

长江证券（000783）

开启千人千面的智能财富管理新篇章

买入（维持）

投资要点

- **重磅打造金融科技新产品，二次创业焕发新活力：**公司引进资深互联网金融专家组建全新队伍，注入金融科技基因，从客户出发改变服务理念，首款产品 iVatarGo 正式发布。该产品是智能化财富管理系统，以大数据、云计算为核心，以投资为入口的移动互联网平台。通过客户标签化与内容个性化，从客户分析与客户需求着手，形成了客户数据获取、处理、分析与工程化、应用落地的分析逻辑，进而开发、引入适用于不同客户的产品与服务，真正细化客户，做到千人千面，为公司构建多元化财富管理大经纪平台奠定基础。iVatarGo 将通过筛选公司优质存量客户提升交易转化，并积极开发增量客户提升市场份额，从而提升公司市场份额并打造平台效应。
- **资本+人才齐头并进，业务结构不断优化：**公司 83 亿定增落地后将弥补资本金劣势，推动各项业务稳健发展，同时不超过 50 亿可转债发行正在有序推进，大幅提升资本实力和抗风险能力。公司在 2016 上半年已完成管理体制全面市场化改革，通过市场化选聘搭建起行业领先的高管团队和业务团队，激励机制获得明显提升。公司 2016 年实现归属母公司净利润 22.07 亿元，同比下滑 36.84%，大幅领先行业平均 49.57%，主要受益于 1) 债券、再融资承销规模增长带动投行收入上升；2) 资管规模大幅增加首破千亿贡献收入；3) 股权质押规模快速增长带动信用业务收入增加。
- **多元化股东背景，民营机制迸发活力：**新理益集团第一大股东资格落地后，标志着定位全国的混合所有制券商正式启航，公司决策效率和激励机制有望获得显著提升。另外公司与股东层面的资源协同正逐步增强：第一大股东新理益集团资源丰富，旗下国华人寿、天茂股份均有望和长江证券在业务协同、资源对接等方面形成互动；第二大股东三峡集团具备丰富的业务资源和央企实力；第三大国资股东背景的参与保证公司与湖北各级政府保持紧密的政企合作关系，夯实了公司在湖北的区域龙头地位。

投资建议

我们认为：1) iVatarGo 智能财富管理系统将为公司带来全新的发展模式，在严重同质化的证券行业形成鲜明的差异化优势和特色。2) 股权结构分散，公司市场化改革持续推进，各业务综合实力稳步提升。3) 资本+人才为核心推动公司全面步入发展新纪元。预计 17、18、19 年净利润 22.43 亿、25、28.26 亿，对应 EPS 为 0.41、0.45、0.51 元。公司目前估值 2.05 倍 17PB，看好公司差异化的竞争优势和机制带动的发展潜力，维持公司“买入”评级，给予目标价 13.2 元/股。

风险提示：1) 互联网金融监管程度超预期；2) 新产品对业绩贡献滞后体现。

2017 年 4 月 9 日

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业资格证书号码：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业资格证书号码：S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

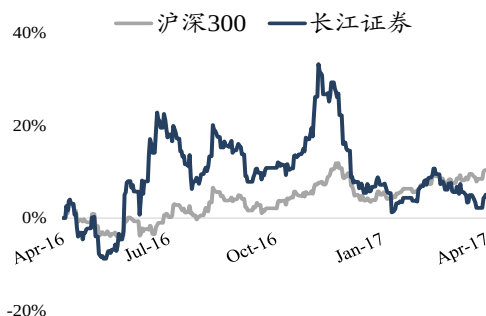
研究助理 田昶

执业资格证书号码：S0600115110022
tiand@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn
021-60199746

股价走势



市场数据（2017 年 4 月 7 日）

收盘价（元）	10.07
市盈率（2016）	25.23
市净率（2016）	2.18
流通 A 股市值（百万元）	47756

基础数据（2016）

每股净资产（元）	4.61
资产负债率（%）	75.96
总股本（百万股）	5529
流通 A 股（百万股）	4742

相关报告

1. 长江证券：2016 年年报点评-业绩优于行业，机制+资本助力腾飞 20170321
2. 长江证券：新理益股东资格落地，民营机制迸发活力 20161111

目 录

1. 重磅打造金融科技新产品，二次创业焕发新活力	4
1.1. 券商中首家定义智能化财管框架，树立行业转型标杆.....	4
1.2. 突破业内投顾匹配缺陷，定位移动互联网投资平台	4
1.3. 构建多元化财富管理大经纪平台	5
2. 资本+人才齐头并进，业务结构不断优化.....	6
3. 多元化股东背景，民营机制迸发活力	7
4. 投资建议：给予“买入”评级	8
5. 风险提示：	8

