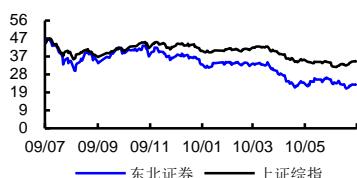


动态报告

金融

非银行金融

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	23.29
总股本/流通A股(百万股)	639.31/194.28
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	14,889.59/4,524.89
上证综指/深圳成指	2,633.66/10,825.17
12个月最高/最低(元)	48.88/20.78

财务数据

净资产值(百万元)	3,221.12
每股净资产(元)	5.04
市净率	4.62
资产负债率	82.66%
息率	1.07%

相关研究报告:

《东北证券一季报点评：佣金率下滑 19.53%》
——2010-4-21

《东北证券 09 年报点评：佣金率下滑 10%，自营踏准节奏》——2010-3-24

《东北证券 09 年三季报点评：经营业绩低于预期》——2009-10-22

非银行金融首席分析师：邵子钦

电话： 0755-82130468

E-mail： shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

证券业分析师：田 良

电话： 0755-82130470

E-mail： tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040008

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

东北证券(000686)

中性

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 7 月 30 日

财报点评

经纪业务利润下滑 38%，自营亏损 1.86 亿元

- **净利润同比下降 77%**

主要原因：经纪业务营业利润同比下降 38%，自营亏损 1.86 亿元。

- **经纪：营业利润同比下降 38%**

① 佣金收入同比下降 18.74%。上半年公司经纪业务交易量下降 1%，佣金率下降 18.01%，造成净佣金收入同比减少 1.14 亿元。

② 营业成本上升 24.81%。受网点扩张及营销方式升级影响，在交易量同比持平的情况下，公司经纪业务成本同比增加 0.49 亿元。

- **自营：为激进的风格付出沉重代价**

同样是激进的投资风格，2009 年上半年为公司带来 2.20 亿元自营利润，而 2010 年上半年却导致公司自营业务亏损 1.86 亿元。上半年自营业务导致营业利润同比减少 4.06 亿元，占公司营业利润减少额的 79%。

- **预计 2010 年净利润 3.79 亿元**

基于日均股票成交 1727 亿元，上证综指中值 2500 点的假设，预计 2010 年公司实现净利润 3.79 亿元，对应 EPS0.59 元，年末净资产规模 33.40 亿元，对应 BVPS5.22 元。

- **维持“中性”评级**

2010 年公司动态 PE 为 41.21 倍，高于行业平均的 28.82 倍；PB 为 4.67 倍，高于行业平均的 3.04 倍，佣金份额市价指数 1607，略低于行业平均的 1875。尽管公司腹地吉林具有区域垄断优势，但随着外埠扩张，佣金率仍存较大下滑空间，维持“中性”评级。

财务摘要及估值

百万元	净资产	营业收入	净利润	EPS(元)	BVPS(元)	PE(倍)	PB(倍)
2007	2,138	2,548	1,114	1.92	3.68	12.73	6.63
2008	2,258	1,116	410	0.71	3.88	34.59	6.28
2009	3,057	1,993	913	1.43	4.78	17.09	5.10
2010E	3,340	1,184	379	0.59	5.22	41.21	4.67

净利润同比下降 77%，自营亏损 1.86 亿元

公司 2010 年 1-6 月公司实现净利润 1.10 亿元，同比下降 77%，全面摊薄每股收益 0.17 元，截至 6 月末公司净资产 29.86 亿元，每股净资产 4.67 元，全面摊薄 ROE 为 3.63%。

盈利下降原因：经纪业务营业利润同比下降 38%，自营业务营业利润同比下降 185%。上半年公司四大业务营业利润合计同比减少 5.16 亿元，其中自营业务减少 4.06 亿元；经纪业务减少 1.74 亿元；投行和资管分别增加 0.57 亿元和 0.07 亿元。

表 1：东北证券财务摘要

百万元	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	较期初
总资产	16,444	18,781	-12%
净资产	2,986	3,057	-2%
股本	639	639	0%
BVPS	4.67	4.78	-2%
	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
营业收入	510	950	-46%
管理费用	349	286	22%
净利润	110	476	-77%
EPS	0.17	0.75	-77%
ROE	3.63%	19.00%	下降 15.37 个百分点

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：业务线盈利比较

百万元	营业利润				营业利润率	
	20101H	20091H	同比增长额	同比增幅	20101H	20091H
经纪业务	289	462	-174	-38%	53.72%	69.89%
投行业务	38	-19	57	-	52.98%	-
自营业务	-186	220	-406	-185%	-	96.07%
资管业务	5	-2	7	-	48.95%	-
合计	146	661	-516	-78%	33.55%	64.86%

