



刘洋

021-53519888-1976



lenonyu@hotmail.com

执业证书编号: S0870109100970

基本数据 (Y11Q1)

5月23日股价(元)	10.26
12mth A 股价格区间(元)	10.25/16.78
总股本(百万股)	2371
无限售 A 股/总股本	99.99%
流通市值(百万元)	25893
每股净资产(元)	5.19
PBR (X)	1.97
DPS (10, 元)	0.30 (含税)

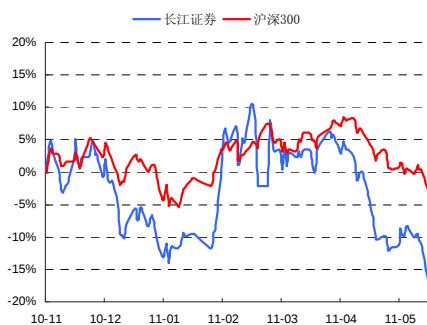
主要股东 (Y11Q1)

青岛海尔投资发展有限公司	14.72%
湖北省能源集团有限公司	10.69%

收入结构 (Y11Q1)

手续费及佣金净收入(百万元)	437
利息净收入(百万元)	51
投资净收益(百万元)	107
公允价值变动净收益(百万元)	134

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY11-CT10

相关报告:

首次报告时间: 2010 年 4 月 8 日

经纪业务市场份额持续上升,

自营、投行业务 1 季度出现波动

——长江证券 10 年年报及 11 年 1 季报点评

■ 公司动态:

2010 年, 长江证券实现营业收入 31.99 亿元, 同比增长 0.15%; 归属于上市公司股东的净利润 12.83 亿元, 每股收益 0.54 元 (增发后), 同比下降 6.49%, 表现强于行业; 11 年 1 季度, 公司营业收入 7.29 亿元, 同比下降 21.43%, 经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 54.24%、2.31%、2.28%、33.07%, 其中, 仅自营业务占比略有上升, 其他业务占比均有所下降; 1 季度末每股净资产为 5.19 元; 1 季度业绩表现落后于上市券商平均水平。

■ 主要观点:

1 季度经纪业务佣金率止跌反弹, 市场份额持续上升

10 年, 公司代理买卖证券业务净收入 17.53 亿元, 同比下降 14.38%, 佣金率为 0.094%, 同比下降 22.35%, 与行业持平; 11 年 1 季度, 公司代理买卖证券业务净收入 3.95 亿元, 同比下降 3.28%, 佣金率为 0.104%, 佣金率止跌反弹, 短期内公司经纪业务收入主要取决于市场成交额变动; 经纪业务市场份额为 1.72%, 呈现逐年上升趋势。

1 季度资产管理业务收入同比增长 59.25%

10 年, 公司资产管理业务收入 0.84 亿元, 同比增长 25.54%, 管理集合理财产品规模行业排名第 11 位, 净收入排名第 9 位, 管理费率为 2.15%; 11 年 1 季度, 资产管理业务收入 0.17 亿元, 同比增长 59.25%。

1 季度自营、投行业务均出现较大幅度下滑

1 季度, 公司自营收益 2.41 亿元, 10 年 1 季度盈利 3.81 亿元, 同比下降 36.75%; 投行业务收入 0.17 亿元, 同比下降 73.76%。公司自营、投行业务均出现较大幅度下滑。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“跑赢大市”评级。

根据市场环境变化情况, 我们下调长江证券 11-12 年 EPS 预测为 0.63 元、0.69 元, 对应 5 月 23 日收盘价 10.26 元, 11 年动态市盈率为 16 倍, 在券商股中相对估值仍偏低, 维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

表: 长江证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,194	3,199	3,809	4,175
年增长率 (%)	54.08	0.15	19.07	9.59
归属于母公司的净利润	1,372	1,283	1,504	1,644
年增长率 (%)	95.55	-6.49	17.22	9.34
每股收益 (元)	0.58	0.54	0.63	0.69
PER (X)	17.73	18.96	16.18	14.79

