



Research and
Development Center

首次覆盖：本土优势显著，股东结构多元

——长江证券（000783.SZ）深度报告

2017年08月31日

王小军 金融行业分析师

关 竹 研究助理

证券研究报告

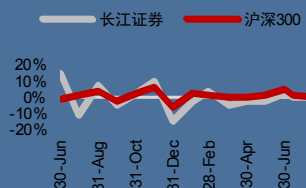
公司研究——首次覆盖

长江证券（000783.SZ）



首次评级

长江证券相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2017.8.30）

收盘价	10.02
52 周最高价/最低价	13.3/8.41
近一个月涨跌幅	5.47%
总股本(亿股)	55.29
流通股比例	100.0%
总市值	553.50

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

王小军 金融行业分析师
执业编号：S1500512040003
联系电话：+86 10 83326865
邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 研究助理
联系电话：+86 10 83326871
邮箱：guanzhu@cindasc.com

本土优势显著，股东结构多元

长江证券首次覆盖

2017 年 08 月 31 日

本期内容提要：

- ◆ **公司分析要点：**长江证券是全国性的全牌照上市证券公司，也是中西部较大的证券公司之一。同时，公司占据湖北地缘优势，持续推进深耕湖北战略，巩固区域优势。湖北地区优势明显，受益于一带一路沿线、国家制定中部崛起发展战略、长江经济带等国家政策利好。2016 年，公司与武汉市、黄冈市、黄石市等政府部门及湖北省宏泰国有资本运营集团、湖北省长江产业投资集团等企事业单位签署了战略合作协议，并成立了相应工作组在投融资服务、研究咨询、资产管理、证券经纪、金融创新等领域积极开展全方位合作。
- ◆ 2016 年，公司完成上市以来规模最大的股权融资——通过非公开发行股票募集资金 82.69 亿元，净资产和净资本规模大幅提升。公司募集资金后，一方面加大重点业务投入，支持两融、股票质押等资本中介业务，另一方面注重改善业务结构，加快中长期业务布局，加强对大投资、大资管等业务的投入，有力保障了公司各项业务稳步推进和持续发展，有利于公司保持较强的持续盈利能力。
- ◆ 此外，公司引入新股东，目前公司股东实现民企（新理益）+央企（三峡集团）的混合所有制格局，两者优势互补。民企股东的加入，既为公司解决了资本瓶颈，也为企业带来竞争机制，未来公司的人力优势成为核心竞争力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计长江证券 2017 年、2018 年和 2019 年分别实现营业收入 62.62 亿元、73.91 亿元和 85.50 亿元；归属于母公司净利润分别为 22.31 亿元、26.10 亿元和 30.27 亿元，对应每股收益分别为 0.40 元、0.47 元和 0.55 元。2017-2019 年长江证券每股价值分别为 13.47 元、15.31 元和 15.41 元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**交易量持续下跌风险和自营业务的波动性；准入门槛降低的风险，创新业务业绩不达预期；强监管政策持续，影响公司业务推进。

	2015 A	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F
营业收入(百万元)	8,499.61	5,856.48	6,261.81	7,390.61	8,550.44
增长率 YoY %	86.88%	-31.10%	6.92%	18.03%	15.69%
归属母公司净利润(百万元)	3,493.32	2,205.70	2,230.58	2,609.82	3,026.85
增长率 YoY%	104.83%	-36.86%	1.13%	17.00%	15.98%
毛利率%	51.74%	46.09%	48.97%	48.37%	48.38%

净资产收益率 ROE%	20.77%	8.64%	7.84%	8.18%	8.43%
每股收益 EPS(元)	0.74	0.40	0.40	0.47	0.55
市盈率 P/E(倍)	13.6	25.1	24.8	21.2	18.3
市净率 P/B(倍)	2.8	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 08 月 30 日收盘价

目 录

公司背景	1
公司亮点	2
深耕湖北，区域特色化战略	2
新股东入驻，优势互补	2
公司分析	2
盈利模式：经纪业务为主，收入结构更趋多元化	2
盈利能力：积极扩张资本，大力发展各项业务	5
经纪业务：金融科技战略，引入智能投顾	6
投行业务：打造龙头优势，抢占业务风口	8
资产管理业务：规模稳健，探索新模式	8
自营业务：投资风格稳健，规模持续增长	9
创新业务：做大资本中介业务，FICC 业务取得进展	11
盈利预测、估值与投资评级	12
盈利预测及假设	12
经纪业务收入或小幅下降，资本中介业务受公司关注	12
投行业务：定增新规不容小觑	13
资产管理业务：重回资管本源，通道业务或收缩	13
利润预测	15
估值与投资评级	15
风险因素	17

表 目 录

表 1：长江证券经纪业务与信用交易业务预测	12
表 2：长江证券投行业务预测	13
表 3：长江证券资产管理业务预测	14
表 4：长江证券自营业务预测	15
表 5：长江证券业务及管理费预测	15
表 6：长江证券部分加总法估值	16

图 目 录

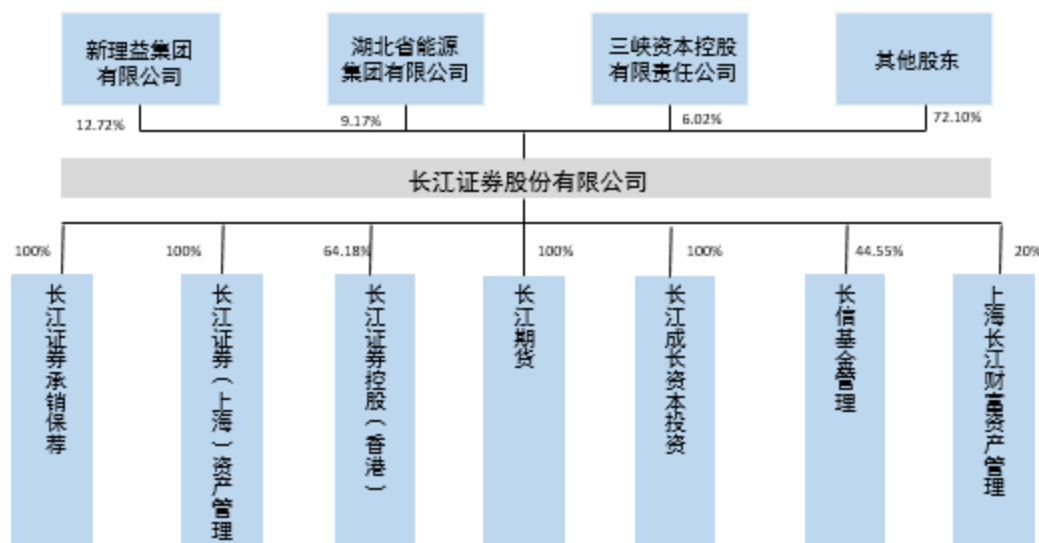
图 1：长江证券组织架构	1
图 2：证券行业收入结构	3
图 3：2012-2017H1 年长江证券收入结构	3
图 4：2012-2017H1 长江证券营业收入、净利润与利润率	4
图 5：2017Q1 上市证券公司盈利能力格局	5
图 6：2012 年至 2017H1 长江证券净资本（单位：亿元）	6
图 6：2017H1 上市证券公司经纪业务市场份额	7
图 7：长江证券经纪业务净佣金率	7
图 8：上市证券公司投行业务格局（2017H1）	8
图 9：2016 年上市券商受托资产管理业务规模（单位：亿元）	9
图 10：长江证券可用投资规模（单位：亿元）	10
图 11：2013-2017H1 长江证券投资构成	10
图 12：长江证券融资融券余额规模（单位：亿元）	11

公司背景

2007 年 12 月 5 日，经中国证监会批复，长江证券股份有限公司由石家庄炼化化工股份有限公司定向回购、重大资产出售暨以新增股份吸收合并长江证券有限责任公司而设立。同年 12 月底，正式在深圳证券交易所复牌。随后公司经多次增资扩股，公司股本总额增至 5,529,467,678 元。

直接持有公司 5% 以上的 A 股股东共有三家，分别是新理益集团、湖北省能源集团和三峡资本，三者分别持股 12.72%、9.17% 和 6.02%。其中新理益集团为 2016 年新入驻股东，并在 2017 年增持公司股份，目前为公司第一大股东。目前，长江证券有 7 个主要参、控股公司，分别是长江证券承销保荐有限公司、长江证券（上海）资产管理有限公司、长江证券控股（香港）有限公司、长江期货有限公司、长江成长资本投资有限公司、长信基金管理有限责任公司和上海长江财富资产管理有限公司，涉及资产管理、期货、基金、投行等多项业务。其中，除长信基金管理公司（持股比例 44.55%）、上海长江财富资产管理（持股比例 20%）和长江香港（持股比例 64.18%）以外，剩下的公司持股比例均为 100%。

图 1：长江证券组织架构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心，更新至 2017 年 8 月 30 日

公司亮点

深耕湖北，区域特色化战略

作为湖北省内本土券商，长江证券占据湖北地缘优势，持续推进深耕湖北战略，巩固区域优势。2016年，公司与武汉市、黄冈市、黄石市等政府部门及湖北省宏泰国有资本运营集团、湖北省长江产业投资集团等企事业单位签署了战略合作协议，并成立了相应工作组在投融资服务、研究咨询、资产管理、证券经纪、金融创新等领域积极开展全方位合作。

湖北地区优势明显，受益于一带一路沿线、国家制定中部崛起发展战略、长江经济带等国家政策利好。2016年，长江证券出资参与湖北省长江经济带产业基金，公司以湖北省长江经济带产业基金管理有限公司作为引导基金，长江证券投资标的为湖北省长江经济带产业基金中的部分母、子基金。

新股东入驻，优势互补

2016年，公司完成上市以来规模最大的股权融资——通过非公开发行股票募集资金82.69亿元，净资产和净资本规模大幅提升。资本实力的增强将为公司再次腾飞提供强劲的发展动力，确保公司能够兼顾短期收益和长期布局。公司募集资金后，一方面加大重点业务投入，支持两融、股票质押等资本中介业务，另一方面注重改善业务结构，加快中长期业务布局，加强对大投资、大资管等业务的投入，有力保障了公司各项业务稳步推进和持续发展，有利于公司保持较强的持续盈利能力。

此外，公司引入新股东，目前公司股东实现民企（新理益）+央企（三峡集团）的混合所有制格局，两者优势互补。民企股东的加入，既为公司解决了资本瓶颈，也为企业带来竞争机制，未来公司的人力优势成为核心竞争力。

公司分析

盈利模式：经纪业务为主，收入结构更趋多元化

从收入构成来看，长江证券与行业大部分券商相类似，截至2017年6月底，公司证券及期货经纪业务、资本中介业务和证券自营业务收入分别为9.56亿元、5.58亿元和3.94亿元，占收入结构的34.58%、20.18%和14.24%，是收入结构中的前三名。公司经纪业务主要依托于公司多家营业部，特别是在湖北省内的地区优势。

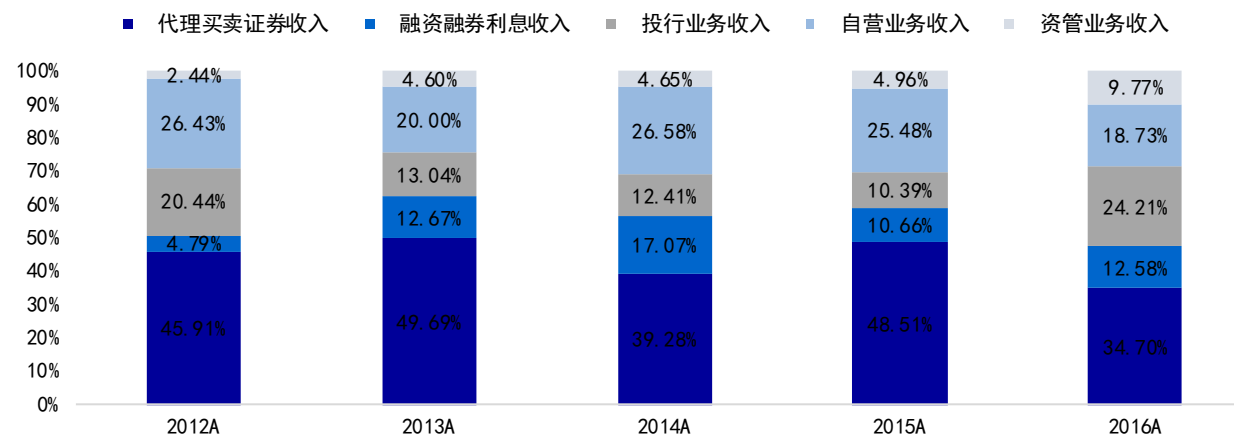
公司在2017年设立了战略机构部，制定的发展战略主要可概括为五个方面：

第一，客户战略：做强客户，并围绕客户需求开展各项业务；第二，资本扩张战略：寻求合适的时机推行发行可转债，扩大

公司资本；第三，金融科技战略：引入区块链等创新技术，加大研发，推出创新产品；第四，深耕湖北战略：湖北地区优势明显，一带一路、中部崛起、武汉自贸区、3 万亿 GDP 等优势；第五，区域特色化发展战略，未来将在北京、上海、深圳建设第二总部，布局西南（成都）、西北（西安）和东北（沈阳）。

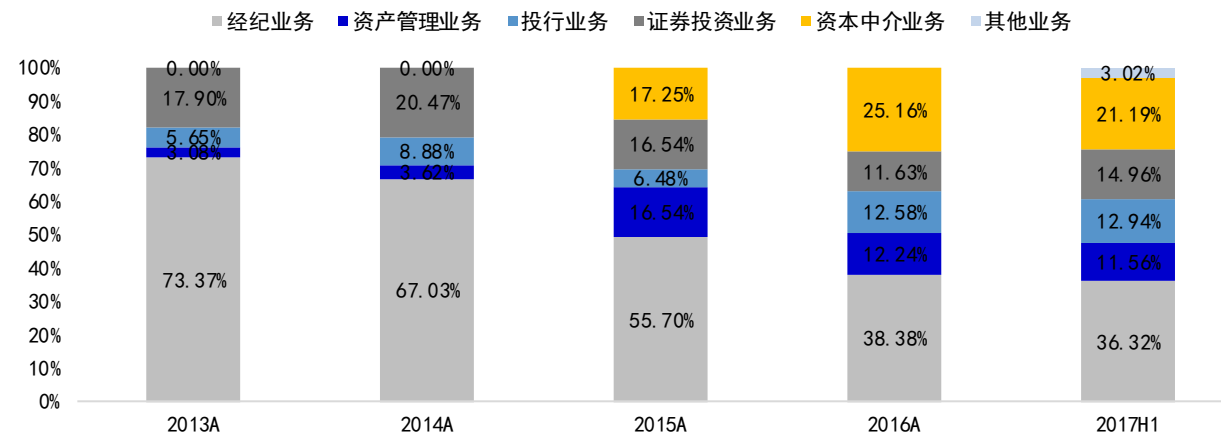
公司积极谋求业务转型：经纪业务从单一服务转为智能型服务，推出智能投顾，争取客户流量；投行业务作为公司的龙头业务，带动其他业务发展；为机构客户提供“投行+投资”的服务。

图 2：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会，信达证券研发中心

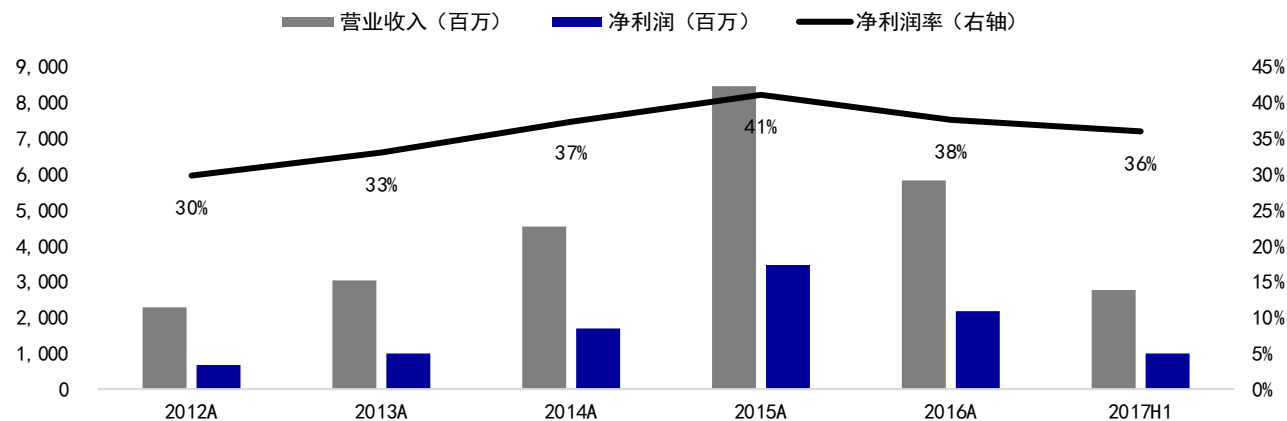
图 3：2012-2017H1 年长江证券收入结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

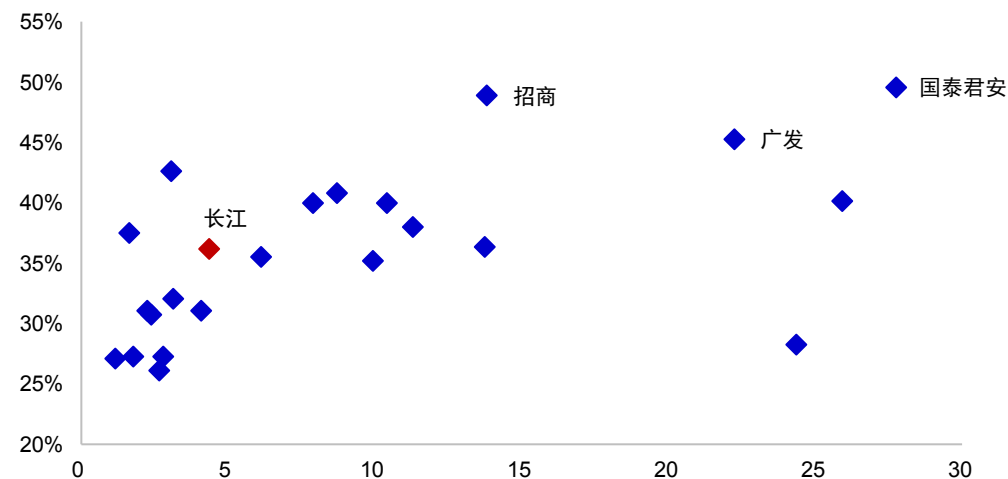
2017年上半年长江证券净利润为9.95亿元，同比下降10.75%。公司一季度利润4.35亿元，处于A股上市证券公司第13位；净利润率为36.14%，处于上市证券公司第12位。比较分析2016年上市证券公司的盈利能力可以看出，A股上市证券公司的净利润规模和净利润率之间相关性基本呈正相关。从净利润规模和净利润率构成的格局来看，长江证券净利润率相对较高，但净利润规模仍不及国泰君安等第一集团券商。可以看出，公司盈利能力较强，但整体规模仍有待提高。

图4：2012-2017H1 长江证券营业收入、净利润与利润率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2017Q1 上市证券公司盈利能力格局



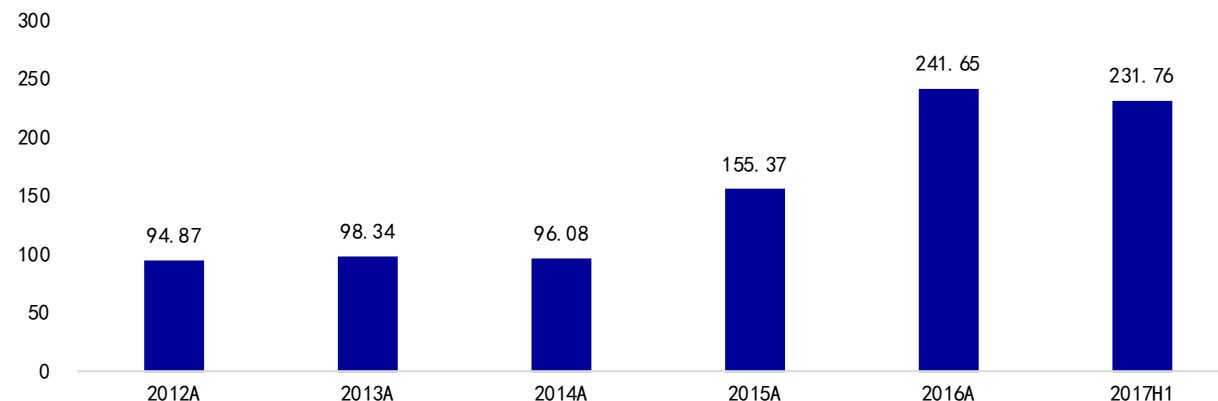
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利能力：积极扩张资本，大力发展各项业务

公司积极实施资本扩张战略,通过不同融资渠道满足日常经营和业务发展需求,截至 2017 年 6 月底,公司净资产为 231.76 亿元。公司日常经营的融资渠道主要包括信用业务债权收益权转让及回购、发行收益凭证、银行间和交易所债券回购、银行间市场同业拆借等,主要用于短期资金周转;2016 年,公司通过非公开发行股票募集资金净额 82.69 亿元以补充营运资金;此外,公司还可根据市场环境和自身业务发展需求,通过发行公司债券、次级债券等主管部门批准的其它方式进行融资,公司于 2017 年 3 月 1 日成功发行 30 亿元次级债券。