资料来源：国信经济研究所

表3：盈利驱动因素比较

亿元	经纪业务				投行业务			自营业务	
	股基权交易额	份额%	净佣金	净佣金率	股票主承销额	承销收入	自营收入	交易性金融资产规模	可供出售金融资产规模
2008Y	4,646	0.64	8.38	0.180%	78.08	0.82	-0.29	1.15	0.30
2009Y	8,664	0.73	14.02	0.162%	-	0.13	3.58	10.84	12.39
20091Q	1,584	0.69	2.71	0.171%	-	-	0.80	5.43	0.50
20092Q	2,060	0.75	3.37	0.164%	-	-	1.46	9.32	0.60
20093Q	2,684	0.71	4.10	0.153%	-	0.03	-0.81	7.15	1.61
20094Q	2,337	0.73	3.83	0.164%	-	0.10	2.13	10.84	12.39
20101Q	1,913	0.78	2.63	0.138%	19.87	0.70	0.59	10.54	2.06
20102Q	1,698	0.74	2.31	0.136%	3.68	0.01	-2.43	6.40	2.61
20091-6	3,643	0.72	6.08	0.167%	-	-	2.26	9.32	0.60
20101-6	3,611	0.76	4.94	0.137%	23.55	0.72	-1.84	6.40	2.61

资料来源：国信经济研究所

经纪：营业利润同比下降 38%

上半年公司实现经纪业务利润 2.89 亿元，同比下降 38%。主要原因：

①佣金收入同比下降 18.74%。上半年公司经纪业务交易量下降 1%，佣金率下降 18.01%，造成净佣金收入同比减少 1.14 亿元，下降 18.74%。

②营业成本上升 24.81%。受网点扩张及营销方式升级影响，在交易量同比持平的情况下，公司经纪业务成本同比增加 0.49 亿元，增长幅度为 24.81%。

佣金率下降 18.01%。上半年经纪业务平均净佣金率为 0.137%，较去年同期的 0.167% 下降了 18.01%，2 季度佣金率为 0.136%，环比下降幅度为 1.18%。随着公司省外扩张战略的实施，公司佣金率将加速下滑，预计公司全年净佣金率为 0.128%，同比下降 21%。

市场份额提升 0.04 个百分点。上半年公司股基权经纪份额 0.76%，较去年同期提升 0.04 个百分点，较 2009 年提升 0.03 个百分点，市场份额的提升主要来自吉林省外。

省内份额稳定，省外持续增长。上半年公司在吉林省市场份额维持在 43%，随着省外扩张战略的实施，吉林省外份额由 2009 年的 0.32% 提升至 0.37%，提升幅度 15.63%。

省外交易量贡献度已达 45.61%。上半年省外营业部的交易量贡献度为 45.61%，随着下半年 5 家筹建中的省外营部正式开业，预计年底省外营业部交易量贡献度可达 50%，逐步实现经纪业务从区域化向全国的转变。

表4：东北证券区域市场份额

区域	区域市场份额			交易量占东北总交易量		
	2008年	2009年	2010年1-6月	2008年	2009年	2010年1-6月
吉林省内	39.57%	42.46%	42.87%	64.24%	56.87%	54.39%
吉林省外	0.25%	0.32%	0.37%	35.76%	43.13%	45.61%
全国	0.64%	0.73%	0.76%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：国信证券经济研究所

自营：为激进风格付出沉重代价

同样是激进的投资风格，2009年上半年为公司带来2.20亿元自营利润，而2010年上半年却导致公司自营业务亏损1.86亿元。上半年自营业务导致营业利润同比减少4.06亿元，占公司营业利润减少额的79%，为激进的投资风格付出沉重代价。

投行：实现营业利润0.38亿元

公司主要承销中小项目，上半年公司完成4个IPO项目主承销，合计承销规模23.55亿元，实现投行业务收入0.72亿元，投行业务营业利润0.38亿元。

表5：股票主承销概况

亿元、家	发行家数	发行规模	市场份额	承销净收入
2007年	5	17.15	0.23%	0.29
2008年	6	83.26	3.27%	0.82
2009年	0	0	0.00%	0.13
2010年1-6月	4	23.55	0.71%	0.72

资料来源：国信经济研究所

资管：处于起步阶段

目前公司拥有2只集合理财产品，其中东北证券2号为今年5月份发行的偏股型产品，6月末该产品规模达到14.55亿元，新产品的发行使公司集合理财规模升至17.58亿元，市场份额升至1.73%，排名第16位。

表6：集合理财规模及业绩

简称	年初以来总回报(%)	同类排名	最新规模(亿元)	成立日期	投资类型
东北证券2号	-3.70		14.55	2010-5-20	偏股混合型基金
东北证券1号	-15.96	44/56	3.04	2009-7-20	平衡混合型基金
合计			17.58		

资料来源：国信证券经济研究所

维持“中性”投资评级

市场假设:

