

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

半年报点评：自营亏损拖累业绩，亟待资本规模扩张

事件描述

东北证券 29 日晚发布首份券商半年报，主要看点如下：

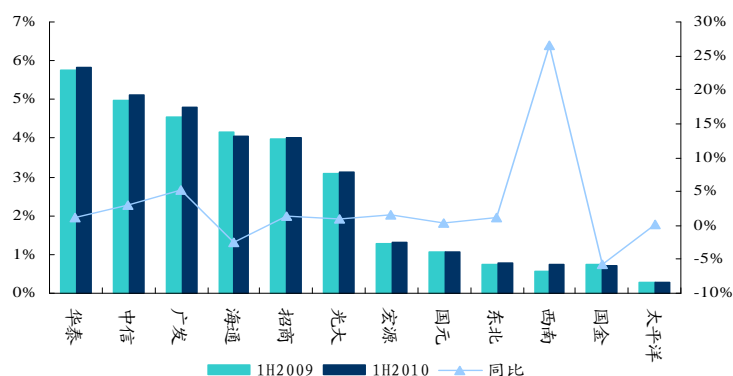
- 公司 2010 年上半年累计实现营业收入 5.10 亿元，同比下降 46.29%，净利润 1.10 亿元，同比下降 76.83%，每股收益 0.17 元，同比下降 77.33%；
- 经纪业务利润贡献率降低和自营亏损是公司业绩下降的主要诱因，管理费用增长过快进一步加速了净利润的下滑；公司上半年实现代理买卖证券业务净收入 4.94 亿元，同比下降 18.69%，投资收益和公允价值变动损益-1.84 亿元，其中二季度亏损 2.43 亿元；
- 公司上半年投行和资产管理业绩亮眼，分别实现收入 0.72 亿元和 0.11 亿元，但受资本规模限制，公司各项创新业务发展相对缓慢，直投业务资格尚在申请中；
- 净资本水平偏低严重制约公司业务发展，目前公司配股方案已上报证监会发行部，并计划借入 12 亿规模次级债，我们预计公司 2010 年的 EPS 为 1.09 元，三季度自营亏损状况缓解和再融资进程有望成为公司股价变动的诱发因素。

事件评论

第一， 经纪业务市场份额小幅度提升

公司上半年股票、基金市场份额（全市场交易额口径）为 0.77%，较去年同期增长 1.18%，低于上市券商 3.56% 的平均增幅；目前公司拥有 67 家营业部，其中吉林地区 33 家营业部，在当地市场份额高达 41.77%；公司上半年日均交易额 52.74 亿元，市场排名第 73 位，远低于其他上市券商水平，亟待提升。

图 1：上市券商上半年经纪业务市场份额比较



资料来源：长江证券研究部

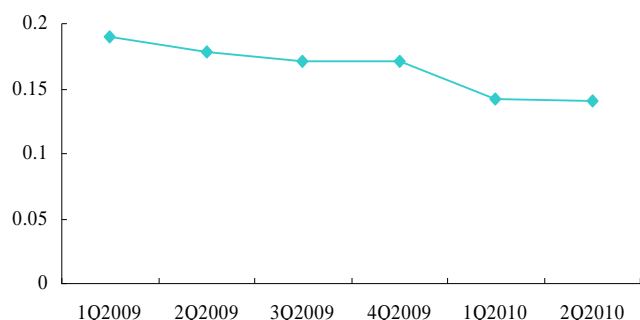
表 1：上半年上市券商部均交易额及排名

排名	会员	部均交易额	排名	会员	部均交易额
5	招商证券	244.20	36	长江证券	94.67
7	中信系	190.16	41	西南证券	91.48
11	国金证券	154.20	47	宏源证券	83.43
14	光大证券	142.10	59	国元证券	71.90
15	华泰系	140.68	73	东北证券	52.74
30	海通证券	102.87	75	太平洋	45.77
34	广发系	99.16			

