

长江证券(000783)中报点评

谨慎推荐

——佣金率下滑少，市场份额有提升

维持评级

金融/资本市场

发布时间：2010年8月10日

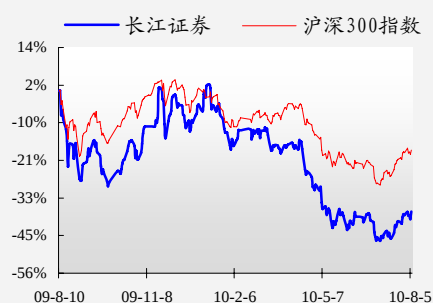
投资要点：

- 2010年上半年，长江证券归属于母公司所有者的净利润为4.9亿元，较去年同期减少23%。从各项业务来看，经纪业务收入同比减少6%，承销业务同比减少10%，投资收益同比减少33.5%。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务构成营业收入的主要成分。其中经纪业务收入占比为64.6%，是业务收入的主要来源。
- 从交易额上来看，2010年上半年长江证券股权交易额7573.6亿元，同比增长15.3%，市场份额为1.66%，同比提高0.19个百分点。2010年上半年佣金率为0.118%，与去年底相比，略有下降，下降了2.47%。
- 市场份额提升，主要是长江证券营业部重新布局的结果。营业部向中心城市和发达地区涌入，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，长江证券营业部迁址的过程中市场份额在上升。另外，公司全面推进零售客户业务，客户规模增加，也导致市场份额提升。
- 佣金率虽有所下降，但下降幅度较小。长江证券在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势。另外，为应对佣金率下降，公司通过手机证券等销售方式提高了网上交易的比重，2010年上半年，公司网上交易金额为5878.39亿元，同比上升22.86%，占总交易额的比重为77.6%。网上交易比例的上升，降低了公司的固定成本。
- 预期2010年长江证券的每股收益为0.50元，对应PE为24.04倍，鉴于长江证券的创新业务具有较好的成长空间，我们给予谨慎推荐的评级。

业绩预测：

	主营收入 (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 (%)
2009	272,795		117,543		0.70		17.1	
2010E	226,009	-17.2%	109,313	-7.0%	0.50		24.8	
2011E	267,741	18.5%	125,959	15.2%	0.58		21.4	
2012E	288,812	7.9%	140,210	11.3%	0.65		19.1	

走势图



市场数据

2010-8-9

收盘价：	12.40 元
52 周最高价：	22.05 元
52 周最低价：	10.32 元
平均持仓成本：	14.07 元

基本数据

2010Q2

总股本（万股）：	217,123
流通 A 股（万股）：	217,123
每股收益（元）：	0.23
每股净资产（元）：	4.04
每股经营现金流（元）：	-0.89
市净率：	3.07

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

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、经营状况分析

2010年上半年,长江证券归属于母公司所有者的净利润为4.9亿元,较去年同期减少23%。从各项业务来看,经纪业务收入同比减少6%,承销业务同比减少10%,投资收益同比减少33.5%,资产管理费收入同比增长7%。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务构成营业收入的主要成分。其中经纪业务收入占比为64.6%,是业务收入的主要来源。

