

长江证券(000783.sz)

佣金率回升，期待下半年业绩超预期

曹恒乾 研究员
电话: 020-8755888-419
eMail: chq@gf.com.cn

温重伟 研究助理

经纪业务好于市场平均，二季度自营亏损 1.76 亿，拖累业绩受到行业整体佣金率下降以及市场震荡的影响，公司在 10 年上半年实现营业收入 12.4 亿，同比下降 8.75%，EPS0.23 元，同比下降了 28%。经纪业务表现好于行业平均水平，良好的表现得益于二季度佣金率以及市占率的双双回升。二季度的平均净佣金率为 0.105%，环比提升 2%，市占率持续上升至 1.63%，我们对公司下半年经纪业务收入保持乐观的态度。业绩下降主要源于二季度的自营业务投资亏损，不过权益类资产浮亏大幅释放，自营的高弹性有望在下半年贡献良好业绩。资管业务市占率提升，投行收入低于预期

公司集合理财产品截止到上半年的最新份额与 09 年末相比上升 46%，市占率上升至 4.2%，资管业务净收入在 10 年上半年达到 0.23 亿，其中二季度为 0.13 亿，环比上升 31%。投行业务方面，长江证券上半年实现净收入 0.83 亿元，其中二季度收入为 0.19 亿元，相比一季度环比下降了 71%。

投资建议与风险提示

经纪业务表现好于行业平均，公司业绩有望在下半年提升，加上自营可能带来业绩超预期，预计 2010 -2012 年 EPS 为 0.56 元，0.71 元和 0.82 元，对应目前股价 PE 为 22X，18X 和 15X，目标价为 14 元，隐含 2010 年 PE 为 25X，给予买入评级。未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

预测及评估

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	20.7	31.9	29.5	37.0	42.6
利润总额	9.8	18.2	15.9	20.4	23.5
净利润	7.0	13.7	12.0	15.4	17.7
净利润增长率	-70%	95%	-13%	28%	15%
每股收益(元)	0.42	0.68	0.56	0.71	0.82
每股净资产	2.75	4.20	4.35	4.86	5.49
市盈率	29.5	18.2	22.3	17.5	15.2
市净率	4.5	3.0	2.8	2.6	2.3
每股红利(元)	0.1	0.40	0.30	0.30	0.30
股息率(%)	0.81%	3.23%	2.42%	2.42%	2.42%

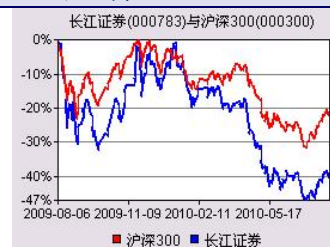
来源: 长江证券股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	12.40
目标价格(元)	14.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.91%	-7.73%	-40.45%
沪深 300	11.23%	-1.59%	-22.17%

股票数据

总股本(万股)	217,123.3
流通 A 股(万股)	110,667.2
主要股东:	
青岛海尔投资发展有限公司	
主要股东持股比例	16.07%
流通 A 股比例	50.97%