图表目录

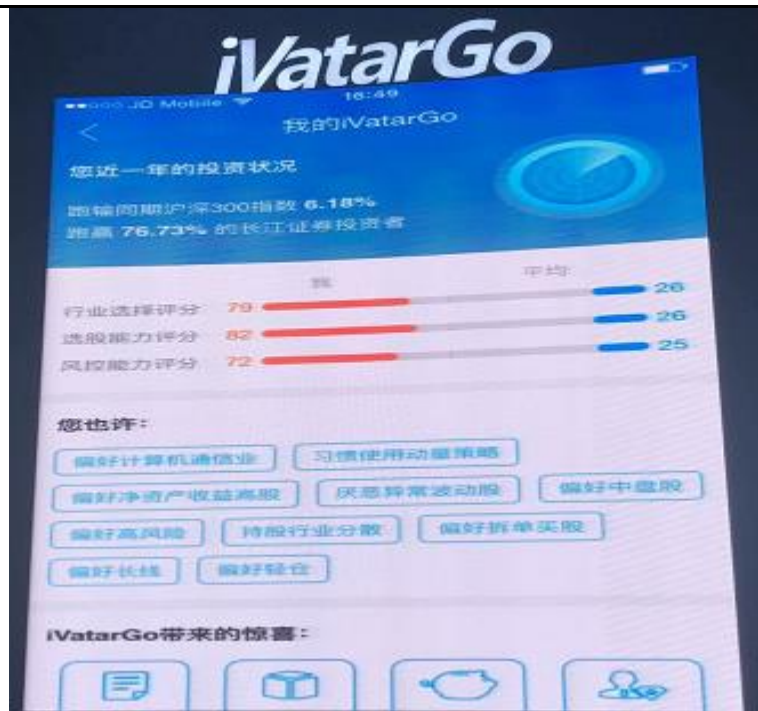
图表 1: 长江证券智能化财富管理系统——iVatarGo 应用界面	4
图表 2: iVatarGo 差异化优势	5
图表 3: 2012-2016 年长江证券业务结构对比	6
图表 4: 长江证券股债承销金额及市场份额	7
图表 5: 长江证券资产管理规模	7
图表 6: 公司主要股东情况 (根据 2016 年年报)	8
图表 7: 长江证券盈利预测	8

1. 重磅打造金融科技新产品，二次创业焕发新活力

1.1. 券商中首家定义智能化财管框架，树立行业转型标杆

前瞻性布局金融科技，先发优势显著。公司引进资深互联网金融专家组建全新队伍，注入金融科技基因，从客户出发改变服务理念。公司在行业内率先研发、布局智能化财富管理，基于大数据环境下运用云计算、语言识别、人工智能等新技术开发了智能财富管理系统——iVatarGo，通过对客户的交易数据、行为数据进行深度分析，对客户进行精准画像，在此基础上为客户提供个性化投资资讯、个性化的金融产品、个性化的投资顾问服务等。iVatarGo 创造性的勾勒了智能化财富管理平台的实现路径，为行业树立经纪业务向财富管理转型标杆。

图表 1：长江证券智能化财富管理系统——iVatarGo 应用界面



资料来源：东吴证券研究所

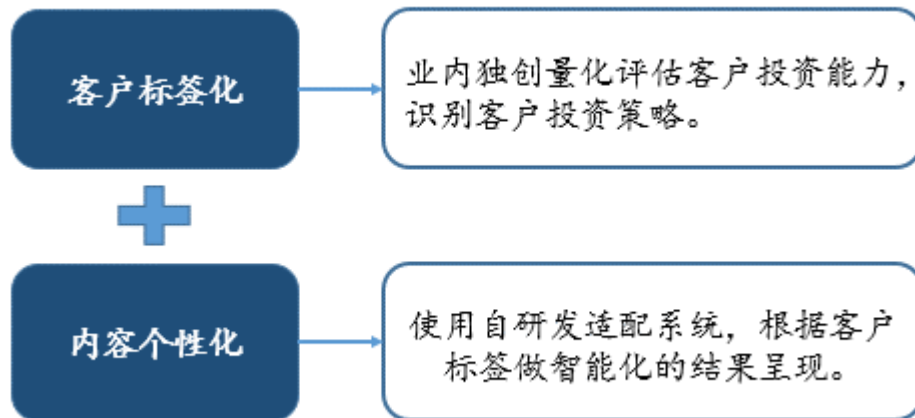
1.2. 突破业内投顾匹配缺陷，定位移动互联网投资平台

国内智能投资主要兴起于 2014 年，近两年快速发展。与国外被动管理模式不同的是，国内智能投资主要投资标的为主动性基金或其他理财产品。从产品入手，先引入、生成策略，再根据简单的测评将客户划入范围较宽的区间，或由客户自行根据自己目标挑选策略，未详细了解客户投资需求与交易行为特征，客户对于自身与产品的适配效果不了解，造成业务效果缺位。大数据的应用尚待深化，与实现真正的人工智能与私人定制仍有一定距离。

与传统投顾平台不同，iVatarGo 定位于智能财富管理系统，是以大数据、云计算为核心，以投资为入口的移动互联网平台。它从客户分析与客户需求着手，形成了客户数据获取、客户数据处理、客户数据分析与工程化、数据应用落地的客户分析逻辑，进而开发、引入适用于不同客

户的产品与服务。主要通过客户标签化与内容个性化达到在真正细化客户的基础上做到千人千面。

图表 2: iVatarGo 差异化优势



资料来源：东吴证券研究所

客户标签化——业内首创用户投资能力量化评估体系。iVatarGo 以 6 大类（投资总体特征、交易行为特征、投资风格、投资能力、投资策略、当前持仓特征）、多个因子和标签为基础库，以标签形式为每位客户进行全方位的客户画像，在作表述的通俗化转译之后展示给客户。利用先进的数据清理技术标注用户特征，识别客户投资策略。公司史上首次清洗所有正常交易客户五年交易数据，每日计算达千亿次。

内容个性化——依据客户标签智能化呈现。所有的资讯信息、金融产品、投顾组合、投顾人员等内容，均是依据客户标签，通过机器算法智能化呈现：（1）资讯算法：适配与用户具有相同特征的资讯（持仓、自选股、投资偏好、亏损行业等），为客户呈现合适的资讯；（2）产品算法：基于用户投资特征（用户交易行为），采用有监督分类算法，为用户呈现适合的产品；（3）投顾算法：参考客户与投顾的相似度，为客户呈现合适的投顾人员，适配合适的投顾组合。

1.3. 构建多元化财富管理大经纪平台

iVatarGo 智能财富管理系统旨在用互联网思维与技术，提升证券业服务水平，精准服务与管理客户，为公司构建多元化财富管理大经纪平台奠定基础，从基因上改变服务客户的思路。

存量客户交易提速。通过 iVatarGo 可以提升客户的自我认知，增强客户关于自我认知与盈亏结果的关联，后期通过使客户了解影响资产价格变动的因素与作用机理，有助于增强客户投资能力，筛选公司优质用户，提升交易转化，带动营业收入提升。

开发增量客户提升市场份额。构建以数据分析为核心的流量入口，通过引导新增客户尝试使用数据服务，并基于客户生命周期向客户持续提供服务，提升服务感知，触达唤醒增量用户，从而带来市场份额的提升。