资料来源：长江证券研究部

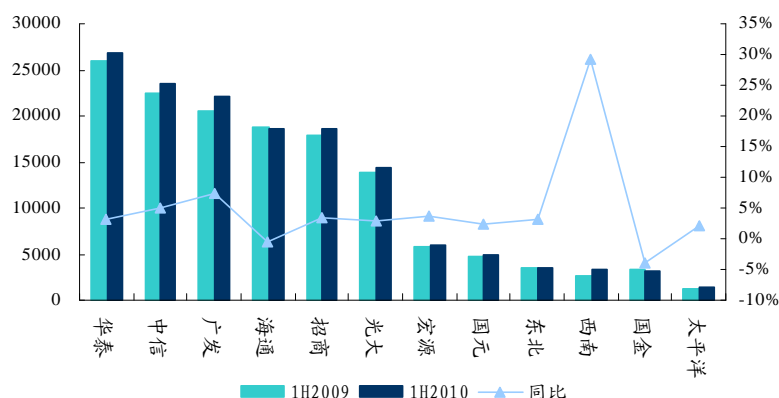
公司上半年实现股票、基金代理买卖交易额 3533.73 亿元，同比增长 3.26%；实现代理买卖证券业务净收入 4.94 亿元，同比下降 18.69%；上半年累计综合佣金水平 0.1399%，同比下降了 21.31%，其中二季度佣金水平为 0.1383%，较一季度 0.1414% 环比下降 2.18%，降幅有所趋缓。总体而言，佣金费率下滑是导致经纪业务收入同比下降的最主要原因。

图 2：09 年以来公司综合佣金水平变化



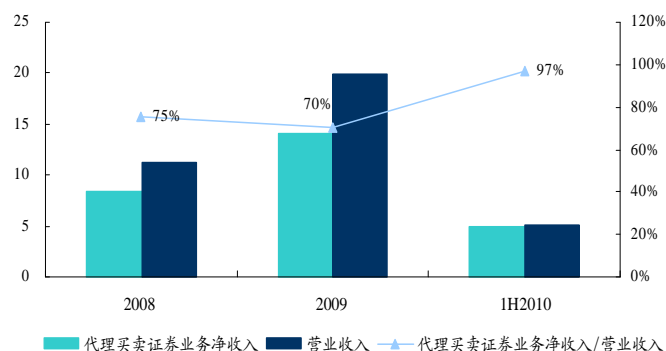
资料来源：长江证券研究部

图 3：上半年上市券商股基交易额及同比变动



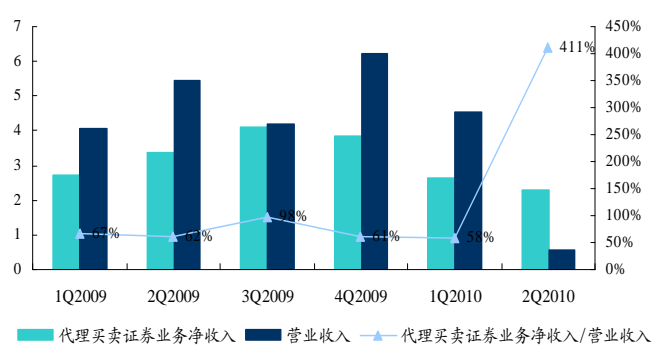
资料来源：长江证券研究部

图 4：上半年代理买卖证券业务净收入占营业收入比重高达 97%



资料来源：长江证券研究部

图 5：09 年以来各季度经纪业务收入占比变动



资料来源：长江证券研究部

第二，自营亏损严重影响整体业绩

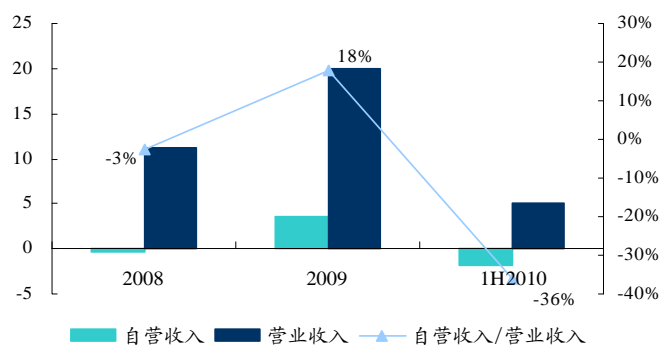
公司上半年投资收益和公允价值变动损益-1.84 亿元，其中二季度亏损 2.43 亿元，二季度市场低迷和公司自营风格激进，是公司上半年自营亏损的主要原因。

