



东兴证券
DONGXING SECURITIES

研究引领业务 逆周期投入高弹性可期

——长江证券（000783）半年报点评

2018年08月15日

推荐/首次

长江证券

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

长江证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 23.5 亿元，同比下降 15.1%；归母净利润 3.8 亿元，同比下降 62%。总资产 1107.4 亿元，同比下降 2.1%；净资产 268.5 亿元，同比增长 1.3%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1699.79	1203.79	1559.88	1603.67	1272.72	1374.01	971.7
增长率（%）	11.46%	0.61%	13.10%	1.37%	-25.12%	14.14%	-37.71%
毛利率（%）	32.43%	41.63%	47.72%	40.05%	1.60%	31.17%	5.06%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	32.43%	41.63%	47.72%	40.05%	1.60%	31.17%	5.06%
净利润（百万元）	466.90	435.06	573.01	496.62	38.66	327.61	59.16
增长率（%）	49.03%	-13.61%	-06.65%	-21.48%	-91.72%	-24.70%	-89.68%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.08	0.10	0.09	0.01	0.06	0.01
资产负债率（%）	75.96%	75.51%	75.72%	75.91%	76.34%	76.22%	75.50%
净资产收益率（%）	1.81%	1.65%	2.19%	1.85%	0.14%	1.17%	0.22%
总资产收益率（%）	0.44%	0.40%	0.53%	0.45%	0.03%	0.28%	0.05%

观点：

- **整体战略全面回归本源业务，顺应大资管新时代趋势。**公司具体回归本源的举措包括推动经纪业务由通道服务向财富管理服务转型、投行业务由融资渠道服务向综合金融服务转型、资产管理业务强化投研并聚焦主动管理、投资业务由单一投资模式向多样化策略型投资模式转型。公司具有十分显著的研究驱动特色，研究综合实力稳列第一梯队。根据wind数据公司2017年分仓佣金收入3.7亿排名第二，“新财富”评选中连续多年获得“本土最佳研究团队”前十。在回归证券公司本源的战略中以研究为导向，我们看好公司的业务发展与投研能力的全面结合。
- **逆周期投入明显，公司具备较高弹性。**长江证券2018H1营收同比下降15.1%，但净利润大幅下滑62%。主要原因在于成本支出增长较快。报告期内，公司营业支出18.7亿元，同比增长23%。其中资管、投行和资本中介业务支出增长较快，分别为增长87.9%、52.7%和91.6%。公司敢于在市场底部周期大举投入，

一方面体现出管理层对公司转型和未来市场前景的自信，另一方面体现出公司治理的高效率和市场化活力。我们认为公司的逆周期投入特色较为明显区别于其他竞争对手。

- **经纪业务佣金率企稳回升，佣金战宣告结束。**2018H1，公司经纪业务实现收入9.7亿元，同比增长1.49%。我们认为公司经纪业务向财富管理方向转型取得成效，叠加公司在佣金分仓的高占比，公司净佣金率已经出现拐点。根据我们的估算，公司净佣金率已回升至万3.3的水平。

图 1：长江证券净佣金率测算


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

图 2：长江证券股基交易净收入测算


资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

注：由于交易所会员单位交易量数据仅更新至2018Q1，我们使用半年报中公告的股基交易市占率1.93%进行估算。同时债券交易市占率假设长江证券维持Q1比例不变，债券交易佣金率统一假设为十万分之2.5。

- **投行业务在市场整体下滑的背景下，排位提升。**2018H1公司投资银行业务实现收入2.5亿元，同比下降27.6%。收入虽然下滑，但公司在IPO、再融资、金融债、ABS等多项业务领域行业排名实现提升。IPO、再融资与ABS相较于2017H1均取得业务从无到有的突破。根据wind数据，增发主承销金额2018H1排名第12位，金融债承销金额排名第16位，均上升明显。考虑到投行业务在2018年上半年的大幅度增加业务开支，有利于期待公司的投行业务在2018年进一步取得更好的业绩表现。
- **资管业务发力投入承担作为回归本源转型的支点。**2018H1，公司资产管理业务实现收入2.3亿元，同比下降23.2%。在去通道的行业影响下，公司积极提升主动管理能力，产品结构日益优化，期末资产管理规模1472.9亿元，同比增长5.53%。境内资管业务期末资产管理规模为1380.6亿元，同比下降8%。主要增量资管规模来源于境外业务。2018H1境外资管业务收入594万元，同比增长317.4%。公司资管业务2018H1的支出同比大幅增长，我们认为是顺应资管新规要求回归主动管理能力下的投研团队建设所致。考虑到长江证券的卖方业务实力，在买方业务上的良性互动值得期待。
- **资本中介业务在市场回撤风险下主动控制规模，避免质押风险。**2018 H1，公司资本中介业务实现收入5.1亿元，同比下降8.52%。主要源于公司战略性选择收缩质押业务规模。买入返售金融资产减少111.1亿元，较年初下降了约22.8%。根据公告数据进行测算，公司目前整体质押物担保比例从2017年末的185.9%下降至2018H1的162.7%，虽然有所下降，但依然具备较高的安全边际。考虑到公司主动降低质押业务规模，因此我们认为市场普遍担忧的质押风险对公司来说依然在可控范围内。
- **自营业务投资收益下滑，2018H1的股债分化行情有所错失。**根据公司公告，2018H1自营权益类占净资本比例为25.78%，仅较上年末下降0.2个百分点。而自营固收类占净资本比例为108.95%，较上年末大

