

长江证券 (000783.SZ) 证券业行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：14.26 元

调研简报

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,106.67
总市值(百万元)	30,961.79
年内股价最高最低(元)	22.57/12.71
沪深 300 指数	3036.39
深证成指	11003.73



相关报告

1. 《10 年 1 季报点评》，2010.4.13
2. 《佣金率有所企稳》，2010.4.5
3. 《3 季度业绩符合预期》，2009.10.30

陈振志 联系人
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

基本结论

- **经纪业务市场份额具有进一步增长的基础。**08 年以来，公司经纪业务的市场份额总体上处于上升的趋势之中。我们认为，公司市场份额的上升部分可以通过营业网点数量的增加来解释。公司目前运营中的营业部共有 67 家，正在筹划新设的营业部有 4 家。此外，公司的 7 家服务部已经全部升级为营业部，并计划在 3 年内实现 100 家营业部的目标。根据公司目前营业网点的布局情况，我们认为公司的市场份额在未来仍具有进一步增长的基础。
- **佣金率下滑仍存忧。**公司 10 年 1 季度的净佣金率同比和环比均出现一定程度的下滑。公司目前在市场份额和佣金率的天枰中，略微倾向于市场份额。预计公司佣金率下滑趋势可能还会有所延续，但不会主动大幅降佣金率。到了一定程度，公司的佣金率水平将由公司总部决定，以防止营业部佣金率的过度下滑。
- **自营操作以谨慎为主基调。**公司在 1 季度实现了 3.81 亿元的自营收益（投资收益+公允价值变动），大幅好于市场预期。公司近期的自营业务操作比较谨慎，自营仓位大部分是债券，权益配置比例较小。鉴于 4 月初以来的市场调整，公司较为谨慎的资产配置结构有助于降低自营业务的系统性风险。
- **投行业务延续良好趋势。**公司的投行业务目前基本都放在长江证券承销保荐有限公司的平台运作。公司目前的保荐人队伍有 10 多人，而准保荐人也在 10 人左右。截止 09 年，长江证券的承销业务在过去 3 年持续回升。进入到 10 年，公司投行业务延续良好的发展势头。截至 10 年 3 月，公司的权益类承销业务同比继续有所增长。
- **新业务进展顺利。**（1）融资融券。股东大会已经同意公司申请融资融券业务试点，并在获得批准后开展融资融券业务。根据相关议案，公司在试点阶段的融资融券业务规模不超过人民币 30 亿元。公司的融资融券业务已经进行过内部测试，但尚未参加交易所的联网测试。公司目前正积极争取进入第二批试点资格券商行列。（2）股指期货。公司旗下的长江期货有限公司已经获得金融期货交易所交易结算会员资格。与此同时，公司已经获得 IB 业务资格，受益于股指期货业务。（3）直投业务。公司旗下的直投子公司长江成长资本投资有限公司目前已经进入运营阶段，项目投资已经开始运作。

投资建议

- 维持对公司的“买入”评级。在 2200 亿日均交易额和不考虑新业务贡献的假设之下，我们预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.69 元和 0.74 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 20.64 倍，维持对公司“买入”的投资评级。

经纪业务

- 08 年以来，公司经纪业务的市场份额总体上处于上升的趋势之中。股基权债代理交易的市场份额从 08 年的 1.46% 攀升至 10 年 3 月末的 1.76%。而股票基金代理交易市场份额则从 08 年的 1.45% 增长至 10 年 3 月的 1.66%。在此期间，公司的营业部数量从 56 家增加至 67 家，股基权债部均市场份额基本保持在 0.026% 的水平。因此，我们认为，公司市场份额的上升部分可以通过营业网点数量的增加来解释。
- 公司目前运营中的营业部共有 67 家，正在筹划新设的营业部有 4 家，新设营业部的盈利周期预计在 2 年左右。此外，公司的 7 家服务部已经全部升级为营业部。公司计划在 3 年内实现 100 家营业部的目标，未来营业部的增设区域将以湖北省外地区为主。
- 根据公司目前营业网点的布局情况，我们认为公司经纪业务的市场份额在未来仍具有进一步增长的基础。

