

东北证券(000686.sz)

自营拖累中期业绩，下半年业绩有望超预期

曹恒乾 研究员
电话: 020-8755888-419
eMail: chq@gf.com.cn

温重伟 研究助理

自营拖累业绩，市场已消化利空

由于市场下跌，上半年自营亏损 1.84 亿元，导致整体业绩欠佳。公司在 10 年上半年实现营业收入 5.1 亿，同比下降 46%。净利润 1.1 亿元，EPS 为 0.17 元，同比下降了 77%。公司上半年每股净资产 4.67 元，同比增长 15%。虽然业绩不佳，但 7 月 9 号披露的中期业绩预告已让市场提前消化利空。

佣金率出现企稳迹象，市占率微升

上半年经纪业务综合净佣金率为 0.133%，其中二季度佣金率与一季度佣金率分别是 0.134%和 0.132%，佣金率出现企稳迹象。上半年的市占率达到 0.71%，小幅上升 0.6%。

投行表现优秀，对业绩贡献大幅上升

公司投行和资管业务收入表现优异，收入分别达到 0.7 亿元和 0.1 亿元，环比大幅增长 451%和 352%，特别是投行业务的业绩贡献达到 14%，成为上半年一大亮点。

投资建议与风险提示

随着市场的逐渐向好，以及佣金率的企稳，下半年公司业绩有望在经纪和自营的带动下超预期。预计 2010-2012 年 EPS 为 0.89 元，1.53 元和 1.76 元，对应目前股价 PE 为 27X，16X 和 14X，给予买入评级。未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

预测及评估

单位: 亿元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	11.2	19.9	15.5	21.9	25.2
利润总额	5.3	16.2	7.0	11.9	13.7
净利润	4.3	9.1	5.7	9.8	11.3
净利润增长率	-77%	112%	-37%	72%	15%
每股收益(元)	0.71	1.43	0.89	1.53	1.76
每股净资产	3.88	4.78	5.43	6.95	8.72
市盈率	34.4	17.1	27.4	15.9	13.8
市净率	6.3	5.1	4.5	3.5	2.8
每股红利(元)	0.1	0.15	0.09	0.15	0.18
股息率(%)	0%	1%	0.37%	0.63%	0.72%

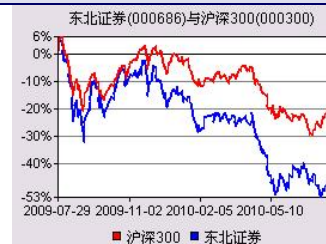
来源: 东北证券股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	24.40
目标价格(元)	27.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-2.96%	-16.52%	-46.81%
沪深 300	10.48%	-6.42%	-19.52%

股票数据

总股本(万股)	63,931.24
流通 A 股(万股)	19,428.46
主要股东:	
吉林亚泰(集团)股份有限公司	
主要股东持股比例	30.71%
流通 A 股比例	30.39%

财务比率

ROE	29.86%
ROA	8.56%
资产负债率	83.70%
每股净资产(元)	4.78

2009 年报数据.

受交易额下滑及自营亏损影响，业绩表现不佳

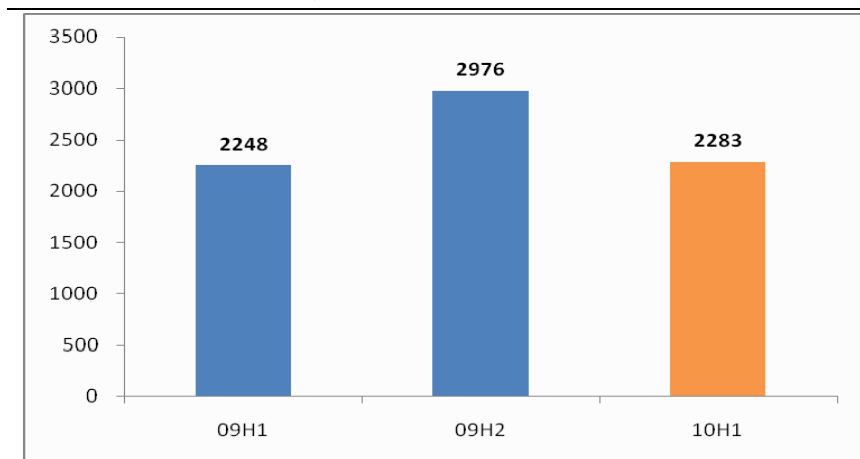
上半年受到证券市场波动，交易量萎缩以及行业佣金率继续下降的影响，公司经纪业务收入明显下滑，自营业务出现亏损，10年上半年实现营业收入5.1亿，同比下降46%。净利润1.1亿元，每股净利润0.17元，同比下降了77%。公司上半年每股净资产4.67元，同比增长16%。