注: 有关指标按最新总股本 2371 百万股计算; PER 按 5 月 23 日收盘价 10.26 元计算。

一、1 季度公司业绩表现落后于上市券商平均水平

根据证券业协会公布数据，106家证券公司2010年共实现营业收入1911.02亿元，累计实现净利润775.57亿元，同比分别下降6.80%和16.85%。其中，经纪业务收入1084.90亿元，占比56.77%，同比下降12.46个百分点；投行业务收入272.32亿元，占比14.25%，同比增加6.86个百分点；资产管理业务收入21.83亿元，占比1.14%，同比增加0.36个百分点；自营收入206.76亿元，占比10.82%，同比下降0.48个百分点。由于佣金率下降导致经纪业务在收入中所占权重大幅下降，同时IPO上市企业数量快速增长推动投行业务占比上升。

2010年，长江证券实现营业收入31.99亿元，同比增长0.15%；归属于上市公司股东的净利润12.83亿元，每股收益0.54元，同比下降6.49%，公司业绩表现强于行业；其中，经纪、自营、投行业务分别贡献营业收入的54.79%、29.03%、5.30%，成为公司业绩的三大支撑；此外，公司实现利息净收入2.09亿元，占营业收入比例为6.52%。

10年末公司每股净资产为4.02元（增发后），较上年度末增加4.52%；实现加权净资产收益率为13.69%，比上年的24.77%减少了11.08个百分点；截至2010年底，公司总资产为357.73亿元，归属上市公司股东权益为95.29亿元，净资本为73.37亿元。

图 1 10 年证券业收入结构情况（亿元，%）

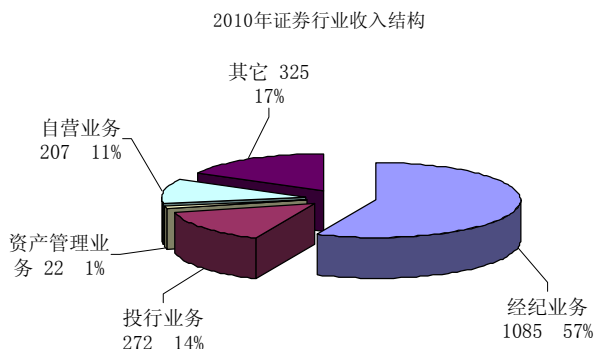
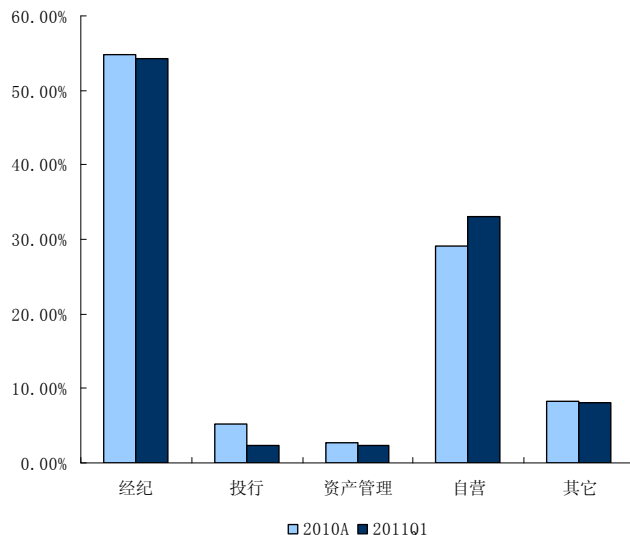


图 2 10 年及 11Q1 长江证券收入结构占比（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

11 年 1 季度，公司营业收入 7.29 亿元，同比下降 21.43%，经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 54.24%、2.31%、2.28%、33.07%，其中，仅自营业务占比略有上升，其他业务占比均有所下降；15 家上市券商 1 季度营收合计同比增长 2.88%，净利润下降 0.89%，公司 1 季度表现落后于上市券商平均水平；1 季度末每股净资产为 5.19 元。