图表1：长江证券的股基权债市场份额持续攀升

按照股基权债交易额计算	2008年12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	2010年3月
中信证券合并	8.12%	7.61%	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%
中信证券母公司	2.79%	2.49%	2.46%	2.50%	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%
中信建投	3.35%	3.10%	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%
中信万通	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.28%	1.32%	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%
海通证券合并	4.60%	4.29%	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%
长江证券	1.46%	1.63%	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%
东北证券	0.64%	0.69%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%
国元证券	0.88%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%
宏源证券	1.02%	1.28%	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%
太平洋证券	0.22%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.58%	0.68%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%
光大证券	3.05%	3.16%	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%
招商证券	3.98%	3.93%	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%
华泰证券合并	6.53%	5.85%	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%
西南证券	0.54%	0.55%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%
广发证券合并	4.32%	4.22%	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%

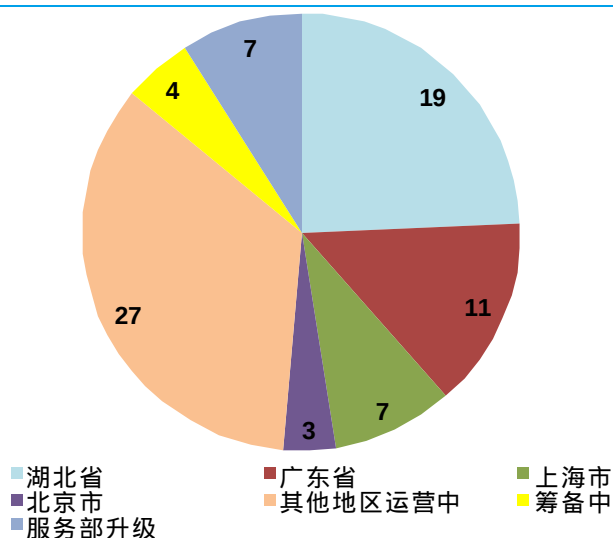
来源：国金证券研究所

图表2：长江证券的股票基金市场份额持续攀升

按照股票基金交易额计算	2008年12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	2010年3月
中信证券合并	8.56%	8.37%	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%
中信证券母公司	2.94%	2.75%	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%
中信建投	3.32%	3.36%	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%
中信万通	0.80%	0.78%	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%
中信金通	1.50%	1.48%	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%
海通证券合并	4.31%	4.22%	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%
长江证券	1.45%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%
东北证券	0.74%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%
国元证券	0.95%	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%
宏源证券	1.03%	1.29%	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%
太平洋证券	0.26%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%
国金证券	0.70%	0.77%	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%
光大证券	3.34%	3.20%	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%
招商证券	3.88%	3.97%	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%
华泰证券合并	5.68%	5.49%	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%
西南证券	0.55%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%
广发证券合并	4.81%	4.55%	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%

来源：国金证券研究所

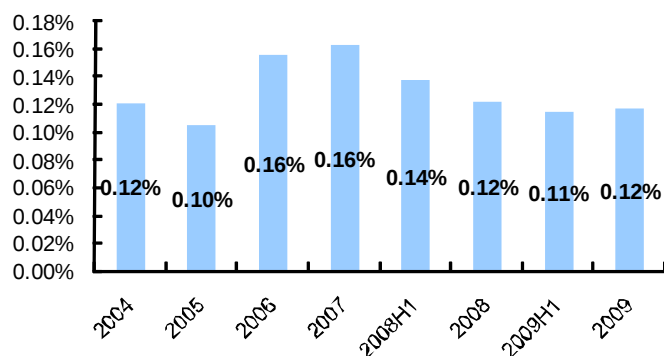
图表3：长江证券目前有67家营业部在运营，7家服务部已经全部升级，4家营业部正在筹备，运营中和筹备中的营业部总量为78家