经纪：佣金率趋稳，市占率稳步上升

2010上半年公司经纪业务净收入为，同比，环比，下降的原因主要是因为交易量的回调以及佣金率持续降低。

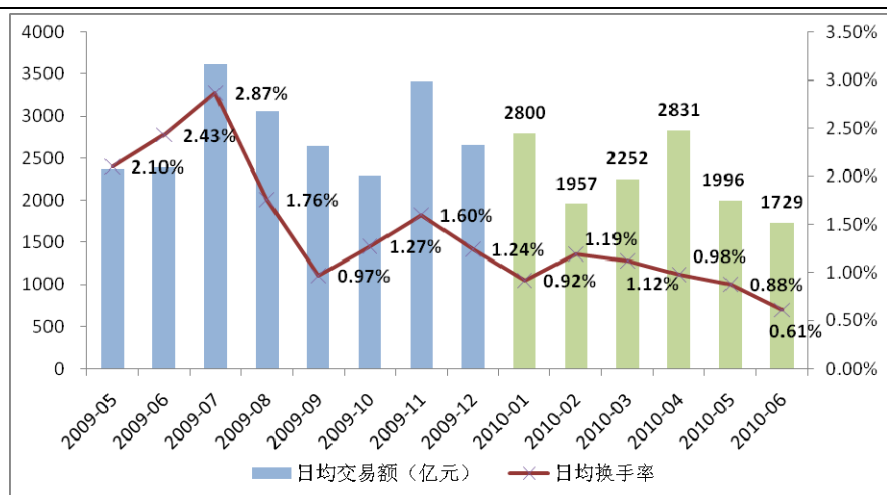
交易额同比微升2%，环比下降23%。两市上半年的股基债权合计日均交易额为2283亿元，同比微升2%，但交易量没有承接09年下半年的增长趋势，环比下降了23%，A股日均换手率也呈下降趋势。

图 1：09-10H1 日均交易额对比（亿元）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

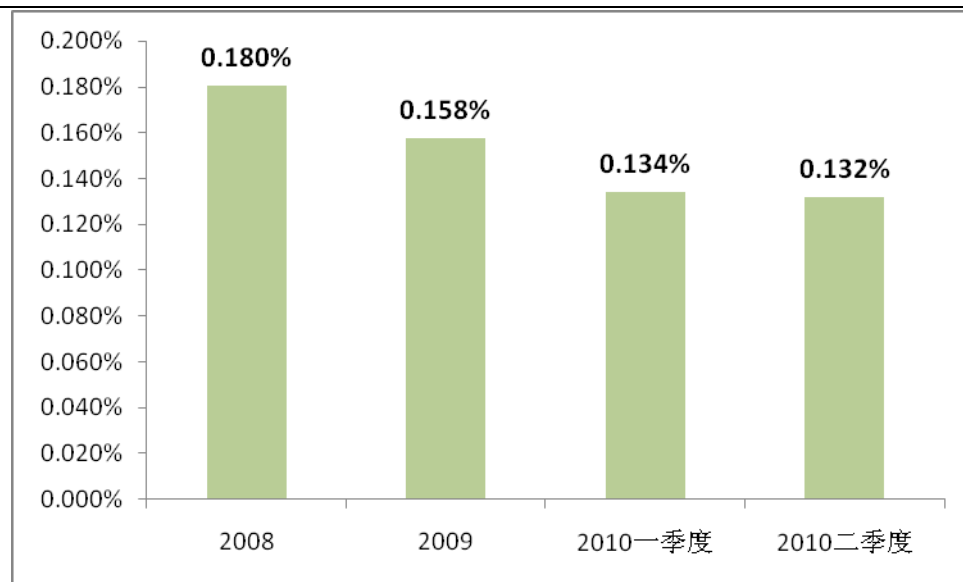
图 2：日均交易额及换手率环比下降



数据来源：上交所、深交所、广发证券发展研究中心

佣金率趋稳。10年上半年的平均净佣金率为0.133%，虽然较09年的0.158%下降了16%，但是与一季度相比，二季度的佣金率没有出现明显下滑，佣金率趋于稳定，下半年交易额的回升有望给公司带来较好的收入。

