

## 东北证券(000686)

## 业绩符合预期，增发改善竞争力

## ——2007年年报点评

梁静

021-38676850

liangjing@gtjas.com

- 本报告导读：**
- 业绩符合预期，但主营竞争力有所下滑；
  - 增发后竞争力可望提升，但对2008年业绩有所摊薄。

## 投资要点：

- **全年业绩符合预期。**2007年实现营业收入25.48亿元、净利润11.14亿元，同比分别增长468%和1206%。实现每股收益2.36元，净资产收益率52.09%。2007年末公司的净资本达到13.9亿元，是上年末的5倍。
- **业绩对经纪和自营的依赖程度进一步提升。**2007年公司实现经纪佣金16.27亿元，自营收益（包括公允价值变动）5.83亿元，同比分别增长402%和1322%。两者对收入的贡献分别达到64%和23%，虽然经纪佣金占比明显下降、但自营占比却明显上升，两者合计占比为87%，较上年提升6个百分点。
- **经纪和承销竞争力有所下降。**虽然经纪和承销收入均快速增长，但业务规模未能跟上全市场公开发行呈现爆发性增长的步伐，市场份额均有所下滑。
- **经纪和承销仍可随市场发展保持稳中有升态势，创新业务也可望在局部领域保持快速增长，但增长潜力有限。**东北证券虽然在吉林具备一定区位优势，但规模中等、主营业务竞争力并不突出，未来的发展将更多的受制于行业整体的发展状况，而作为规范类券商和“BB”类券商，在未来创新业务的资格争取和发展规模上，都难以和行业领先公司竞争。
- **增发后竞争力可望提升，但对2008年业绩有所摊薄。**公司拟发行定向增发1.5-3亿股、筹资额70-140亿元。增发后资本实力的提升、以及对经纪、承销等基础性业务和资产管理、衍生品等创新业务的投入，将有效提升公司的综合竞争力，但增发将可能在下半年完成，所带来的提升效应可能因行业主流券商的IPO、公司的经营管理能力不强而有所减弱，而大部分增发资金暂时只能用于流动性管理也将摊薄公司的业绩。
- **维持谨慎增持。**但调低2008-2010年盈利预期至12.9亿元、17.8亿元和22.0亿元，同时调低目标价至50-55元。

评级：

谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥55.00

上次预测：¥60.00

当前价格：

¥41.50

2008.03.12

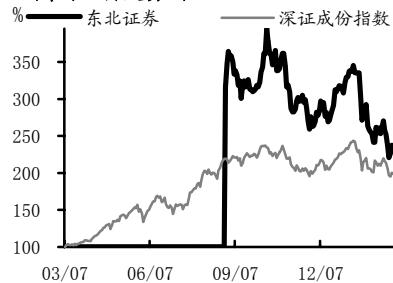
## 交易数据

52周内股价区间(元)	16.34 ~ 72.00
总市值(百万元)	24,120
总股本/流通A股(百万股)	581/151
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.26
日均成交量(百万股)	2.2
日均成交值(百万元)	117.1

## 资产负债表摘要 (12/07)

股东权益(百万元)	2142
每股净资产	3.68
市净率	10.98
资产负债率	26.47

## 52周内股价走势图



财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	434	2,548	2,522	3,472	4,309
(+/-)%	487%	-1%	38%	24%	487%
经营利润(EBIT)	118	1,679	1,698	2,338	2,902
(+/-)%	1323%	1%	38%	24%	1323%
净利润	121	1,114	1,290	1,776	2,204
(+/-)%	820%	16%	38%	24%	820%
每股净收益(元)	0.20	2.36	2.04	2.27	2.82
每股股利(元)	0	0	0.20	0.23	0.28

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率(%)	27%	66%	67%	67%	67%
市盈率	202	17	20	18	14
股息率(%)	0%	10%	10%	10%	10%

