

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖:

经纪自营双核发力, 助推业绩高增

报告摘要:

事件:

长城证券 2019 年总资产 590.96 亿元, 较上年末增长 22.05%, 实现营业收入 38.99 亿元, 同比增加 41.62%; 归母净利润 9.92 亿元, 同比增加 69.40%; EPS 为 0.32 元/股, 同比增长 52%; 加权 ROE 上升 2 个百分点至 5.95%。

投资要点:

1、经纪业务精细化, 重点业务发展态势良好: 2019 年, 公司经纪业务向财富管理转型, 业务营业总收入为 15.86 亿元, 同比增长 19.54%, 营业利润率为 50.47%, 上升 7.53 个百分点。

2、投行业务持续多元化发展, 品牌特色初显: 债券业务主承销规模达 564 亿元, 同比上升 36.89%; ABS 业务计划管理人发行规模位居行业第十, 公司债业务募集资金总额位列行业第 20 名。

3、资管专项业绩增幅显著, 行业影响力进一步提升: 2019 年, 公司母公司受托管理资产总净值达到 1693.80 亿元, 行业排名 13 名, 比去年上升 9 位; 专项资管业务净值为 435.31 亿元, 同比增长 31.15%。

4、固收业绩领跑行业, 投资交易业务利润接近翻番: 报告期内, 投资交易业务实现营业收入 11.57 亿元, 同比上涨 63.66%, 实现利润 10.37 亿元, 同比上涨 94.34%; 固定收益自营投资年化收益率继续领先, 超越中长期纯债型基金, 大幅超越中债总财富 (3-5 年) 指数。

投资建议:

我们预测长城证券 2020—2022 年的收入分别为 44.45、49.48、53.94 亿元, 利润分别为 12.95、15.56、17.33 亿元, EPS 分别为 0.42、0.50、0.56, 首次给予“增持”评级。

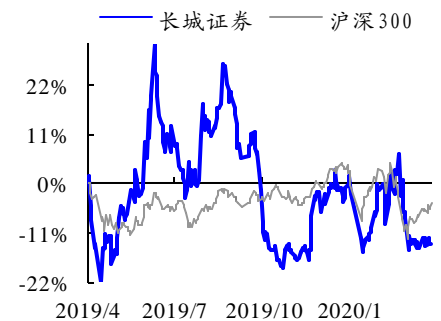
风险提示: 疫情导致市场波动风险; 同行业竞争加剧。

股票数据

2020/4/24

6 个月目标价 (元)	14.40
收盘价 (元)	11.52
12 个月股价区间 (元)	11.00 ~ 18.45
总市值 (百万元)	35,747
总股本 (百万股)	3,103
A 股 (百万股)	3,103
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	25

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-14%	-13%	-15%
相对收益	-18%	-5%	-9%

相关报告

《券商行业动态: 一季度业绩出炉, 部分券商表现出色》

--20200413

《券商分类监管征求意见利好风控强的券商》

--20200407

《保险资管新规有哪些新变化?》

--20200329

《券商外资股比解禁, 机遇与挑战并存》

--20200315

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

13801276398 wangfh@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,753	3,899	4,445	4,948	5,394
(+/-)%	-6.91%	41.62%	14.00%	11.33%	9.00%
归属母公司净利润	586	992	1,295	1,556	1,733
(+/-)%	-34.18%	69.40%	30.51%	20.16%	11.40%
每股收益 (元)	0.19	0.32	0.42	0.50	0.56
市盈率	51.45	43.35	27.61	22.98	20.63
市净率	1.82	2.54	1.96	1.81	1.66
净资产收益率 (%)	3.54%	5.86%	7.11%	7.87%	8.06%
总股本 (百万股)	3,103	3,103	3,103	3,103	3,103

1. 事件:

长城证券 2019 年实现营业收入 38.99 亿元, 同比增加 41.62%; 归母净利润 9.92 亿元, 同比增加 69.40%; EPS 为 0.32 元/股, 同比增长 52%; 加权 ROE 上升 2 个百分点至 5.95%。