财务比率

ROE	15.04%
ROA	6.81%
资产负债率	74.21%
每股净资产(元)	4.20

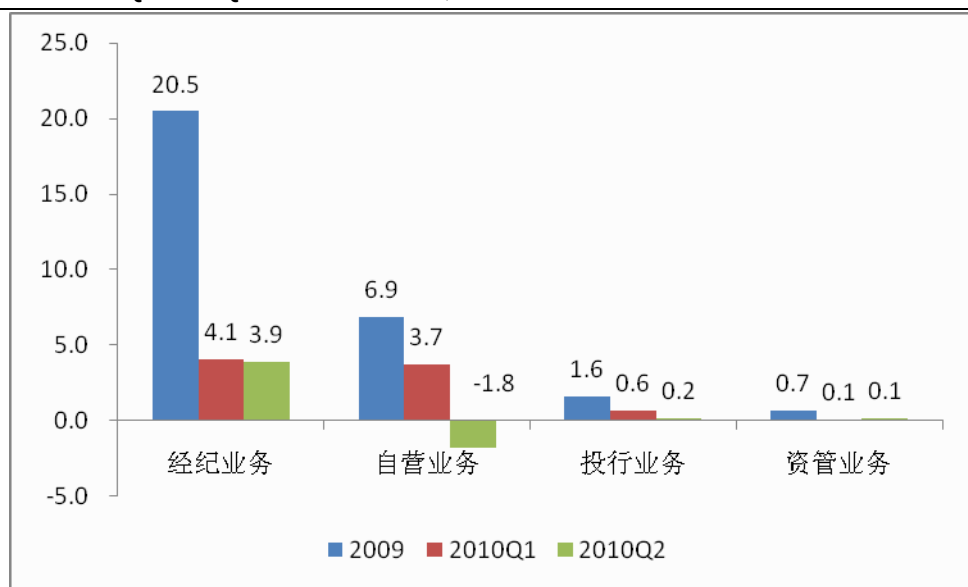
2009 年报数据。

自营表现不佳，业绩环比下降

受到市场交易额下滑以及二季度市场震荡，自营业绩亏损的影响，公司业绩同比出现下滑。10年上半年实现营业收入**12.4亿元**，同比下降**8.75%**。净利润**4.91亿元**，同比下降了**22%**，每股净利润**0.23元**，每股净资产**4.04元**，与一季度相比，下降了**8%**。

其中，二季度每股净利润仅为**0.04元**，业绩环比大幅下降主要由于二季度自营亏损**1.76亿元**。

图 1: 10Q1、10Q2 公司各项业务净收入（亿元）



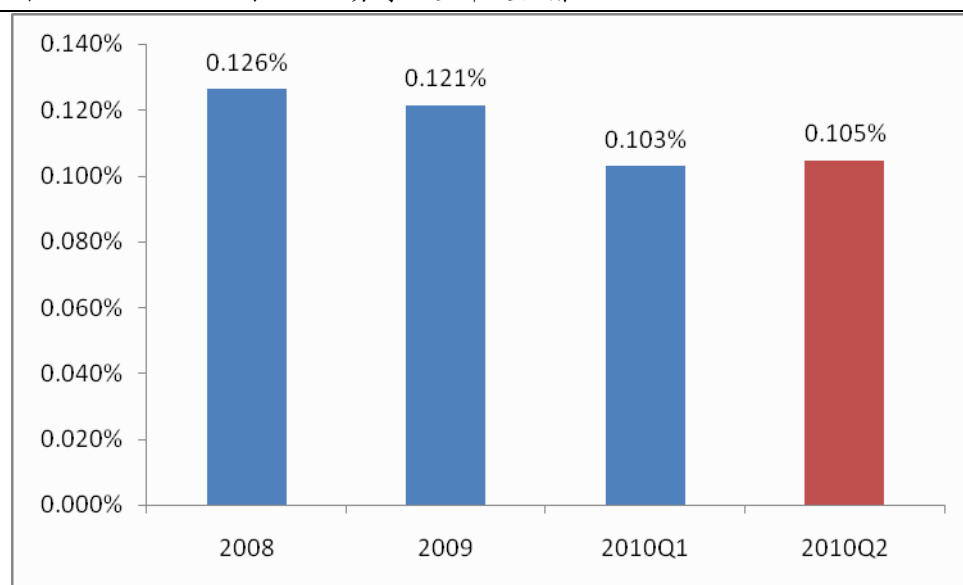
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

佣金率回升2%，市占率继续增长，经纪业务表现好于市场平均

2010上半年公司经纪业务净收入为8亿元，其中，二季度收入为3.9亿元，环比仅下降4%，考虑到二季度市场总体交易额相比一季度下降7%，长江证券经纪业务的表现可以说好于市场平均水平，良好的表现得益于二季度佣金率以及市占率的双双回升。

二季度佣金率回升2%。公司二季度的平均净佣金率为0.105%，环比提升2%，与一季度激烈竞争，佣金率大幅下降15%相比，公司的经纪业务佣金率在二季度开始有所回升，一旦佣金率企稳，下半年经纪业务将会给公司带来较好的收入。

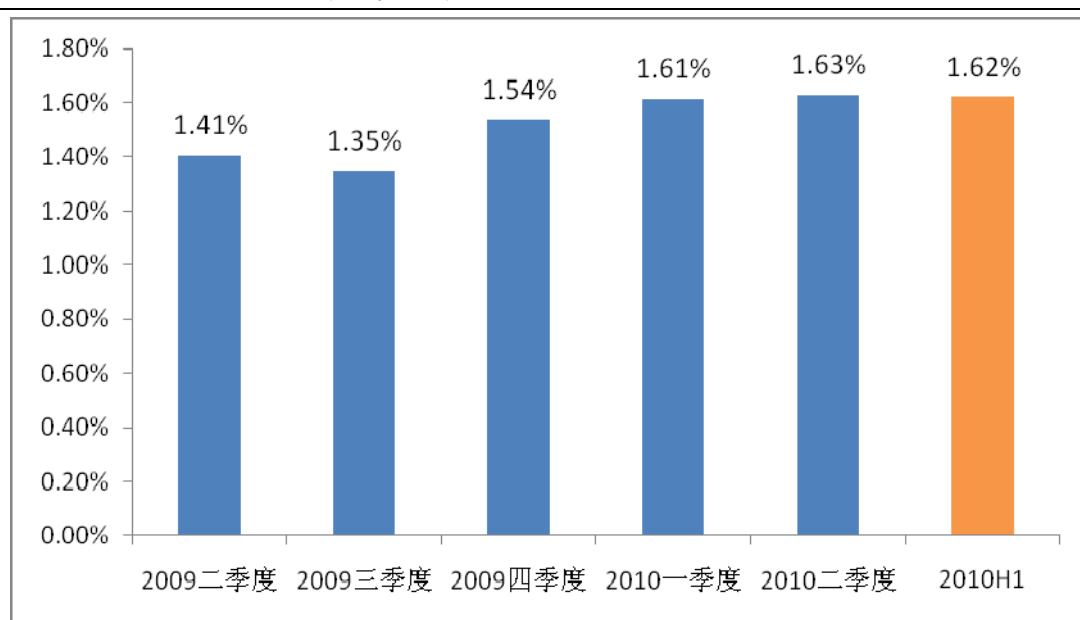
图 2: 08-10H1 公司经纪业务净佣金率变化情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