来源：国金证券研究所

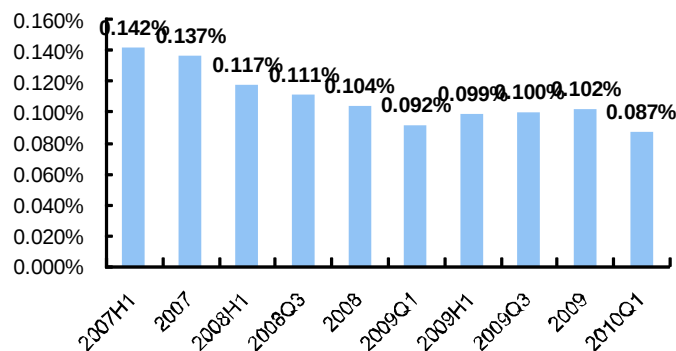
- 公司10年1季度的净佣金率为0.087%，同比和环比均出现一定程度的下滑。根据调研，在越发激烈的市场竞争中，公司的佣金率在去年上半期确实有所下降，但是在下半期就开始有所稳定（与我们的数据跟踪较为吻合）。公司目前在市场份额和佣金率的天平中，略微倾向于市场份额，但是到了一定程度，公司的佣金率下调空间将由公司总部决定，以防止营业部佣金率的过度下滑。公司方面预计佣金率下滑趋势可能还会有所延续，但不会主动大幅降佣金率，未来将以发展中产客户为主。

图表4：长江证券的毛佣金率趋势



来源：国金证券研究所

图表5：长江证券的净佣金率趋势



图表6：08年湖北省内的经纪业务竞争格局

排名	公司	营业部数量	股票基金交易额（百万元）	市场份额
1	长江证券股份有限公司	14	246,620.99	16.22%
2	华泰证券有限责任公司	13	179,825.47	11.83%
3	广发证券股份有限公司	15	144,535.12	9.51%
4	中国银河证券股份有限公司	12	123,995.57	8.16%
5	中信建投证券有限责任公司	7	106,585.77	7.01%
6	国泰君安证券股份有限公司	8	83,405.83	5.49%
7	申银万国证券股份有限公司	5	67,825.07	4.46%
8	中银国际证券有限责任公司	2	58,050.81	3.82%
9	招商证券股份有限公司	2	57,806.35	3.80%
10	国信证券股份有限公司	2	47,876.03	3.15%
11	兴业证券股份有限公司	1	37,611.96	2.47%
12	海通证券股份有限公司	2	32,404.22	2.13%
13	中国建银投资证券有限责任公司	3	30,929.24	2.03%
14	长城证券有限责任公司	1	29,795.78	1.96%
15	光大证券股份有限公司	2	28,676.42	1.89%
16	中信证券股份有限公司	1	28,166.48	1.85%
17	万联证券有限责任公司	3	26,813.34	1.76%
18	安信证券股份有限公司	2	16,122.50	1.06%
19	联合证券有限责任公司	1	16,114.39	1.06%
20	湘财证券有限责任公司	1	15,680.80	1.03%
21	江南证券有限责任公司	1	15,562.07	1.02%
22	金元证券股份有限公司	1	15,553.72	1.02%
23	东海证券有限责任公司	1	14,057.02	0.92%
24	齐鲁证券有限公司	1	12,371.00	0.81%
25	宏源证券股份有限公司	1	11,724.68	0.77%
26	上海远东证券有限公司	2	10,945.67	0.72%
27	信泰证券有限责任公司	1	9,016.20	0.59%
28	东兴证券股份有限公司	2	8,353.67	0.55%
29	平安证券有限责任公司	1	8,250.89	0.54%
30	中山证券公司	1	7,724.05	0.51%
31	东方证券有限责任公司	1	7,392.16	0.49%
32	华融证券股份有限公司	1	6,838.83	0.45%
33	英大证券有限责任公司	1	6,103.92	0.40%
34	东北证券有限责任公司	1	4,126.63	0.27%
35	国都证券有限责任公司	1	3,575.19	0.24%
	合计	114	1,520,437.84	100.00%