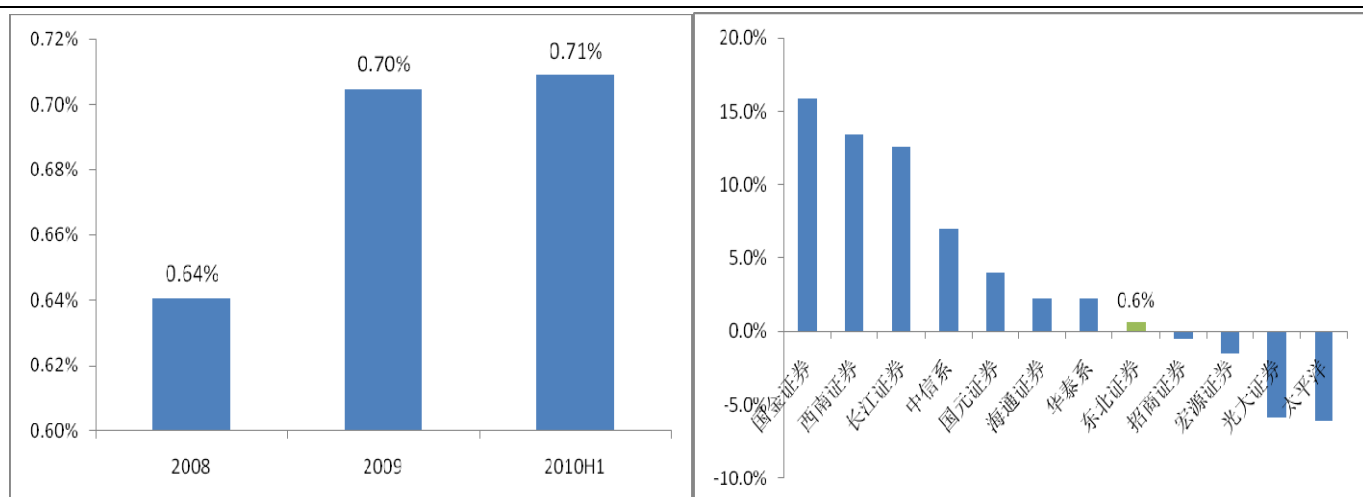
图 3：08-10H1 公司经纪业务净佣金率变化情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

市占率略微提升。公司在10年上半年交易额合计市占率达到0.71%，比09年的0.70%提升了0.6%，上涨幅度在上市券商中排名第9。

图 4：08-10H1 公司经纪业务市占率变化情况

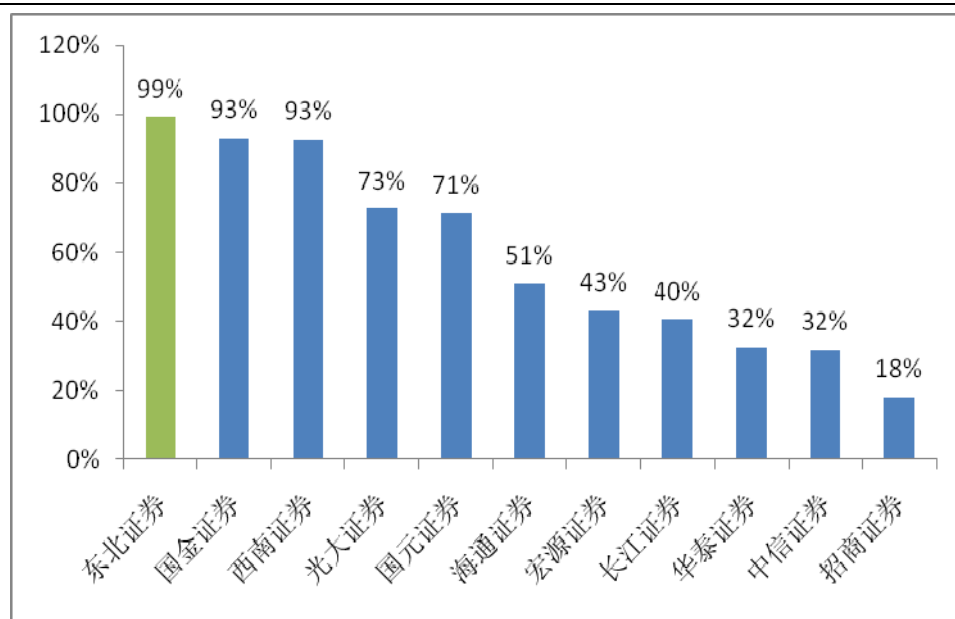


数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

自营风格激进导致上半年投资亏损

公司09年末交易性金融资产和可供出售金融资产中，权益类资产的规模达到23亿元，占总自营资产的比例高达99%，从已公布的数据中可以看到，东北证券在权益类资产中的自营仓位是最高的，由于上半年市场下跌幅度较大，直接导致公司上半年自营亏损。