经纪业务市占率继续上升，市场地位增强。公司在10年上半年交易额合计市占率达到1.62%，其中，二季度市占率为1.63%，继续保持了上升的趋势，可以看到，公司自09年以来市场地位逐渐增强，在一定程度上抵消了行业佣金率下降以及市场总交易量下降的负面影响。

图 3: 公司经纪业务市占率稳步提升



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

从目前来看，公司佣金率已经出现了环比上升2%的乐观局面，同时市占率持续增长，随着交易额的回升，公司在下半年的经纪业务佣金收入有望在上半年基础上显著提升。

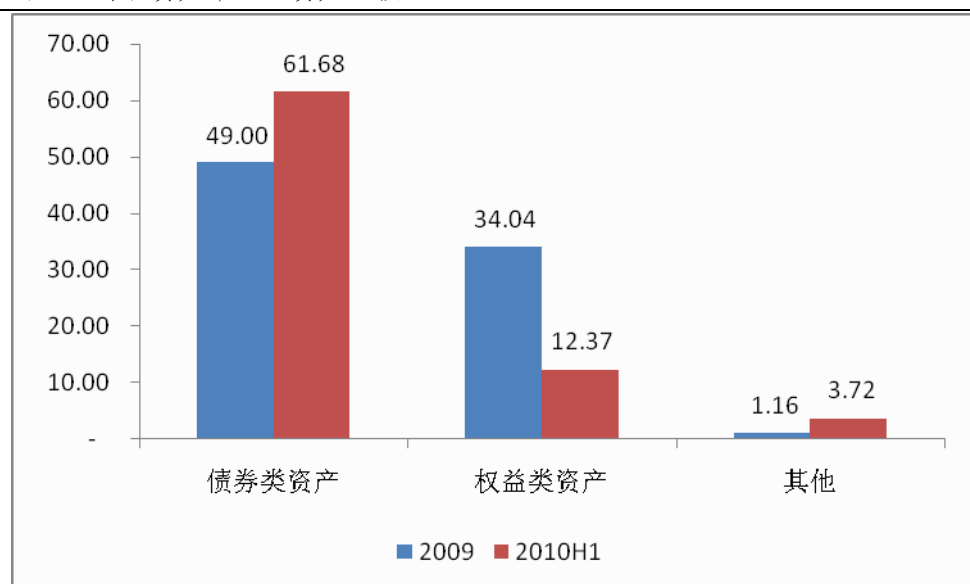
二季度自营亏损1.76亿，自营高弹性期待下半年超预期

公司业绩对自营业务的弹性较高，交易性金融资产与可供出售金融资产规模占净资产的比例在90%左右（09年92%，10年一季度95%，一年二季度89%），排名行业第一。不过公司的自营风格比较保守，大部分以债券为主，权益类资产的占比不超过40%。

上半年自营收益为1.97亿元，由于公司在一季度自营实现了3.73亿元的净收入，也就意味着公司在二季度的自营业务投资亏损为1.76亿元，这是导致公司二季度业绩不佳的最主要原因。

从已公布的数据中可以看到，公司把用于自营业务的募集资金主要投向了债券类资产，二季度权益类资产公允价值大幅减值，浮亏已经得到释放，相信随着下半年行情的趋好，公司自营业务会带来超预期的业绩回报。