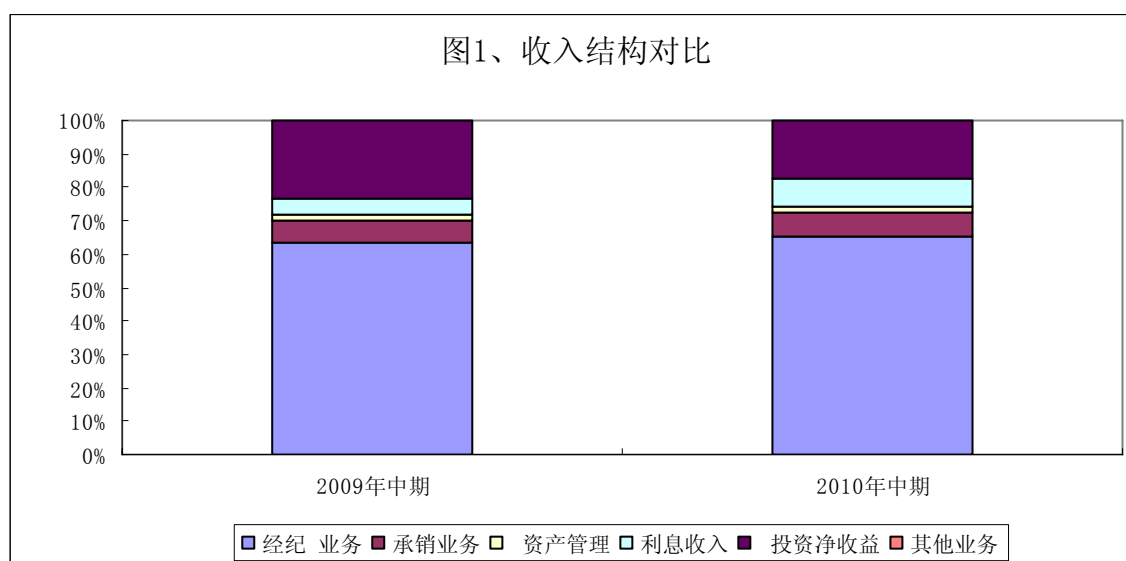
表 1、经营业绩对比

单位: 元

	2009-06-30	2010-06-30	同比
一、营业收入	1,356,449,575	1,237,741,399	-9%
手续费及佣金净收入	977,433,711	921,118,963	-6%
经纪业务	849,515,393	799,949,268	-6%
承销业务	92,176,991	82,727,887	-10%
资产管理	21,571,328	23,069,808	7%
利息净收入	62,004,011	105,665,994	70%
投资净收益	177,518,521	341,089,042	92%
公允价值变动净收益	136,501,422	-132,388,325	-197%
其他业务收入	2,991,965	2,538,517	-15%
二、营业支出	520,819,994	600,857,679	15%
三、营业利润	835,629,581	636,883,720	-24%
四、利润总额	835,948,738	649,481,463	-22%
五、净利润	636,033,715	490,851,458	-23%
归属母公司所有者净利润	636,033,715	490,851,458	-23%
六、每股收益:	0.38	0.23	-39%

资料来源:公司公告

图1、收入结构对比



资料来源:公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看,2010 年上半年长江证券股基权交易额为 7573.6 亿元,同比增长 15.3%,市场份额为 1.66%,同比提高 0.19 个百分点。2010 年上半年佣金率为 0.118%,与去年底相比,略有下降,下降了 2.47%。

市场份额提升,主要是长江证券营业部重新布局的结果。随着证券公司服务部改营业部及营业部新设,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。营业部向中心城市和发达地区涌入,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,长江证券营业部迁址的过程中市场份额在上升。

另外,公司全面推进零售客户业务,客户规模增加,也导致市场份额提升。公司通过建立营业部营销活动分级分类管理机制,加大营销活动力度,推进零售客户服务体系建设,推动了渠道业务向纵深发展;通过加快网点建设步伐,进一步夯实了零售客户业务的发展基础。

表 2、交易额同比

单位:百万元

	股基交易额	市场份额
2009 年中期	656779.76	1.47%
2010 年中期	757363.57	1.66%

资料来源:东北证券研究所

佣金率虽有所下降,但下降幅度较小。长江证券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。另外,为应对佣金率下降,公司通过手机证券等销售方式提高了网上交易的比重,2010 年上半年,公司网上交易金额为 5878.39 亿元,同比上升 22.86%,占总交易额的比重为 77.6%。网上交易比例的上升,降低了公司的固定成本。

表 3、佣金率变动趋势

单位:元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年中期
交易额	301186.81	1460973.84	873368.82	1687214	757363.57
经纪收入	469.42	2080.21	1102.40	2047	892.82
佣金率	0.156%	0.142%	0.126%	0.121%	0.118%

资料来源:东北证券研究所

表 4、省内外佣金率变动

单位：万元

		经纪收入	交易额	佣金率
2008 年	省内	53,473.9	28272600	0.19%
	省外	72,576.3	54029400	0.134%
2009 年	省内	83,651.9	51243100	0.16%
	省外	115,792.3	106080600	0.11%
2010 年中期	省内	30,777.7	21424100	0.14%
	省外	47,288.4	50258200	0.09%

资料来源：东北证券研究所

2、承销业务

2010 年上半年，长江证券承销业务收入同比下降 10%。股票承销收入和债券承销收入同时下降导致承销业务收入同比降低。

表 5、各上市券商承销业务同比

单位：百万元

项目	2010 年中期	2009 年中期	同比
股票承销业务收入	50,747,887	75,648,000	-32.9%
债券承销业务收入	31,980,000	38,415,527	-16.8%
承销业务收入小计	82,727,887	114,063,527	-27.5%
证券承销业务净收入	82,727,887	92,176,991	-10.3%

资料来源：东北证券研究所

3、资产管理业务

截至 2010 年 6 月底，公司合计管理的集计划数量达到 94 只，合计管理份额 43.53 亿份，合计管理资产规模 42.6 亿元，市场份额为 4.2%。资产管理业务收入为 0.23 亿元，同比增长 7%，占比为 1.8%，

表 6、资产管理业务收入

单位：亿元

	2010 年上半年	2009 年上半年
定向资产管理业务收入	-142,986	113,114
集合资产管理业务收入	23,212,794	21,497,093
受托客户资产管理业务收入小计	23,069,808	21,610,207
受托客户资产管理业务净收入	23,069,808	21,571,328