截至二季度末，公司交易性金融资产规模为 6.40 亿元，较一季度末的 10.54 亿元有所下降，但权益类投资仍占一定比重。

上半年公司可供出售金融资产规模相对较小，截至二季度末，公司可供出售金融资产规模为 2.61 亿元，占净资产比重为 8.72%；在不考虑二季度分红的情况下，二季度末母公司净资产较一季度末减少 1.59 亿元，而可供出售金融资产的浮亏是导致净资产下降的主要原因。

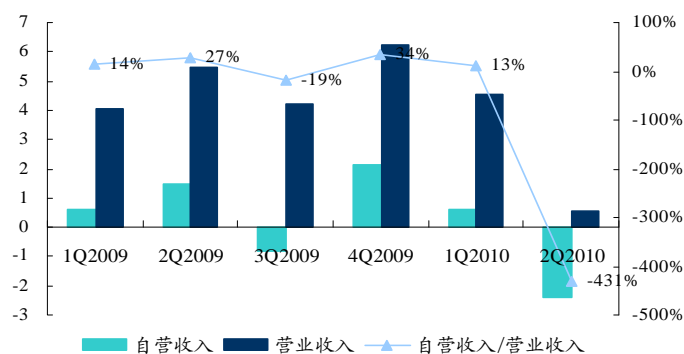
鉴于 7 月份市场出现了反弹趋势，我们预计公司自营业务亏损局面有望在三季度得到缓解。

