

长江证券(000783)深度研究报告

佣金率虽下降，市场份额在提升

金融/资本市场

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 11 月 4 日

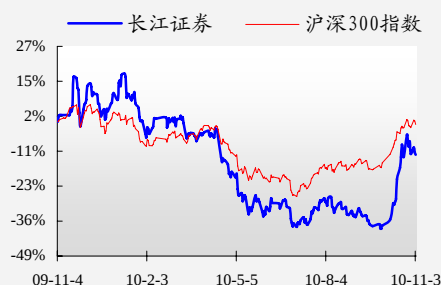
投资要点：

- 近年，以长江证券为主的中等券商市场份额提升较快，市场份额上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、从省内迁往省外、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，营业部迁址，造成交易佣金率下降。中小券商的新设及迁址营业部，主要是从本省的垄断地区迁往经济发达市场竞争激烈的地区，迁址以后，在外地大打价格战，而本地由于具有垄断优势，佣金率下降幅度相对较少。对于大券商来说经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大。
- 一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与其它券商相比，长江证券 2010 年前 9 个月的经纪业务收入同比下降幅度最小。
- 在股市向好，交易量持续放大的情况下，预期 2010 年长江证券的每股收益为 0.62 元，鉴于长江证券传统业务的市场份额在提升，投资能力较强，并且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		21.5	
2010E	276,451	1.3%	134,548	14.5%	0.62		24.3	
2011E	305,673	10.6%	154,408	14.8%	0.71		21.2	
2012E	328,640	7.5%	170,082	10.2%	0.78		19.3	

走势图



市场数据 2010/11/4

收盘价：	15.05 元
52 周最高价：	22.05 元
52 周最低价：	10.32 元
平均持仓成本：	14.43 元

基本数据 2010Q3

总股本（万股）：	217,123
流通 A 股（万股）：	217,123
每股收益（元）：	0.44
每股净资产（元）：	4.27
每股经营现金流（元）：	(1.18)
市净率：	3.52

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

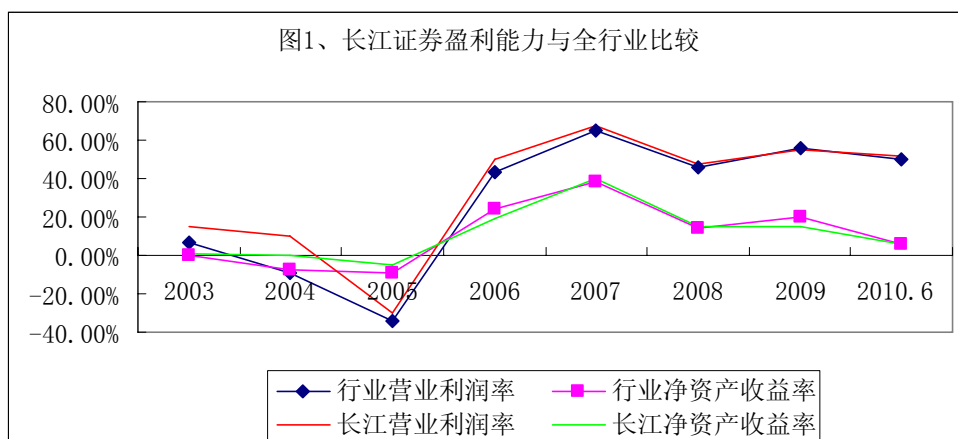
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