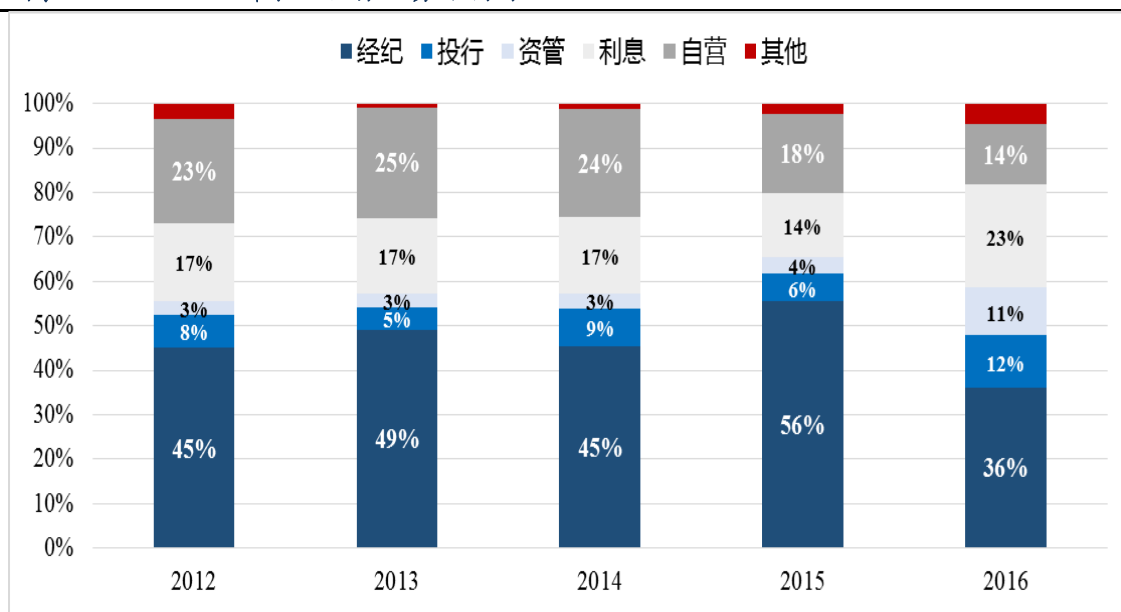
2. 资本+人才齐头并进，业务结构不断优化

83 亿定增落地弥补资本金劣势，推动各项业务稳健发展。2016 年 7 月定增募资 83.1 亿元后，各线业务实力显著增强。其中以 8 亿元增资长江资管（注册资本增至 10 亿元），建立大资管综合业务平台，其他业务也在稳步推进。同时不超过 50 亿可转债发行正在有序推进，大幅提升资本实力和抗风险能力。资本实力提升直接助力业务发展，推动公司全面步入发展新纪元。

人才扩张机制提升公司管理水平。公司在 2016 上半年已完成管理体制全面市场化改革，通过市场化选聘搭建起行业领先的高管团队和业务团队，公司激励机制获得明显提升，改革后公司的激励水平居于行业中上游水平。公司通过市场化原则选聘中高层，引荐行业领军人物同时唤醒原有员工积极性。

2016 年公司实现营业收入 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%，公司业绩表现好于行业平均水平（根据证券业协会统计的证券行业 2016 年净利润同比下滑 49.57%），收入和净利润排名上升两名。主要受益于 1）债券、再融资承销规模增长带动投行收入上升；2）资管规模大幅增加首破千亿贡献收入；3）股权质押规模快速增长带动信用业务收入增加。全年，经纪、投行、资管、自营、利息收入占比分别为 36%、12%、11%、14%、23%。

图表 3：2012-2016 年长江证券业务结构对比



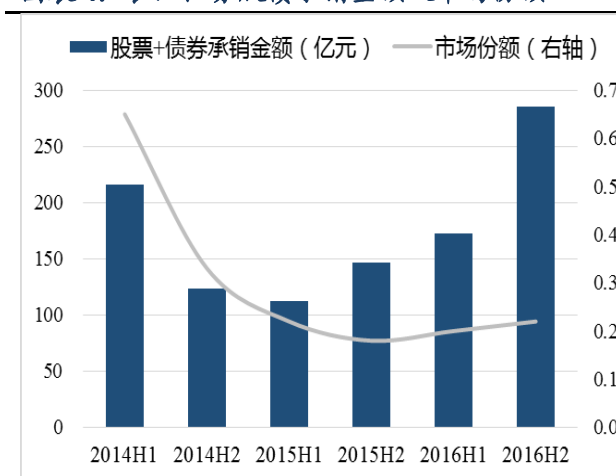
资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

债券、再融资规模大增，政策变化预计 17 年投行收入保持稳健：公司投行业务收入 6.9 亿元，同比增长 32%，其中债券主承销规模大幅增长 76%至 342 亿元，增发主承销规模增长 24%至 93.7 亿元。2017 年受政策变化影响，预计再融资规模或收缩，但 IPO 提速将带来新的增量收入，正负相抵后预计投行业务整体收入维持稳健。

资管规模首次突破千亿：公司总受托管理资产总规模 1089 亿元，同比增长 68.53%。资管业务收入 6.29 亿元，同比大幅增长 91%，资管收入占比大幅增加。公司积极创新，完成国内首单传统百货类 REITs 产品发行，为未来探索资产证券化新模式奠定了基础。

