CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标估值：11.23-11.23 元
当前股价：9.32 元
2017 年 08 月 13 日

长江证券 000783.SZ

2017 半年报点评：积极投入，静待收获

基础数据

上证综指	3209
总股本（万股）	552947
已上市流通股（万股）	552939
总市值（亿元）	515
流通市值（亿元）	515
每股净资产（MRQ）	4.7
ROE（TTM）	8.0
资产负债率	75.7%
主要股东	新理益集团有限公司
主要股东持股比例	12.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-7	-10
相对表现	-0	-14	-23

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《长江证券（000783）2016 年报点评—定增提振实力，民营活力凸显》2017-03-31

2、《长江证券（000783）—10 月业绩超预期，基本面持续反转》2016-11-07

3、《长江证券（000783）—资本金到位，业务版图扩张如火如荼》2016-10-28

郑积沙
zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏
021-68407836
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

公司上半年营业收入 27.64 亿元，同比+7.30%；归母净利润 9.95 亿元，同比-10.75%。利润下降主因经纪业务新设网点，增加人员数量与优化结构，增加业务拓展成本，导致业务与管理费大增 40.68%。

- **金融科技加持，经纪业务向财富管理转型加速。**经纪业务收入 7.95 亿元，同比-27.33%。上半年股基市场份额 1.86%，较 16 年全年水平轻微下降；佣金率 0.0377%，较上年末小幅提升。自主研发的 IVatarGo 上线表现优异，全面提升客户基础服务质量和效率，上半年公司客户数量快速增长，新增开户数 92.61 万户，新增开户数市场份额超过 10%，其中线上引流客户数量 26.6 万户，排名行业前列。据了解，IVatarGo 首次提取所有正常交易客户五年来共 86.7 亿条交易数据，运用业内独有的量化方法评估客户的交易行为，识别出每一名客户的投资偏好及投资能力，并进行标签化标注，为每名客户精准“画像”，从而实现真正意义上的“千人千面”；并持续跟踪分析客户资产状况、投资行为，随时调整标签。

- **投行打造差异化竞争优势，表现惊艳。**上半年投行收入 3.50 亿元，同比大增 20.27%。债券承销业务主要发展企业债，完成主承销项目 11 个，主承销金额 95.9 亿元，主承销家数和规模均“逆袭”至行业第 1。因此，公司的债券主承销规模在市场不利的环境下逆市同比增长 55%，主承销项目 28 个，同比+87%。竞争相对激烈的 IPO 和再融资表现平平，完成 IPO 项目 2 个，主承销金额 3.53 亿元，同比-28%；增发项目 4 个，主承销金额 23.81 亿元，同比-14%。新三板业务优势保持，推荐挂牌企业 36 家，完成融资金额 16.59 亿元，做市企业总数 212 家，位居行业前十。

- **自营投资收益大幅增长 68%，子版块中表现最为卓越。**上半年，公司自营投资收益 8.6 亿，收益率 6.85%，较 16 年全年 3.77%明显好转，且我们预计该收益率将会是同业上市券商前三甲水平。同时自营投资规模 261 亿，较年初上升 7.8%，对当期收益贡献进一步提升。我们梳理券商通过自有资金参与的直投项目 IPO 情况发现，当前长江当前的原始持股收益接近 1 亿，相对 16 年自营投资收益的占比为 10.3%，排名行业第 6。未来，该部分收益的释放将进一步提升投资收益弹性。

- **去通道背景下，资管业务主动管理能力难能可贵。**资产管理业务收益 2.86

P	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万	8,500	5,857	6,345	7,162	7,769
同比增长	87%	-31%	8%	13%	8%
净利润(百万元)	3,493	2,207	2,316	2,659	2,850
同比增长	105%	-37%	5%	15%	7%
每股收益(元)	0.74	0.40	0.42	0.48	0.52
PE	12.65	23.35	22.25	19.38	18.08
PB	2.63	2.71	1.85	1.74	1.59