图 6：上半年自营收入占营业收入比重为-36%



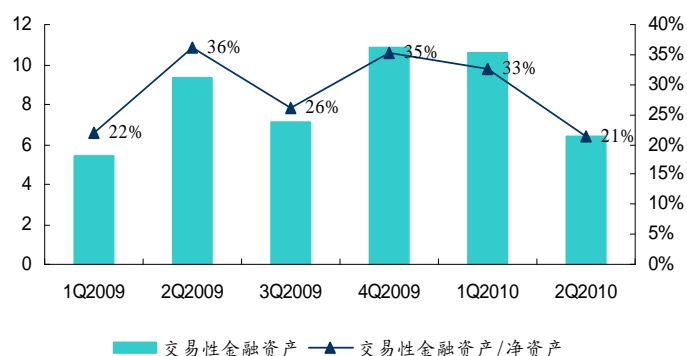
资料来源：长江证券研究部

图 7：09 年以来公司各季度自营收入占比情况



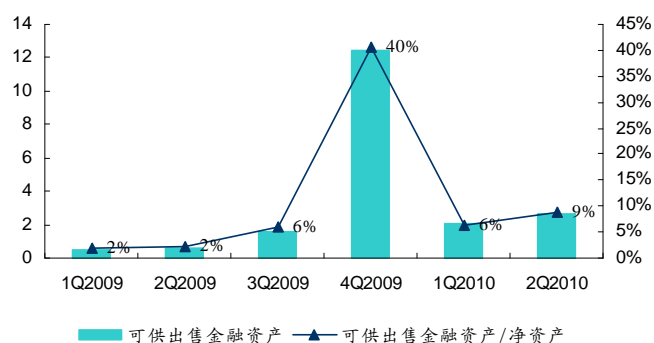
资料来源：长江证券研究部

图 8：公司交易性金融资产占净资产比重达 21%



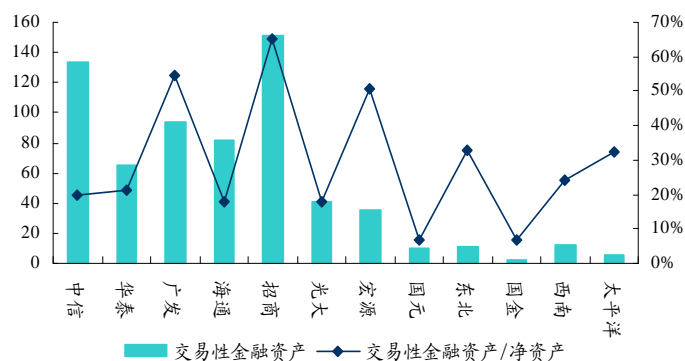
资料来源：长江证券研究部

图 9：公司可供出售金融资产占比为 9%



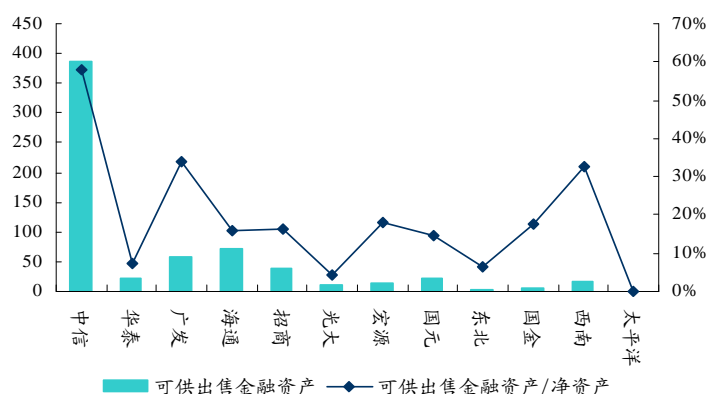
资料来源：长江证券研究部

图 10：2010 年一季度末上市券商交易性金融资产及占比



资料来源：长江证券研究部

图 11：2010 年一季度末上市券商可供出售金融资产及占比



资料来源：长江证券研究部

第三，IPO 承销成为投行业绩最大亮点

截至目前，公司保代人数为 10 人，行业排名第 38 位，尽管团队规模有限，但受益于 IPO 重启与创业板扩容，公司上半年共担任 4 家 IPO 主承销，IPO 承销收入居行业第 22 位。

公司上半年共实现投行收入 0.72 亿元，利润贡献率高达 28.24%。

表 2: 2010 年上半年上市券商股票承销金额排名

排名	机构名称	募集资金合计
2	海通证券	317.79
6	招商证券	155.21
7	中信证券	138.54
10	宏源证券	105.56
11	国金证券	99.44
13	华泰联合	78.34
14	广发证券	76.40
21	华泰证券	50.35
22	中信建投	46.75
28	国元证券	30.92
29	西南证券	30.33
31	光大证券	25.40
34	东北证券	23.55
46	太平洋	11.44

资料来源: 长江证券研究部

表 3: 2010 年上半年上市券商股票承销家数排名

排名	机构名称	承销家数
3	招商证券	16
4	海通证券	13
5	华泰联合	10
6	宏源证券	9
7	广发证券	9
9	中信证券	7
10	华泰证券	7
11	国金证券	7
14	西南证券	5
15	中信建投	4
21	东北证券	4
22	国元证券	4
27	光大证券	3
36	太平洋	2

资料来源: 长江证券研究部

表 4: 2010 年上半年上市券商 IPO 收入排名

排名	机构名称	收入	市场份额(%)
2	招商证券	6.81	8.81
5	海通证券	4.19	5.41
6	国金证券	3.79	4.90
7	华泰联合	3.69	4.77
8	宏源证券	2.71	3.51
10	广发证券	2.47	3.20
12	中信证券	2.41	3.12
14	华泰证券	1.88	2.43
15	中信建投	1.86	2.41
18	国元证券	1.43	1.84

19	光大证券	1.17	1.51
22	东北证券	0.83	1.08
26	西南证券	0.75	0.96
27	太平洋	0.61	0.78

资料来源：长江证券研究部

表 5：2010 年上半年公司 IPO 项目承销情况

公司名称	市场	发行日期	实际募集资金(亿元)	主承销商
科华恒盛	中小板	2010-1-4	5.06	东北证券
富临运业	中小板	2010-2-1	2.87	东北证券
伟星新材	中小板	2010-3-8	10.91	东北证券
科新机电	创业板	2010-6-28	3.39	东北证券

