

增 持 调低
长江证券（000783）
2010 年 7 月 12 日

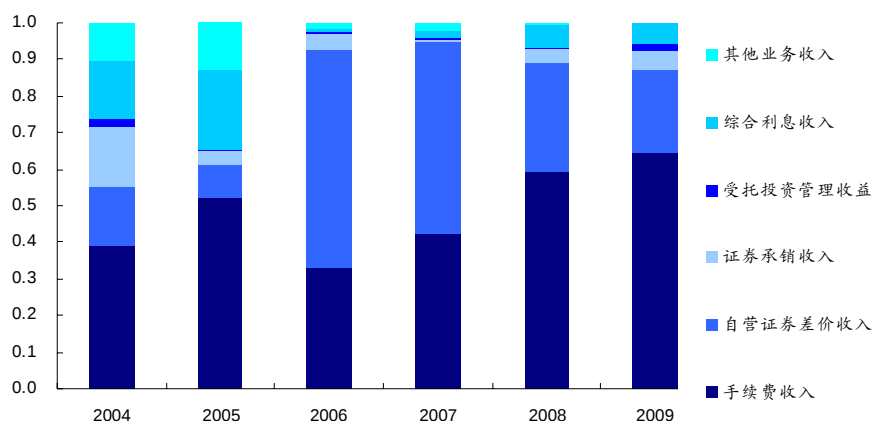
2 季度自营受损导致业绩低于预期

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

7 月 10 日，长江证券发布 2010 年上半年业绩预告：2010 上半年，公司获得营业收入 12.38 亿元，同比略降 8.75%；归属于上市公司净利润 4.91 亿元，同比下滑 22.83%；上半年公司获得 EPS 为 0.23 元；加权 ROE 为 5.23%；截至 2010 年上半年底，公司总资产 316.71 亿元，同比下滑 10.48%；归属于母公司股东权益为 87.69 亿元，同比下滑 3.90%；BVPS 为 4.04 元。公司表示，由于受证券市场持续低迷，公司自营业务收入同比大幅下降，同时在市场交投和佣金水平双降的大环境下，公司经纪业务市场份额的提升未能带来经纪业务收入的提升，造成公司经营业绩同比下降。

我们认为，总体上今年上半年公司业绩低于我们之前预期。由于公司佣金率同比下滑 16.60% 的大部分已被经纪份额 16.06% 的上升所抵消，而佣金率在 1 季度已下滑至 1.03% 低于行业均值的情况下，2 季度再大幅下滑的概率很低。因此，尽管数据缺失，但是我们认为公司经纪收入同比将仅下滑 5-10% 左右，好于大多数券商；而规模上升导致收入合计占比仅 15% 的承销和资管收入同比微增 5%；由上述情况可倒推出公司上半年自营收入下滑 25% 以上（即 2 季度自营亏损了 1.45 亿元以上）。

图 1 2004 - 2009 年长江证券各业务收入占比情况



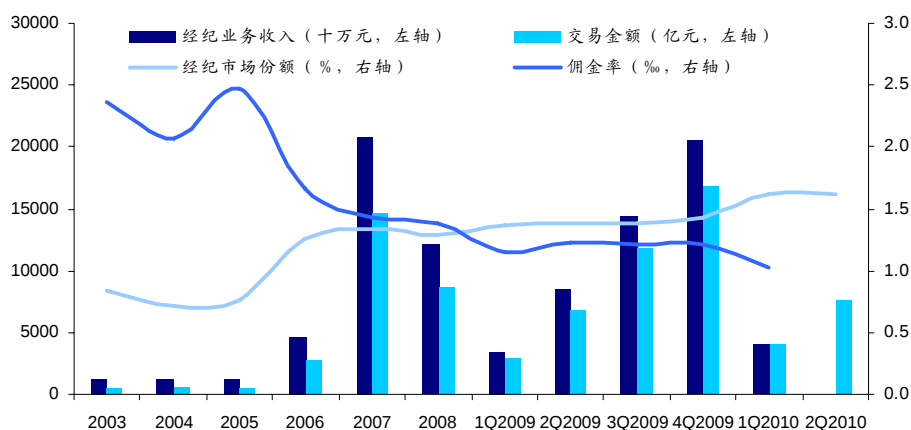
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