(1) 2010 年上证综合指数均值 2500 点。

(2) 年度股票换手率 263%

(3) 2010 年日均股票成交额 1727 亿元。

表 7: 市场假设

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010E
指数点位	5,261	1,821	3,277	2,500
换手率	765%	376%	547%	263%
市场股票融资额	7,441	2,962	5,149	6,000
流通比例	19%	37%	65%	89%
总市值	327,140	121,366	243,939	191,380
流通市值	63,729	45,214	151,259	170,959
日均股票交易额	1,859	1,071	2,194	1,727

资料来源: 国信证券经济研究所

公司假设:

2010 年业绩预测基于以下假设:

(1) 经纪业务: 市场份额升至 0.78%

(2) 经纪业务: 佣金率降至 0.128%。

(3) 投行业务: 市场份额维持。

(4) 自营业务: 实现自营收入 -1.65 亿元。

预计 2010 年净利润 3.79 亿元。 基于以上假设, 预计 2010 年公司实现净利润 3.79 亿元, 对应 EPS0.59 元, 年末净资产规模 33.40 亿元, 对应 BVPS5.22 元。

维持“中性”评级。 2010 年公司动态 PE 为 41.21 倍, 高于行业平均的 28.82 倍; PB 为 4.67 倍, 高于行业平均的 3.04 倍, 佣金份额市价指数 1607, 略低于行业平均的 1875。尽管公司腹地吉林具有区域垄断优势, 但随着外埠扩张, 佣金率仍存较大下滑空间, 维持“中性”评级。

表 8：东北证券盈利预测

	2008	2009	2010E		2008	2009	2010E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
手续费及佣金净收入	931	1,446	1,099	手续费及佣金净收入	-44%	55%	-24%
代买卖证券业务	838	1,402	946	代买卖证券业务	-48%	67%	-33%
证券承销业务	82	13	120	证券承销业务	178%	-84%	795%
客户资产管理业务	-	2	20	客户资产管理业务	-	-	851%
利息净收入	95	102	100	投资收益	-77%	94%	-42%
投资收益	151	292	168	营业收入	-56%	79%	-41%
公允价值变动损益	-130	140	-225	净利润	-63%	123%	-59%
营业收入合计	1,116	1,993	1,184	总资产	-33%	108%	-43%
营业税金及附加	59	93	55	净资产	6%	35%	9%
业务及管理费	539	695	619	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	599	803	699	EPS	0.71	1.43	0.59
利润总额	514	1,190	494	BVPS	3.88	4.78	5.22
归属母公司所有者净利润	410	913	379	PE	34.59	17.09	41.21
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	6.28	5.10	4.67
结算备付金	1,007	1,239	1,229	每股股息	-	-	-
交易性金融资产	115	1,083	1,083	股息支付率	0%	0%	0%
可供出售金融资产	30	1,239	1,239	盈利能力 (%)			
持有至到期投资	-	-	-	ROE	18.16%	29.86%	11.34%
资产总计	9,030	18,781	10,747	ROA	4.54%	4.86%	3.52%
负债合计	6,768	15,720	7,403	业务状况 (%)			
股本	581	639	639	经纪业务市场份额	0.64%	0.73%	0.78%
归属母公司所有者权益	2,258	3,057	3,340	经纪业务佣金率	0.180%	0.162%	0.128%
所有者权益合计	2,261	3,061	3,344	承销业务市场份额	1.23%	0.00%	0.83%

资料来源：国信证券经济研究所

表 9: 证券行业 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.49	11.76	9.56	26.70	8.33	9.29	7.51	1.56	1.39	1.73
海通	中性	0.40	0.55	0.39	25.67	18.63	26.42	4.66	5.28	5.66	2.21	1.95	1.82
华泰	中性	0.28	0.79	0.43	54.15	19.13	35.09	2.02	2.89	5.75	7.48	5.22	2.62
广发	谨慎推荐	1.54	2.35	1.09	21.42	14.06	30.32	5.96	8.19	8.12	5.53	4.03	4.06
光大	中性	0.47	0.83	0.44	37.00	21.11	39.70	3.64	6.57	6.77	4.80	2.66	2.58
招商	中性	0.63	1.04	0.97	36.25	21.83	23.34	2.45	6.30	6.83	9.27	3.60	3.32
宏源	中性	0.37	0.79	0.78	46.16	21.71	22.05	3.41	4.48	5.20	5.02	3.82	3.29
东北	中性	0.71	1.43	0.59	34.59	17.09	41.21	3.88	4.78	5.22	6.28	5.10	4.67
国元	中性	0.36	0.53	0.46	37.61	25.34	28.92	3.23	7.70	7.68	4.15	1.74	1.74
长江	中性	0.42	0.63	0.60	29.12	19.31	20.32	2.75	4.20	4.44	4.44	2.90	2.74
国金	中性	1.51	0.52	0.41	10.12	29.64	37.21	4.33	2.59	3.03	3.53	5.91	5.04
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.09	26.65	18.42	25.58	5.51	7.07	8.16	5.05	3.93	3.41
敖东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.69	20.02	11.94	17.76	8.45	10.62	12.31	3.56	2.83	2.44
平均	中性	-	-	-	30.04	19.06	28.82	-	-	-	4.84	3.47	3.04

