

长江证券（000783）研究报告

自营业务唱重头戏

金融/资本市场

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2011 年 11 月 10 日

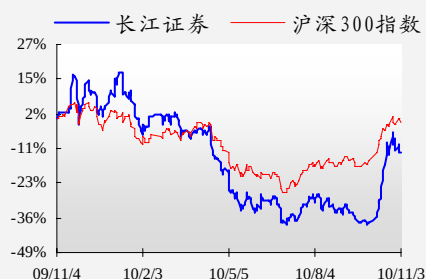
投资要点：

- 随着行情的波动，长江证券各月净利润差别较大。特别是投资收益，波动幅度更大。牛市环境下，投资收益的增长为长江证券的业绩增添了一抹重彩。则近 5 个月长江证券的投资收益（投资收益加公允价值变动损益）为 51127 万元，占营业收入的比重为 34.9%。
- 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，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。
- 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通道。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。在长江证券再融资完成以后，投资资产规模大幅度增加，在股市走牛的形势下，权益类资产占比预计会上升，因此投资收益增长可期。
- 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		--	
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

2010-11-10

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：	14.94 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）：	0.62
每股净资产（元）：	4.27
每股经营现金流（元）：	-1.81
市净率：	3.72

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nescn.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

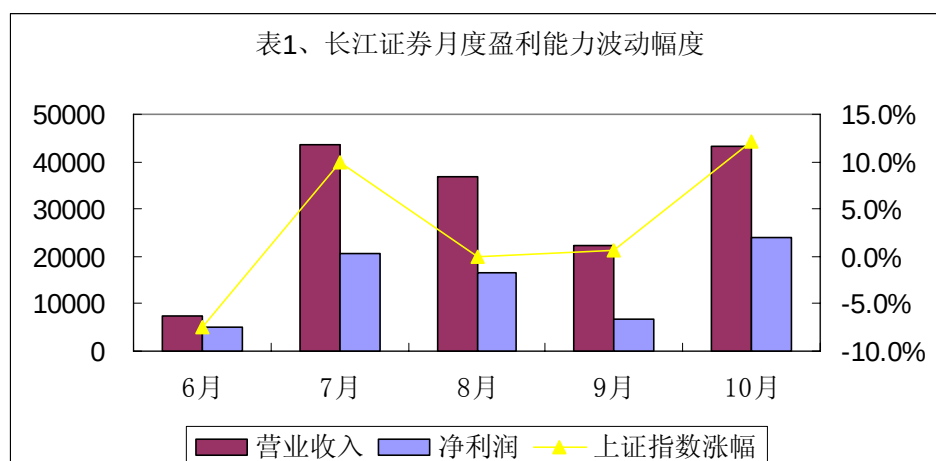
2010年6月以来,长江证券每月实现的净利润分别为5166万元、20687万元、16538万元、6924万元和24121万元,每月EPS分别为0.024元、0.095元、0.076元、0.032元和0.111元,随着行情的波动,各月净利润差别较大。特别是投资收益,波动幅度更大。牛市环境下,投资收益的增长为长江证券的业绩增添了一抹重彩。

表1、各月经营业绩

单位: 万元

	母公司营业收入	母公司净利润	承销收入	承销利润
6月	6,332.5	2,645.1	1,062.1	2,520.9
7月	41,431.3	20,428.8	1,989.6	258.4
8月	36,903.6	17,195.3	32.8	-656.9
9月	22,098.7	7,439.2	156.7	-515.5
10月	39,779.8	21,188.8	3,463.6	2,932.6

资料来源: 公司公告



资料来源: 公司公告

表2、月度EPS

单位: 万元/万股

	净利润	股份	EPS (元)
6月	5166	217123.3	0.024
7月	20687	217123.3	0.095
8月	16538	217123.3	0.076
9月	6924	217123.3	0.032
10月	24121	217123.3	0.111

资料来源: 公司公告

一、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年前3季度,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。2004年以

来，公司投资部门为公司赚取了 56.4 亿元的投资收益。

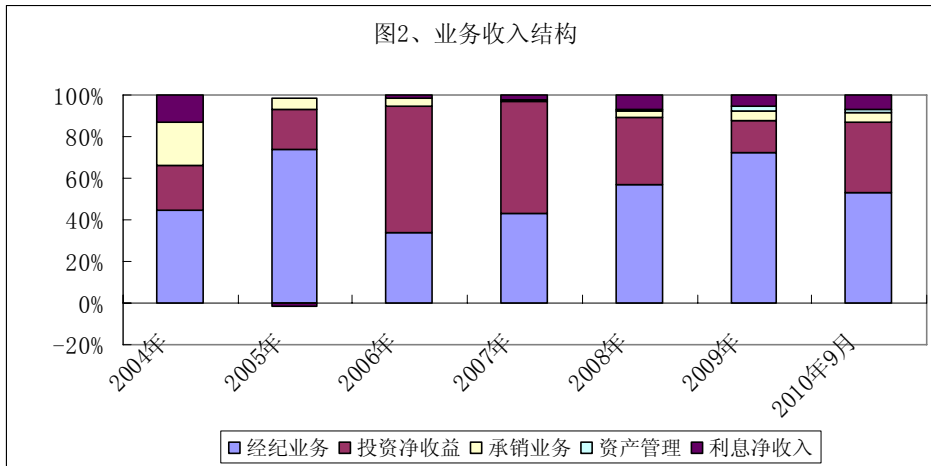
表 3、最近几年投资收益率比较

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	71,722	627,562.6	11.43%	80%
2010 年 3 季度	77,199	8,338,59	9.26%	-16.96%

