



2017-03-22

公司点评报告

增持/调低

长江证券(000783)

目标价: 12

昨收盘: 10.06

非银金融 证券 II

长江证券(000783) 2016 年报点评: 资管业务净收入增长 91%, 管理升级有望提升市场竞争力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	5,529/4,742
总市值/流通(百万元)	55,626/47,708
12 个月最高/最低(元)	12.77/8.74

相关研究报告:

《长江证券(000783): 半年度业绩好于行业平均水平, 多管齐下谋发展》—2016/08/11

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516090002

事件: 公司公布 2016 年报, 实现营业收入 58.57 亿元, 同比下降 31.09%, 实现归属于上市公司股东的净利润 22.07 亿元, 同比下降 36.84%。稀释 EPS0.44 元, 同比-40.54%。

点评:

归母净利润同比下降-36.84%, 同比数据表现行业领先。在 22 家月度数据可比上市券商中, 2016 年净利润同比数据分布于 (-36%, -69%), 中位数为-51%, 可见长江证券业绩在同行业中具有明显的比较优势。规母净利润下滑主要受经纪业务和自营业务拖累: 经纪业务收入下降, 同比-55%, 市场交易量整体收缩约 50%, 叠加综合佣金率仍在下降因素; “投资净收益+公允价值变动”实现 9.21 亿收入, 同比下降 43%。资管业务净收入达 6.29 亿, 同比增长率高达 91%, 高于行业平均水平; 投行业务净收入 6.90 亿元, 同比增长率达 32%, 好于行业平均水平。

经纪业务受行业性因素影响同比下滑, 但相对竞争力有所增强。公司股票交易额市场份额为 1.96%, 行业排名第 16, 比 2015 年提升了 0.18 个百分点, 公司经纪业务市场份额连续三年增长。**信用业务成为第二大权重业务, 增强了业绩的稳定性。**自营业务权益类证券/净资本下降至 22.82%, 回到 2013 年水平。投行业务受益于市场融资功能恢复, 尤其是财务顾问业务。资管规模已达千亿, 定向资管发力促进业绩大幅增长。

投资建议: 长江证券是混改标的, 公司主要股东有新理益集团和三峡集团, 形成了民企加央企强强联合、优势互补的混合所有制格局; 市场化改革提升管理效率; 定增大幅补充资本近 50%。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.52、0.67、0.73, 同比增长 30.75%、27.51%、9.95%。给予“增持”评级, 六个月目标价 12 元/股, 对应 23 倍 PE。

风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,857	7,354	8,533	9,429
净利润(百万元)	2,207	2,885	3,679	4,045
摊薄每股收益(元)	0.40	0.52	0.67	0.73

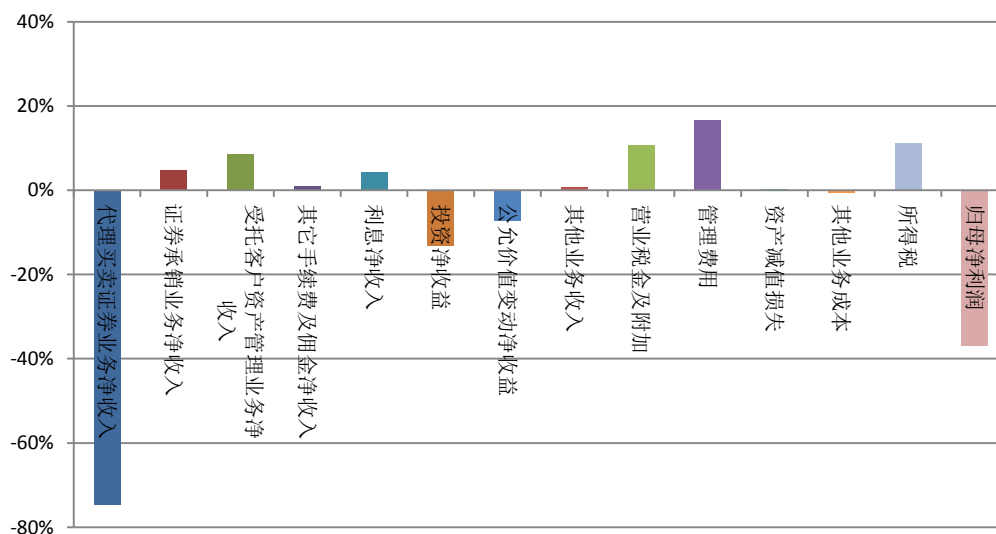
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

