

机制改革显成效，金融科技驱动转型 买入(维持)

2017 年 08 月 12 日

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,857	5,975	6,346	6,983
同比 (%)	-31.09	2.01	6.21	10.04
净利润 (百万元)	2,217	2,243	2,505	2,826
同比 (%)	-36.53	1.17	11.68	12.81
毛利率 (%)	-	-	-	-
ROE (%)	10.47%	8.53%	8.91%	9.31%
每股收益 (元)	0.40	0.41	0.45	0.51
P/E	23.30	22.73	20.71	18.27
P/B	2.02	1.90	1.77	1.63

事件：公司发布 2017 年中报，上半年实现营业收入 27.6 亿元，同比增长 7.3%；归属于上市公司股东净利润 9.95 亿元（对应 EPS 为 0.18 元/股），同比下滑 10.8%，归属于上市公司股东净资产 259.4 亿元。

投资要点：

■ **金融科技驱动经纪转型，线上线下融合的财富管理前景光明：**1) 公司上半年经纪业务净收入同比下滑 27%，主要受市场成交量下滑影响，但经纪市场份额稳步提升至近 2%，且客户数迅速增长，上半年新开户数 92.61 万户，新开户市场份额超过 10%，其中线上引流客户数 26.6 万户，排名行业前列，经纪业务转型成效显著。2) 金融科技驱动转型，自主研发国内首个券商智能财富管理系统 iVatarGo，为客户提供精准化并向匹配个性化财富管理服务，并上线 Level-2、MOT 系统等。3) 线上积极引流的同时，线下协同扩张，营业部数量增至 246 家，并更加注重湖北省外布局，未来将营造线上线下全景融合式的综合财富管理新模式，转型前景光明。

■ **非经纪业务全线增长，投行、资管亮眼，自营投资显著修复：**1) 公司业务结构均衡，经纪、投行、资管、信用、自营业务收入比重分别为 29%、13%、10%、24%、19%。2) 投行业务净收入同比增长 20%，债券承销表现亮眼，在市场发行总量下滑背景下，公司主承销金额 230.4 亿元，同比增长 55%，其中，企业债主承销金额 95.9 亿元，数量、规模均排名行业首位。3) 资产管理规模强势增长 28%至 1396 亿元，推动资管净收入同比增长 26%，集合资管占比达 45%体现主动管理能力。4) 信用业务总规模达 755 亿元，同比增长 12.4%，两融规模 198 亿元，股权质押稳步增长。

■ **市场化机制改革成效显著，短期业绩下滑无碍综合实力提升：**公司 2016 年启动改革以来，法人治理层面形成民企+央企强强联合的混合所有制，显著提升经营活力和效率；业务层面率先建立市场化机制及结果导向的激励机制等。上半年公司业务及管理费达 14.4 亿元，同比增长 40.7%，主要系网点新设、人员数量与结构优化、业务拓展成本增加所致，造成营业收入增长的同时业绩下滑，但转型推动综合竞争实力全面提升毋庸置疑。

■ **盈利预测与投资评级：**公司机制体制改革成效显现，各线综合竞争实力稳步提升，金融科技驱动经纪业务转型财富管理，看好中长期发展前景。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 22.4、25.1、28.3 亿元，对应 EPS 为 0.41、0.45、0.51 元/股，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 市场成交额持续低迷导致券商经纪业务承压；2) 监管持续趋严抑制券商估值；3) 经纪业务转型财富管理低于预期。

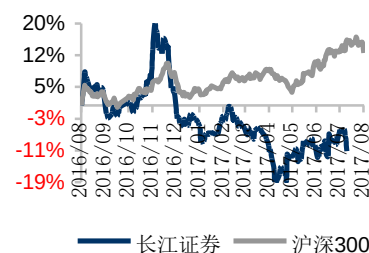
首席证券分析师 丁文韬
执业证书编号：S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云
021-60199746
maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸
执业证书编号：S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔
执业证书编号：S0600516110001
hux@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	9.32
一年最低/最高价	8.32/13.09
市净率 (倍)	1.96
流通 A 股市值 (百万元)	51,535

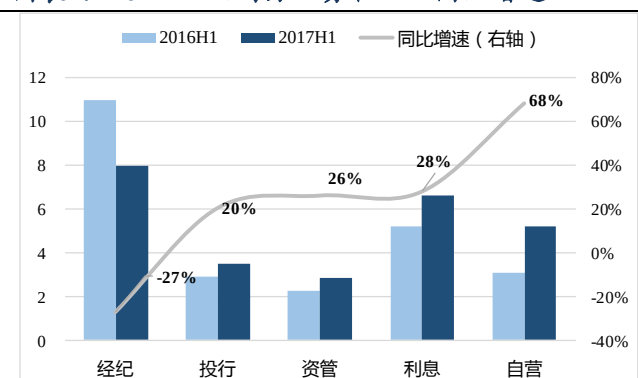
基础数据

每股净资产 (元)	4.69
资本负债率 (%)	75.51
总股本 (百万股)	5,529
流通 A 股 (百万股)	5,529

相关研究

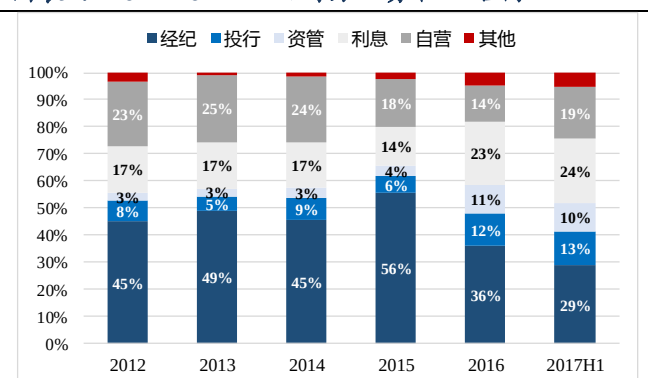
1. 长江证券：2017 年一季报点评-民营机制激发活力，各项业务持续优化 -20170423
2. 长江证券：开启千人千面的智能财富管理新篇章 -20170409

图表1：2017H1 公司分业务收入及同比增速



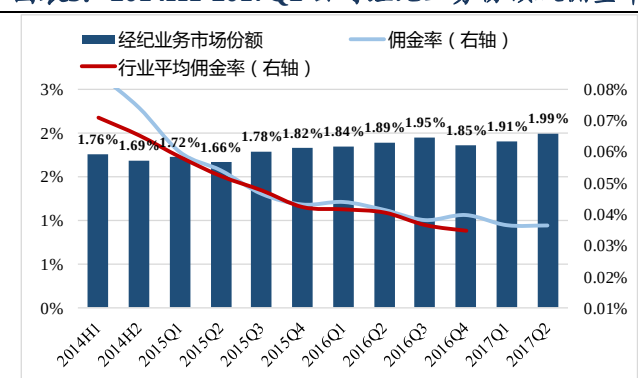
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表2：2012-2017H1 公司分业务收入结构



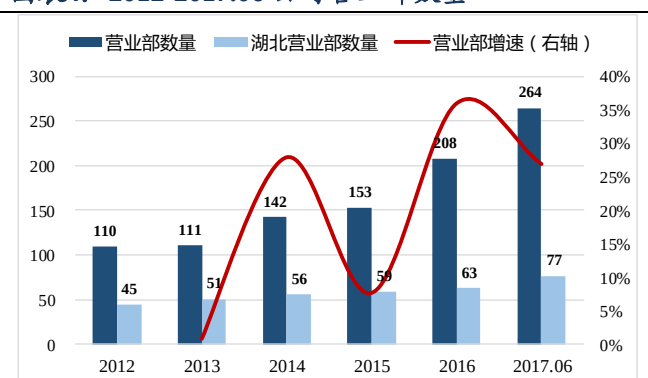
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表3：2014H1-2017Q2 公司经纪业务份额及佣金率



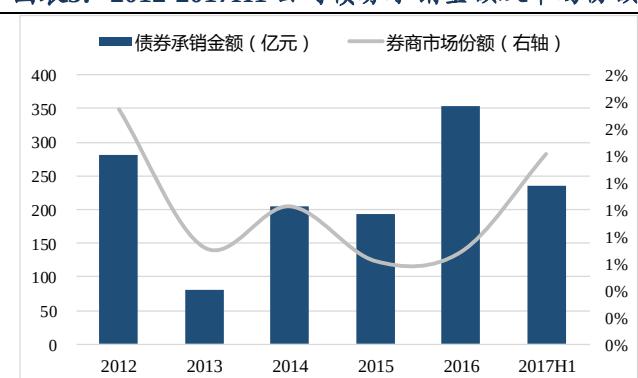
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表4：2012-2017.06 公司营业部数量