资料来源：长江证券研究部

第四，资产管理业务稳步推进

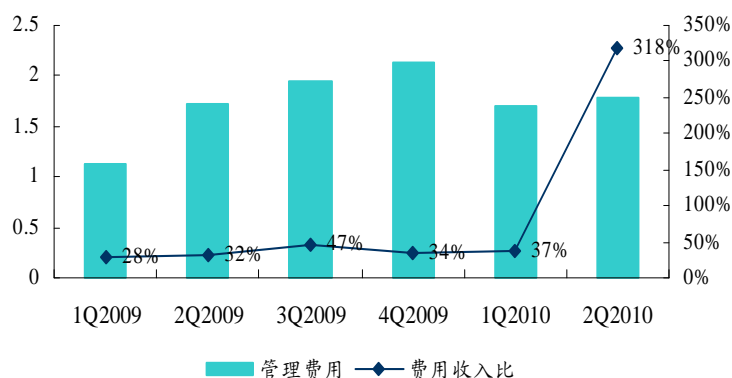
公司上半年成功发行第二只集合理财产品——“东证 2 号”，募集资金达 14.95 亿元，发行规模在同期成立的产品中居前列；上半年公司实现资产管理业务收入 0.11 亿元，随着产品审批速度的加快，资产管理业务有望成为公司另一项稳定收入来源。

第五，费用增长仍未缓解

2010 年上半年，公司营业支出 3.83 亿元，较上年同期增加 0.49 亿元，增幅为 14.67%，其中业务及管理费用同比增加 0.63 亿元，增幅为 22.13%。

二季度费用支出环比增长较快，其中管理费用较一季度的 1.70 亿元增加 0.1 亿元，而二季度营业收入仅为 0.57 亿元，费用收入比由一季度的 38% 跃升至 318%。费用和支出的较快增长是导致公司净利润同比加速下滑的主要原因。

图 12：09 年以来公司各季度管理费用及收入费用比



资料来源：长江证券研究部

第六，旗下子公司业绩较为稳定

上半年公司期货子公司实现营业收入 0.26 亿元；旗下两家基金公司——银华与东方基金业绩靓丽，共实现净利润 1.74 亿元。

上半年公司对联营及合营企业的投资收益达 0.41 亿元，同比增长 11.45%。

第七，投资评级与风险提示

整体而言，佣金费率同比下降和自营亏损是公司业绩下降的主要诱因，管理费用增长过快进一步导致了净利润的加速下滑；随着7月份市场整体反弹，公司自营亏损有望在三季度得到缓解，与此同时，由于在吉林的垄断优势，公司经纪业务综合佣金费率基数较高，且环比降幅趋缓；我们预计公司三季度业绩环比将显著提升；由于目前公司各项业务严重受限于资本规模，再融资推进情况将成为公司股价变动的诱发因素。

财务报表及指标预测

利润表(百万)					资产负债表(百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	1402	1065	1227	1257	现金及银行存款	13342	16106	17528	19506
承销业务净收入	13	80	96	289	结算备付金	1239	1449	1594	1721
资产管理净收入	2	10	19	38	交易性金融资产	1083	1409	1549	1704
利息净收入	102	75	86	88	存出保证金	550	334	483	526
投资净收益	292	146	345	264	买入返售金融资产	0	0	0	0
公允价值变动	140	70	91	100	可供出售金融资产	1239	306	752	938
营业收入合计	1993	1495	2042	2355	长期股权投资	284	298	313	329
营业税金及附加	93	75	102	118	固定资产	855	833	809	781
业务及管理费	695	493	694	860	资产总额	18781	20930	23229	25713
营业成本合计	803	585	815	998	交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	1190	920	1241	1374	卖出回购金融款	0	0	0	0
所得税	277	221	310	343	代理买卖证券款	14491	15940	17215	18592
少数股东损益	0	0	0	0	应付款项	220	211	293	359
净利润	913	699	931	1030	负债总额	15720	17170	18538	19991
EPS	1.43	1.09	1.46	1.61	少数股东权益	4	4	4	4
PE	17.06	22.30	16.75	15.14	普通股东权益合计	3057	3756	4687	5718
PB	4.63	4.15	3.33	2.73	负债及股东权益	18781	20930	23229	25713

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。