根据公司月度财务信息公告, 母公司 2020 年一季度营业收入 9.48 亿元, 净利润 3.57 亿元, 同比增速分别为 4%、28%。1-3 月营业收入分别为 2.61 亿元, 3.73 亿元和 3.14 亿元, 环比增速分别为-19.86%, 42.96%和-15.97%, 净利润分别为 0.79 亿元, 1.67 亿元和 1.11 亿元, 环比增速分别为 73.18%, 110.94%和-33.50%。

2. 投资要点:

2.1. 经纪业务精细化, 重点业务发展态势良好

2019 年, 公司进一步加强财富管理条线精细化管理, 将业务分部中“经纪业务”名称调整为“财富管理业务”, 将其中大宗商品销售业务相关数据从中调出至“其他”业务分部中, 并调整前期比较数据, 更好的反映了公司业务发展情况。报告期内, 财富管理业务的营业总收入为 15.86 亿元, 同比增长 19.54%, 毛利润为 8 亿元, 营业利润率为 50.47%, 上升 7.53 个百分点。

各项重点业务呈现良好增长态势: 融资融券业务规模逐步攀升, 息费收入同比增长 18.15%; 金融产品销售能力不断提升, 2019 年代销金融产品总金额同比增长 6.52%; 期权业务规模同比增长超 850%; 量化交易平台长城策略交易系统正式上线, 为高净值客户提供个性化服务; 线下网点建设有序推进, 东莞、惠州、嘉兴、绍兴 4 家新设营业部顺利开业, 12 家分支机构已获新设批复。2019 年, 公司实现经纪业务手续费净收入 6.07 亿元, 实现融资融券利息收入 6.81 亿元。此外, 在经纪业务中, 公司新获得了股票质押式回购交易权限和转融通业务资格。

2.2. 投行业务持续多元化发展, 品牌特色初显

报告期内, 公司投资银行业务实现营业收入 5.97 亿元, 同比增长 24.16%, 实现利润 1.54 亿元, 同比增长 32.81%, 毛利率为 25.85%, 上涨 1.68 个百分点。

业务多元化方面: 2019 年, 公司在 PPN、中期票据、北金所债权融资计划等领域取得实质性突破, 发行多只绿色债、扶贫债及创新创业债。公司债券业务主承销规模达 564 亿元, 同比上升 36.89%。ABS 业务计划管理人发行规模位居行业第十, 公司债业务募集资金总额位列行业第 20 名。

品牌特色方面: 报告期内, 公司荣获新财富评选的“最具潜力投行”“能源领域最佳投行”等奖项; 荣获证券时报评选的“2019 中国区新锐投行君鼎奖”“2019 中国区资产证券化投行君鼎奖”, 在证券时报首届最受上市公司尊敬的投行评选中, 荣获“十佳投资银行”称号; 荣获 21 世纪财经评选的“金帆奖”“2019 年度债券创新奖”等。

2.3. 资管专项业绩增幅显著, 行业影响力进一步提升

报告期内, 公司资产管理业务实现营业收入 1.61 亿元, 同比下降 13.56%, 实现利润 0.76 亿元, 同比下降 37.01%, 毛利率为 46.85%, 较上年下降 17.44 个百分点。主要原因是公募资管市场大量扩容, 整体经济下行压力较大, 债券市场信用风险频发, 券商资管行业竞争加剧等, 这对公司资管业务造成不小的冲击与影响。不过即使在困难情况下, 报告期内公司的资管业务依然取得了不错的成绩。

受托业务方面: 公司继续稳步推进资产证券化业务, 推动内部资源整合。截至报告期末, 母公司受托管理资产总净值 1693.80 亿元, 位居行业 13 为, 较 2018 年上升 9 位, 其中, 公司专项资管业务净值为 435.31 亿元, 较上年末增长 31.15%,

专项业务规模增长显著。

行业影响力方面：报告期内，公司在中国证券报主办的“2019 中国基金业金牛奖”评选活动中，长城长益集合资产管理计划荣获“三年期金牛券商集合资产管理计划-混合型产品奖”；在《每日经济新闻》主办的“2019 中国金鼎奖”评选活动中，公司荣获“2019 最具成长性券商资管”奖项，长城景恒德丰集合资管计划荣获“2019 最佳量化产品奖”。