二、1 季度经纪业务市场份额持续上升

2010年，公司代理买卖证券业务净收入17.53亿元，同比下降14.38%，折算平均佣金率为0.094%，较09年0.121%下降了0.027个百分点，下降幅度为22.35%，与行业持平；到2011年1季度，公司代理买卖证券业务净收入3.95亿元，同比下降3.28%，平均佣金率为0.104%，佣金率止跌反弹，目前佣金率水平和10年1季度接近，短期内公司经纪业务收入主要取决于市场成交额变动。

公司经纪业务集中在湖北、上海、广东、四川等地区，其中主要以湖北为主，区域性特征明显，公司经纪业务佣金率反映了中部和东部地区的平均水平，略低于行业水平，我们预计仍将维持目前的佣金率水平。1季度公司经纪业务市场份额为1.72%，呈现逐年上升趋势。

图 3 07-10 年证券业经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）

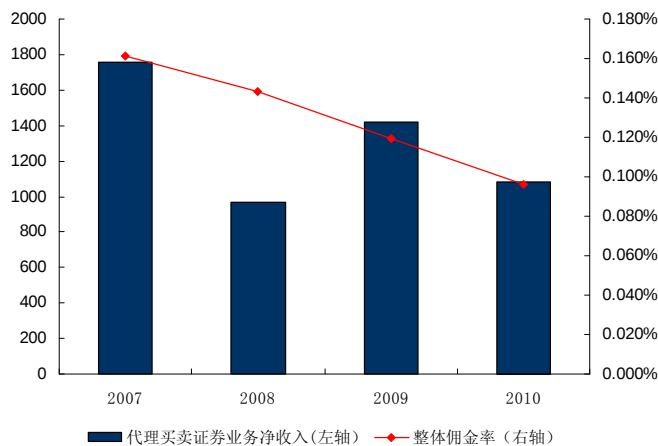
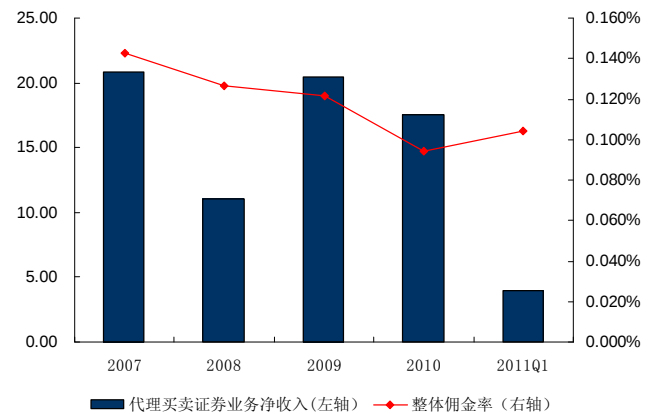


图 4 07-11Q1 长江证券经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

图 5 08-11M2 证券业营业部数量变化趋势（家，%）

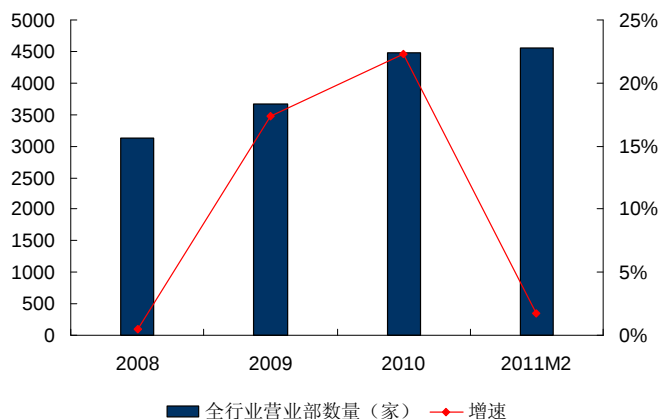
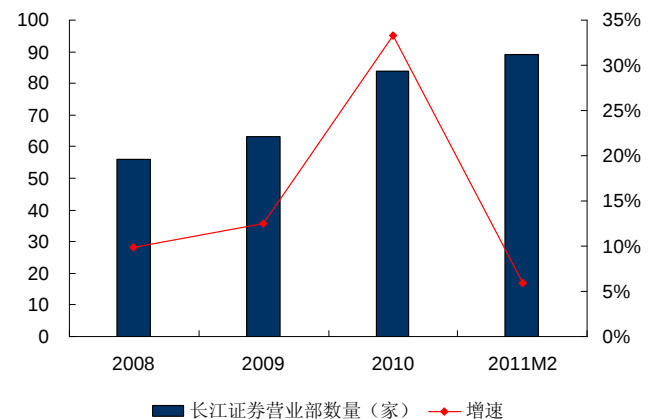