图 5：09 年末券商自营权益类资产配置比例



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

半年报显示公司已经主动减仓权益类资产到8亿元,而随着市场的逐步趋好,下半年自营投资会有一个较好的回报。在上证指数稳定在2700点,以及考虑公司在指数稳步上升时加仓的影响,我们预计下半年自营业务将给公司带来1.8亿元的收入,其中三季度贡献1.3亿元,对应EPS为0.16元,四季度贡献0.5亿元,对于EPS为0.06元。

投行、资管发展势头良好，但业绩贡献微弱

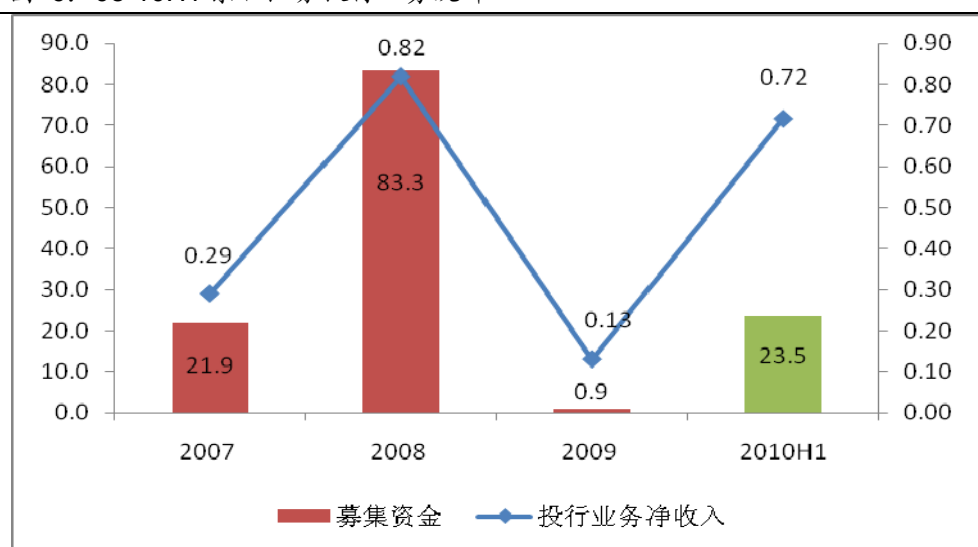
投行业务回归上升通道。10年上半年,公司完成4个股票IPO项目主承销,共募集资金23.5亿元,实现净收入0.72亿元,而09年公司投行部门仅分别承担了新股增发的副主承销和分销项目,募集资金0.90亿元,净收入0.13亿元,相比之下,10年投行业务的增长是一个亮点,对营业收入的贡献达到了14%,重新回到了上升通道。

表 1：2010H1 东北证券主承销统计

代码	名称	发行类型	发行日期	募资金额(亿元)
002335.SZ	科华恒盛	首发	2010-1-4	5.3
002357.SZ	富临运业	首发	2010-2-1	3.1
002372.SZ	伟星新材	首发	2010-3-8	11.4
300092.SZ	科新机电	首发	2010-6-28	3.7

