	2009-5-21
	600822.SH	上海物贸	7792.83	7.01	0.21	2009-11-12
	000725.SZ	京东方 A	500000.00	120.00	2.17	2009-6-4
配股承销	600497.SH	驰宏锌锗	23400.00	17.52	0.40	2009-11-26

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

2009 年，公司发行了 3 只集合理财产品（共管理 5 只产品），集合资产规模达 31 亿元（行业第 9）。我们判断，随着理财市场的逐步扩大，未来公司集合资产管理规模和旗下基金管理资产规模仍将保持快速增长。如图 5 所示，2009 年公司加大了集合理财产品的开发力度，新发行了 3 只集合理财产品，集合理财产品达 5 只（2010 年 2 月又发行了超越理财基金管家，使得产品数量达 6 只，总规模达 40 亿元），集合资产规模上升至 31 亿元（列行业第 9），增幅达 3.56 倍，其中公司以自有资金投入达 1.22 亿元；考虑到目前公司集合资产管理规模相对较小，未来有望保持较快增长，并成长为公司主要业务之一。

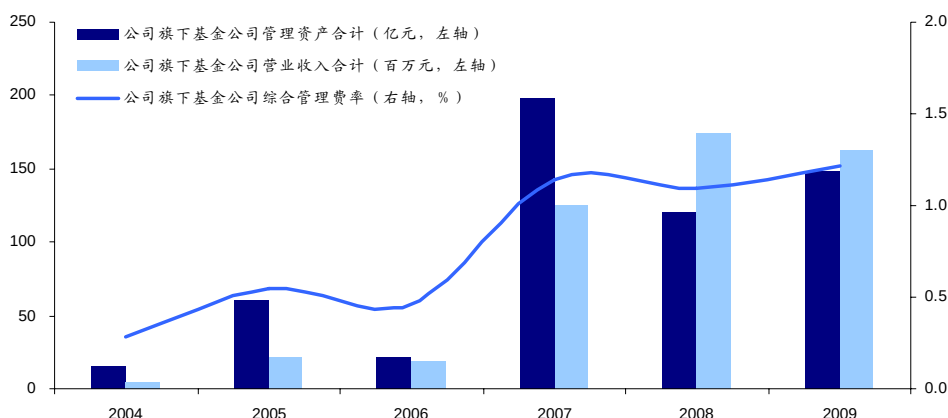
图 5 2005 - 2009 年长江证券集合理财产品管理业务情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 6 所示，受市场回暖影响，公司旗下基金资产规模达 148 亿元，比 2008 年末回升了 23.04%。从美国基金业发展历史看，我们判断，未来公司旗下基金管理资产将有望随行业一起保持增长态势。

图 6 2004 - 2009 年长江证券旗下基金公司的资产管理业务情况



2009 年，公司晋升为 A 类券商。2009 年，公司成立了融资融券工作小组，并顺利通过了证监会机构部及湖北证监局对公司融资融券业务准备情况的检查；公司还积极备战股指期货业务；近期公司第五届董事会第二十一次会议决议，同意公司融资融券业务的额度上限为 30 亿元。这将为公司后续创新业务开展打下良好的基础。

业绩预测和估值——2010 - 2011 年公司 EPS 分别为 0.63 元和 0.79 元；目标价 22.25 元，“增持”评级。假设 2010 - 2011 年 A 股日均成交金额分别为 2151 亿元和 2581 亿元；考虑到 2010 年 A 股市场行情尚存在较大的不确定性，因此我们将公司自营收益率调低至 8.52%（与 2009 年基本持平，低于公司 2006 - 2008 年间自营收益率的最低值），则 2010 - 2011 年公司 EPS 分别为 0.63 元和 0.79 元。如果我们以目前上市券商的 28 倍 PE 均值进行测算，则公司 2010 年的价格中枢为 22.25 元。而 4 月 2 日公司股价 20.05 元，故维持“增持”评级。

附表：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009	2010E	2011E
P/E	47.86	31.73	25.23	21.20
P/B	7.29	4.77	4.36	3.95
PEG	0.79	1.42	1.41	1.17

每股指标（元）	2008	2009	2010E	2011E
EPS	0.42	0.63	0.79	0.95
BVPS	2.75	4.20	4.60	5.08

盈利驱动	2008	2009	2010E	2011E
双边累计成交额占比	1.33%	1.48%	1.53%	1.55%
佣金率	0.13%	0.12%	0.11%	0.11%
直接融资规模/GDP	8.41%	3.64%	4.11%	4.49%
IPO 市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股权再融资市场份额	1.67%	6.02%	6.16%	6.47%
债券市场份额	0.21%	0.45%	0.45%	0.45%
集合理财计划规模增长	130.0%	356.1%	76.12%	53.44%
集合理财计划管理费率	0.69%	0.96%	1.29%	1.22%
有效存款利率	1.56%	1.28%	1.28%	1.28%
有效贷款利率	0.87%	0.44%	0.44%	0.44%
交易性金融资产增长	82.16%	92.56%	28.20%	15.53%
交易金融资产/净资本	110.9%	102.0%	119.4%	125.0%
交易性金融资产收益率	-0.29%	6.23%	6.41%	6.53%
营业费用增长	-34.5%	48.73%	2.48%	12.85%
营业费用率	41.66%	40.21%	35.26%	34.24%
工资占营业费用比例	43.79%	45.87%	48.16%	48.16%
有效所得税率	28.44%	24.73%	24.25%	23.77%

盈利增长	2008	2009	2010E	2011E
代理证券业务收入增长	-41.9%	69.53%	4.67%	14.16%
承销业务净收入增长	130.0%	122.0%	12.46%	10.19%
受托资管业务收入增长	34.69%	567.7%	7.47%	41.17%
利息净收入增长	20.03%	29.12%	146.4%	9.02%
投资收益增长	-63.1%	-39.1%	32.71%	25.60%
其它业务收入增长	-92.2%	-23.4%	20.00%	20.00%
营业利润增长	-71.3%	81.07%	25.12%	18.18%
归属母公司净利润增长	-70.3%	95.55%	25.77%	19.02%

资产盈利能力	2008	2009	2010E	2011E
RoAE	13.90%	19.99%	18.05%	19.54%
RoAA	3.26%	5.12%	4.65%	4.93%

资产增速	2008	2009	2010E	2011E
资产负债率	74.69%	74.21%	74.29%	75.17%
净资产增长	-16.1%	98.21%	9.55%	10.30%
总资产增长	-26.6%	94.48%	9.89%	14.20%

利润表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	2,073.24	3,194.40	3,732.72	4,337.76
经纪业务净收入	1,207.57	2,047.18	2,142.72	2,446.16
证券承销业务净收入	73.14	162.41	182.65	201.27
资产管理业务净收入	10.01	66.81	71.81	101.37
利息净收入	131.75	170.13	419.20	457.04
自营收益	897.23	545.72	724.20	909.62
营业支出	1,100.48	1,433.05	1,528.84	1,733.16
业务及管理费	863.62	1,284.43	1,316.33	1,485.42
资产减值损失	106.71	-11.11	-12.22	-13.44
营业利润	972.77	1,761.35	2,203.88	2,604.60
营业外净收入	7.76	61.42	74.20	89.57
利润总额	980.52	1,822.77	2,278.08	2,694.17
所得税费用	278.89	450.77	552.45	640.29
归属于母公司净利润	701.63	1,372.00	1,725.62	2,053.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00

资产负债表（百万元）	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	11632.05	20687.94	21653.35	24719.86
结算备付金	1611.12	4921.77	5151.44	5880.98
交易性金融资产	3914.80	7538.22	9664.30	11164.83
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	175.85	175.85	175.85
应收利息	7.76	11.41	14.60	15.99
存出保证金	140.29	533.13	586.04	679.54
可供出售金融资产	216.24	882.00	929.89	973.15
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	166.33	170.99	196.26	229.11
固定资产	292.41	279.78	312.81	355.36
无形资产	23.53	19.63	20.42	21.24
递延所得税资产	82.43	32.56	35.81	39.40
资产总计	18190.97	35378.03	38877.22	44398.02
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	1751.92	2126.80	2233.14	2344.80
代理买卖证券款	11133.84	23099.46	25438.14	29571.76
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	354.17	479.96	638.45	817.31
应交税费	96.17	229.61	233.86	278.70
应付利息	0.06	0.59	0.65	0.72
预计负债	81.00	81.00	81.00	81.00
递延所得税负债	4.72	64.46	67.69	71.07
其他负债	165.73	171.80	188.98	207.88
负债合计	13587.61	26253.69	28881.91	33373.24
实收资本	1674.80	2171.23	2171.23	2171.23
资本公积	273.31	3093.35	3101.50	3104.03
盈余公积	346.81	477.52	650.08	855.47
一般风险准备	346.81	477.52	650.08	855.47
未分配利润	1656.68	2469.07	2814.20	3224.97
归属母公司所有者权益	4603.36	9124.35	9995.31	11024.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	4603.36	9124.35	9995.31	11024.78

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢盐：证券信托行业

重点研究上市公司：中信证券、华泰证券、招商证券、光大证券、长江证券、东北证券、国金证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。