来源：伟海数据、国金证券研究所

图表7：10 年前 3 个月湖北省内的经纪业务竞争格局

排名	公司	营业部数量	股票基金交易额（百万元）	市场份额
1	长江证券股份有限公司	27	109,852.02	17.25%
2	华泰证券股份有限公司	11	70,168.42	11.02%
3	广发证券股份有限公司	17	67,453.10	10.59%
4	中国银河证券股份有限公司	11	52,088.40	8.18%
5	中信建投证券有限责任公司	11	48,713.98	7.65%
6	国泰君安证券股份有限公司	8	28,659.91	4.50%
7	申银万国证券股份有限公司	11	26,508.47	4.16%
8	招商证券股份有限公司	2	25,981.29	4.08%
9	国信证券股份有限公司	2	23,906.23	3.75%
10	中银国际证券有限责任公司	2	19,468.47	3.06%
11	中国建银投资证券有限责任公司	4	14,802.67	2.32%
12	兴业证券股份有限公司	1	14,465.73	2.27%
13	海通证券股份有限公司	2	13,800.69	2.17%
14	长城证券有限责任公司	1	12,633.65	1.98%
15	中信证券股份有限公司	1	10,645.68	1.67%
16	光大证券股份有限公司	2	10,440.96	1.64%
17	万联证券有限责任公司	3	10,352.28	1.63%
18	安信证券股份有限公司	2	8,511.36	1.34%
19	金元证券股份有限公司	1	6,142.44	0.96%
20	华泰联合证券有限责任公司	1	6,057.61	0.95%
21	齐鲁证券有限公司	2	5,706.65	0.90%
22	江南证券有限责任公司	1	4,939.48	0.78%
23	湘财证券有限责任公司	1	4,891.96	0.77%
24	平安证券有限责任公司	1	4,496.58	0.71%
25	新时代证券有限责任公司	2	4,370.62	0.69%
26	东兴证券股份有限公司	1	4,292.91	0.67%
27	华融证券股份有限公司	1	4,199.07	0.66%
28	东海证券有限责任公司	1	3,886.98	0.61%
29	宏源证券股份有限公司	1	3,852.87	0.60%
30	国都证券有限责任公司	1	3,228.09	0.51%
31	英大证券有限责任公司	1	3,209.18	0.50%
32	东方证券股份有限公司	1	3,194.63	0.50%
33	东北证券股份有限公司	1	2,878.15	0.45%
34	中山证券有限责任公司	1	2,482.69	0.39%
35	天风证券有限责任公司	1	665.18	0.10%
	合计	137	636,948.40	100.00%