资料来源：东北证券

图2、业务收入结构



资料来源：公司公告

二、投资收益估算

随着上市券商开始公布每月营业收入及净利润，参考其它经营指标，我们可以估算出券商各项业务收入，特别是对经营业绩影响较大的投资收益的数据。

1、各项业务收入占比

从前三季度各项业务占比上看，经纪业务收入、利息收入和包括资产管理业务在内的其他业务收入占比波动幅度较小，而投资收益占比波动幅度较大。

表 4、3 个季度各项业务收入占比

	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度
经纪业务净收入	44.1%	42.2%	43.9%
承销业务净收入	6.9%	2.0%	2.3%
投资收益	41.1%	-18.6%	60.7%
利息净收益	6.2%	5.2%	5.2%
其他业务净收入	1.3%	1.5%	1.5%

资料来源：公司公告

2、经纪业务收入估算

我们按长江证券经纪业务 0.01% 的佣金率计算, 则各月的经纪业务收入分别是 9484 万元、11753 万元、17310 万元、16074 万元和 23365 万元。

表 5、经纪业务收入估算

单位: 百万元

	交易额	佣金率	佣金收入
6 月	86,216.1	0.11%	9484
7 月	106,845.2	0.11%	11753
8 月	157,363.9	0.11%	17310
9 月	146,125.2	0.11%	16074
10 月	212,406.9	0.11%	23365

资料来源: 东北证券

3、利息及其它业务收入估算

我们按利息收入占比为 5.5%, 其它业务收入占比为 1.5% 测算, 则长江证券每月利息收入和其它业务收入如下表所列:

表 6、利息及其它业务收入

单位: 万元

	营业收入	利息	其它
6 月	6,332	406.7	110.9
7 月	41,431	2388.1	651.3
8 月	36,904	2031.5	554.0
9 月	22,099	1224.0	333.8
10 月	39,780	2378.4	648.7

资料来源: 公司公告

4、投资收益估算

根据上述数据, 营业收入减去经纪业务收入、承销业务收入、利息收入和其它业务收入, 则, 投资收益如下表所示。近 5 个月长江证券的投资收益 (投资收益加公允价值变动损益) 为 51127 万元, 占营业收入的比重为 34.9%。

表 7、投资收益占比

单位: 万元

	营业收入	经纪	承销	利息	其它	投资收益	投资收益占比
6 月	6,332	9,484	1,062	407	111	-4,731	-74.70%
7 月	41,431	11,753	1,990	2,388	651	24,649	59.50%
8 月	36,904	17,310	33	2,032	554	16,975	46.00%
9 月	22,099	16,074	157	1,224	334	4,310	19.50%
10 月	39,780	23,365	3,464	2,378	649	9,924	24.90%
合计	146,546	77,985	6,706	8,429	2,299	51,127	34.9%

资料来源: 公司公告

投资收益来源于交易类权益资产公允价值变动损益和交易类权益资产和可供出售资产的差价收入, 目前市场处于上升时期, 股票账户以持仓为主, 售出的可能性较小,

因此目前长江证券的投资收益主要来自于交易类权益资产公允价值变动损益,可供出售资产的浮盈还没有释放。

表 8、权益类资产占比

单位: 元

		公允价值	投资成本
交易类权益资产	股票	1,123,762,752	1,068,608,182
	基金	56,183,204	56,842,824
	合计	1,179,945,956	1,125,451,005
可供出售类权益资产	股票	49,617,673	41,288,657
	基金	7,695,000	9,090,000
	其它	352,141,206	358,829,385
	合计	409,453,879	409,208,042
	交易类资产总计	3,635,051,710	3,578,436,212
	可供出售类资产总计	4,142,544,585	4,040,607,176
	投资资产总计	7777596295	7619043388
	交易类权益资产占比	15.2%	14.8%
	可供出售类权益资产占比	5.3%	5.4%

资料来源:公司公告

三、自营规模增加

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通道。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。在长江证券再融资完成以后,投资资产规模大幅度增加,在股市走牛的形势下,权益类资产占比预计会上升,因此投资收益增长可期。

表 9、自营仓位比较

单位: 元

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

四、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 10、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

资料来源：东北证券

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。