## 相关报告

经纪和自营推动业绩增长

(07.10.15)

具备区域竞争优势的中等券商

(07.08.27)

## 1. 业绩符合预期

**全年业绩符合预期。**2007 年实现营业收入 25.48 亿元、净利润 11.14 亿元，分别较我们的预期高 5.7% 和 -0.4%，同比分别增长 468% 和 1206%。实现每股收益 2.36 元，净资产收益率 52.09%。盈利能力的提升也增强了公司的资本实力，2007 年末公司的净资本达到 13.9 亿元，是上年末的 5 倍。

**第 4 季度经营业绩环比明显下降。**第 4 季度实现营业收入 4.97 亿元、净利润 0.63 亿元，仅分别占全年的 19.5% 和 5.7%，环比分别降低 42.1% 和 84.9%。2007 年第 4 季度，由于市场整体交易额环比减少 37.1%、指数也有所下滑，而第 4 季度大幅计提了营业费用，这些都使得公司第 4 季度业绩的下滑在预期中。

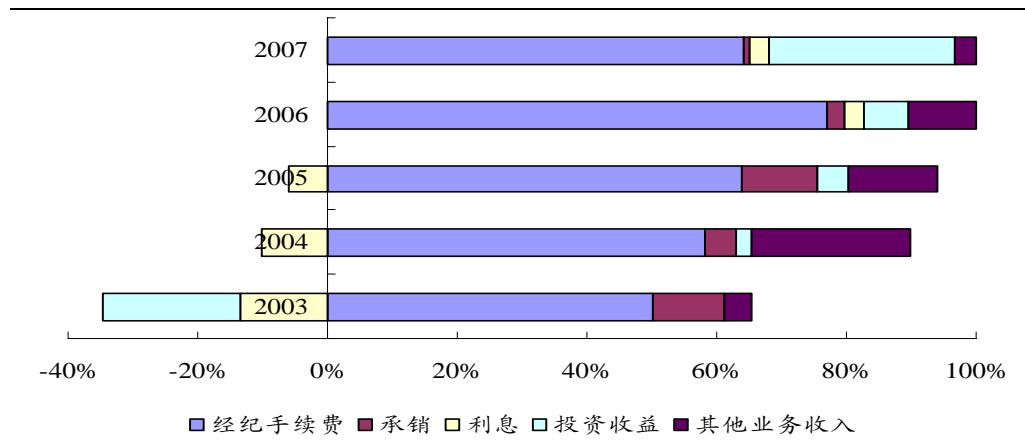
表 1 2007 年公司主要经营指标

指标	2007	2006	同比
净利润（亿元）	11.14	0.85	1211%
净资产（亿元）	21.38	5.93	261%
净资本（亿元）	13.88	2.78	399%
净资本/净资产	64.79%	46.45%	39%
ROE	52.09%	24.8%	110%
EPS（元）	2.36	0.21	1024%

数据来源：公司年报。

**经纪佣金和自营投资仍是主要利润来源。**2007 年公司实现经纪佣金 16.27 亿元，自营收益（包括公允价值变动）5.83 亿元，同比分别增长 402% 和 1322%。两者对收入的贡献分别达到 64% 和 23%，虽然经纪佣金占比明显下降、但自营占比却明显上升，两者合计占比为 87%，较上年提升 6 个百分点。这表明，在牛市中公司业绩对经纪和自营的依赖程度进一步提升。

图 1 经纪和投资对收入的贡献度进一步上升



数据来源：公司年报。

## 2. 主营业务竞争力有所下滑

**经纪业务：**2007 年虽然佣金收入同比增长 402%，但交易额增速为 369%，低于市场增速（386%），公司的市场份额也略有下降。部均市场份额 0.016%，也低于全国平均的 0.03%，单个营业部竞争力不强、网点集中于吉林应是市场份额下降的重要原因。在