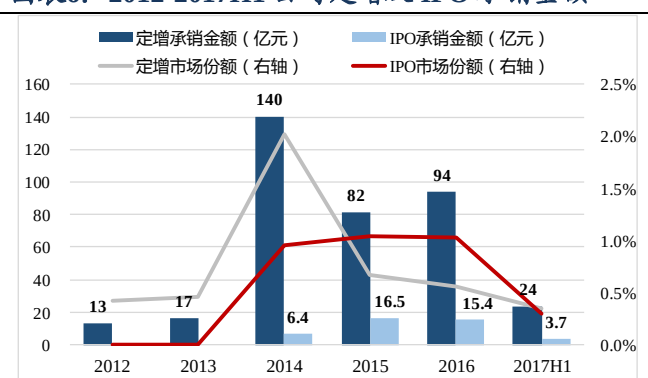
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表5：2012-2017H1 公司债券承销金额及市场份额



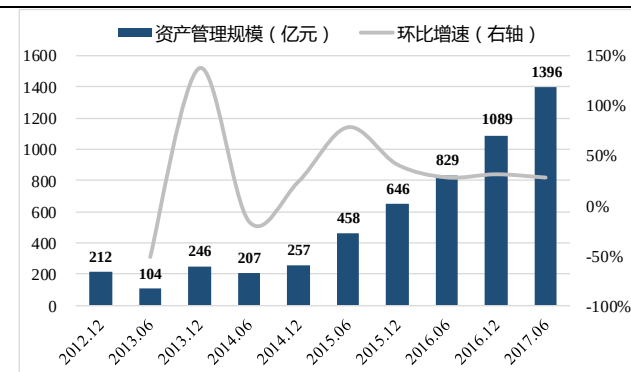
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表6：2012-2017H1 公司定增及 IPO 承销金额



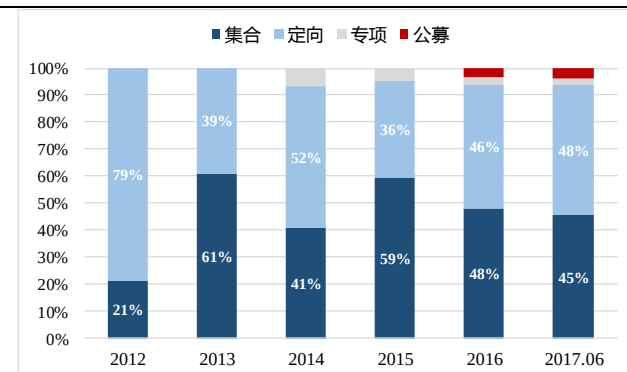
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表7：2012-2017.06 公司资产管理业务规模



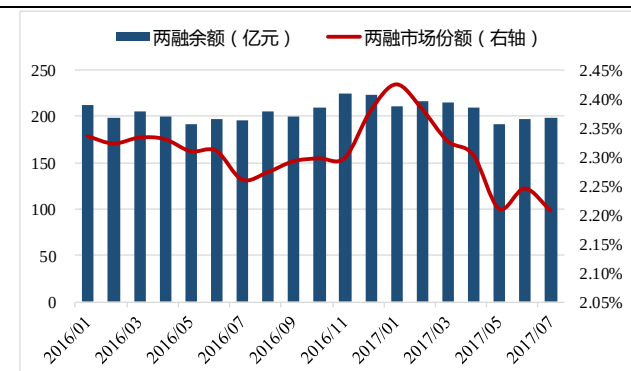
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表8：2012-2017.06 公司资产管理业务结构



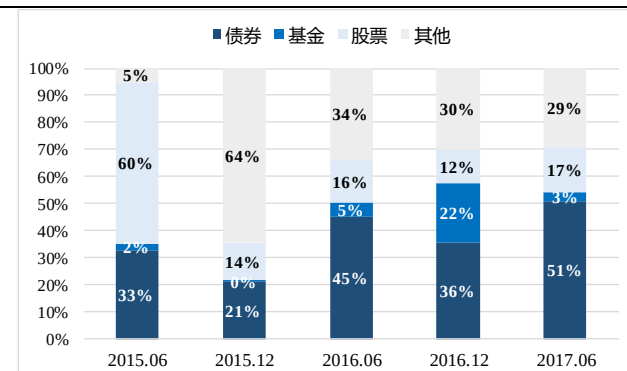
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表9：2016-2017.07 公司两融余额及市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表10：2015.06-2017.06 公司自营资产配置



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表11：长江证券盈利预测及估值

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,548	8,500	5,857	5,975	6,346	6,983
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	1,446	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、归属于母公司股东净利润	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	30.06	14.79	23.30	22.73	20.71	18.27
PB	3.70	3.07	2.02	1.90	1.77	1.63

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

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>