来源：伟海数据、国金证券研究所

图表8：湖北省10年前3个月的经纪业务总量在全国排在上游

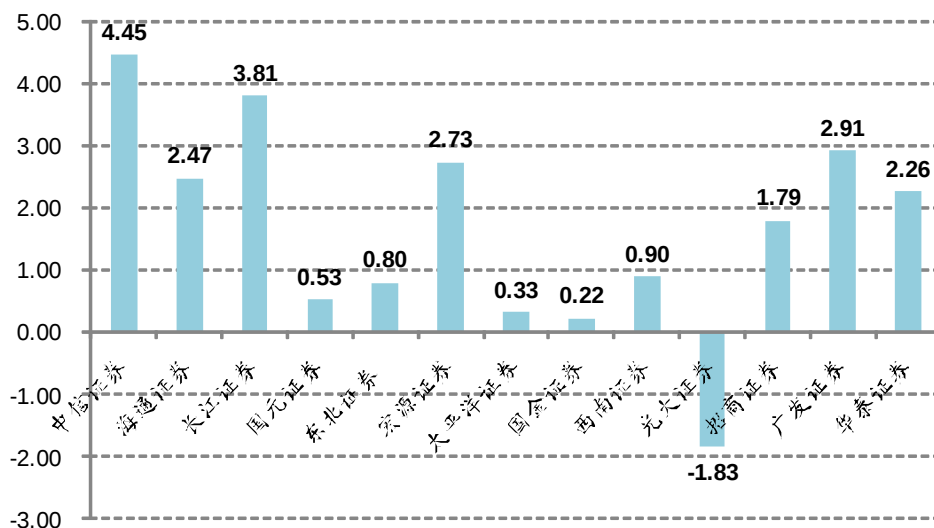
排名	省份	营业部数量	股票基金交易额（百万元）	股票基金交易市场份额	股基权债交易额（百万元）	股基权债交易市场份额
1	广东省	572	3,853,510.47	17.42%	4,487,755.04	18.07%
2	上海市	469	3,296,696.60	14.90%	4,054,507.83	16.32%
3	浙江省	274	2,470,470.42	11.17%	2,634,450.47	10.61%
4	北京市	213	1,916,747.01	8.66%	2,230,039.89	8.98%
5	江苏省	265	1,712,330.06	7.74%	1,890,238.27	7.61%
6	山东省	200	947,571.67	4.28%	1,008,740.51	4.06%
7	福建省	156	946,457.41	4.28%	1,061,477.70	4.27%
8	四川省	159	809,310.43	3.66%	845,418.19	3.40%
9	辽宁省	178	662,440.84	2.99%	734,013.80	2.95%
10	湖北省	137	636,948.40	2.88%	689,801.27	2.78%
11	河南省	111	522,563.80	2.36%	553,188.17	2.23%
12	湖南省	139	506,107.42	2.29%	530,963.91	2.14%
13	江西省	111	381,122.92	1.72%	403,570.05	1.62%
14	天津市	90	349,223.98	1.58%	369,576.74	1.49%
15	安徽省	108	343,969.01	1.55%	360,608.56	1.45%
16	陕西省	66	333,426.84	1.51%	345,943.01	1.39%
17	黑龙江	110	326,681.52	1.48%	402,077.78	1.62%
18	河北省	114	315,486.80	1.43%	326,006.31	1.31%
19	重庆市	85	303,085.87	1.37%	322,456.27	1.30%
20	广西	68	232,602.23	1.05%	255,222.73	1.03%
21	山西省	61	229,804.21	1.04%	237,868.03	0.96%
22	吉林省	81	218,902.25	0.99%	245,584.40	0.99%
23	云南	50	189,714.19	0.86%	197,824.31	0.80%
24	新疆	36	166,856.99	0.75%	173,066.30	0.70%
25	甘肃省	52	126,211.01	0.57%	131,733.13	0.53%
26	海南省	27	105,068.20	0.47%	112,454.55	0.45%
27	内蒙古	45	90,709.17	0.41%	99,976.43	0.40%
28	贵州省	28	75,823.02	0.34%	77,392.73	0.31%
29	宁夏	15	33,286.00	0.15%	33,864.59	0.14%
30	青海省	7	18,691.41	0.08%	20,293.53	0.08%
31	西藏	2	5,011.39	0.02%	5,260.12	0.02%

来源：国金证券研究所

自营业务

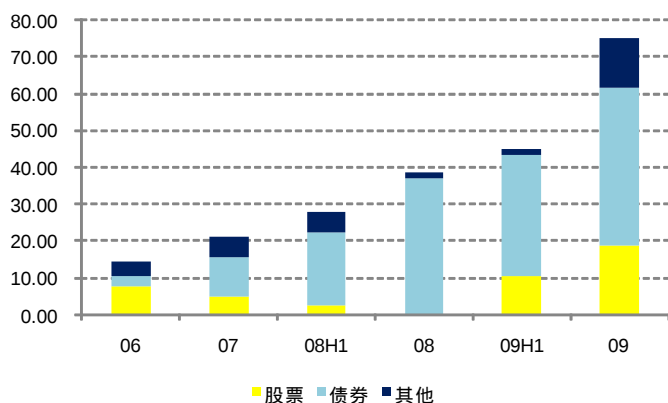
- 公司在 1 季度实现了 3.81 亿元的自营收益（投资收益+公允价值变动），大幅好于市场预期。根据公司方面介绍，公司近期的自营业务操作比较谨慎，自营仓位大部分是债券，权益配置比例较小。鉴于 4 月初以来的市场调整，公司较为谨慎的资产配置结构有助于降低自营业务的系统性风险。

图表9：上市券商 1 季度的自营业绩情况（投资收益+公允价值变动，亿元）



来源：国金证券研究所

图表10：长江证券的交易性金融资产（亿元）



来源：国金证券研究所

图表11：长江证券的可供出售金融资产（亿元）

