

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业绩符合预期, 自营投资支撑业绩

——长江证券(000783)年报及一季报点评

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2011年4月28日

报告关键要素:

2010年,受券商佣金战影响,公司经纪业务收入出现下滑,但公司业绩下滑幅度低于行业平均水平。公司各项创新业务资格均已具备,目前已完成增发,资本实力将有所增强,有利于创新业务的开展,维持“增持”评级。

事件:

- **长江证券公布2010年年报和2011年1季报。**2010年,公司实现营业收入31.99亿元,同比增加0.16%;归属于上市公司股东的净利润12.83亿元,同比减少6.49%;每股收益0.59元。年报还披露了2010年利润分配预案:每10股派发现金红利3元(含税)。
- 2011年1季度,公司实现营业收入7.29亿元、同比减少21.36%,归属于上市公司股东净利润3.33亿元、同比减少19.37%,每股收益0.15元。

点评:

- **年报业绩符合预期且降幅低于行业平均水平。**公司净利润同比下滑的主要原因是,受2010年激烈的券商佣金战影响,公司经纪业务收入出现下滑,但公司整体业绩下滑幅度低于行业平均水平。从收入结构看,2010年,证券经纪业务仍是公司的主要收入来源、但占比趋于下滑,经纪业务收入占营业收入比重由上年的64.09%下降至54.80%、减少9.29个百分点,与行业整体情况类似;除经纪业务外,其他业务收入占比均有所增加,其中:资管业务占比由上年的2.16%提升至2.63%、上升0.47个百分点,投行业务收入占比由上年的5.82%提升至6.13%、上升0.31个百分点,自营业务收入占比由上年的21.45%提升至29.04%、上升7.59个百分点。

图1: 公司各项业务在营业收入中的占比情况

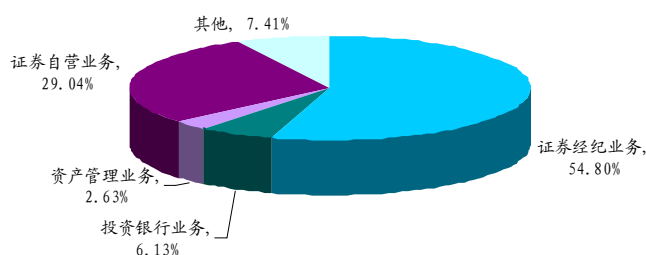
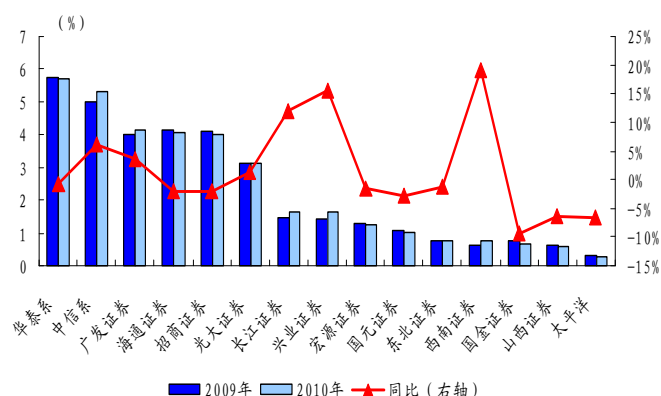


图2: 上市券商经纪业务市场份额变化情况



注: 中信系含中信证券、中信金通、中信万通; 华泰系含华泰证券、华泰联合证券;

资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网, 公司财务报表

● 2010年各大业务中，除经纪业务外，其他业务均稳步增长：

1) 经纪业务市场份额稳步提升，但佣金率大幅下滑：2010年，公司经纪业务实现净收入17.53亿元，较之去年同期减少14.36%，主要是佣金率大幅下滑所致。2010年，公司实现股基交易额18366.68亿元、同比增长13.84%，增幅远超市场同期；经纪业务市场份额1.67%、同比大幅增长12.08%，增幅在上市券商中排名第三。在经纪业务市场份额稳步提升的同时，佣金率却大幅下滑。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.0954%，较之09年底的0.1269%下滑24.78%。

2) 自营投资收益率提升：2010年，公司证券自营业务实现净收入9.29亿元，较之去年同期增长35.62%。截至2010年底，公司自营规模（交易性+可供出售）82.06亿元、较之09年底84.2亿元减少2.54%；在自营规模略有减少的同时，投资收益率有所提升、由09年的8.14%提升至11.32%，报告期内公司加大了债券的投资，保证了投资收益率。

表1：公司证券自营业务投资情况

单位：亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010	占比	2009	占比	2010	占比	2009	占比
债券	22.49	60.44%	42.58	56.49%	39.77	88.67%	6.42	72.79%
股票	14.2	38.16%	19.06	25.29%	1.8	4.01%	1.33	15.08%
基金	0.5	1.34%	13.54	17.96%	0.1	0.22%	0.11	1.25%
其他	0.02	0.05%	0.2	0.27%	3.18	7.09%	0.96	10.88%
合计	37.21	/	75.38	/	44.85	/	8.82	/

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

3) 投行业务小幅增长：2010年，公司投行业务实现净收入（含证券承销、保荐、财务顾问）1.96亿元，较之去年同期小幅增长5.38%。股票承销方面，全年共完成2家IPO、2家增发和2家配股的主承销项目，募集资金35.22亿元、市场份额0.40%，09年同期无IPO项目；共完成3家债券主承销项目，募集资金27亿元、市场份额0.6%。

4) 资产管理业务稳步发展：2010年，资管业务实现净收入0.84亿元，较之去年同期增长21.74%。报告期内公司新成立5只集合理财产品，截至2010年底，公司共管理集合理财产品10只、资产规模43.11亿元。

此外，公司融资融券、直投等创新业务资格均已具备，但目前业绩贡献有限。

- 2011年一季报业绩略低于预期。从公司2011年一季报情况看，除资管业务外，其他业务同比均出现下滑：经纪业务实现净收入3.95亿元、同比小幅下滑3.42%，虽然市场份额稳步提升，但佣金率进一步下滑、下滑12.4%，截至3月底，公司平均佣金率水平为0.0836%；证券承销业务实现净收入0.17亿元、同比大幅下滑73.44%，一季度公司完成1家增发、2家债券的主承销项目，募集资金26亿元、市场份额0.9%；资管业务实现净收入0.17亿元、同比增加70%，自营业务实现净收入2.34亿元、同比下滑37.27%。
- 投资评级：作为一家区域性券商，公司各项创新业务资格均已具备，目前也已完成增发，公司资本实力将有所增强，有利于创新业务的开展、收入结构的改善。预计公司2011年（摊薄后）每股收益0.58元，对应市盈率19.57倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：自营投资收益和经纪业务收入受证券市场影响较大。



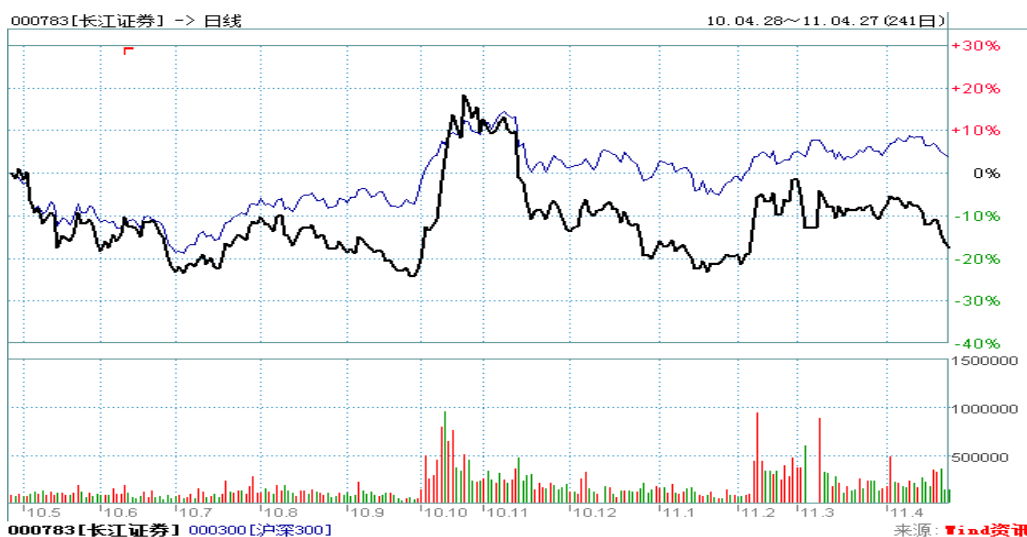
市场数据（截至2011年4月27日）

收盘价（元）	11.35
一年内最高/最低（元）	16.78/10.32
上证指数	2925.41
市净率（倍）	2.19
流通市值（亿元）	269.11

基础数据（2011年3月31日）

每股净资产（元）	5.19
每股经营现金流（元）	-2.7
净资产收益率（扣除摊薄，%）	2.71
资产负债率（%）	63.95
总股本/流通股（亿股）	23.71/23.71

长江证券相对于沪深300指数走势（近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。



重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。