幅下降7.34个百分点。公司这一自营的资产配置与2018H1的股债市场的分化结构相反，因此自营投资收益出现大幅回撤。2018H1，公司证券自营业务实现收入0.9亿元，同比下降77.5%。同时我们观察到，公司2018H1的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债大幅增加至约8.4亿元，与上年末的110万元相比增幅巨大。主要是债券借贷业务卖出借入债券规模增加所致。这一做空债市的操作也为公司增加了358万元亏损。

结论：

我们依然看好长江证券在资管新规要求证券行业回归本源提升主动管理能力趋势下的业务机会。公司具备研究业务优势，以研究驱动的策略配合周期底部加大和研究有良好结合点的资管、投行业务投入，公司目前具备较高的向上弹性。我们预计公司2018-2020年的营收分别为46亿元、42.5亿元和47.1亿元，归母净利润分别为8.3亿元、9.4亿元和12.8亿元，EPS分别为0.15元、0.17元、0.23元，对应PE分别为34倍、30倍和22倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、债券市场增长不及预期、股票质押风险事件

公司盈利预测表（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产：						营业收入	58.6	56.4	46.0	42.5	47.1
货币资金	255.5	198.3	210.7	220.3	229.9	手续费及佣金净收入	35.0	32.1	31.9	34.9	38.3
其中：客户资金存款	205.0	164.6	174.1	182.0	189.9	代理买卖证券业务净收入	21.1	17.7	18.7	19.6	20.6
结算备付金	89.6	68.1	63.9	66.8	69.8	证券承销业务净收入	6.9	7.1	6.7	7.7	8.8
其中：客户备付金	69.5	51.9	53.1	55.5	57.9	受托客户资产管理业务净收入	6.3	6.4	5.5	6.6	7.8
拆出资金						利息净收入	13.6	11.3	6.1	-1.4	-3.0
融出资金	236.4	235.8	261.1	272.3	283.4	投资净收益	11.5	11.4	10.8	9.7	10.2
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	154.8	211.6	132.9	134.3	133.7	公允价值变动净收益	-2.3	0.5	-2.6	-1.0	1.2
以摊余成本计量的金融资产						汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	81.0	109.0	104.2	116.8	130.3	其他收益					
衍生金融资产		0.0	0.0	0.0	0.0	其他业务收入	0.8	1.2	1.0	1.1	1.0
买入返售金融资产	206.4	251.4	294.7	316.9	342.2	营业支出	31.6	37.3	36.5	31.5	31.7
应收款项	3.9	4.6	4.8	5.2	5.8	税金及附加	1.9	0.4	2.0	1.8	2.0
应收利息	6.3	9.5	11.5	12.1	12.8	业务及管理费	28.1	35.0	35.0	30.0	30.0
存出保证金	13.0	13.5	15.2	16.1	17.0	资产减值损失	0.9	0.8	1.4	1.5	1.6
持有至到期投资	6.7	0.3				其他业务成本	0.7	1.1	-1.9	-1.8	-1.9
长期股权投资	7.3	10.1	13.2	17.1	22.3	营业利润	27.0	19.1	9.6	11.0	15.4
固定资产+在建工程	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	加：营业外收入	0.4	0.6	1.2	1.2	1.2
无形资产	1.0	1.3	1.2	1.2	1.1	减：营业外支出	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4
商誉	1.0	0.9	102.2	102.2	102.2	利润总额	27.4	19.6	10.4	11.9	16.2
递延所得税资产	1.3	1.1	1.1	26.5	26.5	减：所得税	5.2	4.2	2.2	2.5	3.4
投资性房地产			0.0	0.0	0.0	净利润	22.2	15.4	8.2	9.4	12.8
其他资产	3.7	12.9	30.7	18.8	44.6	减：少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1071.0	1131.5	1250.4	1329.6	1424.3	归属于母公司所有者的净利润	22.1	15.5	8.2	9.4	12.8
负债：						每股收益：					
短期借款+拆入资金	6.4	32.3	19.4	20.8	22.5	基本每股收益	0.4400	0.2800	0.1492	0.1699	0.2319
应付短期融资款	95.1	159.1	171.6	185.7	201.3						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债		0.0	0.0	0.0	0.0						
衍生金融负债	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2						
卖出回购金融资产款	260.3	214.4	235.9	259.4	285.4						
代理买卖证券款	278.7	226.1	235.7	246.4	257.1						
代理承销证券款			0.7	0.7	0.7						
应付职工薪酬	9.4	8.7	6.8	6.3	6.9						
应交税费	4.2	2.6	6.8	6.3	6.9						
应付款项	8.4	5.6	4.8	5.0	5.2						
应付利息	4.3	8.4	5.2	5.7	6.2						
长期借款	4.3		2.2	1.1	1.6						
应付债券	136.6	169.6	246.7	271.4	298.5						
递延所得税负债	0.5	1.3	26.5	26.5	26.5						
预计负债			4.4	4.4	4.4						
其他负债	5.1	35.6	15.6	16.3	17.0						
负债合计	813.5	863.9	982.3	1056.2	1140.7						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3						
资本公积	104.6	104.7	104.7	104.7	104.7						
其他综合收益	1.1	3.8	2.2	1.4	2.6						
盈余公积	14.8	16.0	16.7	17.5	18.6						
未分配利润	48.1	51.0	50.7	54.2	59.5						
一般风险准备	31.2	34.3	35.9	37.8	40.4						
归属于母公司所有者权益合计	255.1	265.1	265.6	270.8	281.1						
少数股东权益	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6						
所有者权益合计	257.4	267.7	268.1	273.4	283.7						
负债及股东权益总计	1071.0	1131.5	1250.4	1329.6	1424.3						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。