

东北证券(000686)

经纪业务仍存压力，自营仍具较高弹性

——2008年年报点评

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：➤ 佣金率降幅略大于预期，导致业绩弹性可能低于预期；
➤ 自营仍具较高弹性

投资要点：

- 2008年公司分别实现营业收入和净利润11.2亿元和4.1亿元，同比分别下降56%和63%。EPS0.71元，ROE为18%。第4季度，公司实现营业收入2.56亿元，同比下降48%，净利润0.65亿元，同比增加16%，但环比营业收入与净利润分别大幅增长75%与51倍，单季度EPS0.11元。
- 4季度佣金率加速下滑至0.168%，降幅达11%，这也使得公司全年的佣金率降幅达到10%，高于我们早前约8%的降幅预期。在营业部逐步放开、非现场开户开始试行以及经纪人制度已然规范的背景下，经纪业务将面临更大的竞争压力、佣金率逐步向行业靠拢势属必然。
- 4季度，投资业务在调整投资品种的同时、也显著增加了自营股票投资规模，年末股票投资成本较3季度末增加67%。投资规模显著增加、资产配置全部为权益类证券，使得投资业务仍具备较大的弹性，在市场趋势向好的条件下，也给了公司业绩以更大的想象空间。我们测算，2009年1季度投资收益将超过0.3亿元以上。
- 预计2009年1季度营业收入3.2亿元、净利润1.2亿元，环比分别增长35%和84%，对应于每股收益0.21元、ROE为5%。但由于2007年同期营业收入基数较高，2009年1季度业绩同比仍将有20%左右的下滑。
- 我们维持对市场点位在2000点、以及日均交易额1000亿元的基本判断；但我们基于竞争加剧的判断，将佣金率假设下调至于0.174%，较2008年继续下滑6%左右；而佣金率下滑以及新设营业部将使得市场份额提升5%左右、至0.71%。由此，我们下调2009年公司营业收入和净利润分别至10.6亿元和4.1亿元，对应EPS0.70元，同比基本持平。
- 佣金率下滑可能使得业绩对交易额弹性低于预期。敏感性分析表明，若在日均股票基金交易额2000亿元、上证综指为2500点的条件下，公司2009年EPS将达到1.28元、同比将增长81%、也将较我们的预期高77%。
- 目前估值水平对应于日均1500亿交易额25倍PE的业绩预期、以及日均2000亿元交易额20倍PE的业绩预期，因此我们仍然维持中性评级。在乐观假设下，提升目标价至23元。

| 财务摘要 (百万元) | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,548 | 1,116 | 1,061 | 1,245 | 1,389 |
| (+/-)% | 468% | -56% | -5% | 17% | 12% |
| 经营利润 (EBIT) | 1,679 | 517 | 525 | 616 | 688 |
| (+/-)% | 1161% | -69% | 2% | 17% | 12% |
| 净利润 | 1,114 | 410 | 404 | 462 | 516 |
| (+/-)% | 1206% | -63% | -1% | 14% | 12% |
| 每股净收益 (元) | 1.92 | 0.71 | 0.70 | 0.80 | 0.89 |
| 每股股利 (元) | 0 | 0.2 | 0.23 | 0.28 | 1.28 |

| 利润率和估值指标 | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 30% | 66% | 46% | 50% | 50% |
| 市盈率 | 172 | 13 | 36 | 36 | 32 |
| 股息率 (%) | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% |

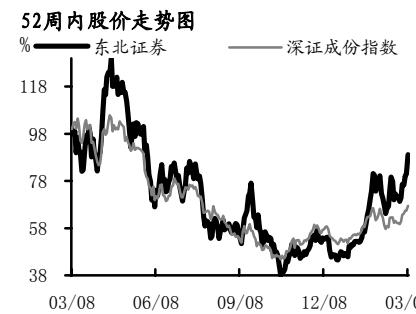
| | |
|--------------|------------|
| 评级: | 中性 |
| 上次评级: | 中性 |
| 目标价格: | ¥ 23.00 |
| 上次预测: | ¥ 13.00 |
| 当前价格: | ¥ 25.20 |
| | 2009.03.25 |

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52周内股价区间 (元) | 10.15 ~ 37.50 |
| 总市值 (百万元) | 14,646 |
| 总股本/流通A股 (百万股) | 581/175 |
| 流通B股/H股 | 0/0 |
| 流通股比例 | 0.30 |
| 日均成交量 (百万股) | 8.1 |
| 日均成交值 (百万元) | 159.7 |

资产负债表摘要 (12/08)

| | |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 22.61 |
| 每股净资产 | 4.04 |
| 市净率 | 6.19 |
| 资产负债率 | 13.36% |



相关报告

| | |
|--------------|------------|
| 4季度业绩超预期 | (09.01.21) |
| 经纪和自营风险仍有待释放 | (08.10.22) |

1. 业绩降幅明显，但盈利能力高于行业

业绩降幅同步行业，但盈利能力显著高于行业。2008年公司实现营业收入11.2亿元、净利润4.1亿元，同比分别下降56%和63%，同比降幅完全同步于行业。但2008年ROE为18%、高于行业平均(13.4%)，也高于已公布年报的国元(11%)和长江(15%)，显现出较高的盈利能力。2008年末，尽管全年可供出售金融资产浮亏0.87亿元，但净资产仍同比增长33%至22.6亿元，但环比略降4%。公司基本每股收益0.71元，每股净资产4.04元。分配方案为10股派2元。

承销和利息收入显著增长，但难抵投资和经纪业务的巨幅下降。经纪和投资业务净收入同比分别降低48%和97%；而承销、其他手续费收入以及利息净收入同比分别增长178%、63%和30%。

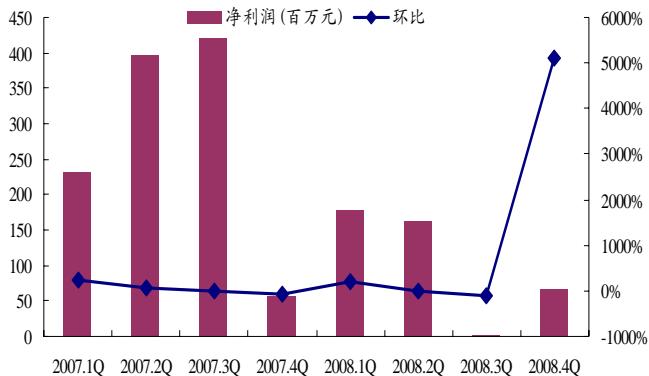
4季度出售特变电工驱动业绩环比大幅增长。第4季度，公司实现营业收入2.56亿元，同比下降48%，但实现净利润0.65亿元，同比增长16%。环比来看，由于3季度投资收益大幅亏损导致基数过低、且4季度公司及时变现了增发所包销的特变电工，营业收入与净利润分别大幅增长75%与51倍。单季度EPS0.11元、ROE为2.9%。

表1 2008年东北证券主要经营指标及同比

| 指标(百万元) | 2008 | 2007 | 同比 | 2008.4Q | 2008.3Q | 同比 | 环比 |
|------------|-------|-------|------|---------|---------|------|-------|
| 营业收入 | 1,116 | 2,548 | -56% | 256 | 146 | -48% | 75% |
| 经纪佣金 | 838 | 1,627 | -48% | 153 | 143 | -40% | 7% |
| 承销 | 82 | 29 | 178% | 4 | 37 | -79% | -88% |
| 投资收益+公允价值 | 21 | 725 | -97% | 50 | -65 | -68% | -177% |
| 业务及管理费 | 539 | 707 | -24% | 160 | 121 | -49% | 32% |
| 净利润 | 410 | 1,114 | -63% | 65 | 1 | 16% | 5119% |
| 经纪业务/营业净收入 | 75% | 64% | 18% | 60% | 98% | 15% | -39% |
| 业务及管理费率 | 48% | 28% | 74% | 62% | 83% | -2% | -25% |
| 所得税率 | 20% | 34% | -40% | 15% | 93% | -77% | -83% |
| ROE | 18% | 52% | -65% | 2.90% | 0.1% | 10% | 5326% |
| EPS(元) | 0.71 | 1.92 | -63% | 0.11 | 0.00 | 16% | 5119% |
| 每股净资产(元) | 4.04 | 3.04 | 33% | 4.04 | 4.04 | 33% | 4% |

数据来源：公司公告，国泰君安证券

图1 2007年以来季度净利润变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图2 东北证券盈利能力要优于行业

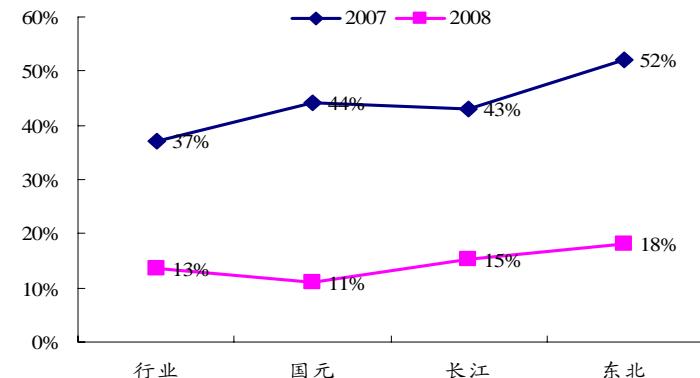
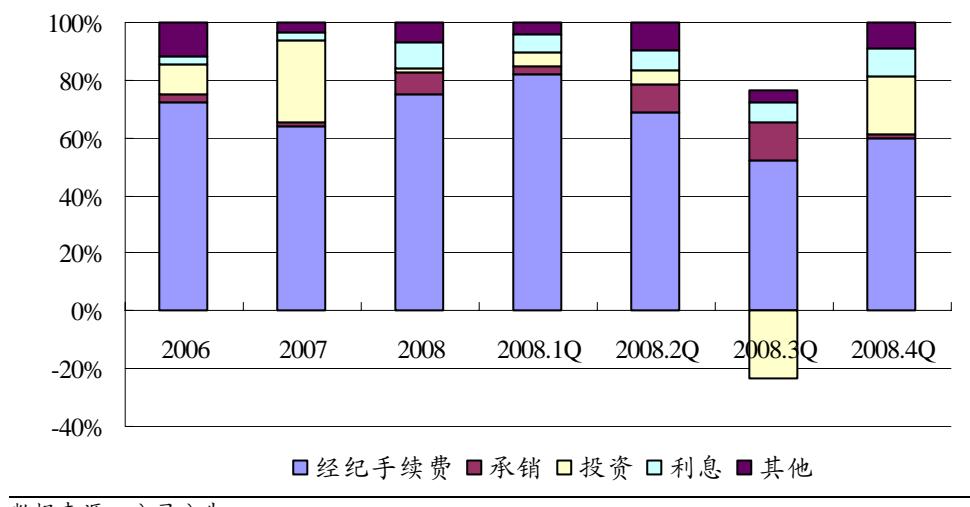


图 3 东北证券业务结构情况


数据来源：公司公告

2. 主要业务情况：佣金率降幅高于预期，自营仍具备较高弹性

经纪业务：佣金率虽维持高位，但降幅高于预期。2008 年公司实现经纪佣金净收入 8.4 亿元，同比下降 48%，市场蛋糕明显缩水，行业竞争加速使得公司的净佣金率和市场份额明显下滑是导致佣金净收入走低的主要因素。

- 2008 年公司股票基金权证市场份额 0.66%，较 2007 年下降 8%；
- 客户保证金由 2007 年的 107 亿元下降至 2008 年末的 64 亿元，降幅达 40%；
- 公司全年净佣金率 0.185%，较 2007 年下降 10%，降幅基本同于行业平均水平 (-9.8%)、但净佣金率仍远高于行业平均的 0.129%。

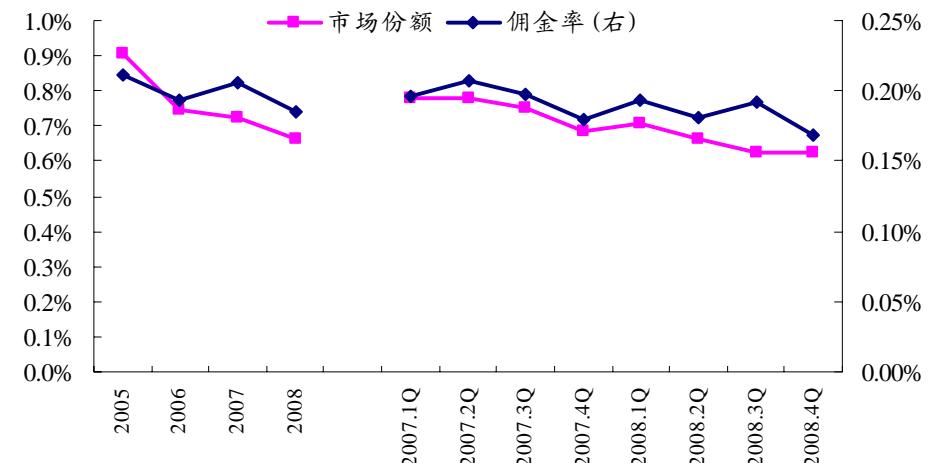
同国元证券类似，4 季度佣金率加速下滑至 0.168%，降幅达 11%，这也使得公司全年的佣金率降幅达到 10%，高于我们早前约 8% 的降幅预期。我们猜测应是行业竞争加剧和公司的佣金策略有所变化使然。在佣金率加速下滑的同时，经纪份额并未相应提升，这也说明经纪业务面临着相当大的竞争压力。公司之所以维持远高于行业的佣金水平，主要得益于其在吉林省内的强大的垄断优势，从分地域营业利润来看，吉林省内的降幅明显低于省外也充分说明了这一点。但在营业部逐步放开、非现场开户开始试行以及经纪人制度已然规范的背景下，公司在省内的竞争优势可能会被不断蚕食、省外的经纪业务也需要大力拓展，若没有明确的经纪业务战略作指导、佣金率逐步向行业靠拢势属必然，这也将大大增加经纪业务的不确定性。

表 2 东北证券经纪业务主要指标变化

| 经纪业务 | 2008 | 2007 | (+/-)% | 2008.4Q | 2007.4Q | (+/-)% |
|---------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 股票基金权证交易额(亿元) | 4,536 | 7,889 | -43% | 909 | 1,428 | -36% |
| 其中：股票基金 | 4,001 | 7,560 | -47% | 724 | 1,331 | -46% |
| 市场份额 | 0.66% | 0.72% | -8% | 0.63% | 0.69% | -9% |
| 市场排名 | 36 | 36 | | | | |
| 净佣金率 | 0.185% | 0.206% | -10% | 0.168% | 0.179% | -6% |
| 经纪佣金净收入(百万元) | 838 | 1,627 | -48% | 153 | 256 | -40% |
| 客户保证金余额(亿元) | 64 | 107 | -40% | 64 | 107 | -40% |

| | | | | | | |
|------------|----|----|-----|----|----|-----|
| 利息净收入(百万元) | 92 | 73 | 25% | 26 | 22 | 20% |
|------------|----|----|-----|----|----|-----|

数据来源：公司公告，沪深交易所，国泰君安证券

图 4：公司市场份额与佣金率均处于下降过程


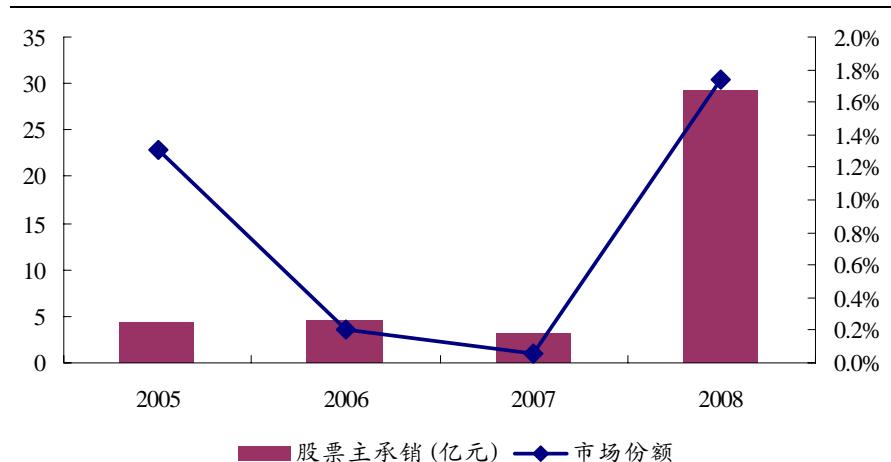
数据来源：公司公告，沪深交易所，国泰君安证券

投行业务：股票发行进步明显，债券发行仍无起色。2008 年公司实现承销收入 0.82 亿元，同比下降 178%。公司全年完成 4 家股票公开发行项目，募集资金 29 亿元，市场份额 1.74%，相对于去年的 0.06% 进步明显。公司全年无债权发行项目。但股票公开发行目前已处于停滞状态，若公司未能在债券发行方面取得突破，则短期承销收入难以乐观，而公司投行业务核心管理人员的离职在短期内也可能会对承销业务的发展带来负面影响。

表 3 东北证券 2008 年承销项目情况

| 项目名称 | 类型 | 发行时间 | 筹资额(亿元) | 承销费用(万元) |
|------|------|----------|---------|----------|
| 联化科技 | IPO | 20080618 | 3.4 | 1873 |
| 三力士 | IPO | 20080424 | 1.78 | 1100 |
| 腾达建设 | 公开增发 | 20080114 | 4.68 | 1000 |
| 特变电工 | 公开增发 | 20080731 | 19.46 | 4865 |
| 苏宁环球 | 定向增发 | 20080306 | 50.95 | - |

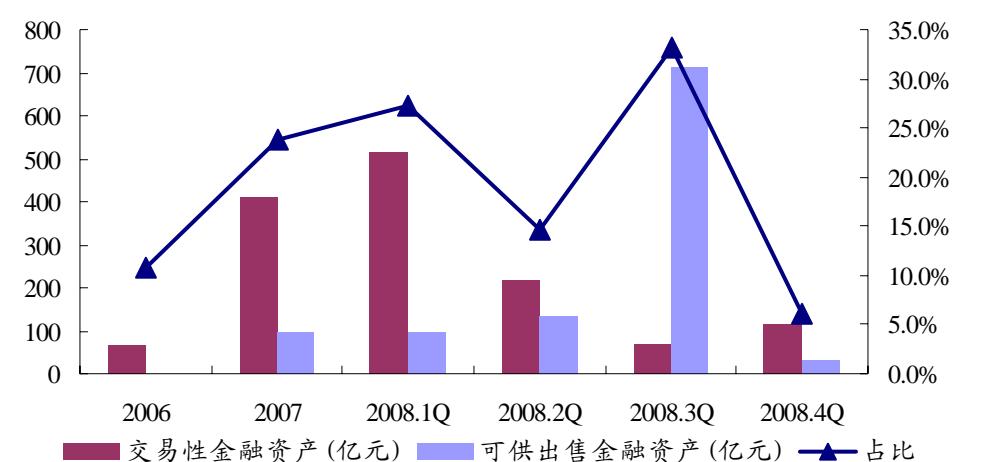
数据来源：wind，国泰君安证券

图 5 东北证券承销业务由谷底开始回升


数据来源：wind，国泰君安证券

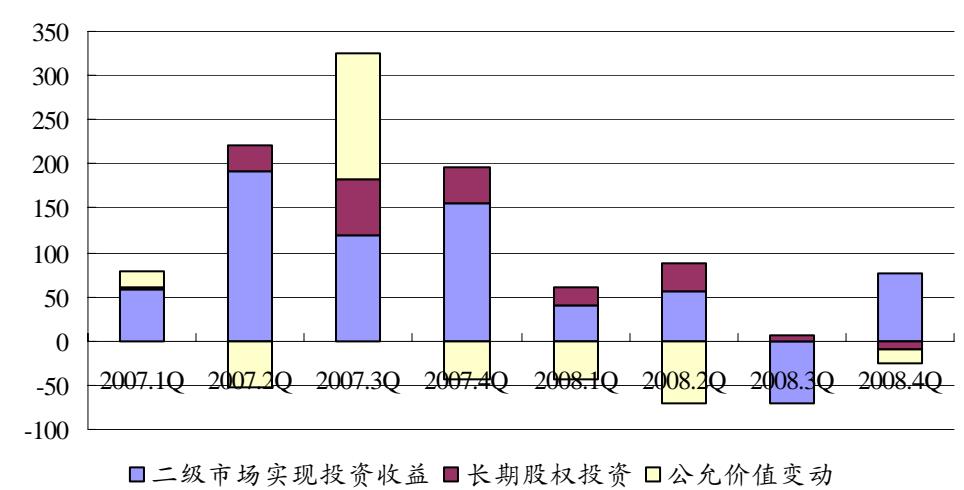
自营投资以股票为主，仍具备较大弹性。2008年公司自营投资亏损0.31亿元，但来自于银华基金和东方基金的投资收益为0.5亿元，公司在第4季度出售包销的特变电工约实现收益0.9亿元，这两大因素推动公司实现投资净收益0.21亿元。从规模来看，总体上呈现收缩态势，2008年交易性金融资产规模由年初的4.1亿元降低到年末的1.15亿元、降幅为72%；占净资产比例也由19%下降到5%。但4季度，公司在出售冠龙股份等、调整品种结构的同时，也明显提升了自营股票投资规模，就初始投资额来看，4季度末较3季度末增加67%。投资规模显著增加、资产配置全部为权益类证券，使得投资业务仍具备较大的弹性，在市场趋势向好的条件下，也给了公司业绩以更大的想象空间。按照我们的测算，4季度交易性金融资产约亏损0.2亿元、但2009年1季度将盈利0.3亿元以上。

图6 2008年东北证券投资规模总体呈现收缩态势（单位：百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图7 各季度公司投资净收益构成（单位：百万元）

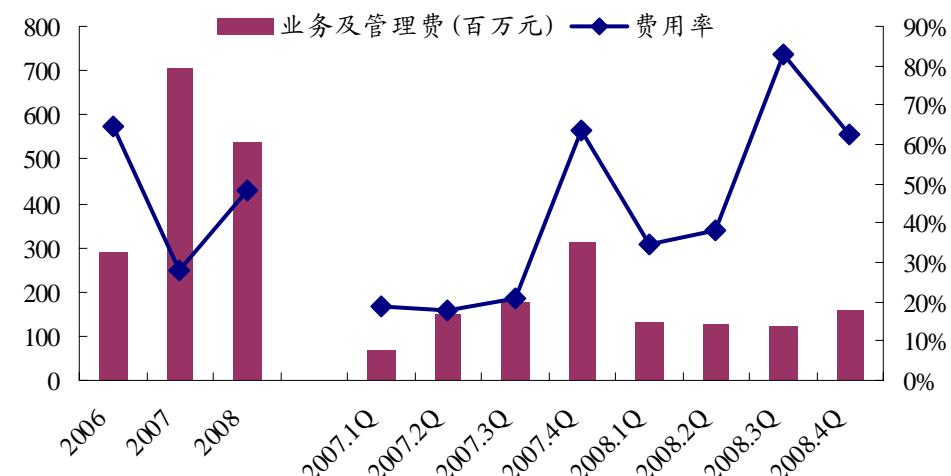


数据来源：公司公告，国泰君安证券

3. 业务及管理费降幅有限

尽管公司职工薪酬费用下调了 39%，但租赁费、折旧费等仍保持较强刚性，使得公司 2008 年业务及管理费同比减少 24%、降幅明显低于营业净收入，公司全年业务及管理费率也因此由 28% 升至 48%。从 4 季度情况看，公司营业费率达 62%，尽管较 3 季度已下降 21 个百分点，但仍处于较高水平。横向比较，公司人均 43 万元的费用，也明显高于长江（30 万元/人）和国元（39 万元/人）。

图 8 东北证券业务及管理费率变化情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 季度业绩可望持续攀升，但弹性或将略低于预期，维持中性评级

市场环境明显好转驱动 1 季度业绩环比快速提升。得益于市场环境的明显好转，经纪交易额将显著增长、而投资收益率也将快速提升，由此驱动公司的季度业绩在 4 季度基础上继续大幅增长。按照 2008 年的情况，我们测算，1 季度公司将实现经纪佣金收入 2.5 亿元，环比增长 64%；而投资收益虽然基数较高，在收益率显著提升的背景下，也将保持稳中有升态势。由此我们测算，公司 1 季度实现营业净收入 3.2 亿元、净利润 1.2 亿元，环比分别增长 35% 和 84%，对应于每股收益 0.21 元、ROE 为 5%。但需要指出的是，由于 2007 年同期自营收入基数较高，2009 年 1 季度业绩同比仍将有 20% 左右的下滑。

调整 2009-2010 年业绩预期至 0.70 元和 0.82 元。我们维持对市场点位在 2000 点、以及日均交易额 1000 亿元的基本判断；但我们基于竞争加剧的判断，将佣金率假设下调至于 0.174%，较 2008 年继续下滑 6% 左右；而佣金率下滑以及新设营业部将使得市场份额提升 5% 左右、至 0.71%。由此，我们微调 2009 年公司营业收入和净利润分别至 10.6 亿元和 4.1 亿元，对应 EPS0.70 元，同比基本持平。

公司业绩对交易额变化敏感度较高，但弹性有可能略低于我们早前的预期。由于经纪业务佣金率降幅大于我们的预期、而自营投资收益可能高于预期，使得东北证券业绩对经纪佣金的依赖度有所降低，这将导致交易额的弹性要略低于我们早先的预期，但 2009 年公司业绩对交易额弹性仍将保持在 0.7 以上，敏感度要高于其他券商。敏感性分析表明，若在日均股票基金交易额 2000 亿元、上证综指为 2500 点的条件下，公司 2009 年 EPS 将达到 1.28 元、同比将增长 81%、也将较我们的预期高 77%。

表4 东北证券对交易额及市场趋势的敏感性分析

| 上证综指 | 日均交易额 | | | | | |
|------|-------|------|------|------|------|------|
| | 600 | 1000 | 1200 | 1500 | 2000 | 2500 |
| 1500 | 0.42 | 0.62 | 0.72 | 0.87 | 1.12 | 1.37 |
| 2000 | 0.50 | 0.70 | 0.80 | 0.95 | 1.20 | 1.45 |
| 2500 | 0.58 | 0.78 | 0.88 | 1.03 | 1.28 | 1.53 |
| 3000 | 0.69 | 0.89 | 0.99 | 1.14 | 1.39 | 1.64 |
| 3500 | 0.81 | 1.01 | 1.11 | 1.26 | 1.51 | 1.76 |

维持中性评级。1季度以来市场日均股票基金交易额近1600亿元，近日更超过2000亿元，若按照这一交易额测算，公司PE在20-25倍之间，对应于50%-85%的同比增长。为反映这一市场交易额增长预期，我们将目标价提升至23元。但需要指出的是，按照我们的谨慎预期，公司目前的二级市场价格对应于2009-2010年的动态PE为36倍和30倍，PB6.2倍。尽管目前市场交易活跃度已超出我们之前的预期，但公司目前估值水平已对应于日均1500亿交易额25倍PE的业绩预期、以及对应于日均2000亿元交易额20倍PE的业绩预期，因此我们仍然维持中性评级。交易额能否持续将是决定公司业绩和股价的关键因素。

表5 东北证券盈利预测表（单位：百万元）

| | 2006A | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|----------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 448 | 2,548 | 1,116 | 1,061 | 1,245 |
| 手续费及佣金净收入 | 344 | 1,664 | 931 | 839 | 904 |
| 其中：代理买卖证券业务手续费净收入 | 324 | 1,627 | 838 | 760 | 819 |
| 证券承销业务净收入 | 12 | 29 | 82 | 77 | 84 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利息净收入 | 13 | 73 | 95 | 67 | 70 |
| 投资收益+公允价值 | 46 | 725 | 21 | 80 | 84 |
| 其他业务收入 | 45 | 86 | 69 | 75 | 187 |
| 营业支出 | 315 | 869 | 599 | 536 | 629 |
| 营业税金及附加 | 22 | 125 | 59 | 58 | 68 |
| 业务及管理费 | 288 | 707 | 539 | 477 | 560 |
| 营业利润 | 133 | 1,679 | 517 | 525 | 616 |
| 利润总额 | 137 | 1,685 | 514 | 525 | 616 |
| 所得税费用 | 51 | 571 | 104 | 121 | 154 |
| 净利润 | 85 | 1,114 | 410 | 404 | 462 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 85 | 1,114 | 410 | 404 | 462 |

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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

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: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com