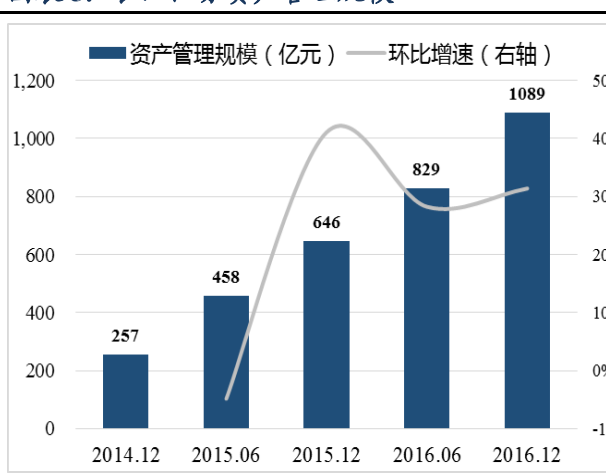
股权质押规模快速增长带动信用业务收入增加。公司资本中介业务保持良好发展势头，信用业务总体规模 671.86 亿元，同比增长 59.34%；融资融券期末余额 223.4 亿元，市场份额 2.38%，排名行业第 14 位；股票质押式回购交易业务规模快速增长，市场份额排名行业前列。公司持续推动创新型信用业务发展，积极开展上市公司股权激励计划行权融资和限制性股票融资等业务，为上市公司提供综合金融服务。

图表 4：长江证券股债承销金额及市场份额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：长江证券资产管理规模



资料来源：Wind，东吴证券研究所

3. 多元化股东背景，民营机制迸发活力

新理益集团第一大股东资格落地后，标志着定位全国的混合所有制券商正式启航，公司决策效率和激励机制有望获得显著提升。另外公司与股东层面的资源协同正逐步增强：第一大股东新理益集团资源丰富，旗下国华人寿、天茂股份均有望和长江证券在业务协同、资源对接等方面形成互动；第二大股东三峡集团具备丰富的业务资源和央企实力；第三大国资股东背景的参与保证公司与湖北各级政府保持紧密的政企合作关系，夯实了公司在湖北的区域龙头地位。

截至 2016 年末，公司已获得中国证监会批准的主要股东为新理益集团有限公司、湖北省能源集团有限公司、三峡资本控股有限责任公司三家，分别持有公司 12.62%、9.17%、6.02% 的股份。新理益集团有限公司与公司第五大股东国华人寿保险股份有限公司实际控制人均为刘益谦先生，合计持股比例为 16.9%；湖北省能源集团有限公司和三峡资本控股有限责任公司实际控制人均为中国长江三峡集团公司，合计持股比例 15.19%。

图表 6: 公司主要股东情况 (根据 2016 年年报)

主要股东	持股比例
新理益系 (新理益集团+国华人寿)	16.9%
三峡系 (湖北省能源集团+三峡资本)	15.19%
上海海欣集团有限公司	4.4%
湖北省中小企业金融服务中心有限公司	3.62%
武汉地产开发投资集团有限公司	3.62%

资料来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

4. 投资建议: 给予“买入”评级

我们认为 1) iVatarGo 智能财富管理系统将为公司带来全新的发展模式, 在严重同质化的证券行业形成鲜明的差异化优势和特色。2) 股权结构分散, 公司市场化改革持续推进, 各业务综合实力稳步提升。3) 资本+人才为核心推动公司全面步入发展新纪元。预计 17、18、19 年净利润 22.43 亿、25、28.26 亿, 对应 EPS 为 0.41、0.45、0.51 元。公司目前估值 2.05 倍 17PB, 看好公司差异化的竞争优势和机制带动的发展潜力, 维持公司“买入”评级, 给予目标价 13.2 元/股。

图表 7: 长江证券盈利预测

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,548	8,500	5,857	5,675	6,346	6,983
手续费及佣金净收入	2,626	5,610	3,502	3,176	3,308	3,528
其中: 经纪业务净收入	2,066	4,719	2,111	1,790	1,886	2,001
投资银行业务净收入	387	523	690	714	763	802
资产管理业务净收入	157	329	629	673	659	725
利息净收入	777	1,205	1,355	1,146	1,319	1,385
投资收益	992	1,604	1,148	1,284	1,632	1,965
二、营业支出	2,365	4,102	3,157	2,816	3,153	3,382
业务及管理费	2,086	3,395	2,811	2,397	2,665	2,863
三、营业利润	2,184	4,398	2,700	2,859	3,193	3,601
归属母公司所有者净利润	1,705	3,493	2,217	2,243	2,505	2,826
业绩增速	69.6%	104.8%	-36.5%	1.2%	11.7%	12.8%
EPS	0.31	0.63	0.40	0.41	0.45	0.51
BVPS	2.52	3.04	4.61	4.90	5.28	5.71
ROE	12.23%	22.72%	10.47%	8.53%	8.91%	9.31%
PE	32.62	15.92	25.09	24.81	22.21	19.68
PB	3.99	3.31	2.18	2.05	1.91	1.76

资料来源: 公司定期报告, 东吴证券研究所

5. 风险提示:

- 1) 互联网金融监管程度超预期;
- 2) 新产品对业绩贡献滞后体现。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>