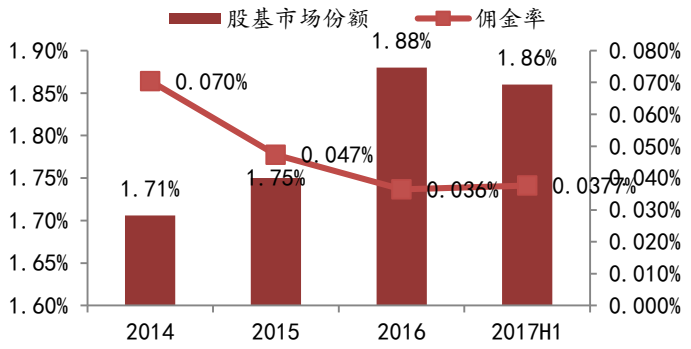
亿元，同比+26%。得益于一直以来强大的主动管理能力，在行业“降杠杆，去通道”的主题下，6 月末资产管理规模 1396 亿，较年初实现了 28%的增长。上半年内，长江资管新发产品数量 45 只，排名行业第 2 位。

信用业务展业强劲，利息净收入 6.63 亿，同比增长 28%。上半年公司两融规模 198 亿元，市场份额 2.24%，排名保持第 14 位，创造利息收入 8.5 亿。股票质押规模稳步增长至 223 亿，同比增长 14%，同时公司积极开展上市公司股权激励融资等创新型信用业务规模，推动买入返售金融资产利息收入同比大涨 1.2 倍至 6.4 亿。

投资建议：继续维持公司强烈推荐评级。看好公司未来走势基于：(1) 股东背景优化为新理益+武汉国资委，机制灵活，效果立竿见影；(2) 费用投入逆势大增，经纪以外，各项业务全面开花，上市券商恐难出其右；(3) 金融科技行业领先，IVatarGo 助力经纪业务向财富管理转型已见阶段性成果；(4) 可转债进行时，目前已获证监会受理。我们预测公司 17 年归母净利润 23.16 亿，同比增 5%。用**分部估值法测算出公司 2017 年目标市值为 620.69 亿，对应目标价 11.23 元，上升空间 20%，对应公司当年 PB 2.30 倍、PE 26.80 倍。**

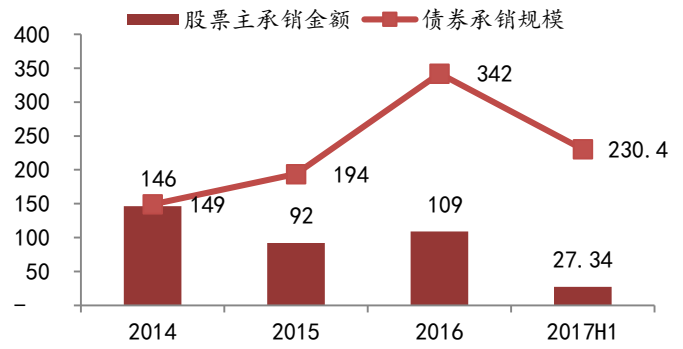
风险提示：市场交易低迷、业绩不达预期

图 1：长江证券股基市占率和佣金率



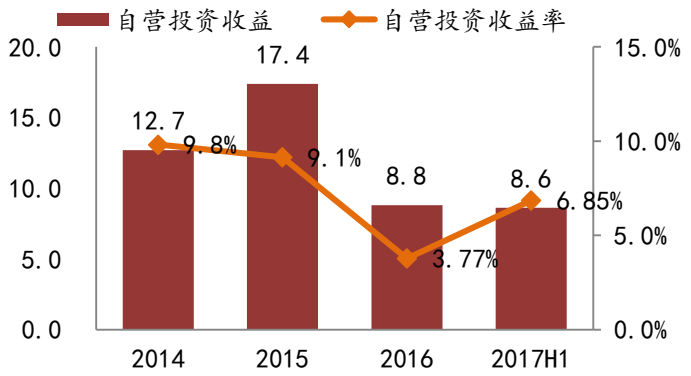
资料来源：wind,招商证券

图 2：长江证券股票和债券承销金额（亿元）



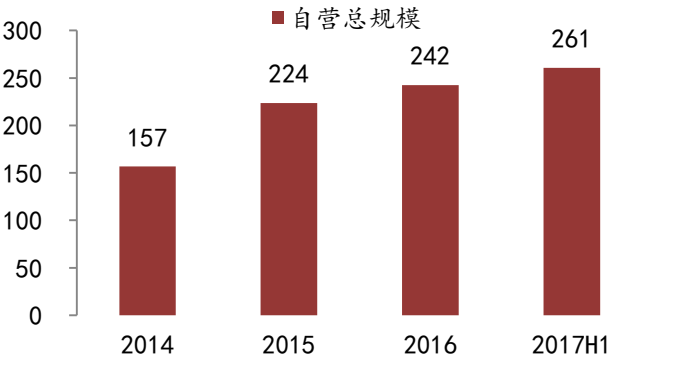
资料来源：wind,招商证券

图 3：长江证券自营投资收益（亿元）和收益率



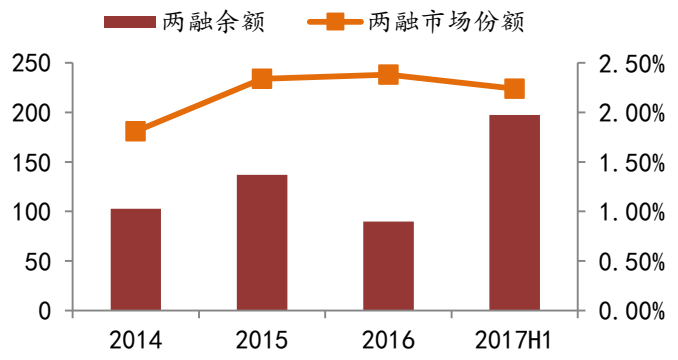
资料来源：wind,招商证券

图 4：长江证券自营总规模（亿元）



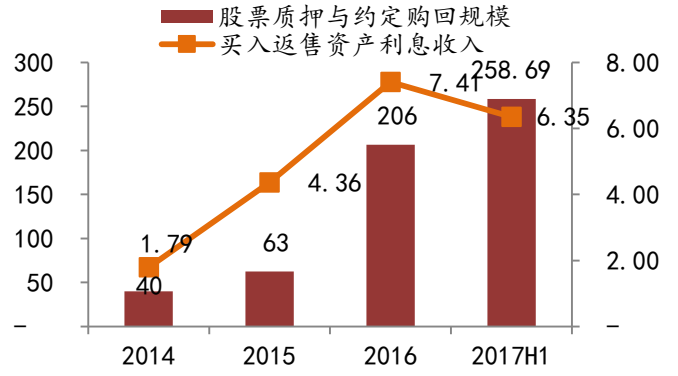
资料来源：wind,招商证券

图 5：长江证券两融余额（亿元）和市占率



资料来源：wind,招商证券

图 6：长江证券买入返售规模（亿元）及收入



资料来源：wind,招商证券

表 1：长江证券预测利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	8,500	5,857	6,345	7,162	7,769
手续费及佣金净收入	5,610	3,502	3,399	3,709	4,121
其中：经纪业务手续费净收入	4,719	2,111	1,783	1,897	2,151
投行业务手续费净收入	523	690	768	836	895
资产管理业务手续费净收入	329	629	702	800	864
利息净收入	1,205	1,355	1,626	1,894	2,018
投资净收益	1,604	1,148	945	1,159	1,211
其中：对联营合营公司投资收益	109	120	96	96	96
公允价值变动净收益	25	-227	300	300	300
汇兑净收益	-1	2	5	5	5
其他业务收入	56	78	70	95	113
二、营业支出	4,102	3,157	3,518	3,911	4,283
营业税金及附加	557	187	202	228	248
业务及管理费	3,395	2,811	3,225	3,591	3,944
资产减值损失	100	88	20	20	20
其他业务成本	50	71	71	71	71
三、营业利润	4,398	2,700	2,827	3,251	3,486
加：营业外收入	12	40	60	60	60
减：营业外支出	5	4	4	4	4
四：利润总额	4,404	2,736	2,883	3,307	3,542
减：所得税费用	908	519	547	627	672
五、净利润	3,496	2,217	2,336	2,679	2,870
归属母公司所有者的净利润	3,493	2,207	2,316	2,659	2,850
少数股东损益	3	10	20	20	20