（一）佣金率下滑导致收入占比达 50% 的经纪收入同比下滑 5-10%

总体上，2010 年上半年，除佣金率尚无法测算外，公司经纪业务基本符合预期：上半年市场交易量持续萎缩（1 季度和 2 季度 A 股日均成交金额分别为 1998 亿元和 1827 亿元，同比分别增长了 23.07% 和下滑了 13.25%），但 2010 年上半年总体 A 股日均成交金额为 1911 亿元，同比微增 2.03%。如图 2 所示，尽管今年 2 季度公司经纪份额环比基本持平，但同比经纪份额还是受新设营业部推动攀升了 16.06%；而 1 季度公司经纪佣金率已相对去年上半年下滑了 16.60%（今年 1 季度环比下滑 15.30% 至 1.03% 的佣金率，而行业均值为 1.21%，故再次大幅下滑的概率不高），因此，上半年公司经纪收入可能同比仍将下滑 5-10% 左右。我们认为，在配股融资和营业部基数较低情况下（根据 Wind 资讯，2010 年上半年公司又新增 15 家营业部翻牌，而新设营业部一般需 1-2 年时间才能完全发挥作用），未来公司经纪份额有望继续

保持小幅增长态势；在公司佣金率已下滑至 1.03 % 的情况下，未来公司佣金率降幅将基本与行业同步；2010 年下半年行情不确定性仍将一定程度上影响成交量。总体看，2010 年公司经纪业务收入将有 10 % 左右幅度的降低。

图 2 2003 - 2010 年 2 季度长江证券经纪和佣金率情况



注：2009 年及其后数据为逐季累进值。

资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

表 1 所示，最近 A 股市场两个月成交金额出现较大幅度下滑，但最近 12 个月 A 股日均成交金额仍保持在 2203 亿元左右。考虑到今年上半年日均交易金额已缩减至 1911 亿元，从谨慎出发我们将在后续报告中下调全年日均成交金额预测值。

表 1 最近 12 个月中国 A 股交易金额和日均成交金额（亿元）

	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	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	均值
A 股成交金额	141443	100821	88173	64610	127560	103779	95532	48487	87926	103859	65555	50425	89848
日均成交金额	3368	2401	2004	2019	3037	2256	2388	1616	1911	2473	1639	1327	2203

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

（二）规模上升导致收入合计占比仅 15 % 的承销和资管收入同比微增 5 %

总体上，2010 年上半年，公司承销业务基本符合预期。2009 年上半年，公司完成 2 单增发项目，承销金额 160.06 亿元，承销收入 9218 万元；2010 年上半年，公司完成 IPO 承销项目 3 只（其中 1 季度完成 2 只），承销金额 85.19 亿元（1 季度完成 13.61 亿元），今年 1 季度公司已完成承销收入 6412 万元，因此，今年上半年公司承销收入同比应出现小幅上升 5 %。我们认为，公司在中小企业项目上具有一定优势，将有助于其在未来承销业务上保持小幅增长。

总体上，2010 年上半年，公司资管业务基本符合预期。2009 年上半年，公司共管理集合理财产品 3 只，管理资产总额 8.70 亿元，受托管理业务收入达 2157 万元；2010 年 6 月，公司新发行 1 只集合理财产品—长江超越理财趋势掘金（目前共管理 7 只产品），募集资金 14.21 亿元（集合资产总规模达 50.25 亿元）。今年 1 季度公司已完成受托管理业务收入 1043 万元，在受托资产同比大幅增长的情况下，今年上半年公司受托管理收入同比应出现小幅的上升 5 %。考虑到公司集合资产管理规模相对较小，未来有望随着我国理财市场的逐步扩大而保持较快增长，并成长为公司主要业务之一。

（三）由上述情况可倒推出公司上半年自营收入下滑 25 % 以上（即 2 季度自营亏损了 1.45 亿元以上）

表 2 列出了 2010 年上半年公司经纪收入下滑 10 % 情况下的各主要收入项目的预测。如表 2 所示，公司上半年经纪业务收入预计同比下滑 10 % 左右，即约为 7.65 亿元；承销收入和受托管理业务收入预计分别增长 5 %，即约为 9679 万元和 2265 万元；再根据公告的上半年预告的营业收入 12.38 亿元，得到今年上半年自营收入 2.36 亿元，即初步预计同比下滑 25 % 左右；那么，在今年 1 季度公司已获得 3.81 亿元自营收入的情况下，这说明了今年第 2 季度公司自营很可能出

现了 1.45 亿元的较大幅度损失（以上仅为多种假设下的合理揣测，实际情况以公司半年报为准）。因此，在下半年经济不确定较大，指数上行空间难以乐观情况下，我们将在公司半年报出来后再具体调整公司自营的全年收益预测。

表 2 2010 年上半年公司的主要收入项目的初步预测（百万元）

	1H2009	1Q2010	1H2010E	2010 年上半年收入利润项 同比变动（%）
营业收入合计	1,356.45	927.26	1237.74	-8.75
代理买卖业务净收入	849.52	408.58	764.56	-10.00
证券承销业务净收入	92.18	64.12	96.79	5.00
受托资产管理业务净收入	21.57	10.43	22.65	5.00
利息净收入	62.00	57.19	114.38	84.48
其它业务收入	2.99	1.33	3.29	10.00
自营收入	314.02	380.73	236.07	-24.82
净利润占比 %	46.89	44.54	39.66	-
净利润	636.03	412.99	490.85	-22.83

注：除自营外，其它假设条件暂且不变。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

如果今年上半年公司经纪收入同比下滑幅度在 5%-10%之间变动，则得到表 3。公司今年上半年自营收入将在 1.94 亿元-2.36 亿元之间变动，即 2 季度自营损失将在 1.45 亿元-1.87 亿元之间变动，幅度在 24.83%-38.35%之间变动，即公司上半年自营收入至少下滑 25%以上（即 2 季度自营至少亏损 1.45 亿元以上）。

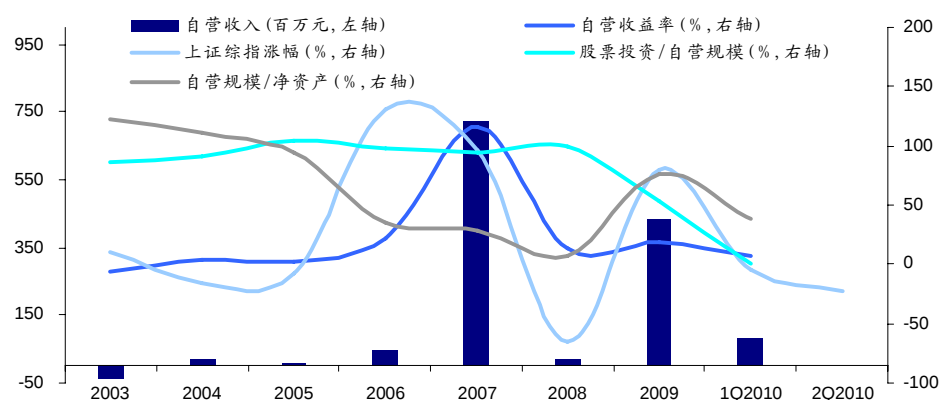
表 3 2010 年上半年公司的主要收入项目的初步预测（百万元）

经纪收入同比下滑幅度（%）	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
上半年自营收入预测（百万元）	193.59	202.09	210.58	219.08	227.57	236.07
2 季度自营损失预测（百万元）	187.41	178.91	170.42	161.92	153.43	144.93
上半年自营收入降幅（%）	-38.35	-35.65	-32.94	-30.23	-27.53	-24.82

注：除自营外，其它假设条件暂且不变。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

图 3 2003 - 2010 年 2 季度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

（四）初步结论和公司评级——在目前公司仅提供 2010 年上半年营业收入而未提供各分业务收入，且自营收入变动较大的情况下，上述分析也许仅仅是建立在相对合理假设下的一个预判，一切应以公司半年报刊登结果为准。因此，从谨慎角度出发，我们暂不给出公司 2010 年-2011 年的业绩预测，考虑到公司今年上半年获得了 0.23 元 EPS，低于我们此前预期；而 7 月 9 日公司收盘价为 10.96 元，故调低公司评级至“增持”评级。

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。