

东北证券：估值具备明显优势

报告关键点：

- 相对来说更看好中小券商
- 市值佣金比是衡量券商估值的最佳指标
- 东北证券估值具备明显优势

报告摘要：

- 首先我们相对来说更为看好中小券商，主要的原因在于：1、中小券商业绩弹性更大，在交易量持续活跃的背景下，费用率的下降更为显著；2、由于去年市场低迷导致的非公开发行的停滞有可能会重燃希望。
- 我们认为市值佣金比是衡量券商估值的最佳指标。
- 市净率的主要缺陷在于券商创造收入主要依赖经纪业务而非资产，不能很好刻画券商的盈利能力。经纪业务是依赖于营业部数量及地区分布的，与资产的关联度很低。
- 相对市净率来说，市盈率是一个更好的指标，因为它可以把一家券商资本是否冗余这样的因素给考虑进去了。但市盈率的缺陷在于利润有时会受到会计准则方面的影响导致失真。最明显的一个例子是国金证券，其2008年市盈率是各家券商中最低的。其收入中有53%来自于自营，而自营又主要是依靠以前公司投资的成本很低的股票释放浮盈所致，这样的自营收入只不过是一个会计操作，并没有增加公司和股东的价值。
- 如果从市值佣金比指标来看，东北证券估值最低的券商。我们做的市值佣金比公式是：市值佣金比=（总市值-净资产-非经纪业务价值）/佣金收入。按这种方式计算，东北证券的市值佣金比是9倍，在行业里属于最低的，明显低于国元、长江、宏源等中小券商。
- 目前中小券商中最低为15倍市值佣金比，保守考虑给予其12倍市值佣金比给东北证券估值，那么东北证券的总市值应该有133亿元，折合每股23元。我们认为东北证券估值明显更低，因此我们上调东北证券的评级至买入-B。之前压制公司估值的特变电工包销一事已经消化完毕，我们预计公司还略有盈利。
- 公司在吉林省处于绝对的垄断地位。2008年，其市场份额为39%，比排名第二的国泰君安高出了29个百分点。公司的业务也主要位于吉林省，吉林省的业务占公司总经纪业务量的64%。公司是典型的区域龙头，与国元证券的情况非常类似。国元证券在安徽省市场份额位居第一，2008年市场份额为35%，但排名第二的华安证券市场份额与其仅相差1个百分点，安徽市场被国元和华安双寡头垄断。国元的业务也有57%集中在安徽本地。总体而言，东北证券业务更集中于总部所在地，在当地的话语权相对来说更强，有利于公司维持较高的佣金率（在上市券商中公司的佣金率水平最高）。

评级：

买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格： 23.00 元

期限： 6 个月 上次预测：

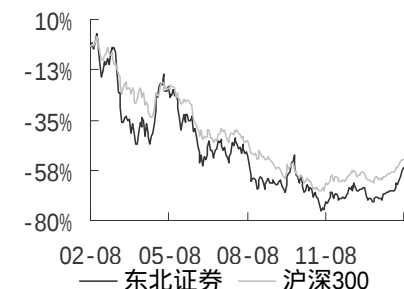
现价： 18.59 元

报告日期： 2009-02-11

市场数据

总市值(百万元)	10,804.38
流通市值(百万元)	3,256.20
总股本(百万股)	581.19
流通股本(百万股)	175.16
12 个月最高/最低	10.15/44.36 元
十大流通股东(%)	15.57%
股东户数	62,354

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.29	26.55	(3.57)
绝对收益	45.81	57.41	(56.21)

研究员

杨建海 ,CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essences.com.cn

黄立军 行业分析师

010-66581629 huanglj2@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2006	2007	2008E	2009E	2009E
营业收入	448	2,548	1,148	1,049	1,155
Growth(%)	22.36%	468.25%	-54.96%	-8.61%	10.09%
净利润	85	1,114	388	339	390
Growth(%)	21.32%	1205.72%	-65.16%	-12.66%	15.20%
每股收益(元)	0.2	2.4	0.7	0.6	0.7
每股净资产(元)	0.6	3.7	4.0	4.5	5.0
市盈率	93	8	28	32	28
市净率	31.7	5.1	4.7	4.2	3.7
净资产收益率(%)	93	8	28	32	28

前期研究成果

东北证券：业绩符合预期

2008-07-30

东北证券：估值具备一定吸引力

2008-06-27

1. 券商估值看市值佣金比

1.1. 创造收入主要依赖牌照而非资产

从券商特别是中小券商的收入结构上来看，经纪业务是最主要的收入来源，换句话说来说目前我国绝大部分券商都是主要依赖于“卖方业务”的。经纪业务收入与公司净资产的多寡基本没有关系，它主要依赖于公司的营业部的数量及地区分布。依赖于公司资产多寡的自营业务对利润的贡献并不显著，并且由于目前证监会对于券商股票自营是 100% 从净资本中扣除的，预计未来自营对券商收入的贡献也不会很显著。