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53% 中信建投股权，以 5.49% 倍 P/AUM 出售 51% 华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35% 广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

表 10: 证券行业 P/MS

简称	评级	总市值(亿元)	经纪业务市场份额 (%)	单位份额市价指数	佣金率 (%)	佣金份额市价指数
中信	谨慎推荐	1,289	5.21	248	0.085	2,909
海通	中性	847	4.01	211	0.114	1,859
华泰	中性	844	5.98	141	0.081	1,741
广发	谨慎推荐	827	4.47	185	0.095	1,947
光大	中性	597	3.13	190	0.097	1,963
招商	中性	814	4.08	200	0.098	2,037
宏源	中性	250	1.32	190	0.138	1,375
东北	中性	156	0.76	206	0.128	1,607
国元	中性	263	1.07	245	0.129	1,895
长江	中性	265	1.62	163	0.133	1,230
国金	中性	153	0.69	222	0.123	1,801
成大	谨慎推荐	251	1.11	226	0.095	2,373
敖东	谨慎推荐	173	1.11	156	0.095	1,637
平均	中性	-	-	199	0.109	1,875

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53% 中信建投股权，以 5.49% 倍 P/AUM 出售 51% 华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35% 广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观	策略	交通运输
周炳林 0755-82130638	黄学军 021-60933142	郑武 0755- 82130422
林松立 010-66026312	崔嵘 021-60933159	陈建生 0755- 82133766
	廖喆 021-60933162	岳鑫 0755- 82130432
		高健 0755-82130678
银行	房地产	机械
邱志承 021- 60875167	方焱 0755-82130648	余爱斌 0755-82133400
黄飙 0755-82133476	区瑞明 0755-82130678	黄海培 021-60933150
谈煊 010- 66025229	黄道立 0755- 82133397	陈玲 0755-82130646
		杨森 0755-82133343
		李筱筠 010-66026326
汽车及零配件	钢铁	商业贸易
李君 021-60933156	郑东 010- 66026308	孙菲菲 0755-82130722
左涛 021-60933164	秦波 010-66026317	吴美玉 010-66026319
		祝彬 0755-82131528
基础化工	医药	石油与石化
张栋梁 0755-82130532	贺平鸽 0755-82133396	李晨 021-60875160
陈爱华 0755-82133397	丁丹 0755- 82139908	严蓓娜 021-60933165
邱斌 0755-82130532	陈栋 021-60933147	
电力设备与新能源	传媒	有色金属
皮家银 021-60933160	陈财茂 021-60933163	彭波 0755-82133909
		谢鸿鹤 0755-82130646
电力与公用事业	非银行金融	通信
徐颖真 021-60875162	邵子钦 0755- 82130468	严平 021-60875165
谢达成 021-60933161	田良 0755-82130513	程峰 021-60933167
	童成敦 0755-82130513	
造纸	家电	计算机
李世新 0755-82130565	王念春 0755-82130407	段迎晟 0755- 82130761
邵达 0755-82130706		
电子元器件	纺织服装	农业
段迎晟 0755- 82130761	方军平 021-60933158	张如 021-60933151
高耀华 0755-82130771		
旅游	食品饮料	建材
廖绪发 021-60875168	黄茂 0755-82138922	杨昕 021-60933168
刘智景 021-60933148		
煤炭	建筑	固定收益
李然 010-66026322	邱波 0755-82133390	李怀定 021-60933152
陈健 010-66215566	李遵庆 0755-82133055	高宇 0755- 82133538
苏绍许 021-60933144		
指数与产品设计	投资基金	数量化投资
焦健 0755-82133928	杨涛 0755-82133339	葛新元 0755-82133332
王军清 0755-82133297	彭怡萍 0755-82133528	董艺婷 021-60933155
彭甘霖 0755-82133259	刘舒宇 0755-82133568	林晓明 0755-25472656
阳瓘 0755-82133538	康亢 010-66026337	赵斯尘 021-60875174
周琦 0755-82133568	刘洋	程景佳 021-60933166
赵学昂 0755-66025232		郑云 021-60875163
		毛甜 021-60933154
交易策略		
戴军 0755-82133129		
秦国文 0755-82133528		
徐左乾 0755-82133090		
黄志文 0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区(机构销售一部)		华东区(机构销售二部)		华南区(机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn