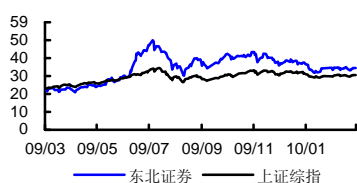


**动态报告**
**金融**
**非银行金融**
**东北证券(000686)**
**中性**
**年报点评**

(维持评级)

2010年3月23日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘(元)	34.11
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)	21,806.95/6,627.05
上证综指/深圳成指	3,074.58/12,352.45
12个月最高/最低(元)	49.55/22.83

**财务数据**

净资产值(百万元)	2,747.13
每股净资产(元)	4.30
市净率	7.94
资产负债率	83.45%
息率	0.59%

**相关研究报告:**

《东北证券 09 年三季报点评: 经营业绩低于预期》——2009-10-22

《东北证券中报点评: 自营投资更加积极》——2009-7-28

**邵子钦**

电话: 0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

**田良**

电话: 0755-82130833

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

**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。

**财报点评**

# 佣金率下滑 10%, 自营踏准节奏

**●净利润符合预期增长 123%, 主要源于经纪和自营。**

2009 年公司四大业务营业利润合计增长 7.38 亿元, 其中经纪业务增长 4.31 亿元 (占比 58%), 自营业务增长 3.71 亿元 (占比 50%), 投行业务增长-0.6 亿元 (占比-8%), 资管业务增长-0.03 亿元 (占比 0%)。

**●经纪业务主要受益于交易量上升 86%, 净佣金率下滑幅度低。**

09 年公司经纪业务市场份额 0.73%, 上升 0.09 个百分点, 与此同时净佣金率下滑 10%, 低于同行。

**●省外扩张渐行渐近。**

公司在吉林省内份额由 08 年的 39.57% 提升至 09 年的 42.46%, 省外份额由 0.25% 提升至 0.32%。省外的佣金占比有 08 年的 36% 提升至 43%。

**●投行: 2009 年亏损 0.39 亿元, 2010 年业绩改善可期。**

2010 年至今公司已完成 3 个 IPO 项目主承销, 合计承销规模 19.87 亿元, 实现承销保荐收入 0.66 亿元, 如果趋势得以延续, 全年投行业绩改善可期。

**●自营: 2009 年踏准节奏。**

在保持交易性金融资产规模的基础上, 年末可供出售金融资产较 3 季末增加了 10.78 亿元, 其中 97% 投资于低风险的货币市场基金。

**●维持“中性”评级。**

2010 年公司动态 PE 为 27.38 倍, 低于行业平均; PB 为 5.76 倍, 低于按 ROE 回归后的行业均值; 考虑佣金率后的 P/MS 为 2115, 亦低于行业平均。但是考虑到公司佣金率下滑空间大, 且未获得融资融券业务资格, 维持“中性”评级。

**●风险提示:**

年初以来, 经纪业务佣金率持续下滑, 利润对交易量的敏感性越来越大。

**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	17.64	9.19
2008	2,258	1,116	410	0.71	3.88	47.92	8.70
2009	3,057	1,993	913	1.43	4.78	23.67	7.07
2010E	3,750	1,719	789	1.23	5.87	27.38	5.76

## 净利润增长 123%，符合预期。

东北证券年报披露，公司 2009 年实现净利润 9.13 亿元，同比上升 123%，全面摊薄每股收益 1.43 元，截至 2009 年末公司净资产 30.57 亿元，每股净资产 4.78 元，全面摊薄 ROE 为 29.86%。

盈利增长源于经纪、自营。2009 年公司四大业务营业利润合计增长 7.38 亿元，其中经纪业务增长 4.31 亿元（占比 58%），自营业务增长 3.71 亿元（占比 50%），投行业务增长-0.6 亿元（占比-8%），资管业务增长-0.03 亿元（占比 0%）。

表 1：东北证券财务摘要

单位：百万元	2008.12.31	2009.12.31	同比
总资产	9,030	18,781	108%
净资产	2,258	3,057	35%
股本	581	639	10%
BVPS	3.88	4.78	23%
	2008 年度	2009 年度	同比
营业收入	1,116	1,993	79%
净利润	410	913	123%
管理费用	539	695	29%
全面摊薄 EPS	0.71	1.43	102%
ROE	18.16%	29.86%	上升 11.70 个百分点
营业费用率	48%	35%	下降 13.43 个百分点