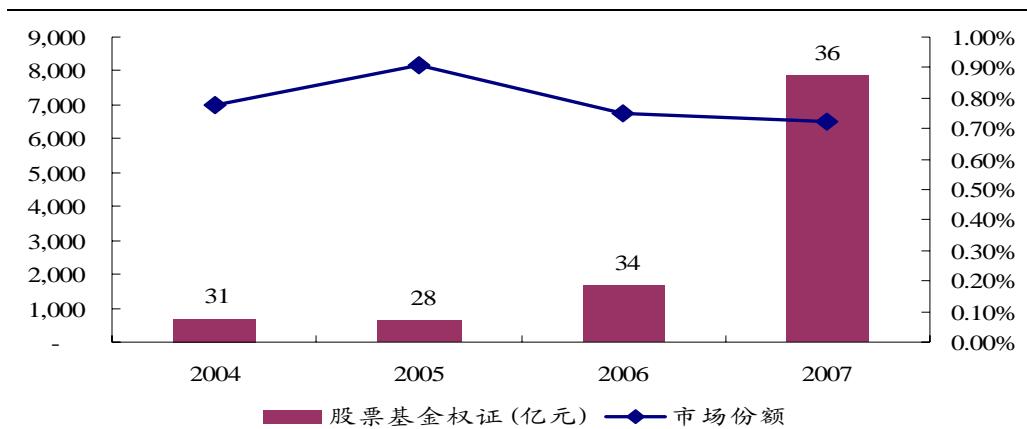
公司的 5 家迁址或新设营业部正常运行之后, 经纪业务的市场份额可望扭转下降趋势。

**表 2 经纪业务主要指标**

年份	2007	2006	同比
经纪佣金收入(亿元)	16.27	3.34	387%
股票基金权证交易额(亿元)	7889	1680	369.6%
市场份额	0.72%	0.75%	-0.04%
市场排名	36	34	-2
净佣金率	0.206%	0.199%	0.07%
经纪业务毛利率	72.5%	53.3%	19.2%
客户保证金余额(亿元)	107.0	46.8	129%
利息收入(亿元)	0.73	0.13	462%

数据来源: 公司年报。其中市场份额、排名和净佣金率的同比为绝对额。

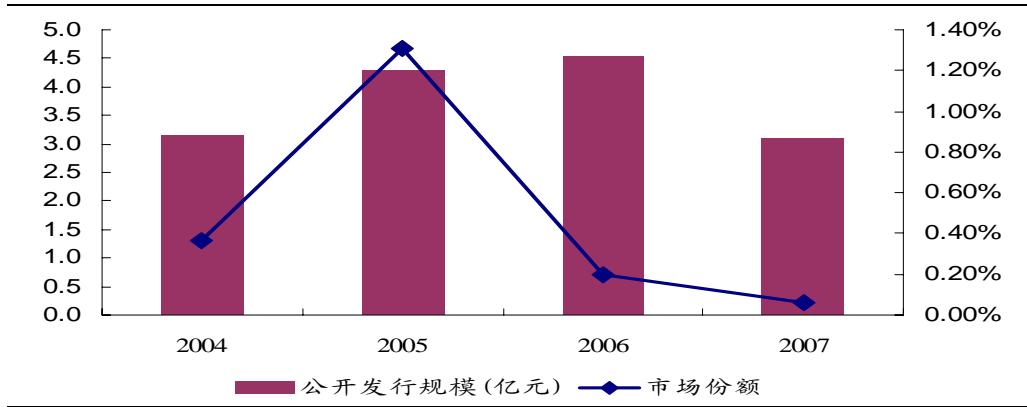
**图 2 东北证券近年股票基金权证交易额及市场份额变化**



数据来源: 公司年报及借壳文件。

**投行业务:** 公司承销业务规模也未能跟上全市场公开发行呈现爆发性增长的步伐。公司 2007 年完成梅花伞和万力达两家公司 IPO 以及苏宁环球、吉恩镍业的定向增发, IPO 承销额 3.1 亿元、市场份额 0.06%, 列第 36 位, 虽然承销收入同比增长 144%, 但公开发行规模和份额均有所下滑。