归母净利润同比下降-36.84%，同比数据表现行业领先

2016 年公司归母净利润 22 亿，同比下降 36.84%，根据月度经营数据，在 22 家月度数据可比上市券商中，2016 年净利润同比数据分布于 (-36%，-69%)，中位数为-51%，可见长江证券业绩在同行业中具有明显的比较优势。归母净利润下滑主要受经纪业务和自营业务拖累：经纪业务收入下降，同比-55%，市场交易量整体收缩约 50%，叠加综合佣金率仍在下降因素；“投资净收益+公允价值变动”实现 9.21 亿收入，同比下降 43%。资管业务净收入达 6.29 亿，同比增长率高达 91%，高于行业平均水平；投行业务净收入 6.90 亿元，同比增长率达 32%，好于行业平均水平。

2016 年公司实现营业收入 59 亿元，较去年下降了 31%。从收入来源来看，投资收益贡献了 9.21 亿，占比 15.72%；经纪业务手续费净收入贡献了近 35 亿元，占比 36%；其次是信用业务等带来的利息净收入贡献了 13.55 亿，占比 23.13%；大幅增长的投行业务、资管业务分别贡献了 6.90 亿、6.29 亿，占比分别为 11.79%、10.73%。从历史营收结构来看，2016 年的变化在于，经纪业务贡献度创下历史新低，在 2016 年以前的五年中，经纪业务的贡献度在 45%至 68%之间；投行、资管业务均创下了近六年的新高；投资业务贡献度为六年以来的倒数第二（2011 年贡献度仅为 3%），过去六年中投资业务贡献度一般维持在 20%以上。

图表 1：长江证券归母净利润降幅归因分析



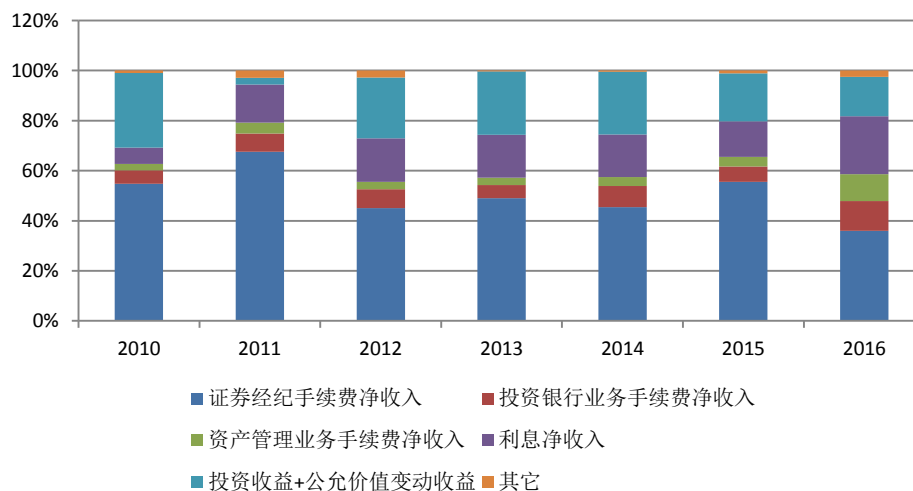
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：长江证券归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	34.93	22.07	-36.84%	-12.87	
代理买卖证券业务净收入	47.19	21.11	-55.27%	-26.08	-74.66%
证券承销业务净收入	5.23	6.90	31.93%	1.67	4.78%
受托客户资产管理业务净收入	3.29	6.29	90.90%	2.99	8.57%
利息净收入	12.05	13.55	12.37%	1.49	4.27%
投资净收益	16.04	11.48	-28.41%	-4.56	-13.04%
公允价值变动净收益	0.25	-2.27	-1010.66%	-2.52	-7.22%
其他业务收入	0.56	0.78	38.68%	0.22	0.62%
营业支出	41.02	31.57	-23.03%	-9.45	27.04%
税金及附加	5.57	1.87	-66.48%	-3.70	10.60%
管理费用	33.95	28.11	-17.19%	-5.83	16.70%
资产减值损失	1.00	0.88	-11.89%	-0.12	0.34%
其他业务成本	0.50	0.71	41.58%	0.21	-0.60%
营业利润	43.98	27.00	-38.60%	-16.98	-48.60%
利润总额	44.04	27.36	-37.88%	-16.69	-47.76%
所得税	9.08	5.19	-42.87%	-3.89	11.15%
净利润	34.96	22.17	-36.59%	-12.79	-36.61%
归属于母公司所有者的净利润	34.93	22.07	-36.84%	-12.87	-36.84%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 3：长江证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

经纪业务受行业性因素影响同比下滑，但相对竞争力有所增强。公司股票交易额市场份额为 1.96%，行业排名第 16，比 2015 年提升了 0.18 个百分点，公司经纪业务市场份额连续三年增长。

信用业务成为第二大权重业务，增强了业绩的稳定性。净利息收入达到 13.55 亿元，占营收比重仅次于经纪业务，达到 23%，主要原因是信用业务规模大幅增长 59.34%，达到 672 亿。一方面融资融券稳中有升，期末余额达 223.4 亿元，市场份额 2.38%，排名行业第 14 位；另一方面股票质押式回购交易业务规模快速增长，市场份额排名行业前列。此外，公司持续推动创新型信用业务发展，积极开展上市公司股权激励计划行权融资和限制性股票融资等业务。

自营业务权益类证券/净资本下降至 22.82%，回到 2013 年水平。“投资收益+公允价值变动”同比下降 43%，仅录得 9.11 亿元。自营整体规模从 2015 年的 181 亿，提升到 2016 年的 226 亿，但自营权益类证券/净资本的比例从去年的 53%下降至 24%，回到了 2013 年的水平。自营固收类证券配置比例略有上升，固收类证券/净资本从去年的 64.72%上升到 69.55%。

投行业务受益于市场融资功能恢复，尤其是财务顾问业务。公司实现保荐业务净收入 4,522.92 万元；财务顾问业务净收入 25,733.69 万元。公司股票主承销业务完成 IPO 项目 5 个，主承销金额 15.27 亿元；增发主承销项目 7 个，主承销金额 93.71 亿元；债券主承销项目 35 个，主承销金额 341.9 亿元；新三板主要业务指标均位于行业第一方阵，推荐挂牌企业 126 家，融资金额 44.37 亿元，做市企业总数 232 家。公司积极推进大投行业务创新，抓住国家大力支持棚户区改造项目收益债、绿色债券、双创债券等创新品种的机会，成功发行荆门高新双创孵化专项债、十堰城投地下管廊专项债等专项债券。

资管规模已达千亿，定向资管发力促进业绩大幅增长。长江证券资管业务对营收的贡献度 2015 年只有 3.85%，2016 年已经提升到 11.48%，资管业务净收入大幅增长 91%，主要原因是资产管理规模增长了 68.53%，规模达到了 1089 亿元，其中定向资管 497 亿，较 2015 年增长了 263 亿；集合资管 524 亿，较 2015 年增长了 141 亿，此外公募基金业务规模从无到有，规模达到 36 亿元。值得注意的是 6.19 亿的资管业务净收入中有 4.94 亿是由定向资管业务贡献的，该业务 2015 年带来的资管业务净收入是 1266 万，实现了大幅的增长。

已设立的 33 家分公司和 208 家证券营业部覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市。

投资建议：

继续看好长江证券，主要逻辑如下：

- 1、长江证券是混改标的，公司主要股东有新理益集团和三峡集团，公司股权结构稳定、均衡，形成了民企加央企强强联合、优势互补的混合所有制格局。多元化的股东类型和适度分散的股权结构，为公司带来开拓奋进的新活力和丰富的外部资源，有力促进公司治理效率的持续提升，助力公司打开更广阔的发展空间。
- 2、市场化改革提升管理效率。前台引入赛马机制开展充分竞争，后台精简合并提升效率，充分整合公司资源、优化资源配置；公司自上而下、从高管到一线员工，全面推行竞聘上岗的市场化用人机制，并结合市场化的考核方式和激励措施，确保公平公正、优胜劣汰，打造年轻化、专业化的员工队伍。
- 3、定增募集近 83 亿资金，净资产和净资本规模大幅提升。2015 年公司净资本为 182 亿，资本扩充 83 亿，意味着资本扩大了近 50%，资本实力的增强将为公司再次腾飞提供强劲的发展动力。