资料来源：东北证券研究所

表 7、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	F0F
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 8、资产管理业务市场份额

管理人	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)	市场份额
华泰证券	11	60.22	61.8448	6.1%
中金公司	10	57.37	55.4700	5.5%
东方证券	9	52.61	55.4609	5.5%
光大证券	8	100.65	97.7247	9.6%
长江证券	8	43.53	42.6313	4.2%
国信证券	7	65.67	61.0693	6.0%
国泰君安	7	94.19	93.8862	9.2%
中信证券	7	116.09	114.8834	11.3%
招商证券	6	63.18	58.6498	5.8%
东海证券	5	61.68	58.3507	5.7%
海通证券	4	16.03	15.6342	1.5%
安信证券	3	19.95	18.6859	1.8%
申银万国	3	12.14	10.9559	1.1%
中银国际	3	22.29	21.6319	2.1%
兴业证券	3	16.21	15.2129	1.5%
齐鲁证券	2	16.52	13.4169	1.3%
宏源证券	2	17.22	14.7134	1.4%
华西证券	2	21.08	20.8107	2.0%
浙商证券	2	22.93	22.6727	2.2%
广发证券	2	17.55	24.3079	2.4%

资料来源：东北证券研究所

4、自营业务

2010 年，长江证券投资净收益加公允价值变动净收益为 2.08 亿元，同比减少 33.5%。权益资产占净资产的比重为 14.1%，占净资本的比重为 18.84%。自营仓位总体较轻。

表 9、投资收益来源

单位：元

	2010 年中期	2009 年中期
成本法核算的长期股权投资收益	55,000,000	
权益法核算的长期股权投资收益	11,980,537	15,910,884
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	32,447,857	21,944,586
持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	96,226,273	874,784
处置交易性金融资产取得的投资收益	156,596,200	136,603,471
处置可供出售金融资产投资收益	43,338,007	1,574,174
合计	395,588,874	176,907,899

资料来源：公司公告

表 10、持仓比重

单位：元

	2010 年中期		2009 年中期	
	公允价值	投资成本	公允价值	投资成本
交易性金融资产	3635051710	3578436212	7538216010	7349212188
其中：债券	2435105754	2432985207	4258437147	4262228414
股票	1123762752	1068608182	1905834773	1707553528
基金	56183204	56842824	1353848982	1359430246
资产支持证券	20000000	20000000	20095109	20000000
可供出售金融资产	4142544585	4040607176	882003134	841581783
其中：债券	3733090707	3631399134	642035835	637488831
股票	49617673	41288657	133186625	107369345
基金	7695000	9090000	10575000	9090000
集合理财产品	352141206	358829385	96205674	87633607
合 计	7777596295	7619043388	8420219144	8190793971
其中：债券	6168196461	6064384341	4900472981	4899717245
股票	1173380425	1109896839	2039021398	1814922873
基金	63878204	65932824	1364423982	1368520246
其他	372141206	378829385	116300783	107633607
权益资产/净资产	14.1%	13.4%	38.8%	36.3%
权益资产/净资本	18.84%	17.91%	51.83%	48.48%

资料来源：公司公告

三、盈利预测和投资评级

2010 年，股市以震荡为主，将影响证券公司业务增长，预期 2010 年长江证券的每股收益为 0.50 元，对应 PE 为 24.04 倍，鉴于长江证券的创新业务具有较好的成长空间，我们给予谨慎推荐的评级。

表 11、赢利预测

单位：元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	2727951113	2260091053	2677408569	2888116263
其中：经纪业务净收入	1532336284	1517012921	1744564859	1901575697
承销业务净收入	95078880	90324936	93034684	97686418
资产管理业务净收入	13008230	12357819	12728553	13364981
利息净收入	158105589	153362421	176366785	192239795
投资净收益	358892083	423492658	529365822	555834114
公允价值变动净收益	430010451	-55901359	-1677041	-1760893
汇兑净收益	-1203404	-1022893	-1053580	-1106259
其他业务收入	141723000	120464550	124078487	130282411
二、营业支出	1131532678	1052325391	1010232375	1030437022

营业税金及附加	149266094	138817467	133264769	135930064
管理费用	958623345	891519711	855858922	872976101
资产减值损失	21341608	19847695	19053788	19434863
其他业务成本	2301631	2140517	2054896	2095994
三、营业利润	1596418435	1484669145	1667176194	1857679241
加：营业外收入	27131389	25232192	24222904	23253988
减：营业外支出	13376323	12439980	11942381	11464686
四、利润总额	1610173500	1497461355	1679456717	1869468543
减：所得税	434746845	404314566	419864179	467367136
五、净利润	1175426655	1093146789	1259592538	1402101407
六、每股收益：	0.7	0.50	0.58	0.65

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。