2.4. 固收业绩领跑行业，投资交易业务利润接近翻番

报告期内，公司证券投资及交易业务实现营业收入 11.57 亿元，同比上涨 63.66%，实现利润 10.37 亿元，同比上涨 94.34%，毛利率为 89.58%，较上年上升 14.1 个百分点。主要原因是受证券市场价格变动影响，证券投资及交易业务投资收益同比增加。

主要业务方面，2019 年，公司固定收益自营投资年化收益率继续领先，超越中长期纯债型基金，大幅超越中债总财富（3-5 年）指数，固定收益业务一直以风格稳健著称于业内，业绩处于行业前列，量化投资创收能力逐渐提升；FICC 业务有序推进，国债期货、利率互换业务稳步开展，推进了大宗商品、商品期货、期权投资方面的研究工作；此外，公司新获得了信用风险缓释工具业务资格；权益投资业务中，由于 A 股市场主要指数和行业经历了一轮估值修复行情，公司积极布局相关优质行业和白马公司，深入挖掘高盈利和高分红的优质标的并投资，取得了较好收益；量化投资业务在 A 股市场回暖环境下，通过合理布局策略抓住投资机会，同时有效减少投资组合波动，基本实现了稳定可预期、长期可持续的收入目标。

2.5. 多项 OTC 业务相关资格获批

报告期内，中国证监会批准公司开展柜台交易试点，股票收益互换交易业务和场外期权业务二级交易商等 OTC 业务相关资格。公司结合市场环境和自身投资能力，以长板带动短板，全方位利用公司内外的资源以及各业务条线的支持，为机构客户提供优质服务。

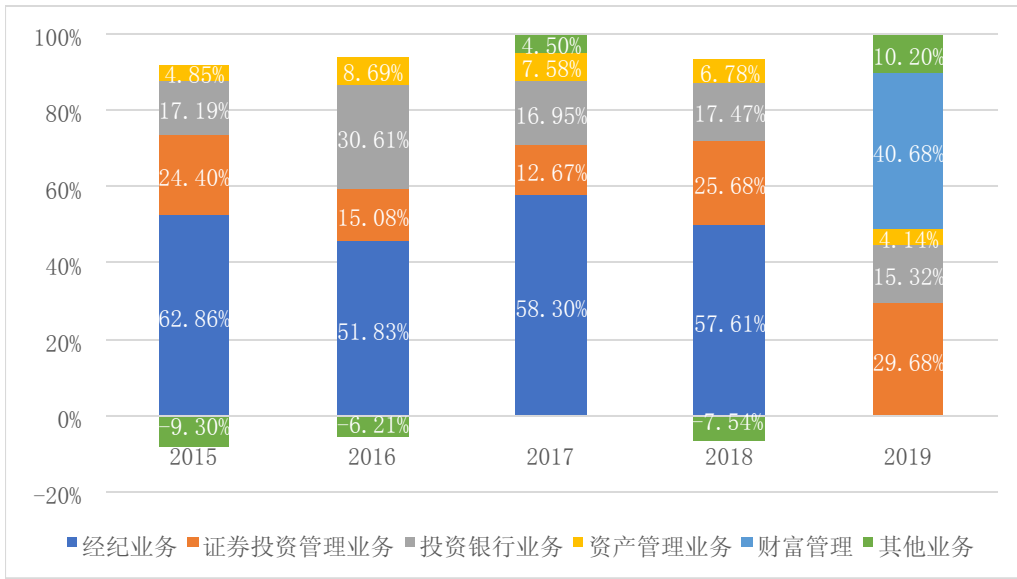
3. 投资建议：

报告期内，国内证券市场回暖，公司抓住市场机遇，积极推进各项业务发展，证券经纪、自营投资等业务取得了较好的业绩，推动了公司整体业绩大幅提升。我们预测长城证券 2020、2021、2022 年的收入分别为 44.45、49.48、53.94 亿元，利润分别为 12.95、15.56、17.33 亿元，EPS 分别为 0.42、0.50、0.56，首次给予“增持”评级。