**图 3 2004 年来东北证券公开发行情况**



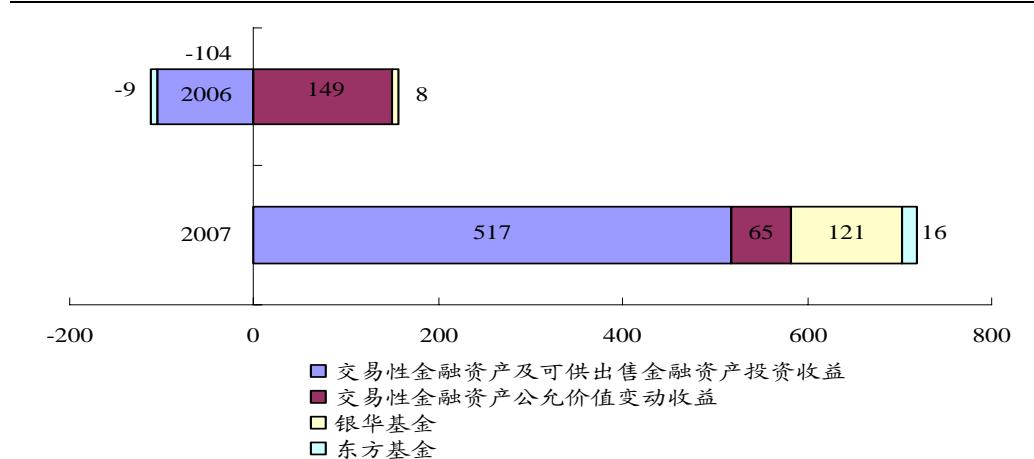
数据来源: 公司年报及借壳文件。

**表 3 2007 年公司主承销的项目情况**

公司名称	发行日期	发行类别	发行规模(亿元)	发行费用(万元)
梅花伞	20070917	IPO	1.2	1287
万力达	20071029	IPO	1.9	1320
苏宁环球	20070426	定向增发	4.1	257
吉恩镍业	20071101	定向增发	6.2	1561

数据来源：公司年报。

**投资业务：**2007 年实现投资收益（包括公允价值变动）7.25 亿元，其中自营投资收益 5.83 亿元、来自银华基金和东方基金的投资收益约 1.37 亿元，同比分别增长 13.3 倍和 31.4 倍。从自营规模上看，2007 年末，公司交易性金融资产市值为 4.1 亿元，同比增长 5.3 倍，但自营/净资本为 29.9%、较上年末的 41% 下降明显；但从结构来看，自营资产中股票投资占比高达 99.7%，资产配置的均衡性亟待提高。

**图 4 公司 2007 年投资收益结构**


数据来源：公司年报。

### 3. 增长潜力有限，增发决定未来发展

从总体定位上看，东北证券虽然在吉林具备一定区位优势，但规模中等、主营业务竞争力并不突出，未来的发展将更多的受制于行业整体的发展状况，而作为规范类券商和“BB”类券商，在未来创新业务的资格争取和发展规模上，都难以和行业领先公司竞争。因此，主营业务竞争力的提升仍将是公司业绩增长的关键。

**经纪和承销仍可随市场发展保持稳中有升态势。**在市场规模持续扩张、市场层次结构日益丰富和制度创新即将全面铺开的多重推动下，市场的经纪业务交易额和承销额仍将在 2007 年的基础上保持稳步增长，我们认为增速可望达到 10%-20% 左右。而东北证券 5 家新设营业部正常营业之后，市场份额可望有所增长。