图 4：自营资产中各项资产规模（亿元）

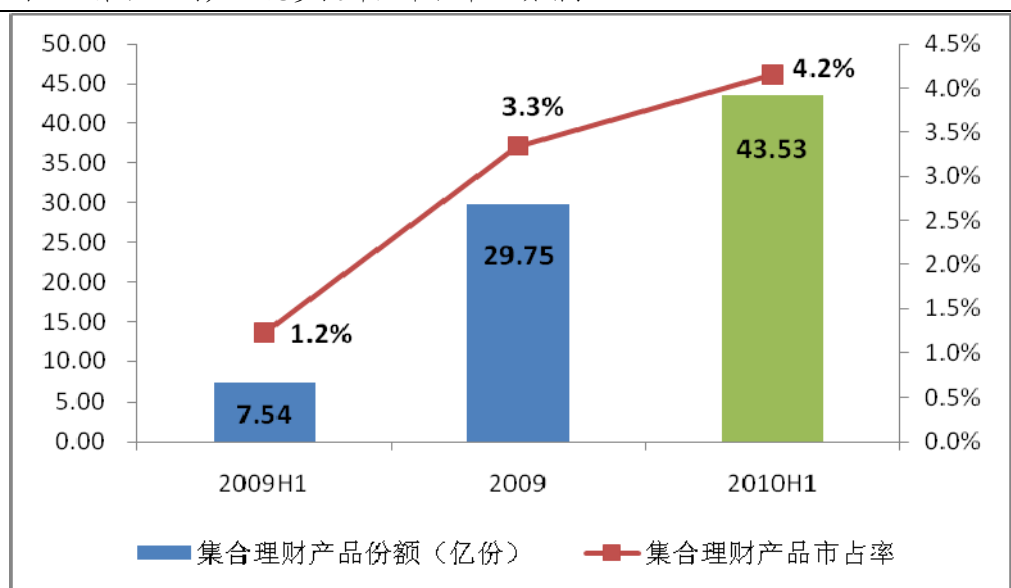


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

资管业务稳步提升，市占率增长至4%

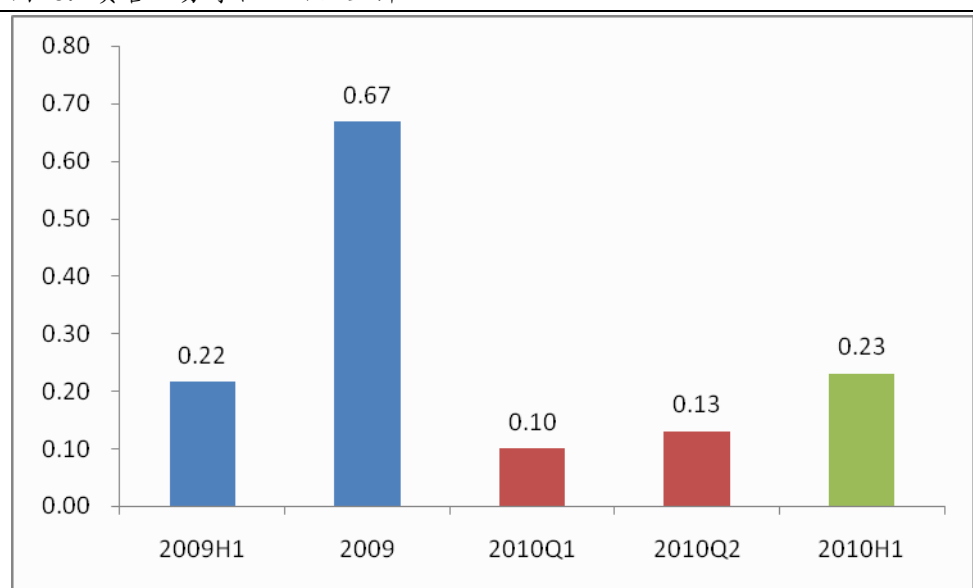
二季度新发行一支偏股混合型产品，市占率上升至4%。公司在二季度新发行了一支偏股混合型产品“长江超越理财趋势掘金”，10年共发行两支基金，目前产品合计达到7支，截止到上半年的最新份额为43.53亿份，与09年末的29.75亿份相比，上升了46%，市占率上升至4.2%，资管业务净收入在10年上半年达到0.23亿，其中二季度为0.13亿，比一季度上升了31%。

图 5：集合理财产品稳步提升，市占率继续增长



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图 6：资管业务净收入环比上升



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

投行表现低于预期，二季度收入下降

上半年投行业务实现收入0.8亿，表现不突出。2010年上半年，长江证券共承销项目9个，其中首发1个，增发1个，配股1个，债券发行6个。在今年上半年一级市场高度活跃的大背景下，长江证券未能抓住机遇，错失增加收入的好时机，总体表现低于预期。从利润贡献最突出的股票主承销项目来看，长江证券上半年仅募集资金17亿元，实现净收入0.83亿元，其中二季度收入为0.19亿元，相比一季度环比下降了71%。