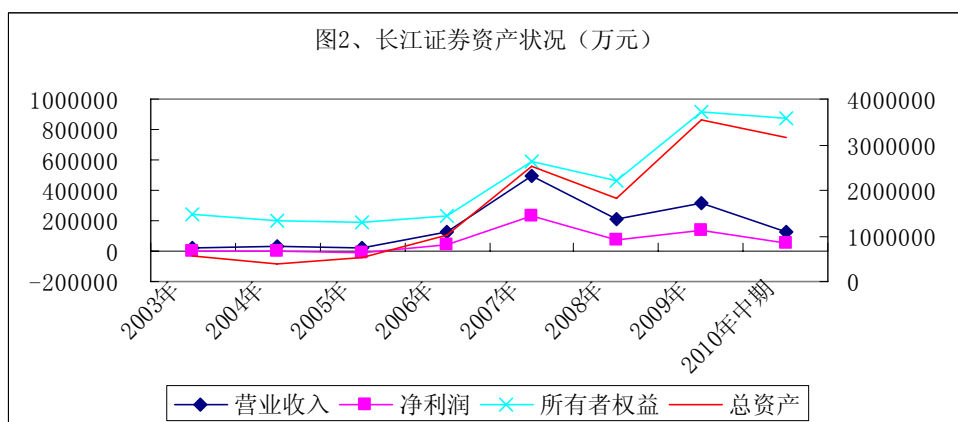
一、业务经营状况分析

1、总体盈利能力

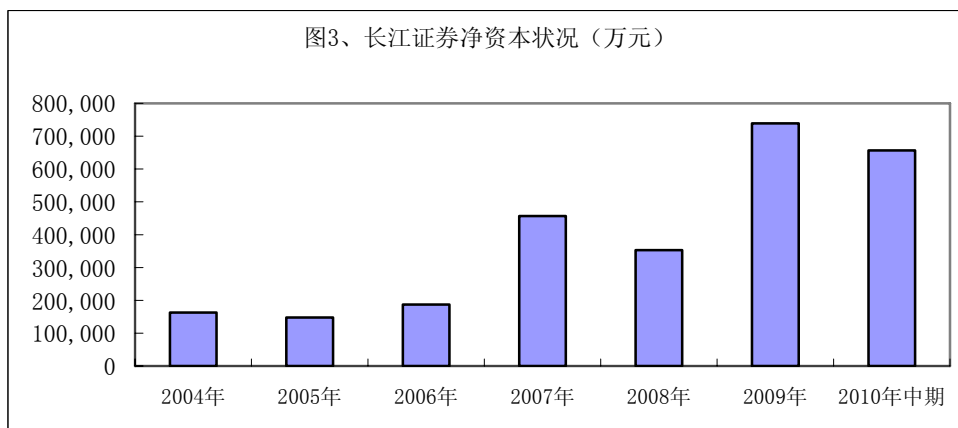
最近5年，长江证券发展速度较快，总资产规模增长251.4%，净资产规模增长172.9%。随着净资本规模和业务规模的扩大，总体盈利能力呈上升趋势。从最近几年的情况看，长江证券的营业利润率和净资产收益率都高于行业的整体状况。



资料来源：东北证券



资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

2、经纪业务

托管大鹏证券之后，公司的经纪业务跃上一个新的台阶，营业部数量、客户资源和托管市值规模大幅度提高。2007 年以后，随着证券公司服务部改营业部，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。随着营业部向中心城市和发达地区的涌入，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，中小券商在营业部迁址的过程中市场份额在上升，长江证券也是如此。

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 1、中小券商市场份额上升

公司	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
中信系	7.45%	7.76%	7.74%	7.59%	5.7%
海通证券	4.31%	4.50%	4.41%	4.1%	4.06%
招商证券	3.50%	3.60%	3.80%	4.0%	4.0%
光大证券	2.70%	3.21%	3.10%	3.1%	3.1%
长江证券	1.35%	1.30%	1.29%	1.6%	1.7%
宏源证券	1.10%	1.10%	1.09%	1.3%	1.3%
国元证券	1.05%	0.90%	0.88%	1.1%	1.1%
西南证券	0.73%	0.60%	0.52%	0.7%	0.75%
国金证券	0.46%	0.50%	0.59%	0.7%	0.70%

资料来源：东北证券

表 2、营业部迁址状况

	营业部	省份	城市	变化
2010 年	恩施东风大道营业部	湖北省	恩施	新增:
	武汉解放大道营业部	湖北省	武汉市	新增: 新成立
	武汉鹦鹉大道营业部	湖北省	武汉市	新增: 新成立
	天津宏达街营业部	天津市	市辖区	新增: 新成立
	黄石杭州西路营业部	湖北省	黄石市	新增: 新成立
	北京广渠门内大街营业部	北京市	市辖区	新增: 新成立
	泉州温陵南路营业部	福建省	泉州市	新增:
	新乡人民路营业部	河南省	新乡市	新增: 新成立
	南宁民族大道营业部	广西	南宁市	新增: 新成立
	武汉黄陂大道营业部	湖北省	武汉市	新增: 新成立
	南昌洪都中大道营业部	江西省	南昌市	新增: 新成立
	东莞鸿福路营业部	广东省	东莞市	新增: 新成立
2009 年	孝感文化路营业部	湖北省	孝感市辖区	新增: 新成立
	鄂州南浦路营业部	湖北省	鄂州市辖区	新增: 新成立
	深圳莲塘聚福路营业部	广东省	深圳市辖区	新增: 新成立

	随州烈山大道营业部	湖北省	随州市辖区	新增: 新成立
	黄冈八一路营业部	湖北省	黄冈市辖区	新增: 新成立
	江门东华二路营业部	广东省	江门市辖区	新增:
	克拉玛依独山子营业部	新疆	克拉玛依市	新增:
2008 年	济南花园路营业部	山东省	济南市辖区	新增:
	广州江湾路营业部	广东省	广州市辖区	新增:
	惠州下埔路营业部	广东省	惠州市辖区	新增:
	泰州迎春西路营业部	江苏省	泰州市辖区	新增:
	长沙晚报大道营业部	湖南省	长沙市辖区	新增:
	大庆东风路营业部	黑龙江	大庆市辖区	新增:
	襄樊市建华路营业部	湖北省	襄樊市辖区	新增:
2007 年	上海金陵东路营业部	上海市	黄浦区	新增:
	广州市天河北路营业部	广东省	广州市辖区	新增:
	上海后长街营业部	上海市	浦东新区	新增:
	荆州荆中路营业部	湖北省	荆州市辖区	新增:

资料来源: 东北证券

3、佣金率

2008 年以来, 随着券商营业部的新设及迁址, 相对平衡的竞争格局被打破, 价格战趋于激烈, 佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主, 主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区, 因此, 发达地区和中心城市经纪业务竞争趋于激烈, 佣金价格下降幅度较大, 对中信和海通证券来说, 经纪业务收入在发达地区集中度较高, 因此受佣金价格战的影响较大。对于长江证券等中小券商来说, 尽管在省外的佣金率也会有较大幅度的下降, 但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。目前营业部迁址和变更暂告一段落, 佣金率下降的趋势将会缓解。

表 3、地方券商省内及省外佣金率差异

		佣金率	营业部数量	营业部集中度	营业收入集中度
长江	省内	0.19%	27	33.3%	39%
	省外	0.13%	54	66.6%	61%
国元	省内	0.19%	33	56.9%	61.6%
	省外	0.12%	25	43.1%	38.4%
宏源	省内	0.28%	22	39.3%	37.7%
	省外	0.11%	34	60.7%	62.3%

资料来源: 东北证券

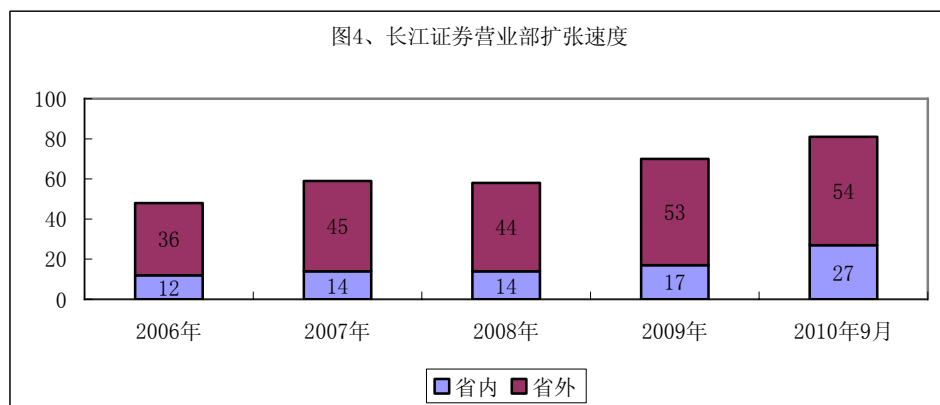
表 4、长江、国元和宏源证券分地区交易额同比

单位: 百万元

		2009 年 6 月	2010 年 6 月	同比
国元	省内	259993.7	234313	-9.88%
	省外	277891.9	243773	-12.28%

宏源	省内	217919.9	196524	-9.8%
	省外	412151.4	387792	-5.9%
长江	省内	199863.7	214241	7.20%
	省外	388976.4	502582	29.20%

资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

表 5、佣金率年度对比

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年中期
海通证券	0.16%	0.12%	0.14%	0.13%	0.12%
长江证券	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%	0.12%
招商证券	0.12%	0.14%	0.12%	0.11%	0.09%
光大证券	0.11%	0.12%	0.12%	0.10%	0.08%
宏源证券	0.12%	0.19%	0.15%	0.14%	0.14%
国元证券	0.13%	0.15%	0.15%	0.12%	0.13%
西南证券	0.17%	0.17%		0.13%	0.12%
中信证券系	0.17%	0.16%	0.14%	0.12%	0.096%

资料来源：公司公告

4、投资能力分析

自营业务收入是长江证券业务收入的重要来源，在业务收入结构中占比仅次于经纪业务，从最近几年的投资收益率来看，自营业务连续盈利，特别是在市场比较弱的 2004 年、2005 年、2008 年和 2010 年上半年，都取得了正的投资收益，并且投资收益率都跑赢大势，说明公司的自营业务具有较强的风险控制能力和投资管理能力。

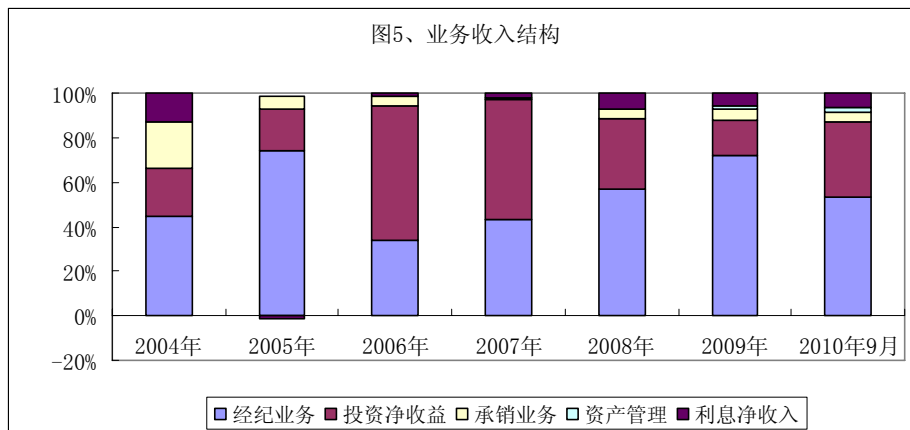
表 6、最近几年投资收益率比较

单位：万元

	投资收益额	投资额	收益率	沪深 300 涨幅
2004	5,001.0	68,812.9	7.3%	-16.3%
2005	2,939.0	65,438.9	4.5%	-7.7%
2006	84,609.0	141,867.6	59.6%	116.8%

2007	261,591.1	293,477.9	89.1%	158.3%
2008	60,982.9	406,863.3	15.0%	-66.2%
2009	6, 275, 62	12,551,25	11.43%	80%
2010 年中期	208,700,717	8098907720	2.6%	-8.3%

资料来源：东北证券



资料来源：东北证券

5、资产管理业务增长

目前长江证券共有 4 个集合理财产品，规模为 43 亿元，市场份额为 4.1%。近几年随着新产品的推出，市场份额不断扩大，资产管理业务收入对营业收入中的贡献也逐步提高。2010 年上半年，资产管理业务收入为 2300 万元，占比营业收入的比重为 1.9%。

表 7、理财产品状况

产品简称	资产净值	所属概念	存续期(年)	成立规模(亿份)
长江超越理财增强债券	3.8	债券型	5	2.0
长江超越理财 2 号	2.1	FOF	3	10.1
长江灵活配置	6.1	混合型	5	15.1
长江超越理财 3 号	1.1	混合型	5	2.7

资料来源：东北证券

表 8、券商集合理财产品净值规模及集中度

单位：(元)

管理人	产品数量	资产净值合计(亿元)	市场份额
中信证券	8	114.88	11.10%
光大证券	9	97.72	9.44%
国泰君安	8	92.49	8.94%
东海证券	5	77.07	7.45%
华泰证券	12	61.84	5.98%
国信证券	8	61.07	5.90%
招商证券	8	58.65	5.67%
中金公司	10	55.47	5.36%
东方证券资产	10	55.46	5.36%

长江证券	9	42.63	4.12%
广发证券	2	24.31	2.35%
浙商证券	2	22.67	2.19%
中银国际	4	21.63	2.09%
华西证券	2	20.81	2.01%
安信证券	3	18.69	1.81%
东北证券	3	17.57	1.70%
海通证券	4	15.63	1.51%
兴业证券	3	15.21	1.47%
宏源证券	2	14.71	1.42%
齐鲁证券	2	13.42	1.30%

资料来源：东北证券

二、业务发展趋势

1、经纪业务仍有增长空间

随着社会经济的发展和居民存款的增加，沪深两市流通市值一直是处于盘旋式上升状态。在欧美国家继续实行宽松货币政策和美元持续贬值的背景下，资本市场又迎来一波流动性泛滥的高潮。最近沪深两市的年化换手率到达了 600% 以上的历史最高点，两市的交易额持续放大。

表 9、历年成交金额及换手率

	成交金额[万]	换手率 (%)	流通市值[亿]	总市值[亿]	流通市值/总市值
1997-12-31	302944564	628.95	4816.6	17091.0	28.2%
1998-12-31	234167782.6	425.49	5503.5	19232.4	28.6%
1999-12-30	310087568.6	390.6	7938.7	26347.0	30.1%
2000-12-29	602970941	391.9	15386.0	47212.4	32.6%
2001-12-31	332804915.2	250.05	13309.5	42225.0	31.5%
2002-12-31	271482093.6	232.06	11698.9	37491.6	31.2%
2003-12-31	312427465.9	254.94	12255.1	41448.0	29.6%
2004-12-31	415260475.4	378.42	10973.5	36291.7	30.2%
2005-12-30	310880187.2	310.05	10026.7	31831.5	31.5%
2006-12-29	891853314.5	376.41	23694.0	88077.1	26.9%
2007-12-28	4547336471	502.2	90548.1	324522.8	27.9%
2008-12-31	2655149621	595.42	44593.1	120930.3	36.9%
2009-12-31	5332417485	356.28	149667.6	242769.6	61.7%
2010-10-22	3916531604	227.3	172306.6	264778.0	65.1%

资料来源：东北证券

表 10、日均交易额敏感性预测

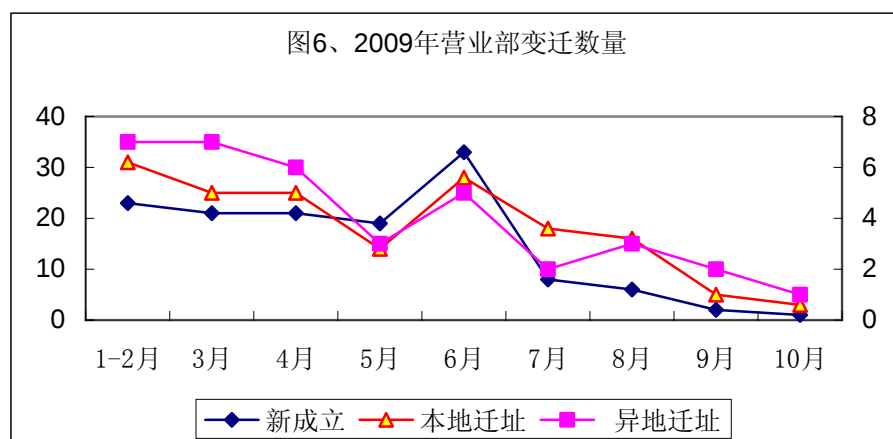
单位：亿元

日均交易额		流通市值								
		120,000	130,000	140,000	150,000	160,000	170,000	180,000	190,000	200,000
换手率	2	979.59	1061.22	1142.86	1224.49	1306.12	1387.76	1469.39	1551.02	1632
	3	1469.39	1591.84	1714.29	1836.73	1959.18	2081.63	2204.08	2326.53	2448
	3.5	1714.29	1857.14	2000.00	2142.86	2285.71	2428.57	2571.43	2714.29	2857
	4	1959.18	2122.45	2285.71	2448.98	2612.24	2775.51	2938.78	3102.04	3265
	4.5	2204.08	2387.76	2571.43	2755.10	2938.78	3122.45	3306.12	3489.80	3673
	5	2448.98	2653.06	2857.14	3061.22	3265.31	3469.39	3673.47	3877.55	4081
	6	2938.78	3183.67	3428.57	3673.47	3918.37	4163.27	4408.16	4653.06	4897
	6.5	3183.67	3448.98	3714.29	3979.59	4244.90	4510.20	4775.51	5040.82	5306

资料来源：东北证券

2、佣金率下降趋势减缓

2009 年，随着券商营业部新设立、迁址和服务部变营业部的陆续完成，经纪业务的竞争将又回到暂时均衡的状态，预计佣金率下降将趋势减缓。另外，监管层明确规定券商向客户收取的佣金不得低于经纪业务全成本的底线，有利于制止佣金价格战。

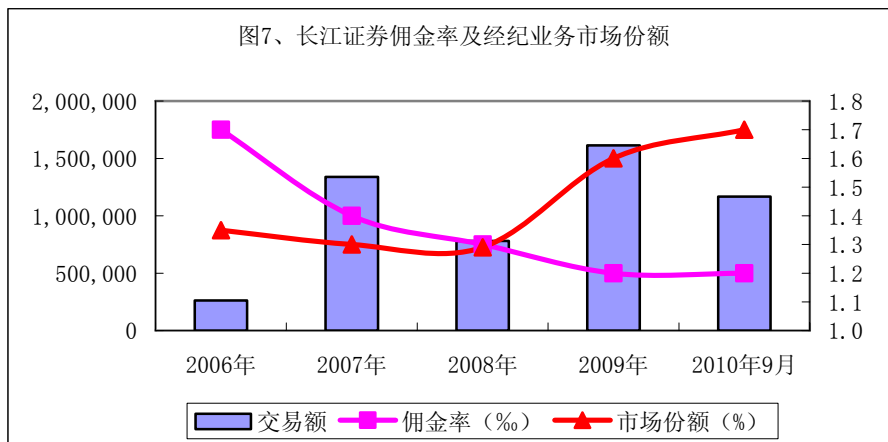


资料来源：东北证券

3、佣金率下降，市场份额提升

近年，以长江证券为主的中等券商市场份额提升较快，市场份额上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、从省内迁往省外、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。而对于大券商来说，营业部主要分散在大城市，没有自己相对集中的根据地，面对新来的竞争者，客户逐渐流失，市场份额下降。