**自营投资将左右业绩增长，这也加大了业绩增长的不确定性。**2008 年 1 季度，受益于持有的冠农股份的上涨，公司自营仍可获得较高收益，但全年来看，在市场波幅加大的前提下，自营占比较高、自营中股票规模较大，尤其是经过一轮大幅上涨，冠农股份在前 10 大重仓股中市值占比已高达 56%，这无疑将增加公司的业绩不确定性。

**表5 公司前10大重仓股及对2008年1季度业绩的贡献(截止到08.3.11)**

上市公司	持股数量 (万股)	期初市值 (亿元)	期末市值 (08-3-11, 亿元)	公允价值变动(亿元)
冠农股份	245	1.05	2.02	0.97
长江电力	260	0.51	0.44	-0.07
建设银行	304	0.30	0.23	-0.07
上海机场	50	0.19	0.15	-0.04
华能国际	100	0.15	0.11	-0.04
武汉中百	100	0.19	0.17	-0.02
潍材动力	15	0.13	0.10	-0.03
ST中鼎	81	0.15	0.16	0.01
中信证券	10	0.09	0.06	-0.03
中国中铁	238	0.27	0.20	-0.07
总计		3.03	3.63	0.60

数据来源：公司年报。

**创新业务将在局部领域内取得快速增长。**这主要包括资产管理、股指期货、以及对基金管理公司的投资收益。公司对银华基金和东方基金的投资2007年取得投资收益1.37亿元，对收入的贡献度超过5%，2008年这块收入增速可望达到30%以上。期货业务已获得金融期货经纪和交易结算资格，若股指期货在2008年第3季度推出，2009年带来的经纪佣金增量约10%甚至更高；而资产管理业务的突破则有赖于管理层对准入资格和产品审批的放松。

**表4 东北证券创新业务开展情况**

业务种类	状态	07年对业绩贡献	可能的发展态势
期货	控股96%渤海期货股权， 已获得金融期货经纪业 务和交易结算业务资格	50万元	下半年股指期货将推出，并将在09年 产生实质贡献；
资产管理	无资格	无	管理层可能允许规范类券商参与集合 理财业务；定向理财可能解禁
基金公司	持股46%东方基金 持股21%银华基金	0.16亿元 1.21亿元	基金规模仍将保持稳中有升的态势

数据来源：公司公告。

**增发后竞争力可望提升，但对2008年业绩有所摊薄。**公司拟发行定向增发1.5-3亿股、筹资额70-140亿元。增发后资本实力的提升、以及对经纪、承销等基础性业务和资产管理、衍生品等创新业务的投入，将有效提升公司的综合竞争力，但增发将可能在下半年完成，所带来的提升效应可能因行业主流券商的IPO、公司的经营管理能力不强而有所减弱，而大部分增发资金暂时只能用于流动性管理也将摊薄公司的业绩。

#### 4. 维持谨慎增持评级

在经纪和投行维持10-20%增长、市场指数较年初增长20%、且公司下半年成功融资100亿元左右（新增股本约2亿股）的前提下，我们预期，未来3年公司净利润将分别达到12.9亿元、17.8亿元和22.0亿元，复合增速为25%左右，对应增发摊薄后的基本每股收益在2.04元、2.27元和2.82元。增发后公司净资本可望提升至100亿元左右，进入行业前列；每股净资产也将增厚至15.5元左右。这样，对应2008年的动态

PE 和 PB 分别为 20 倍和 2.4 倍。

另一方面看，若成功增发，将为公司改善竞争力提供了可能，但主流券商纷纷 IPO、创新实力有限，都决定了公司综合竞争力短时间内恐难以跻身行业前列，公司的投资吸引力将难有根本性提升。因此，我们仍维持谨慎增持的投资评级，但将目标价调低至 50-55 元，对应增发后 2008 年的动态 PE 和 PB 分别为 25 倍和 3-3.5 倍。

**作者简介:**

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 7年从业经历。

**免责声明**

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所****上海**

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

**深圳**

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

**北京**

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)