资料来源：国信经济研究所

表 2：各业务线盈利比较

单位：百万元	营业利润		营业利润增长额		营业利润率	
	2008 年度	2009 年度	2009-2008	占比	2008 年度	2009 年度
经纪业务	578	1,009	431	58%	60%	67%
承销保荐及顾问	21	-39	-60	-8%	24%	-292%
自营投资	-30	341	371	50%	-	94%
资产管理	-	-3	-3	0%	-	-82%
合计	570	1,307	738	100%	46%	60%

资料来源：国信经济研究所

**表 3: 盈利驱动因素比较**

单位: 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	自营收益	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
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
20091-6	3,643	0.72	6.08	0.167%	-	-	2.26	9.32	0.60
20091-9	6,327	0.72	10.19	0.161%	-	0.03	1.45	7.15	1.61
2009Y	8,664	0.73	14.02	0.162%	-	0.13	3.58	10.84	12.39

自营收益=投资收益-对联合及合营企业投资收益+交易性金融资产公允价值变动损益

资料来源: 国信经济研究所

## 经纪: 市场份额提升 0.09 个百分点, 佣金率下滑

### 10%, 主要受益于交易量上升 86%。

**向省外扩张战略清晰。**目前公司拥有运营中的营业部 51 家, 筹建中的 6 家。其中 31 家在吉林省内, 占营业部总数的 54%。09 年公司将 7 家营业部由省内搬迁至省外, 经纪业务向省外扩张战略清晰。

**市场份额提升 0.09 个百分点。**2009 年公司股基权经纪份额 0.73%, 较 2008 年的 0.64% 提升 0.09 个百分点。从地域上看, 公司在吉林省内份额由 08 年的 39.57% 提升至 09 年的 42.46%, 省外由 0.25% 提升至 0.32%, 省外的交易量贡献呈现增加趋势。

**佣金率同比降幅 10%。**2009 年度平均净佣金率为 0.162%, 较 2008 年的 0.180% 下降了 10%, 好于已经披露年报的光大 (降 20%)、宏源 (降 13%) 和国元 (降 23%)。2010 年初以来, 佣金率持续下滑, 结合公司营业部区域分布, 预计 2010 年全年佣金率下滑幅度为 14%, 为上市券商中降速最慢的, 当然下跌空间也是最大的。

**业绩提升主要源于交易量同比上升 86%。**受益于 2009 年交易活跃的反弹行情, 公司实现股基权交易额 8,664 亿元, 同比增长 86%。

**表 4: 东北证券区域市场份额**

区域	市场份额		交易量占东北总交易量	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
吉林省内	39.57%	42.46%	64.24%	56.87%
吉林省外	0.25%	0.32%	35.76%	43.13%
全国	0.64%	0.73%	100.00%	100.00%

资料来源: 国信经济研究所

## 投行：09 年亏损 0.39 亿元，10 年业绩改善可期

**2009 年亏损 0.39 亿元。**2009 年公司未有主承销项目，仅副主承销 0.84 亿元的增发，实现收入 1341 万元，但公司拥有 75 人的投行队伍，2009 年投行的营业成本为 5263 万元。

**2010 年业绩改善可期。**2010 年至今公司已完成 3 个 IPO 项目主承销，合计承销规模 19.87 亿元，实现承销保荐收入 0.66 亿元，如果趋势得以延续，全年投行业绩的改善可期。

表 5：2010 年至今东北证券主承销股票项目统计

代码	名称	发行类型	发行日期	募资金额(亿元)	承销及保荐收入(亿元)
002335.SZ	科华恒盛	首发	2010-1-4	5.33	0.18
002357.SZ	富临运业	首发	2010-2-1	3.14	0.17
002372.SZ	伟星新材	首发	2010-3-8	11.39	0.31
合计				19.87	0.66

资料来源：国信经济研究所

## 自营：2009 踏准节奏

1、2 季度公司坚持激进投资风格，交易性金融资产规模 5-10 亿元，且配置为纯股票，可供出售金融资产不足 1 亿元。4 季度开始公司调整了配置策略，在保持交易性金融资产规模的基础上，年末可供出售金融资产较 3 季末增加了 10.78 亿元，其中 10.50 亿元投资于低风险的货币市场基金。