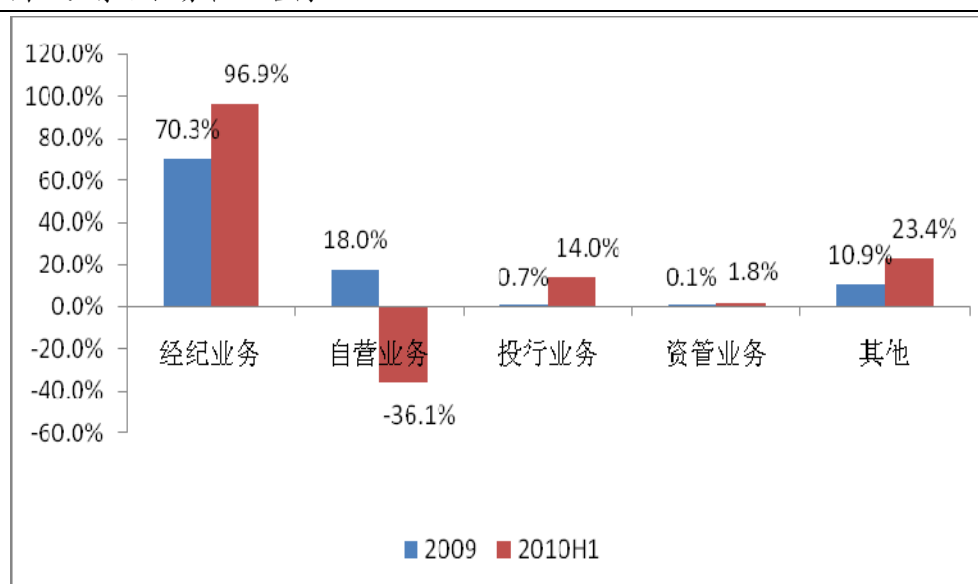
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图 6: 08-10H1 东北证券投行业务统计



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 7: 东北证券收入结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

集合理财开始起步，增长趋势明显。2009年7月份，公司第一支集合理财产品“东北证券1号”正式成立，10年5月份第二支集合理财产品“东北证券2号成立”，截至目前公司集合理财规模达到18.3亿份，市占率2%，排名上升至15位。10年上半年公司资管业务净收入达到，保持了良好的发展势头。

表 2: 东北证券集合理财规模

	最新份额（万份）	市占率	排名
2009	60992	1%	26
2010H1	183409	2%	15

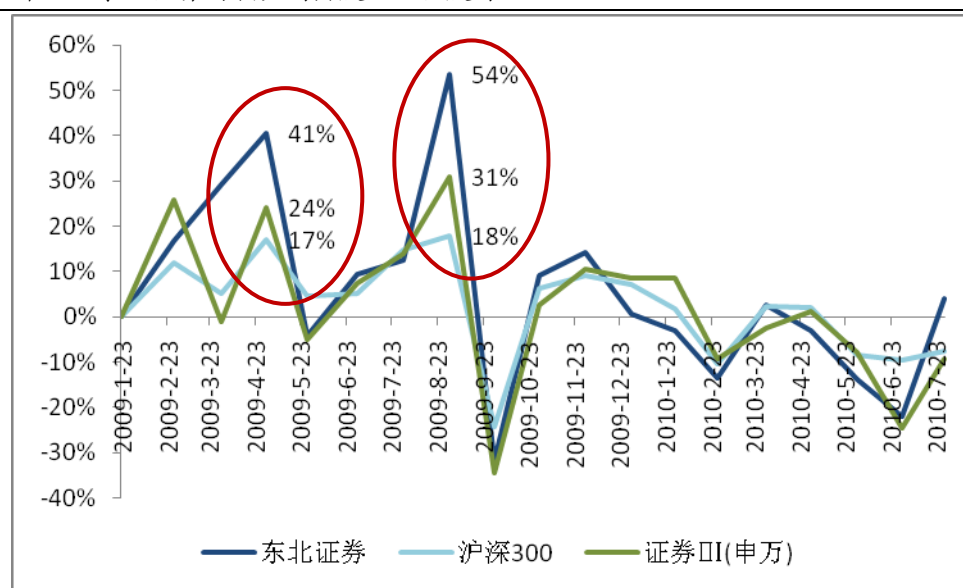
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

不过，由于规模较小，10年上半年投行和资管的靓丽表现也并无法改变公司业绩下滑的态势，业绩的修复依然需要期待经纪业务和自营业务的良好表现。

投资建议

随着下半年宏观经济不明朗因素的逐渐消除，证券市场的表现有望稳步回升，而从09年以来的历史数据来看，东北证券与指数的 β 值高达1.73，高于行业 β 值1.41，特别是在牛市的时候要远远好于行业的表现。公司9号披露业绩预告，在接近一个月的时间里，利空已被基本消化。