随着公司 2015 年发行的三年期 70 亿元次级债到期,2017 年 6 月 14 日公司发行 50 亿元可转换公司债券的申请已收到证监会受理通知。根据公司披露资金用途来看,20 亿元拟用于扩大资本中介业务规模,25 亿元用于增加对子公司的投入,增强子公司盈利能力,5 亿元用于扩大证券投资及做市业务规模,增加投资范围。整体而言,公司具有较强的融资能力且对未来各项业务的发展有明确规划。

图 6：2012 年至 2017H1 长江证券净资本（单位：亿元）

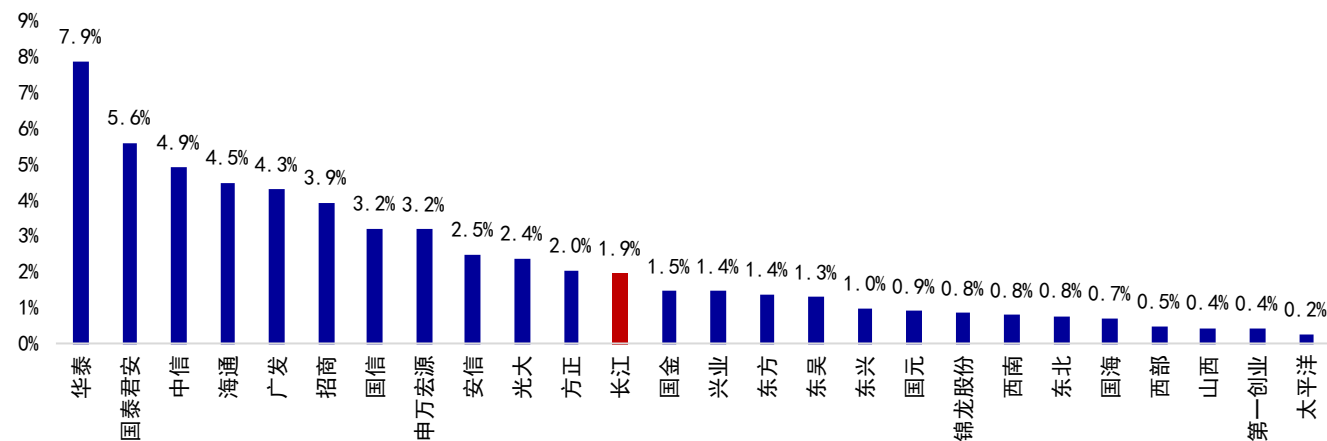


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

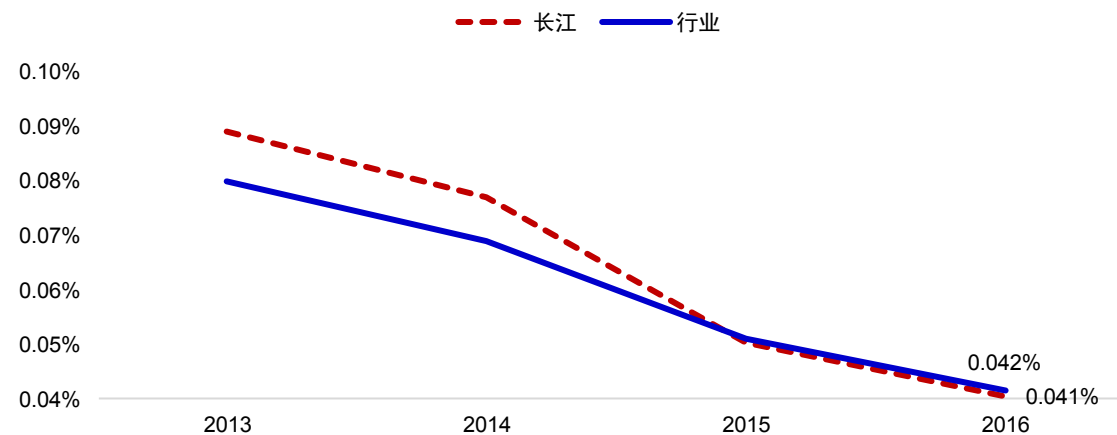
经纪业务：金融科技战略，引入智能投顾

截至 2017 年 6 月底，公司共有 246 家营业部，覆盖多个省份。2012 年以来公司营业部数量增长较快，为公司经纪业务的发展打下了较好的基础。截至 2017 年上半年长江证券股票和基金代理交易额分别为 2.08 万亿元和 273.18 亿元，市场份额分别为 1.99% 和 0.31%，在行业证券公司中排名第 16 和第 17。从佣金率来看，长江证券佣金率受行业影响，持续下滑，2015 年以前一直好于行业，随着行业竞争加剧，公司营业版图不断扩张，公司整体佣金率水平不及行业。2017 年上半年公司经纪业务市场份额持续增长，股基交易量市场份额 1.86%，较年初增长 0.04 个百分点。

在传统经纪业务竞争不断加剧的背景下，公司主动转型，提出金融科技战略，在经纪业务引入智能投顾。2017 年 4 月，公司推出新产品 iVatargo，基于 6 大类、106 个因子、231 个标签，在确保客户信息和资料绝对保密的前提下，对客户的行为数据、交易数据进行深度智能分析，为每名客户进行全面精准“画像”，希望通过它来帮助客户获取投资信息、分析投资情报，成为客户投研和决策的智能助手。同时，iVatargo 为每个客户提供适当性且个性化的投资资讯、理财产品以及投资顾问服务等。

图 6：2017H1 上市证券公司经纪业务市场份额


资料来源：公司公告，上海证券交易所，深圳证券交易所，Wind，信达证券研发中心

图 7：长江证券经纪业务净佣金率


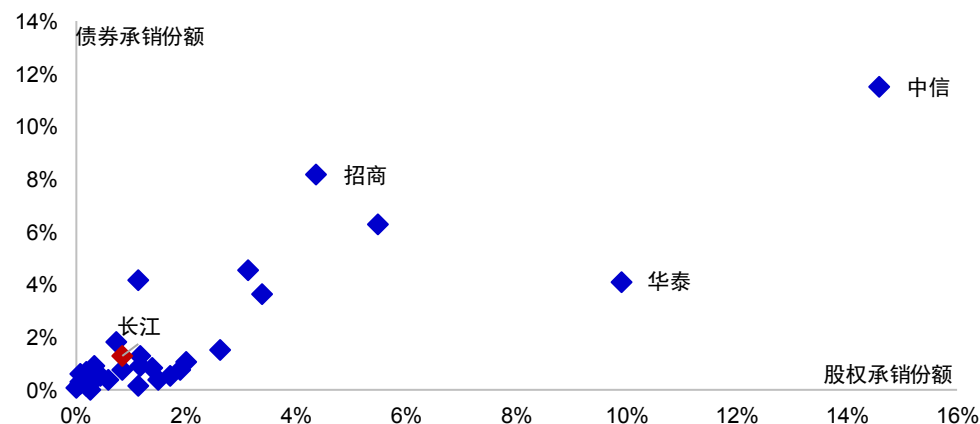
资料来源：公司公告，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

投行业务：打造龙头优势，抢占业务风口

投行业务是公司未来规划发展的龙头业务，2016 年公司优化投行业务机制，强化资源配置，积极把握市场业务机会，实现承销金额增长。截至 2017 年 6 月底，公司投资银行业务实现营业收入 3.74 亿元，同比增长 23.51%，其中保荐业务净收入 918.87 万元，财务顾问业务收入 12,879.78 万元。与其他券商相比，公司投行业务相对落后，2017 年上半年债权承销市场份额 1.29%，位列行业第 26 位；股权主承销市场份额 0.85%，位列行业第 26 位。未来，受益于融资需求的扩大，一级资本市场快速发展，投行业务将持续增长。

截至 2017 年上半年，公司股票主承销业务完成 IPO 项目 2 个，主承销金额 3.53 亿元；增发主承销项目 4 个，主承销金额 23.81 亿元；债券主承销项目 28 个，主承销金额 230.4 亿元。在债券发行总量大幅下降的市场环境下，公司的债券主承销规模逆市增长，完成主承销项目 28 个，同比增长 87%，主承销金额 230.4 亿元，同比增长 55%；其中，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排名行业首位。

图 8：上市证券公司投行业务格局（2017H1）



资料来源：wind，信达证券研发中心

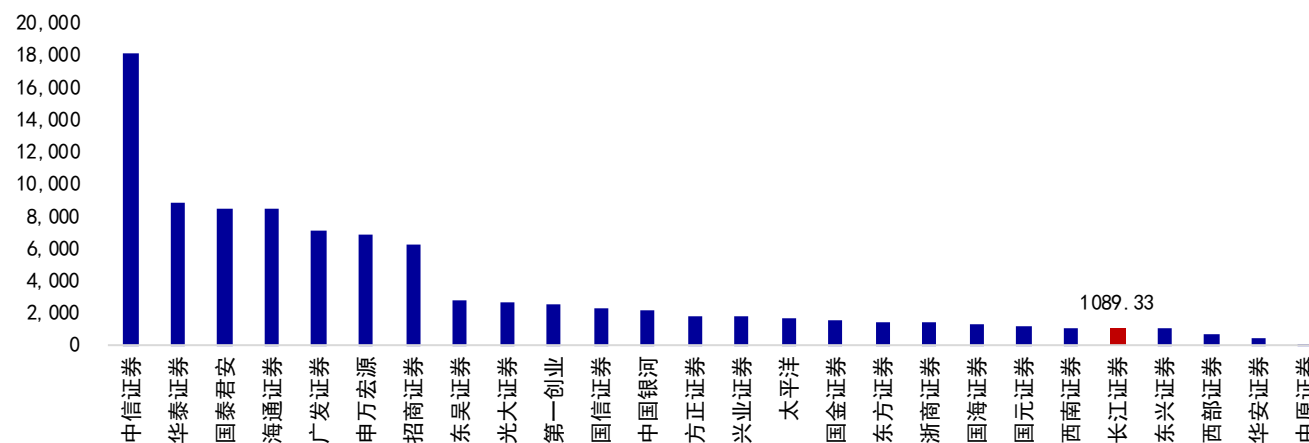
资产管理业务：规模稳健，探索新模式

2016 年长江资管资产管理规模超过千亿，达到 1089 亿元，同比增长 68.53%；资管业务收入大幅增长，收入为 6.72 亿元，

同比增长 105.48%；收入占比从 2015 年的 3.85% 上升至 11.48%。公司紧跟市场形势加强产品创新，推出“步步为赢”、“木兰”系列品牌产品，分别采用可转债、CPPI 等策略，取得较好效果；拓展以网下新股申购为特色的产品，推出“聚宝”系列定向产品，实现权益投资与网下新股申购的有机结合。

2017 年上半年，长江资管新发产品数量 45 只，排名行业第 2 位；长江资管资产管理业务净值 1,395.63 亿元，较上年末增长 28.12%；上半年实现资产管理业务净收入 2.65 亿元，同比增长 18.86%。

图 9：2016 年上市券商受托资产管理业务规模（单位：亿元）



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

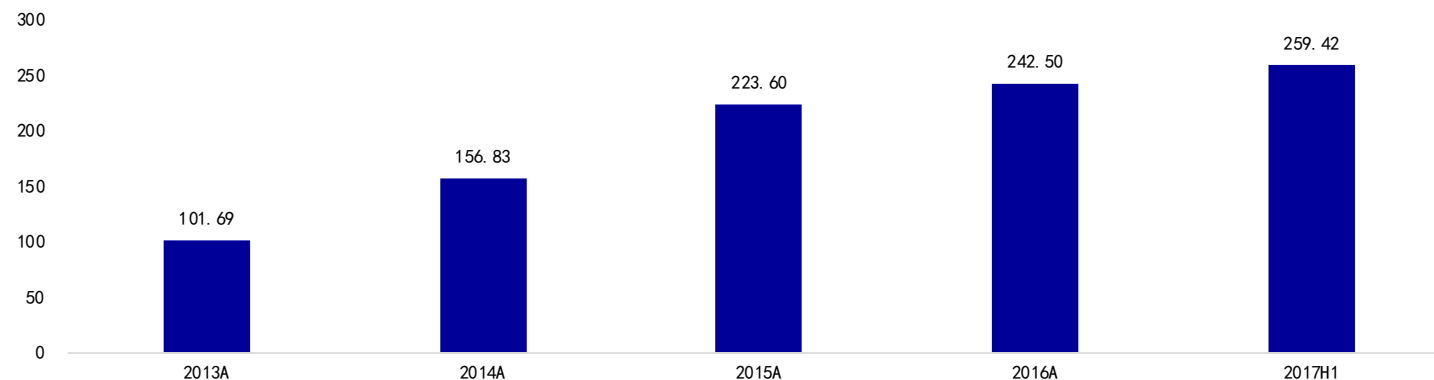
自营业务：投资风格稳健，规模持续增长

截至 2017 年 6 月底，长江证券自营业务获取证券投资收益 4.12 亿元，同比下滑 20%，投资收益的下滑主要受衍生金融工具收益大幅下降影响。

从投资构成角度来看，公司近年来以债券为主，但随着行情变动相机调整。2015 年上半年股市表现较好，因此公司投资结构中大幅提升了股票和基金的比重，两者比重合计达到 24%，债券比重达到 45.98%。2016 年公司非公开增发募集 83 亿元资金用途中，拟用 10 亿元扩大自营业务投资规模，增加投资范围，丰富公司收入来源。

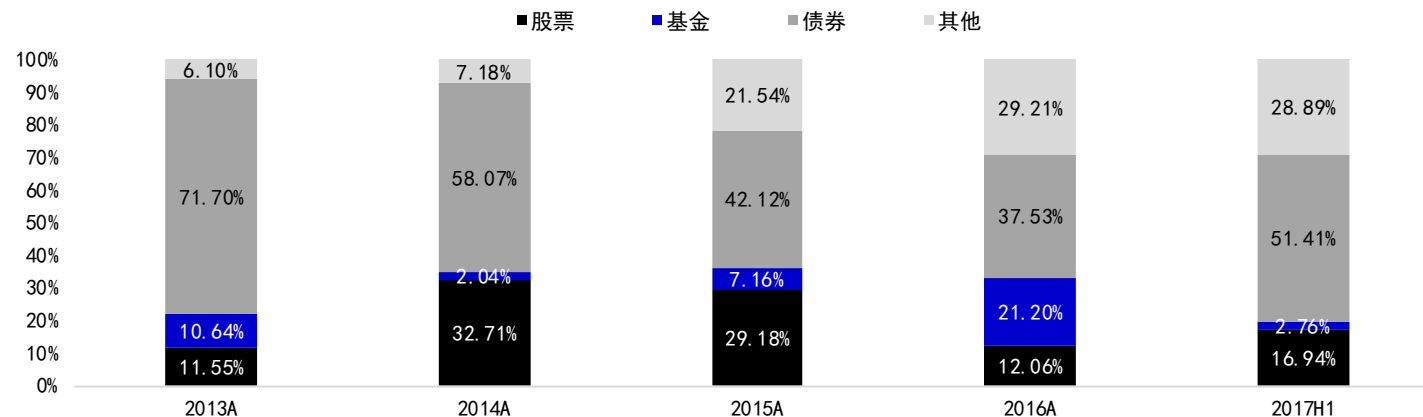
在投资理念方面，公司深化价值投资理念，实现证券投资稳健收益。坚持新增直投基金与存量管理两手抓，以私募股权投资基金为突破，通过并购重组、Pre-IPO 等方式，带动直投业务转型发展；加强存量项目的投后管理，提高项目退出效率。加快布局另类投资业务，拓展公司投资业务边界，形成多品种、多策略、跨市场的大投资业务模式。

图 10: 长江证券可用投资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 2013-2017H1 长江证券投资构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

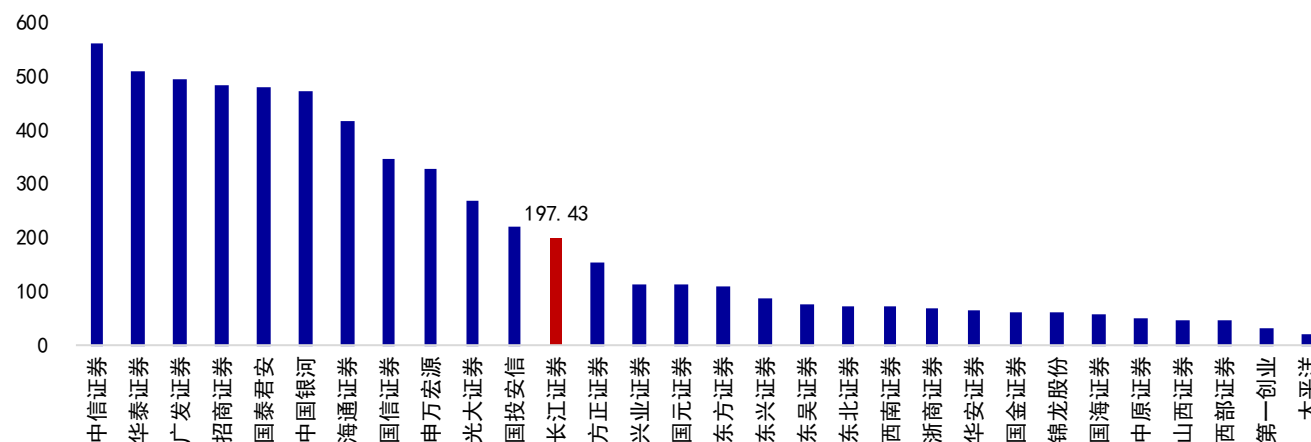
创新业务：做大资本中介业务，FICC 业务取得进展

2016 年以来，公司积极提升客户服务水平，提升资产转化效率，两融业务行业排名维持在较高水平，股票质押业务市场占有率及行业排名快速提升，公司资本中介业务收入占比营业收入显著提高。截至 2017 年 6 月底，公司信用业务总规模 755.27 亿元，较上年末增加 83.41 亿元，增幅 12.41%；其中，融资融券业务规模 197.52 亿元，市场份额 2.24%，排名保持第 14 位；股票质押业务在强化风险管控的基础上，保持业务规模稳步增长。

公司新三板业务主要指标保持领先，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，均位于行业前 10 位。

2015 年，公司 FICC 业务取得实质性进展，黄金业务从 6 月份开始交易，业务规模已经超过 20 亿元。资本中介业务共管理 10 个主动管理型产品，其中非结构化产品 7 个，结构化产品 3 个，受托资金规模约 140 亿元，同比增长约 169%。完成中欧交易所 50ETF 首笔交易，为探索人民币资产迈入国际市场作出贡献。衍生品交易业务获得稳定收益。在 2015 年市场的剧烈震荡中，收益率没有受到重大影响，体现了公司盈利模式的成效。与此同时，公司积极进入机构间报价系统、上海清算所等场外交易平台，成为机构间报价系统第一家做市商。

图 12：长江证券融资融券余额规模（单位：亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心，截至 2017 年 6 月 30 日

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

经纪业务收入或小幅下降，资本中介业务受公司关注

成交额拖累经纪业务收入。2017 年以来 A 股市场震荡，两市成交额在一季度出现小幅回升后再次下滑，成交额的下滑拖累了公司经纪业务收入。今年上半年，两市日均成交额为 4,362 亿元。我们预计 2017 年全年 A 股市场日均成交额为 5,000 亿。互联网金融对传统经纪业务的渗透，使得小券商有了弯道超车的机会，但也加速了佣金率的下滑。2013 年的佣金费率为 0.080%，2016 年下降至 0.042%。我们预计，2017 年行业佣金率水平将进一步下降至 0.035%。

在全年日均交易额 5000 亿、长江证券股基交易市场份额维持 2%、公司经纪业务经手续费率 0.039% 的假定下，长江证券 2017 年代理买卖证券业务净收入为 18.82 亿元，相比 2016 年下降 10.97%。

两融规模仍在低位。从 2015 年下半年以来，两融规模下降较快。今年以来，一季度规模持续回升，4 月初两融交易额出现下滑，目前两融交易规模处于较低水平。我们预计，2017 年两融交易额占 A 股交易额比重在 10% 左右，日均交易额为 500 亿元。

减持新规或冲击股票质押业务。2017 年 5 月，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，上海、深圳证券交易所也出台了完善减持制度的专门规则，涉及非公开发行股份减持、股权质押减持、董监高辞职减持等多个方面。减持新规的实施对股票质押市场的流动性产生冲击，质押率也将出现下滑。我们预计，2017 年股票质押业务受减持新规影响规模或将小幅下滑。

以信用交易业务为主的资本中介业务，是公司未来的发展重点。截止 2017 年 6 月底，长江证券融资融券余额为 197.43 亿元。我们预计，全年融资融券平均余额 212.78 亿元、融资融券费率维持 7.5%，长江证券 2017 年两融业务收入为 15.95 亿元，利息净收入 16.91 亿元。

表 1：长江证券经纪业务与信用交易业务预测

经纪业务（亿元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
日均股票交易额	10,436.90	5,220.68	5,000.00	5,500.00	6,050.00
长江股基权证交易额市场份额	1.74%	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
长江经纪业务手续费率	0.061%	0.047%	0.039%	0.035%	0.033%
长江证券股基交易额	93,689.93	52,134.27	52,920.00	58,212.00	64,033.20

代理买卖证券业务净收入	47.19	21.14	18.82	18.93	19.88
融资融券年均余额	277.34	236.42	212.78	234.05	257.46
利息净收入	12.05	13.55	16.91	22.43	27.51

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

投行业务：定增新规不容小觑

再融资业务收紧影响投行业务。再融资业务发行规模及费用规模一直呈增长态势，2016 年再融资业务增速迅猛，占股权承销金额比重高达 87%。2017 年 2 月，证监会发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。从《监管问答》的主要内容来看，发行规模与时间的限制将制约投行业务的承销规模。考虑到目前再融资费率较低，融资规模和时间的限制将直接影响投行业务收入。

我们预计长江证券的投行业务将保持良好增长，2017 年承销业务收入将达到 5 亿元，保荐服务与财务顾问服务分别为 0.5 亿元和 4 亿元，投行业务整体收入达到 9.5 亿元。

表 2：长江证券投行业务预测

投行业务（亿元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市场股票及股票融资额	15,364.48	19,495.49	21,437.56	23,721.06	25,310.37
股票及股票连接主承销市场份额	0.60%	0.56%	1.00%	1.00%	1.00%
长江股票承销额	92.12	109.06	214.38	237.21	253.10
市场企业主体债券融资额	55,967.30	57,383.65	59,548.78	65,232.91	72,315.34
企业主体债券主承销市场份额	0.35%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%
长江债券承销额	193.71	341.90	357.29	326.16	361.58
承销业务收入	2.76	3.54	5.00	4.95	5.35
保荐服务收入	0.59	0.45	0.50	0.50	0.54
财务顾问收入	2.10	2.82	4.00	3.91	4.23

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

资产管理业务：重回资管本源，通道业务或收缩

随着通道业务规模的快速扩张，监管层对于通道业务风险的关注程度明显提升。2014 年证监会发文规范基金子公司通过一对多专户开展通道业务，要求证券公司不得通过集合资产管理计划开展通道业务。2016 年 11 月，监管层发布“八条新规”，通过净资本约束，倒逼行业回归主动管理，缩减通道业务规模。2017 年 5 月监管层首次针对整个资管行业表态，强调资管机构不得让渡管理责任。监管层对于通道业务的表态，加之之前银行业理财登记托管中心又强调穿透到底层资产的监管要求，我们认为在去杠杆的背景下，金融业务风险防范仍是监管层的关注点。在多重监管政策的引导下，券商资管通道业务规模将有所收缩。

我们预计，长江证券 2017 年集合资管、定向资管和专项资管业务收入分别为 6.53 亿元，0.62 亿元和 0.04 亿元，加上境外资产管理收入 0.13 亿元，全年资产管理业务收入将达到 7.32 亿元。

表 3：长江证券资产管理业务预测

资管业务（亿元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
集合资产管理业务年底规模	368.84	522.32	783.48	940.18	1,128.22
集合资产管理业务管理费收入	2.99	4.96	6.53	8.62	10.34
集合资产管理业务管理费率	1.27%	1.11%	1.00%	1.00%	1.00%
定向资产管理业务规模	236.95	495.23	742.84	891.41	1,069.69
定向资产管理业务管理费收入	0.13	1.04	0.62	0.65	0.78
定向资产管理业务管理费率	0.07%	0.28%	0.10%	0.08%	0.08%
专项资产管理业务规模	30.80	28.27	42.40	63.60	95.40
专项资产管理业务管理费收入	0.05	0.19	0.04	0.06	0.10
专项资产管理业务管理费率	0.20%	0.64%	0.10%	0.10%	0.10%
境外资产管理收入	0.07	0.02	0.13	0.24	0.44

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

自营业务：投资收益率可能下降

受资产荒的影响，自营业务投资收益率较去年可能下降。今年上半年受到市场行情的冲击，长江证券自营业务收入中权益类收入大幅降低。此外，行情的大幅波动也将对自营的投资规模产生冲击。

因此，我们预计长江证券或将调低股票类资产配比，增加债券类资产配置。2016 年受行情影响，长江证券自营投资结构中，股票、基金、其他资产的比重分别是 12.06%，10%和 77.94%。

我们预计 2017 年投资结构中，股票、基金、其他资产的比重分别是 15%、12.5%和 72.5%。在全年证券投资收益率 3.78%，投资规模 235.32 亿元的假设下，长江证券 2017 年自营业务收入将上升至 10.23 亿元。

表 4：长江证券自营业务预测

自营业务（亿元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
上证指数涨幅	9.41%	-12.31%	5.00%	10.00%	10.00%
证券投资期末规模	223.60	242.50	235.32	282.68	347.95
证券投资收益率	8.43%	4.92%	3.78%	4.85%	4.85%
股票投资规模比重	14.73%	12.06%	15.00%	15.00%	15.00%
基金投资规模比重	18.98%	10.00%	12.50%	12.50%	12.50%
其他投资规模比重	66.29%	77.94%	72.50%	72.50%	72.50%
自营业务收入	17.35	12.68	10.23	13.88	16.74

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

利润预测

综合以上各业务模块预测，我们预计长江证券 2017 年、2018 年和 2019 年分别实现营业收入 62.62 亿元、73.91 亿元和 85.50 亿元；归属于母公司净利润分别为 22.31 亿元、26.10 亿元和 30.27 亿元，对应每股收益分别为 0.40 元、0.47 元和 0.55 元。

表 5：长江证券业务及管理费预测

其他	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
业务及管理费/营业收入	39.94%	48.00%	44.71%	45.39%	45.44%
营业税金及附加税率	6.55%	3.19%	8.09%	8.47%	8.69%
所得税率	20.63%	18.98%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

在目前证券公司业务线条设置的条件下，自营业务、非自营业务板块能够较为明显区分，创新业务范畴清楚。自营业务主要

由自有资金投资规模和收益率驱动，非自营业务由中介服务的市场份额驱动，而创新业务的发展阶段与传统中介业务不同，不同业务板块核心驱动因素有所不同，因此我们采取部分加总法对公司进行估值。

表 6：长江证券部分加总法估值

自营业务估值(百万元)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
现金和证券投资规模	26,261	27,343	24,962	29,054	36,187
直接投资规模	413	732	573	704	849
直接投资价值	131	120.08	121.43	131.38	144.52
其他投资	-	-	-	-	-
自营业务价值	26,392	27,463	25,083	29,186	36,331
自营业务每股价值(元)	5.57	4.97	4.54	5.28	6.57
自营业务市净率(P/B)	1.57	1.08	0.88	0.91	1.01
非自营业务估值(百万元)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
非自营业务净利润	4,047	2,474	2,139	2,197	2,385
非自营业务市盈率(P/E)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
非自营业务价值	40,468	24,741	21,392	21,971	23,853
非自营业务每股价值(元)	8.53	4.47	3.87	3.97	4.31
创新业务估值(百万元)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
创新业务净利润	1,905	1,675	1,867	2,232	2,500
创新业务市盈率(P/E)	25.00	15.00	15.00	15.00	10.00
创新业务价值	47,629	25,120	28,001	33,485	25,001
创新业务每股价值(元)	10.04	4.54	5.06	6.06	4.52
部分加总法估值	2015	2016	2017F	2018F	2019F
总价值(百万元)	114,489	77,324	74,477	84,642	85,185
每股价值(元)	24.14	13.98	13.47	15.31	15.41
对应市盈率(倍)	32.77	35.06	33.39	32.43	28.14
对应市净率(倍)	6.81	3.03	2.62	2.65	2.37

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

我们预计公司自营业务 2017 年、2018 年和 2019 年每股价值分别为 4.54 元、5.28 元和 6.57 元；对非自营业务和创新业务采用 P/E 估值方法估值，对非自营业务给予 10 倍 P/E 倍数，对应 2017-2019 年非自营业务每股价值分别为 3.87 元、3.97 元和 4.31 元；考虑到当前行业监管趋于严格，同时业务已经具有一定的体量，我们对创新业务 2017-2019 年分别给予 15、15 和 10 倍 P/E，对应 2017-2019 年创新业务价值分别为 5.06 元、6.06 元和 4.52 元。将自营业务、非自营业务及创新业务价值加总，得到 2017-2019 年长江证券每股价值分别为 13.47 元、15.31 元和 15.41 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素

交易量持续下跌风险和自营业务的波动性。交易量持续下跌将导致证券公司经纪业务萎缩，收入和利润下降；股票市场的下跌风险将导致自营业务收入产生波动，从而影响股价。

准入门槛降低的风险，创新业务业绩不达预期。行业准入门槛降低、券商业务牌照放开将会使行业竞争进一步加大，对现有券商业绩产生风险；创新业务扩展速度缓慢可能导致公司业绩兑现低于预期。

强监管政策持续，影响公司业务推进。严控风险、监管保持高强度将对行业以及公司现有业务产生压力，并延缓创新的推进。

损益表摘要 (人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8500	5856	6262	7391	8550
手续费净收入	5,610	3,502	3,547	3,760	4,126
代理买卖证券业务净收入	4,719	2,114	1,882	1,893	1,988
证券承销保荐业务净收入	523	688	906	882	943
委托管理资产业务净收入	317	620	733	958	1,166
基金管理公司收入	6	7	8	8	9
其他手续费	45.43	73.73	18.63	18.74	19.69
利息净收入	1,205	1,355	1,691	2,243	2,751
投资净收益	1,604	1,148	1,023	1,388	1,674
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	109	120	121	131	145
公允价值变动净收益	25	-227	-	-	-
汇兑净收益	-1	2	-	-	-
其他业务收入	56	78	-	-	-
营业支出	4,102	3,157	3,196	3,816	4,414
营业税金及附加	557	187	360	425	492
业务及管理费	3,395	2,811	2,799	3,355	3,886
资产减值损失	100	88	36	36	36
其他业务成本	50	71	-	-	-
营业利润	4,398	2,699	3,066	3,575	4,137
营业外收入	12	40	42	44	46
营业外支出	5	4	4	4	5
利润总额	4,404	2,735	3,104	3,614	4,178
所得税费用	908	519	714	831	961
净利润	3,496	2,216	2,390	2,783	3,217
归属于母公司所有者的净利润	3,493	2,206	2,231	2,610	3,027
归属少数股东权益	3	10	159	173	190
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	99,625	107,095	117,451	137,108	161,864
客户存款	26,964	20,502	21,553	23,708	26,079
自有存款	3,901	5,093	5,593	6,144	6,750
融资融券	27,734	23,642	27,188	31,266	35,956
买入返售金融资产	6,231	20,639	26,831	34,880	45,344
交易性金融资产	14,148	15,479	15,021	18,044	22,210
可供出售金融资产	7,636	8,100	7,860	9,442	11,622
持有至到期投资	576	671	651	782	963
长期股权投资	413	732	573	704	849
固定资产	322	320	264	219	174
无形资产和商誉	192	198	198	198	198
其他资产	11,507	11,719	11,719	11,719	11,719
总负债	82,601	81,353	88,606	104,648	125,226
代买卖证券款	35,069	27,867	29,294	32,224	35,446
应付债券	16,892	13,659	14,339	15,001	15,542
其他负债	30,640	39,828	44,972	57,424	74,238
所有者权益	17,024	25,742	28,845	32,460	36,638
总股本	4,742	5,529	5,529	5,529	5,529
少数股东权益	207	228	387	560	750
归属于母公司所有者权益	16,817	25,514	28,459	31,900	35,888
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.74	0.40	0.40	0.47	0.55
每股净资产	3.55	4.61	5.15	5.77	6.49
市盈率	13.60	25.12	24.84	21.23	18.30
市净率	2.83	2.17	1.95	1.74	1.54

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率 (%)					
营业收入	86.88%	-31.10%	6.92%	18.03%	15.69%
手续费净收入	113.67%	-37.58%	1.29%	6.00%	9.73%
代理买卖证券业务净收入	128.41%	-55.21%	-10.96%	0.57%	5.05%
证券承销保荐业务净收入	35.26%	31.42%	31.81%	-2.64%	6.86%
委托管理资产业务净收入	115.59%	95.75%	18.21%	30.76%	21.72%
基金管理公司收入	0.00%	20.19%	5.00%	10.00%	10.00%
财务顾问业务和其他	127.33%	62.30%	-74.73%	0.57%	5.05%
利息净收入	55.23%	12.37%	24.86%	32.62%	22.63%
投资净收益	61.71%	-28.46%	-10.82%	35.59%	20.63%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	211.51%	10.20%	1.13%	8.19%	10.00%
公允价值变动净收益	-83.05%	-1012.12%	-	-	-
汇兑净收益	-184.91%	-244.44%	-	-	-
其他业务收入	950.56%	38.68%	-	-	-
营业支出	73.47%	-23.03%	1.22%	19.41%	15.66%
营业税金及附加	109.75%	-66.48%	92.90%	18.03%	15.69%
业务及管理费	62.74%	-17.19%	-0.43%	19.84%	15.83%
资产减值损失	691.54%	-11.88%	-58.88%	0.00%	0.00%
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	101.40%	-38.62%	13.59%	16.59%	15.72%
营业外收入	-7.63%	241.36%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	157.81%	-20.00%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	100.72%	-37.90%	13.48%	16.45%	15.61%
所得税费用	86.00%	-42.87%	37.55%	16.45%	15.61%
净利润	104.94%	-36.61%	7.84%	16.45%	15.61%
归属于母公司所有者的净利润	104.83%	-36.86%	1.13%	17.00%	15.98%
少数股东权益	597.30%	299.22%	1445.90%	8.68%	10.00%
主要驱动因素 (%)					
日均股票交易额 (人民币百万元)	1,043,690	522,068	500,000	550,000	605,000
股基权证交易额市场份额	1.74%	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
代理买卖证券业务净手续费率	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%
净利差	3.49%	2.41%	2.45%	2.45%	2.45%
证券投资期末规模 (人民币百万元)	22,360	24,250	23,532	28,268	34,795
证券投资收益率	8.43%	4.92%	3.78%	4.85%	4.85%
股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	1,536,448	1,949,549	2,143,756	2,372,106	2,531,037
股票及股票连接承销市场份额	0.60%	0.56%	1.00%	1.00%	1.00%
企业主体债券融资额 (人民币百万元)	5,596,730	5,738,365	5,954,878	6,523,291	7,231,534
企业主体债券承销市场份额	0.35%	0.60%	0.60%	0.50%	0.50%
集合资产管理业务期末规模 (百万元)	36,884	52,232	78,348	94,018	112,822
集合资产管理业务费率	1.27%	1.11%	1.00%	1.00%	1.00%
业务及管理费/营业收入	39.94%	48.00%	44.71%	45.39%	45.44%
营业税金及附加税率	6.55%	3.19%	8.09%	8.47%	8.69%
所得税率	20.63%	18.98%	23.00%	23.00%	23.00%
盈利能力 (%)					
净利润率	41.10%	37.66%	35.62%	35.31%	35.40%
净资产收益率	20.77%	8.64%	7.84%	8.18%	8.43%
净资本指标 (人民币百万元)					
净资本	15,537	24,165			
净资本/净资产 (%)	0.96	0.99			
经营数据					
员工数量 (个)	5918	6091			
营业部数量 (个)	153	208			
服务部数量 (个)	0	0			

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。9 年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012 年 4 月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014 年 7 月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，研究助理。2015 年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013 年本科毕业于山东大学金融专业。2015 年 7 月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究支持。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。