## 资管：处于起步阶段

2009 年 6 月公司发行了第一只集合理财产品“东北证券 1 号”，规模 6.10 亿元，截至 09 年末该理财计划规模达到 6.50 亿元，成立以来总回报率为 6.5%。2010 年 3 月公司获得证监会批准发行“东北证券 2 号”结合理财计划，计划推广期间募集资金规模不超过 30 亿份。

表 6：集合理财规模及业绩

简称	总回报(%)		规模(亿元)		成立日期	投资类型
	2009 年	2010 年 1-2 月	2009 年末	2010 2 月末		
东北证券 1 号	6.50	4.69	6.50	6.80	2009-7-20	混合型

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 3000 点。
- (2) 年度股票换手率 303%
- (3) 2010 年日均股票成交额 2198 亿元。

**表 7: 市场假设**

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010E
名义 GDP 增速	21.41%	16.85%	8.70%	10.00%
指数点位	5,261	1,821	3,277	3,000
换手率	765%	376%	547%	303%
市场股票融资额	7,441	2,962	5,149	5,000
流通比例	19%	37%	65%	89%
总市值	327,140	121,366	243,939	228,098
流通市值	63,729	45,214	151,259	203,760
日均股票交易额	1,859	1,071	2,194	2,198

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: 市场份额上升至 0.77%
- (2) 经纪业务: 佣金率下降至 0.139%。
- (3) 投行业务: 市场份额维持。
- (4) 自营业务: 实现自营收入 1.78 亿元。

**预计 2010 年净利润 7.89 亿元。**基于以上假设, 预计 2010 年公司实现净利润 7.89 亿元, 对应 EPS1.23 元, 年末净资产规模 37.50 亿元, 对应 BVPS5.87 元。

**维持“中性”评级。**2010 年公司动态 PE 为 27.38 倍, 低于行业平均; PB 为 5.76 倍, 低于按 ROE 回归后的均值 6.52 倍; 考虑佣金率后的 P/Ms 为 2115, 亦低于行业平均。但是考虑到公司佣金率下滑空间大, 且未获得融资融券业务资格, 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	1,299	手续费及佣金净收入	-44%	55%	-10%
代买卖证券业务	838	1,402	1,268	代买卖证券业务	-48%	67%	-10%
证券承销业务	82	13	13	证券承销业务	178%	-84%	-4%
客户资产管理业务	-	2	3	客户资产管理业务			
利息净收入	95	102	92	投资收益	-77%	94%	-26%
投资收益	151	292	217	营业收入	-56%	79%	-14%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

公允价值变动损益	-130	140	70	净利润	-63%	123%	-14%
营业收入合计	1,116	1,993	1,719	总资产	-33%	108%	-27%
营业税金及附加	59	93	80	净资产	6%	35%	23%
业务及管理费	539	695	599	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	599	803	704	EPS	0.71	1.43	1.23
利润总额	514	1,190	1,029	BVPS	3.88	4.78	5.87
归属母公司所有者净利润	410	913	789	PE	47.92	23.67	27.38
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	8.70	7.07	5.76
结算备付金	1,007	1,239	1,570	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%	21.04%
资产总计	9,030	18,781	13,727	ROA	4.54%	4.86%	5.75%
负债合计	6,768	15,720	9,972	业务状况 (%)			
股本	581	639	639	经纪业务市场份额	0.64%	0.73%	0.77%
归属母公司所有者权益	2,258	3,057	3,750	经纪业务佣金率	0.180%	0.162%	0.139%
所有者权益合计	2,261	3,061	3,755	承销业务市场份额	1.23%	1.35%	1.49%

资料来源：国信经济研究所

表 9：证券行业 PE、PB

简 称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中信	推荐	1.10	1.35	0.88	25.11	20.47	31.27	8.33	9.34	11.02	3.32	2.96	2.51
海通	中性	0.40	0.55	0.47	42.04	30.83	36.08	4.66	5.21	5.88	3.62	3.24	2.87
华泰	中性	0.28	0.79	0.66	78.00	27.56	33.16	2.02	2.89	5.99	10.77	7.51	3.62
广发	中性	1.54	2.35	1.44	37.15	24.40	39.81	5.96	8.19	8.24	9.60	6.99	6.94
光大	中性	0.47	0.83	0.79	57.03	32.54	34.17	3.64	6.57	7.12	7.39	4.10	3.78
招商	中性	0.63	0.94	0.91	45.03	29.91	31.00	2.45	5.84	6.80	11.52	4.83	4.15
宏源	中性	0.37	0.79	0.65	57.62	27.11	32.77	3.41	4.48	5.07	6.27	4.77	4.21
东北	中性	0.71	1.43	1.23	47.92	23.67	27.38	3.88	4.78	5.87	8.70	7.07	5.76
国元	中性	0.36	0.53	0.53	51.10	34.43	34.56	3.23	7.70	7.74	5.64	2.36	2.35
长江	中性	0.42	0.65	0.52	39.67	25.64	32.22	2.75	4.29	4.85	6.05	3.88	3.43
国金	中性	1.51	0.52	0.50	13.65	39.49	41.47	4.33	2.59	3.34	4.77	7.97	6.18
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.55	32.91	22.75	22.21	5.51	7.07	8.62	6.23	4.86	3.99
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	2.41	30.48	18.18	18.98	8.45	10.62	13.03	5.42	4.31	3.51
平均	中性	-	-	-	42.90	27.46	31.93	-	-	-	6.87	4.99	4.10

注：假设中信证券按照 1.5 倍 PB 将中信建投持有的 60% 股权出售。

资料来源：国信经济研究所

**表 10: 上市券商 P/MS 估值比较**

简 称	评级	总市值(亿元) 2010-3-23	经纪业务市场份额 (%)	P/MS	佣金率	考虑佣金率后的 P/MS
中信	推荐	1,834	4.97	369	0.096	3,860
海通	中性	1,388	4.04	343	0.108	3,191
华泰	中性	1,216	6.04	201	0.084	2,403
广发	中性	1,434	4.65	308	0.111	2,785
光大	中性	920	3.11	296	0.080	3,719
招商	中性	1,011	4.22	240	0.090	2,652
宏源	中性	312	1.32	237	0.117	2,015
东北	中性	216	0.73	295	0.139	2,115
国元	中性	357	1.08	330	0.101	3,280
长江	中性	361	1.61	224	0.102	2,198
国金	中性	206	0.73	283	0.096	2,956
成大	谨慎推荐	310	1.16	267	0.111	2,412
教东	谨慎推荐	263	1.15	227	0.111	2,054
<b>整体平均</b>	<b>中性</b>			<b>278</b>	<b>0.103</b>	<b>2,742</b>

注：中信证券市场份额中已剔除中信建投。

资料来源：国信经济研究所

### 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

### 免责声明

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

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
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		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>中小股票</b>	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
<b>固定收益</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
<b>指数与产品设计</b>					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

**国信证券机构销售团队**

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147	盛建平	021-60875169	王立法	010-82252236
	13923401205		15821778133		13910524551
	wancs@guosen.com.cn		shengjp@guosen.com.cn		wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148	马小丹	021-60875172	王晓建	010-82252615
	13480668226		13801832154		13701099132
	shaoyf@guosen.com.cn		maxd@guosen.com.cn		wangxj@guosen.com.cn
林 莉	0755- 82133197	郑 毅	021-60875171	谭春元	010-82254209
	13824397011		13795229060		13810118116
	Linli2@guosen.com.cn		zhengyi@guosen.com.cn		tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818	黄胜蓝	021-60875173	焦 骥	010-82254202
	18925287888		13761873797		13601094018
	wanghaow@guosen.com.cn		huangsl@guosen.com.cn		jiaojian@guosen.com.cn
甘 墨	0755-82133456	刘 塑	021-60875177	李锐	010-82254212
	15013851021		13817906789		13691229417
	ganmo @ guosen.com.cn		liusu@guosen.com.cn		lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178	徐文琪	010-82254210
			13817758288		13811271758
			yelf@guosen.com.cn		xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021- 60875176		
			13482495069		
		江智俊	021-60875175		
			15221772073		
		孔华强	021-60875170		
			13681669123		