图 8：东北证券与指数的月度涨跌幅度对比



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

同时，公司二季度的佣金率已经出现企稳的向好趋势，我们假设下半年股基债权日均交易额2678亿元，市占率和佣金率维持上半年水平，同时假设自营在三季度贡献1.3亿元，整个下半年贡献1.8亿元收入的基础上(即下半年自营收益弥补上半年亏损，全年贡献为零的假设下)，测算出东北证券三季度的EPS为0.41元，四季度的EPS为0.31元，预计2010年-2012年每股收益分别为0.89元，1.53元和1.76元，2010年对应目前股价的PE为27X，给予买入评级。

风险提示

未来存在市场交易量大幅下降与公司自营投资出现重大失误的风险。

资产负债表					利润简表				
单位: 亿元					单位: 亿元				
报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E	报表项目	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	133.4	162.3	205.5	259.0	一、营业收入	19.9	15.5	21.9	25.2
其中: 客户存款	127.9	155.7	193.1	239.4	手续费及佣金净收入	14.5	13.7	16.9	19.5
结算备付金	12.4	22.6	28.0	34.8	其中: 经纪净收入	14.0	11.3	14.1	16.2
其中: 客户备付金	12.2	34.6	42.9	53.2	承销净收入	0.1	1.6	2.0	2.2
交易性金融资产	10.8	7.4	9.2	11.4	资管净收入	0.0	0.2	0.2	0.3
买入返售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	利息净收入	1.0	1.0	1.2	1.4
应收利息	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	2.9	3.0	3.7	4.2
存出保证金	5.5	7.0	8.7	10.7	其中: 联、合营企业投资收益	0.7	0.8	1.0	1.2
可供出售资产	12.4	53.9	66.8	82.9	公允价值变动净收益	1.4	-2.2	0.0	0.0
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	2.8	3.2	4.0	5.0	其他业务收入	0.1	0.1	0.1	0.1
固定资产	8.6	9.0	11.2	13.8	二、营业支出	8.0	8.6	10.1	11.6
无形资产	0.4	0.5	0.6	0.7	营业税金及附加	0.9	1.0	1.5	1.7
其中: 交易席位费	0.1	0.0	0.0	0.1	管理费用	7.0	7.6	8.6	9.9
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.2	0.0	0.0	0.0
递延所得税资产	0.1	0.5	0.6	0.7	其他业务成本	0.0	0.0	0.0	0.0
其他资产	1.4	5.0	6.2	7.7	三、营业利润	11.9	6.9	11.9	13.6
资产总计	187.8	271.4	340.8	426.8	加: 营业外收入	0.0	0.1	0.1	0.1
交易性金融负债	0.0	0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
衍生金融负债	0.0	0	0.0	0.0	四、利润总额	11.9	7.0	11.9	13.7
卖出回购资产款	0.0	0	0.0	0.0	减: 所得税	2.8	1.2	2.1	2.4
代理买卖证券款	144.9	225.2	279.2	346.2	加: 未确认损失	0.0	0.0	0.0	0.0
应付职工薪酬	1.1	0.8	1.0	1.2	五、净利润	9.1	5.7	9.8	11.3
应交税费	0.9	0.2	0.2	0.2	母公司所有净利	9.1	5.7	9.8	11.3
应付利息	0.2	0.2	0.2	0.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	六、每股收益:				
应付股利	0.7	0.2	0.3	0.4	基本每股收益	1.43	0.89	1.53	1.76
递延所得税负债	9.4	10.5	13.0	16.1	稀释每股收益	1.43	0.89	1.53	1.76
负债合计	157.2	237.0	293.9	364.4	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
股本	6.4	6.4	6.4	6.4	主要财务指标				
资本公积金	1.5	1.5	1.5	1.5	指标项目	2009A	2010E	2011E	2012E
减: 库存股	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	79%	-22%	42%	15%
盈余公积金	2.4	3.0	4.0	5.1	营业利润增长率	130%	-42%	72%	15%
未分配利润	15.4	20.0	27.8	36.8	净利润增长率	123%	-37%	72%	15%
一般风险准备	2.4	3.9	4.8	6.0	净资产收益率	30%	16%	22%	20%
归属母公司权益	0.0	0.1	0.1	0.1	资产负债率	84%	87%	86%	85%
少数股东权益	30.6	34.7	44.4	55.7	所得税税率	23%	18%	18%	18%
所有者权益合计	30.6	34.7	44.5	55.8					
负债及股东权益	187.8	271.7	338.4	420.2					
每股净资产	4.78	5.43	6.95	8.72					

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司报表、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

东北证券(000686)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。