4. 风险提示：

疫情导致市场波动风险；同行业竞争加剧。

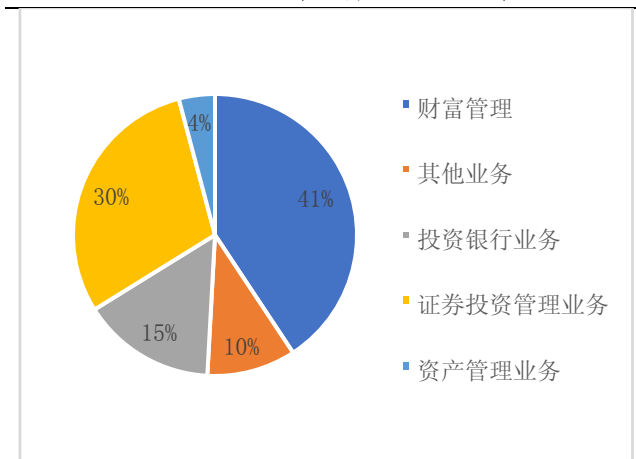
图 1: 长城证券近 5 年业务营收占比情况



注: 2019 年经纪业务名称调整为财富管理业务, 其中大宗商品销售业务调出至其他业务中

数据来源: 东北证券, Wind

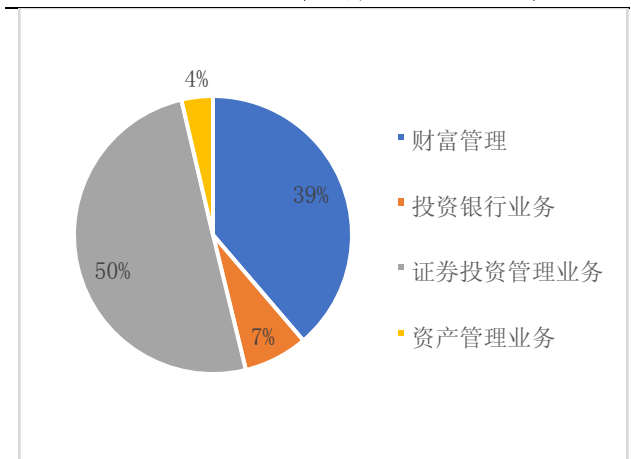
图 2: 长城证券 2019 年业务营收构成情况



注: 其他业务包含期货基金及抵消

数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 长城证券 2019 年业务毛利润构成情况



注: 其他业务为负值此处不显示

数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 长城证券各项业务增长情况预测 (百万元)

业务	指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经纪业务	营收	1,586.20	--	--	--	--
	(+/-)	-7.80	--	--	--	--
	毛利	563.13	--	--	--	--
	(+/-)	-38.85	--	--	--	--
证券经纪	营收	707.03	1,157.15	955.75	1,079.99	1,177.19
	(+/-)	89.09	63.66	-17.41	13.00	9.00
	毛利	533.37	1,036.54	845.68	930.25	976.76
	(+/-)	76.10	94.34	-18.41	10.00	5.00
投资银行	营收	480.94	597.16	867.04	962.41	1,049.03

	(+/-)	-3.84	24.16	45.19	11.00	9.00
	毛利	116.23	154.37	251.33	276.46	304.11
	(+/-)	3.44	32.81	62.81	10.00	10.00
	营收	186.62	161.32	284.87	316.20	344.66
资产管理	(+/-)	-16.61	-13.56	76.59	11.00	9.00
	毛利	119.98	75.57	176.75	194.42	213.87
	(+/-)	-13.42	-37.01	133.89	10.00	10.00
	营收	--	1,585.99	1,892.69	2,100.89	2,289.96
财富管理	(+/-)	--	19.54	19.34	11.00	9.00
	毛利	--	800.50	1,288.99	1,417.88	1,488.78
	(+/-)	--	--	61.02	10.00	5.00
	营收	-207.51	397.52	444.50	488.95	532.96
其他业务	(+/-)		291.57	11.82	10.00	9.00
	毛利	-649.57	-865.70	-1,001.08	-951.03	-903.48
	(+/-)			15.64	-5.00	-5.00
	营收	2,753.30	3,899.14	4,445.02	4,948.44	5,393.80
总计	(+/-)	-6.70	41.62	14.00	11.33	9.00
	毛利	683.15	1,201.28	1,561.66	1,867.99	2,080.04
	(+/-)	-37.70	75.84	30.00	19.62	11.35