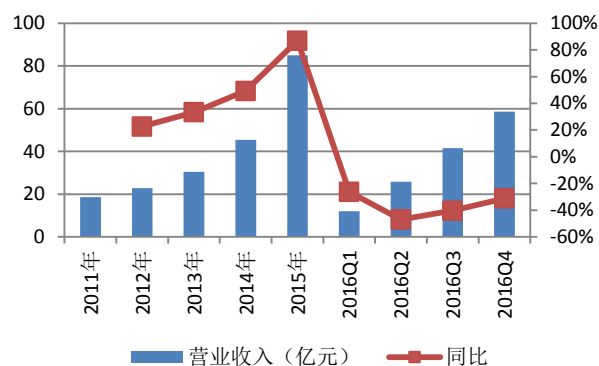
预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.52、0.67、0.73，同比增长 30.75%、27.51%、9.95%。给予“增持”评级，六个月目标价 12 元/股，对应 23 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

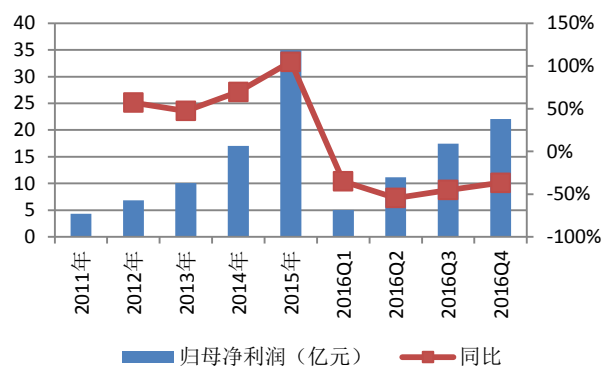
重要业务数据跟踪

图表 4: 长江证券营业收入及同比增长率



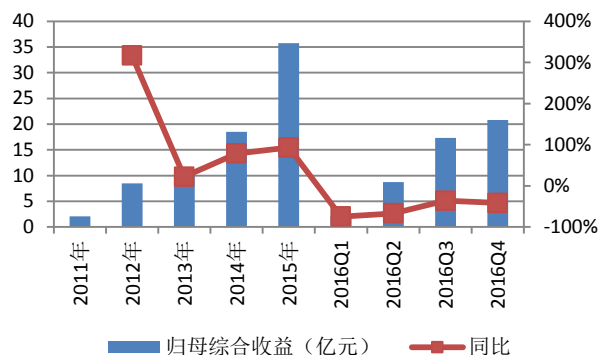
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 长江证券归母净利润及同比增长率



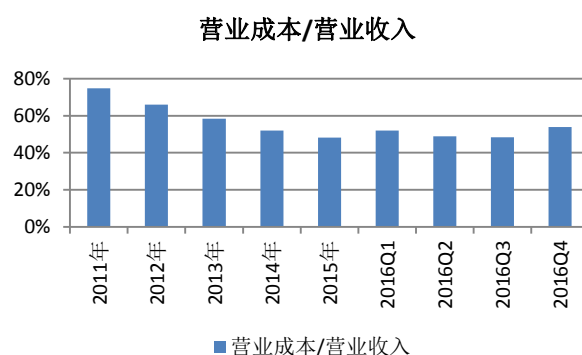
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 6: 长江证券归母综合收益及同比增长率



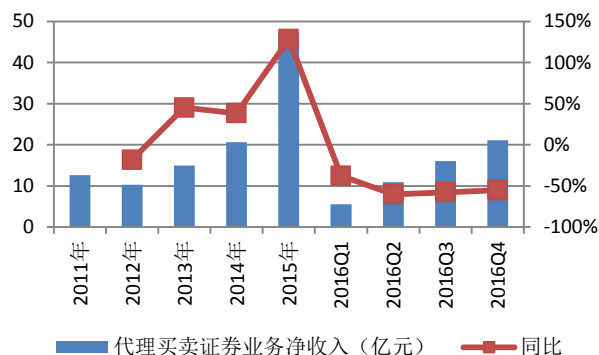
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 长江证券成本收入比



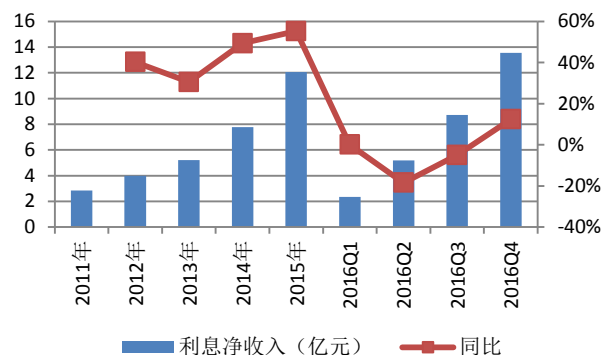
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 长江证券经纪业务收入及同比



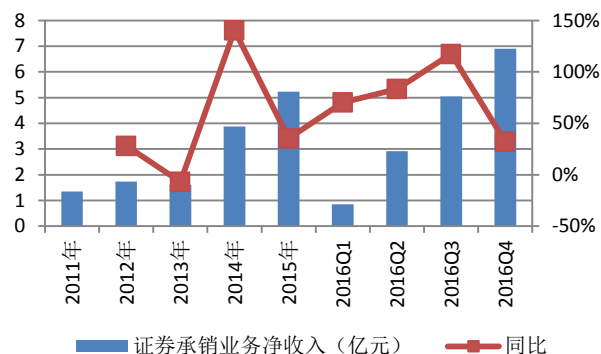
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 9: 长江证券信用业务



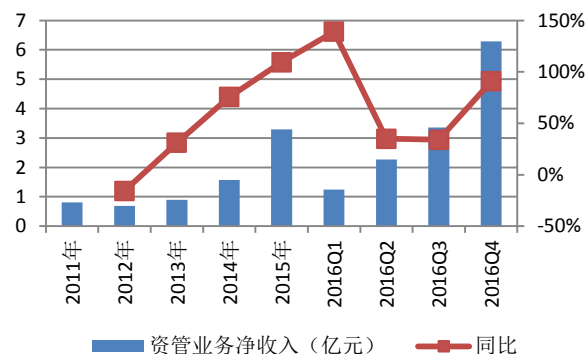
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 长江证券投行业务



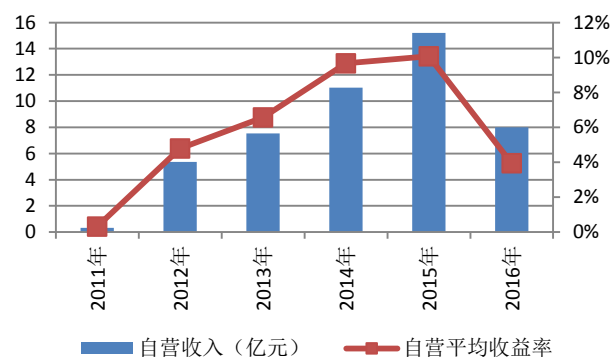
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 11: 长江证券资管业务



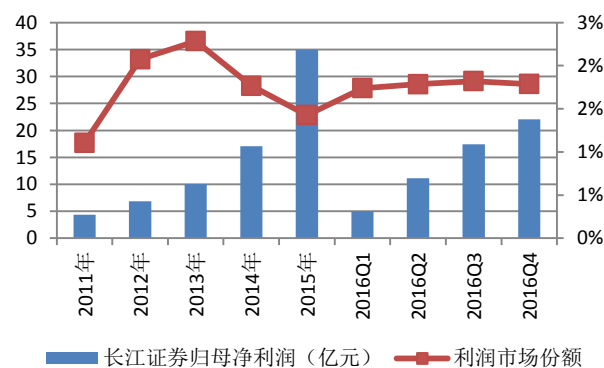
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 长江证券自营业务



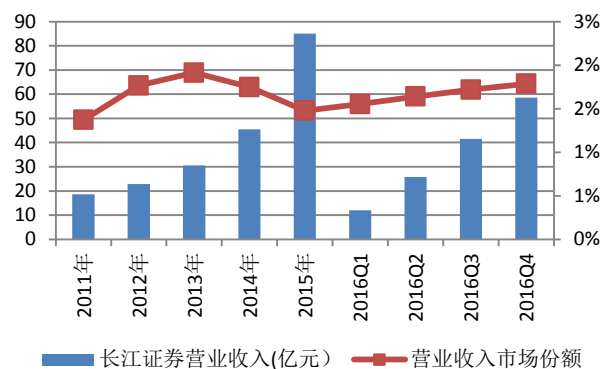
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 长江证券市场份额-归母净利润



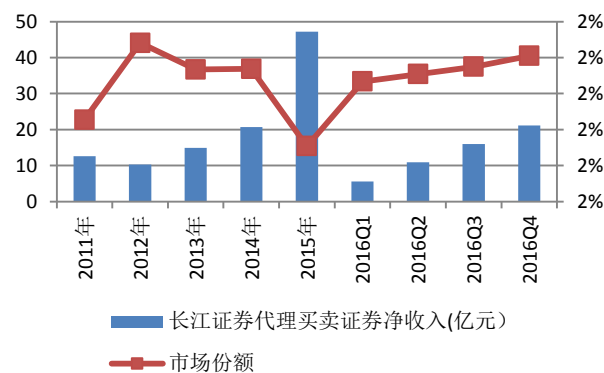
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 长江证券市场份额-营业收入



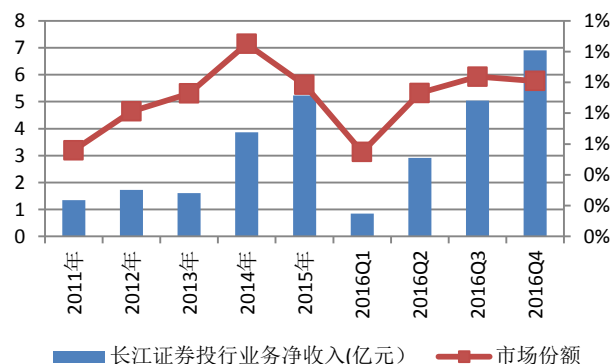
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 长江证券市场份额-代理买卖证券净收入



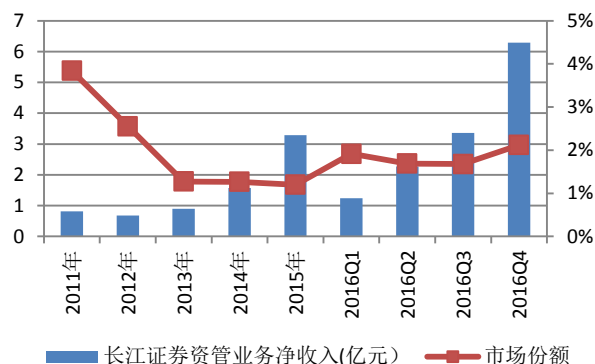
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 16: 长江证券市场份额-投行业务净收入



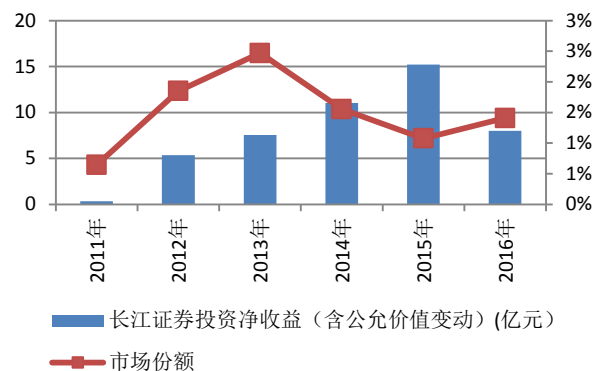
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 长江证券市场份额-资管业务净收入



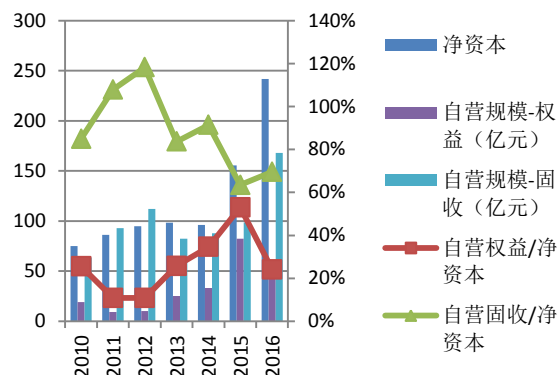
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 18: 长江证券市场份额-投资净收益



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 19: 长江证券自营规模



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表: 长江证券盈利预测表 20170322

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	30,837	25,547	28,882	34,367	32,590	营业收入	8,500	5,857	7,354	8,533	9,429
结算备付金	8,552	8,959	10,197	12,198	11,481	手续费及佣金净收入	5,610	3,502	4,022	4,607	5,226
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	4,719	2,111	2,329	2,717	3,105
融出资金	27,734	23,642	24,217	26,323	25,007	承销业务净收入	523	690	735	678	624
交易性金融资产	14,148	15,479	19,983	34,217	24,110	资管业务净收入	329	629	909	1,137	1,421
衍生金融资产	13	0	0	0	0	利息净收入	1,205	1,355	1,946	1,510	1,695
买入返售金融资产	6,231	20,639	14,467	14,467	14,467	投资净收益	1,629	921	1,355	2,380	2,466
应收款项	214	390	504	863	608	公允价值变动净收益	25	-227	12	-8	-10
应收利息	795	629	813	1,391	980	其它	56	78	30	35	41
存出保证金	1,498	1,296	1,555	1,556	1,647	营业支出	4,102	3,157	3,735	3,970	4,383
可供出售金融资产	7,636	8,100	10,456	17,904	12,616	营业税金及附加	557	187	234	256	292
持有至到期投资	576	671	867	1,484	1,045	管理费用	3,395	2,811	3,383	3,584	3,960
长期股权投资	413	732	1,500	1,800	2,200	资产减值损失	100	88	90	98	93
固定资产	322	320	323	327	329	其他业务成本	50	71	28	32	37
无形资产	89	101	106	112	121	营业利润	4,398	2,700	3,619	4,563	5,047
商誉	103	97	97	97	97	其他非经营损益	7	36	25	41	39
递延所得税资产	121	125	161	276	195	利润总额	4,404	2,736	3,644	4,604	5,085
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	908	519	746	908	1,022
其他资产	341	367	473	811	571	净利润	3,496	2,217	2,899	3,696	4,064
资产总计	99,625	107,095	114,602	148,193	128,063	少数股东损益	3	10	13	17	19
短期借款	222	641	675	1,057	738	归母股东净利润	3,493	2,207	2,885	3,679	4,045
应付短期融资款	2,212	9,509	10,013	15,686	10,953	主要财务比率					
拆入资金	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	0	0	0	0	0	成长能力					
衍生金融负债	424	21	23	35	25	营业收入增长率	86.88%	-31.09%	25.55%	16.04%	10.50%
卖出回购金融资产款	22,902	26,030	27,408	42,939	29,981	净利润增长率	104.84%	-36.84%	30.75%	27.51%	9.95%
代理买卖证券款	35,069	27,867	30,491	31,116	33,490	盈利能力					
应付职工薪酬	1,374	938	1,249	1,260	1,427	营业利润率	51.74%	46.10%	49.21%	53.47%	53.52%
应交税费	323	418	427	543	569	净利率	41.10%	37.67%	39.23%	43.11%	42.90%
应付款项	317	839	664	996	976	回报率分析					
应付利息	449	432	673	502	575	总资产收益率	4.17%	2.13%	2.60%	2.80%	2.93%
长期借款	0	433	456	715	499	净资产收益率	22.72%	10.43%	10.92%	12.93%	13.09%
递延所得税负债	108	52	55	86	60	每股指标					
其他负债	2,309	513	541	847	591	EPS-摊薄 (元)	0.63	0.40	0.52	0.67	0.73
负债合计	82,601	81,353	87,055	118,313	95,616	每股净资产 (元)	3.55	4.61	4.94	5.36	5.82
股本	4,742	5,529	5,529	5,529	5,529	每股股利 (元)	0.35	0.15	0.20	0.25	0.27
资本公积金	2,968	10,457	10,457	10,457	10,457	估值分析					
归母权益合计	16,817	25,514	27,305	29,621	32,170	市盈率	15.92	25.21	19.28	15.12	13.75
所有者权益合计	17,024	25,742	27,546	29,879	32,447	市净率	2.84	2.18	2.04	1.88	1.73
负债及股东权益总计	99,625	107,095	114,602	148,193	128,063	股息收益率	3.48%	1.49%	1.95%	2.49%	2.73%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。