图 6 08-11M2 长江证券营业部数量变化趋势（家，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

三、1 季度自营业务收入出现较大程度下降

2010 年，公司实现自营业务投资净收益 9.29 亿元，同比增长 35.45%，公司自营业务的账面价值为 82.05 亿元，较 09 年底的 84.20 亿元减少了 2.15 亿元；2011 年 1 季度，公司自营收益 2.41 亿元，10 年 1 季度盈利 3.81 亿元，同比下降 36.75%。

10 年，公司自营业务资产中配置固定收益类证券的比例为 76%，权益类资产及衍生品的比例为 23%，权益资产的配比较 09 年上升了 1.51 个百分点。

四、1 季度投行业务收入大幅收缩

2010 年，公司实现投行业务收入 1.69 亿元，同比增长 4.32%。公司完成股票主承销项目 6 个，主承销金额合计 35.22 亿元；完成企业债主承销项目 3 个，主承销金额 27 亿元；公司的股票 IPO 项目融资规模排名行业第 42 位，具有投行业务竞争力一般。

2011 年 1 季度，公司投行业务收入 0.17 亿元，同比下降 73.76%。

五、1 季度资产管理业务收入同比增长 59.25%

2010 年，公司资产管理业务收入 0.84 亿元，同比增长 25.54%；公司发行新产品 5 只，集合理财产品“超越理财灵活配置”进入同类产品收益率前三位。10 年末，公司管理集合理财产品 10 只，产品规模 43.11 亿元，行业排名第 11 位，资产管理业务净收入 0.84 亿元，行业排名第 9 位；按定向资产和集合资产总体规模测算，公司平均管理费率为 2.15%。

2011 年 1 季度，公司资产管理业务收入 0.17 亿元，同比增长 59.25%。

公司持有基金公司股权情况：

1) 长信基金：持有 49% 股权

10 年底，长信基金公司总资产为 5.09 亿元，净资产为 2.91 亿元，管理基金资产规模为 206.02 亿元，实现营业收入 2.69 亿元，净利润 0.53 亿元；折算 ROE 为 18.11%。

2) 诺德基金：持有 30% 股权

10 年底，诺德基金公司总资产为 1.42 亿元，净资产为 1.21 亿元，管理基金资产规模为 39.06 亿元，实现营业收入 0.64 亿元，净利润为 -764.85 万元，折算 ROE 为 -6.34%。

六、费用情况分析

2010 年，公司共支出业务及管理费 13.96 亿元，占营业收入的比重为 43.64%，较 09 年上升 3.43 个百分点；职工薪酬支出 6.29 亿元，占业务及管理费的比重为 45.05%，略低于上期的 45.87%。

七、业绩预测、估值及建议

根据市场环境变化情况，我们下调长江证券 11-12 年 EPS 预测为 0.63 元、0.69 元，对应 5 月 23 日收盘价 10.26 元，11 年动态市盈率为 16 倍，在券商股中相对估值仍偏低，维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

表 1：长江证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,194	3,199	3,809	4,175
年增长率（%）	54.08	0.15	19.07	9.59
归属于母公司的净利润	1,372	1,283	1,504	1,644
年增长率（%）	95.55	-6.49	17.22	9.34
每股收益（元）	0.58	0.54	0.63	0.69
PER（X）	17.73	18.96	16.18	14.79

注：有关指标按最新总股本 2371 百万股计算；PER 按 5 月 23 日收盘价 10.26 元计算。

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。