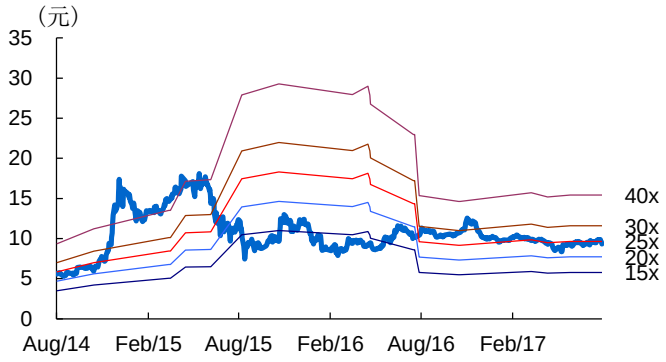
资料来源：wind,招商证券

表 2：长江证券预测资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	30,837	25,547	25,547	25,547	25,547
其中：客户资金存款	26,964	20,502	20,502	20,502	20,502
结算备付金	8,552	8,959	8,959	8,959	8,959
其中：客户备付金	7,115	6,953	6,953	6,953	6,953
融出资金	27,734	23,642	21,324	23,509	27,153
交易性金融资产	14,148	15,479	16,855	16,855	16,855
买入返售金融资产	6,231	20,639	24,767	27,243	29,968
应收利息	795	629	629	629	629
存出保证金	1,498	1,296	1,296	1,296	1,296
可供出售金融资产	7,636	8,100	10,124	10,124	10,124
持有至到期投资	576	671	671	671	671
长期股权投资	413	732	732	732	732
固定资产	322	320	320	320	320
无形资产	89	101	101	101	101
商誉	103	97	97	97	97
递延所得税资产	121	125	125	125	125
其他资产	341	367	2,152	149	-3,369
资产总计	99,625	107,095	113,700	116,359	119,209
短期借款	222	641	641	641	641
应付短期融资款	2,212	9,509	9,509	9,509	9,509
衍生金融负债	424	21	21	21	21
卖出回购金融资产款	22,902	26,030	26,030	26,030	26,030
代理买卖证券款	35,069	27,867	27,867	27,867	27,867
应付职工薪酬	1,374	938	938	938	938
应交税费	323	418	418	418	418
应付款项	317	839	839	839	839
应付利息	449	432	432	432	432
长期借款	0	433	433	433	433
应付债券	16,892	13,659	19,000	19,000	19,000
递延所得税负债	108	52	52	52	52
其他负债	2,309	513	513	513	513
负债合计	82,601	81,353	86,694	86,694	86,694
股本	4,742	5,529	5,529	5,529	5,529
资本公积	2,968	10,457	10,688	10,954	11,239
其他综合损益	236	110	110	110	110
盈余公积	1,306	1,484	1,670	1,884	2,114
一般风险准备	2,671	3,121	3,593	4,136	4,717
未分配利润	4,894	4,813	5,409	7,046	8,800
归属于母公司所有者权益	16,817	25,514	27,001	29,660	32,510
少数股东权益	207	228	5	5	5
所有者权益合计	17,024	25,742	27,006	29,665	32,515
负债和股东权益总计	99,625	107,095	113,700	116,359	119,209

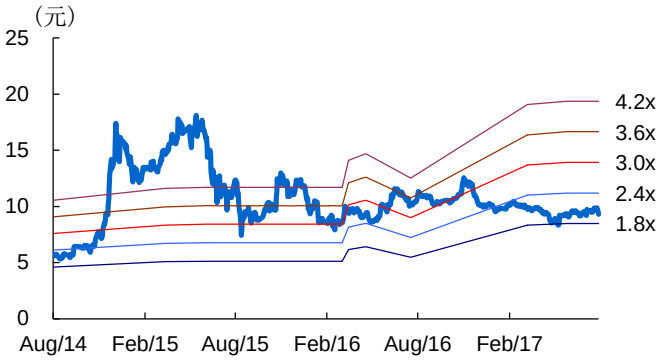
资料来源：wind,招商证券

图 7：长江证券历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：长江证券历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。