注：2019 年经纪业务名称调整为财富管理业务，其中大宗商品销售业务调出至其他业务中
 数据来源：东北证券，Wind

表 2：母公司的净资本及风险控制指标（百万元）

项目	2018 年末	2019 年末
核心净资本	12,753.87	12,778.39
净资本	12,753.87	12,778.39
净资产	16,382.62	16,756.34
表内外资产总额	38,942.66	44,710.25
风险覆盖率（%）	215.52	185.63
资本杠杆率（%）	32.80	28.63
流动性覆盖率（%）	667.55	330.91
净稳定资金率（%）	142.17	133.71
受托资金	215,616.44	173,162.22
净资本负债率（%）	59.09	47.68
净资产/负债（%）	75.90	62.51
净资本/净资产（%）	77.85	76.26
自营权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	12.74	10.96
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本（%）	178.43	181.67
自营证券	1,624.84	1,400.51

数据来源：东北证券，Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	13,543	15,495	17,266	19,425	净利润	1,015	1,321	1,588	1,769
交易性金融资产	23,412	24,904	25,936	27,003	资产减值准备	6	6	6	6
应收款项	0	0	0	0	折旧及摊销	74	145	72	87
存货	0	0	0	0	公允价值变动损失	-485	-200	-400	-600
其他流动资产	3,925	4,031	4,014	4,058	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	40,880	44,430	47,215	50,486	投资损失	-401	-1,202	-1,231	-1,130
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-678	3,445	2,654	3,187
长期投资净额	1,570	1,761	1,974	2,175	其他	-2,220	-4,493	-4,500	-4,501
固定资产	173	225	239	262	经营活动净现金流量	-2,690	-978	-1,811	-1,182
无形资产	76	102	114	129	投资活动净现金流量	1,586	-39	36	83
商誉	11	11	11	11	融资活动净现金流量	5,418	2,968	3,545	3,256
非流动资产合计	18,216	19,641	24,626	26,613	企业自由现金流	-1,056	-1,630	-601	-1,015
资产总计	59,096	64,071	71,841	77,099					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	321	791	559	635	每股指标				
预收款项	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.32	0.42	0.50	0.56
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.45	5.87	6.37	6.93
流动负债合计	27,753	31,304	33,941	37,174	每股经营性现金流量 (元)	-0.87	-0.32	-0.58	-0.38
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	13,991	14,093	17,637	17,893	营业收入增长率	41.6%	14.0%	11.3%	9.0%
长期负债合计	13,991	14,093	17,637	17,893	净利润增长率	69.4%	30.5%	20.2%	11.4%
负债合计	41,743	45,397	51,578	55,067	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	16,919	18,214	19,772	21,506	毛利率	30.8%	35.1%	37.7%	38.6%
少数股东权益	433	459	491	526	净利率	25.4%	29.1%	31.4%	32.1%
负债和股东权益总计	59,096	64,071	71,841	77,099	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
					存货周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	70.6%	70.9%	71.8%	71.4%
					流动比率	1.47	1.42	1.39	1.36
					速动比率	1.47	1.42	1.39	1.36
					费用率指标				
					销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					管理费用率	51.8%	57.0%	56.0%	54.9%
					财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					分红比例	62.5%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	43.35	27.61	22.98	20.63
					P/B (倍)	2.54	1.96	1.81	1.66
					P/S (倍)	9.17	8.04	7.22	6.63
					净资产收益率	5.9%	7.1%	7.9%	8.1%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王风华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn