

证券研究报告

公司研究——事项点评

长江证券 (000783.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.08.31

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 金融行业分析师
执业编号: S1500517090001
联系电话: +86 10 83326871
邮箱: guanzhu@cindasc.com

相关研究

《本土优势显著, 股东结构多元》2017.08.31

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

盈利水平出现好转, 成本增长影响逐步释放

2018年05月21日

事件: 近日, 长江证券发布4月经营数据, 长江证券(母公司)2018年4月营收和净利润分别为3.65亿元和1.12亿元, 同比增速分别为34.2%和84.9%; 前四个月共计实现营收13.26亿元, 同比增速12.5%, 净利润3.57亿元, 同比下降2.5%。

点评:

- **盈利水平出现好转。**30家上市券商公布了4月份经营数据(母公司口径), 此前3月份上市券商业绩大幅下滑。合计实现营收110.56亿元, 净利润38.54亿元, 环比分别下降36.99%、55.58%; 按可比口径, 28家上市券商这两项指标同比分别下降4.00%和8.74%。可比的28家上市券商前4个月累计营收和净利润同比分别下滑8.07%和16.28%, 跌幅较前3个月略微收窄。可见, 不论是4月单月数据还是前四个月累计数据, 公司营收与净利润增速已出现好于行业的表现。
- **成本增长影响逐步释放。**值得注意的是2017年与2018Q1公司盈利受业务管理费的大幅增长而不及行业。证券行业2017年全年实现营业收入3,113.28亿元, 同比下降5.08%; 实现净利润1,129.95亿元, 同比下降8.47%。公司2017年与2018年第一季度分别实现营业收入56.4亿元与13.7亿元; 分别实现归属母公司股东净利润分别为15.5亿元与3.2亿元。2017年营收和归母净利润同比下降3.7%和30.0%, 归母净利润降幅超过行业。我们认为, 公司业务及管理费的大幅增长是造成公司利润水平大幅下降的主要原因, 公司2017年与2018Q1管理费用分别同比增加24.5%和26%。根据披露, 业务及管理费主要用于增加营业网点、人力资源、技术研发、业务拓展等相关要素投入。随着各项业务的快速发展, 公司成本激增对利润的拖累影响逐步释放。
- **投行业务表现出色, 自营业务逐步发力。**2017年公司投资银行业务发展大幅超过同业, 公司股票主承销业务完成IPO项目3个, 主承销金额6.16亿元; 增发主承销项目6个, 主承销金额41.09亿元; 债券主承销项目60个, 主承销金额472.45亿元, 其中企业债发行只数排名行业第1位。2018年以来, 公司投行业务持续发力: 截至2018年3月底, 公司承销金额89.89亿元, 同比增长5.74%, 其中股权类业务承销金额59.39亿元, 同比增长97.9%。2017年与2018年一季度公司投资净收益分别为11.4亿元和3.4亿元, 同比分别变动-0.8%和43.69%, 自营收益的增长主要是债券和衍生工具投资收益增加。
- **业务模式深度转型, 金融科技领先行业。**公司以客户为中心, 持续深化战略转型, 全力推动经纪业务由通道型服务向财

富管理服务转型；投行业务由单一的融资渠道服务向综合的金融服务转型；资产管理业务强化投研团队建设，聚焦主动管理；投资业务由相对单一的投资模式向多样化的策略型投资模式转型。业务能力的全面增强和协同机制的有效改善，使得公司综合服务能力稳步提升。公司不断利用金融科技优化服务模式，为客户提供高效、便捷的综合金融服务；持续加强专业人才引进力度，打造具备强大自主研发水平的金融科技团队，促进技术与业务的全面融合。报告期内，公司自主研发了国内首个券商智能客户服务系统 iVatarGo 并持续迭代，利用大数据分析每位客户的内在特征，为客户提供精准画像并匹配个性服务，有效实现用户唤醒并不断提升客户粘性。

- **盈利预测及评级：**我们预测长江证券 2018 年、2019 年和 2020 年分别实现营业收入 59.52 亿元、66.83 亿元和 74.86 亿元；归属于母公司净利润分别为 16.56 亿元、19.97 亿元和 23.58 亿元，对应每股收益分别为 0.30 元、0.36 元和 0.43 元，维持公司“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。

	2016 A	2017 A	2018 F	2019 F	2020 F
营业收入(百万元)	5,857.36	5,640.00	5,952.17	6,682.85	7,486.06
增长率 YoY %	-31.09%	-3.71%	5.53%	12.28%	12.02%
归属母公司净利润(百万元)	2,206.58	1,545.26	1,655.64	1,997.47	2,357.61
增长率 YoY%	-36.83%	-29.97%	7.14%	20.65%	18.03%
毛利率%	46.10%	33.83%	34.73%	37.45%	39.56%
净资产收益率 ROE%	8.65%	5.83%	5.92%	6.70%	7.36%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.28	0.30	0.36	0.43
市盈率 P/E(倍)	17.1	24.4	22.7	18.9	16.0
市净率 P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 5 月 18 日收盘价

损益表摘要 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5857	5640	5952	6683	7486
手续费净收入	3,502	3,206	3,184	3,518	3,801
代理买卖证券业务净收入	2,114	1,773	1,564	1,726	1,746
证券承销保荐业务净收入	688	708	745	769	843
委托管理资产业务净收入	629	639	779	917	1,100
基金管理公司收入	7	48	50	56	61
其他手续费	64.89	37.13	45.57	50.26	50.86
利息净收入	1,355	1,131	1,062	1,414	1,718
投资净收益	1,148	1,139	1,705	1,751	1,967
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	120	110	148	191	234
公允价值变动净收益	-227	48	-	-	-
汇兑净收益	2	-0	-	-	-
其他业务收入	78	117	-	-	-
营业支出	3,157	3,732	3,885	4,180	4,524
营业税金及附加	187	43	501	563	630
业务及管理费	2,811	3,501	3,349	3,583	3,860
资产减值损失	88	76	34	34	34
其他业务成本	71	113	-	-	-
营业利润	2,700	1,908	2,067	2,503	2,962
营业外收入	40	64	67	71	74
营业外支出	4	11	12	12	13
利润总额	2,736	1,961	2,123	2,561	3,023
所得税费用	519	417	467	563	665
净利润	2,217	1,543	1,656	1,997	2,358
归属于母公司所有者的净利润	2,207	1,545	1,656	1,997	2,358
归属少数股东权益	10	-2	-	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	107,095	113,152	122,992	141,119	164,960
客户存款	20,502	16,457	17,284	19,035	20,938
自有存款	5,093	3,397	3,728	4,093	4,494
融资融券	23,642	23,577	27,114	31,181	35,858
买入返售金融资产	20,639	25,144	32,688	42,494	55,242
交易性金融资产	15,479	21,164	19,916	21,231	23,820
可供出售金融资产	8,100	10,899	10,256	10,933	12,266
持有至到期投资	671	29	28	29	33
长期股权投资	732	1,013	555	746	980
固定资产	320	310	262	215	167
无形资产和商誉	198	217	217	217	217
其他资产	11,719	10,945	10,945	10,945	10,945
总负债	81,353	86,385	94,764	111,029	132,673
代买卖证券款	27,867	22,613	23,749	26,156	28,771
应付债券	13,659	16,956	16,956	29,956	36,922
其他负债	39,828	46,815	54,059	54,917	66,980
所有者权益	25,742	26,768	28,228	30,090	32,287
总股本	5,529	5,529	5,529	5,529	5,529
少数股东权益	228	257	257	257	257
归属于母公司所有者权益	25,514	26,511	27,971	29,833	32,030
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.40	0.28	0.30	0.36	0.43
每股净资产	4.61	4.79	5.06	5.40	5.79
市盈率	17.07	24.37	22.74	18.85	15.97
市净率	1.48	1.42	1.35	1.26	1.18

年增长率 (%)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	-31.09%	-3.71%	5.53%	12.28%	12.02%
手续费净收入	-37.58%	-8.47%	-0.66%	10.48%	8.04%
代理买卖证券业务净收入	-55.21%	-16.11%	-11.77%	10.29%	1.21%
证券承销保荐业务净收入	31.42%	2.97%	5.20%	3.31%	9.56%
委托管理资产业务净收入	90.90%	1.68%	21.90%	17.77%	19.87%
基金管理公司收入	20.19%	566.35%	5.00%	10.00%	10.00%
财务顾问业务和其他	98.14%	-42.78%	22.73%	10.29%	1.21%
利息净收入	12.37%	-16.51%	-6.05%	33.06%	21.53%
投资净收益	-28.41%	-0.85%	49.77%	2.67%	12.34%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	10.20%	-8.12%	34.22%	29.07%	22.22%
公允价值变动净收益	-1012.12%	-121.14%	-	-	-
汇兑净收益	-244.44%	-115.38%	-	-	-
其他业务收入	38.68%	50.64%	-	-	-
营业支出	-23.03%	18.20%	4.10%	7.60%	8.24%
营业税金及附加	-66.48%	-77.02%	1068.58%	12.28%	12.02%
业务及管理费	-17.19%	24.52%	-4.32%	6.98%	7.72%
资产减值损失	-11.88%	-14.31%	-54.61%	0.00%	0.00%
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	-38.60%	-29.33%	8.34%	21.07%	18.33%
营业外收入	241.36%	61.21%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	-20.00%	185.35%	5.00%	5.00%	5.00%
利润总额	-37.88%	-28.33%	8.25%	20.65%	18.03%
所得税费用	-42.87%	-19.59%	11.90%	20.65%	18.03%
净利润	-36.59%	-30.38%	7.27%	20.65%	18.03%
归属于母公司所有者的净利润	-36.83%	-29.97%	7.14%	20.65%	18.03%
少数股东权益	299.22%	-117.48%	-	-	-

主要驱动因素 (%)

日均股票交易额 (人民币百万元)	5,221	5,000	5,000	5,500	6,050
股权证交易额市场份额	1.88%	1.86%	1.88%	2.00%	2.00%
代理买卖证券业务净手续费率	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
净利差	2.41%	2.93%	2.55%	2.55%	2.55%
证券投资期末规模 (人民币百万元)	242	321	302	322	361
证券投资收益率	4.93%	4.04%	5.00%	5.00%	5.08%
股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	19,495	21,438	21,438	23,721	25,310
股票及股票连接承销市场份额	0.56%	0.22%	0.30%	0.30%	0.30%
企业主体债券融资额 (人民币百万元)	57,384	59,549	59,549	65,233	72,315
企业主体债券承销市场份额	0.60%	0.79%	0.80%	0.80%	0.80%
集合资产管理业务期末规模 (百万元)	522	616	740	888	1,065
集合资产管理业务费率	1.11%	0.84%	1.00%	1.00%	1.00%
业务及管理费/营业收入	48.00%	62.07%	56.27%	53.62%	51.56%
营业税金及附加税率	3.19%	0.76%	10.57%	11.08%	11.39%
所得税率	18.97%	21.28%	22.00%	22.00%	22.00%

盈利能力 (%)

净利润率	37.67%	27.40%	27.82%	29.89%	31.49%
净资产收益率	8.65%	5.83%	5.92%	6.70%	7.36%

净资本指标 (人民币百万元)

净资本	24,165	23,477
净资本/净资产 (%)	0.99	0.94

经营数据

员工数量 (个)	6091	6544
营业部数量 (个)	208	248
服务部数量 (个)	0	0

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。10 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，金融行业分析师。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。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。