图7、长江证券佣金率及经纪业务市场份额



资料来源：东北证券

另外，营业部迁址，造成交易佣金率下降。中小券商的新设及迁址营业部，主要是从本省的垄断地区迁往经济发达市场竞争激烈的地区，迁址以后，在外地大打价格战，而本地由于具有垄断优势，佣金率下降幅度相对较少。对于大券商来说经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大。

一方面是市场份额大幅度提高，另一方面是佣金率下降较少，因此，与其它券商相比，长江证券 2010 年前 9 个月的经纪业务收入同比下降幅度最小。

表 11、市场份额及经纪业务收入增速比较

券商	2009 年 9 月市场份额	2010 年 9 月市场份额	交易额同比	经纪业务收入同比
海通	4.16%	4.06%	-11.84%	-28.9%
招商	4.06%	3.98%	-11.45%	-33.8%
光大	3.11%	3.14%	-8.73%	-37.2%
中信	7.10%	7.25%	-7.75%	-32.8%
广发	4.00%	4.12%	-6.79%	-35.6%
华泰	5.38%	5.82%	-2.19%	-33.6%
长江	1.45%	1.65%	2.78%	-16.5%
宏源	1.28%	1.29%	-8.78%	-24.0%
国元	1.06%	1.06%	-9.91%	-25.8%
西南	0.60%	0.75%	12.49%	-17.8%

资料来源：东北证券

3、投资业务增长可期

在欧美国家继续实行宽松货币政策和美元持续贬值的背景下，资本市场又迎来一波流动性泛滥的高潮，资金将持续流向新兴市场国家，造成新兴市场国家资产价格的膨胀。预计中国股市依旧处于上升阶段。从 2010 年中期的数据来看，长江证券自营仓位中权

益类资产占比并不高，随着长江证券再融资的完成，如果存在投资机会，公司会相应扩大投资规模，因此投资业务的收益增长可期。

表 12、自营仓位比较

证券简称	广发证券	长江证券	国元证券	宏源证券	西南证券
交易性资产	9883938901	3673121812	934814168	3089034967	5950163288
可供出售资产	6245665332	4583854373	2455944954	1672673391	1000216729
净资产	18941750752	9280687087	14791873334	7114409776	10820285186
权益资产	2941721223	1237258629	1139626633	1344179791	
投资资产/净资产	85.20%	89.00%	22.90%	66.90%	64.20%
权益资产/净资产	15.53%	13.33%	7.70%	18.89%	
证券简称	中信证券	海通证券	华泰证券	光大证券	招商证券
交易性资产	17268460646	10850785820	14792208885	4427003507	18439329427
可供出售资产	35769492337	5964327308	3205953587	2170210850	3676611077
净资产	67421763890	44714952610	32169401439	22231349775	22947554192
权益资产	17507919575	8058651026	2023152111	1359298225	2794318798
投资资产/净资产	78.70%	37.60%	55.90%	29.70%	96.40%
权益资产/净资产	26.00%	18.00%	6.30%	6.10%	12.20%

资料来源：东北证券

三、盈利预测及投资评级

在股市向好，交易量持续放大的情况下，预期 2010 年长江证券的每股收益为 0.62 元，鉴于长江证券传统业务的市场份额在提升，投资能力较强，并且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 13、盈利预测

(单位：元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	2727951113	2764512349	3056727280	3286400909
其中：经纪业务净收入	1532336284	1517012921	1744564859	1901575697
承销业务净收入	95078880	151175419	155710682	163496216
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	854163158	845621526	887902602
公允价值变动净收益	430010451	-43001045	-1290031	-1354533
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	1712186959	2046494905	2255963887
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	1724979170	2058775428	2267753189
减：所得税	434746845	379495417	514693857	566938297
五、净利润	1175426655	1345483753	1544081571	1700814892
六、每股收益：	0.7	0.62	0.71	0.78

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。