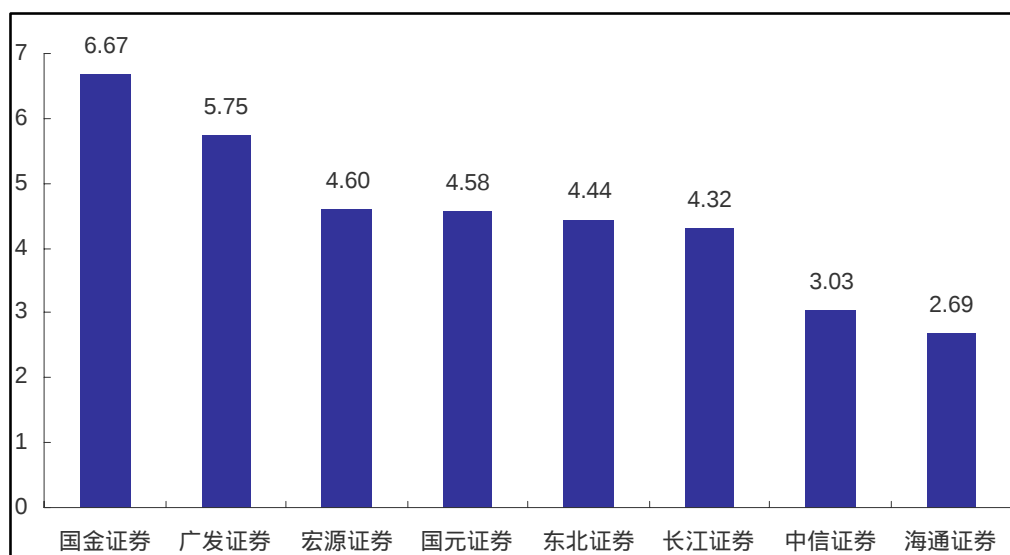
由于创造收入主要依赖牌照而非资产，因此我们认为在目前的背景下用市净率估值并不合适，市净率适用于市场下跌时测算券商估值底线。而目前市场对于中小券商基本上都是给予 4.5 倍左右的 P/B，我们认为这种看法是不对的。例如，国元证券的净资产约为东北证券的 2 倍，其市值也是东北的 2 倍，而他们的市场份额及佣金收入其实是基本相当的，因此采用市净率对券商估值是有很大偏差的。

表一 2008 年前 3 季度收入结构

公司	经纪	投行	利息	自营	其他
中信	43%	9%	9%	19%	20%
海通	54%	3%	13%	15%	15%
长江	54%	4%	6%	30%	7%
国元	76%	3%	9%	2%	10%
东北	80%	9%	8%	-3%	7%
宏源	77%	6%	10%	-4%	12%
国金	24%	7%	4%	53%	12%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 1 上市券商市净率水平比较（2009 年 2 月 10 日收盘价）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：净资产数据是各公司 2008 年 3 季末净资产。

表二 上市券商经纪业务市场份额及佣金水平

公司	市场份额	佣金率	佣金收入
中信证券	6.79%	0.12%	6,324
海通证券	4.60%	0.10%	4,026
长江证券	1.46%	0.09%	1,180

宏源证券	1.03%	0.13%	952
国元证券	0.88%	0.13%	914
东北证券	0.64%	0.19%	1,265
国金证券	0.58%	0.10%	403
广发证券	3.61%	0.18%	4,789

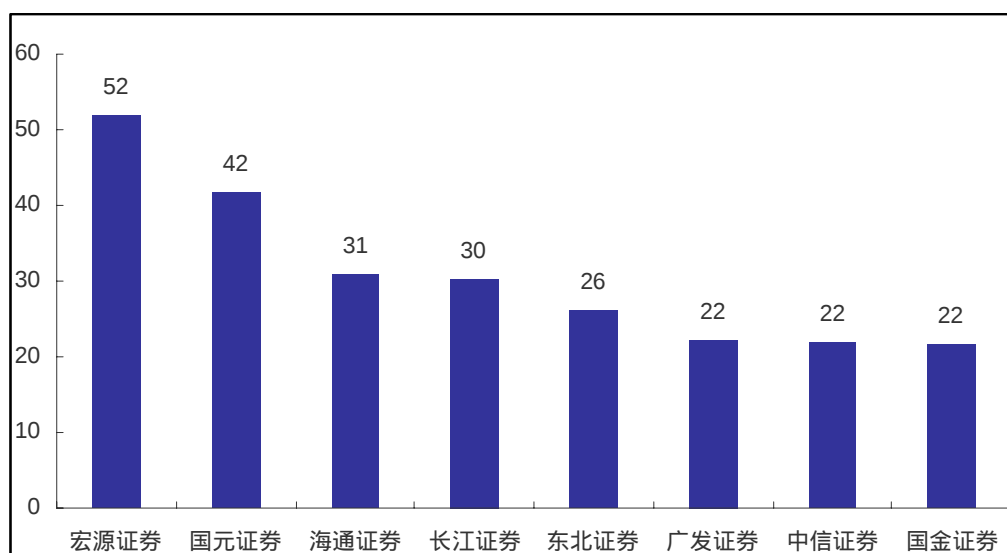
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：中信证券市场份额为权益市场份额，佣金率为 2008 年 3 季度佣金率水平。

1.2. 利润受会计准则的影响

相对市净率来说，市盈率是一个更好的指标，因为它可以把一家券商资本是否冗余这样的因素给考虑进去了。但我们认为由于利润有时会受到会计准则方面的影响导致失真。最明显的一个例子是国金证券，其 2008 年市盈率是各家券商中最低的。其收入中有 53% 来自于自营，而自营又主要是依靠以前公司投资的成本很低的股票（例如招商银行，其成本只有 4 元左右）释放浮盈所致，这样的自营收入只不过是一个会计游戏，并没有增加公司和股东的价值。我们看 2008 年 3 季末净资产与年初相比的跌幅就可以看出，国金证券净资产下跌了接近 20%。因此利润有时会受会计准则的影响。

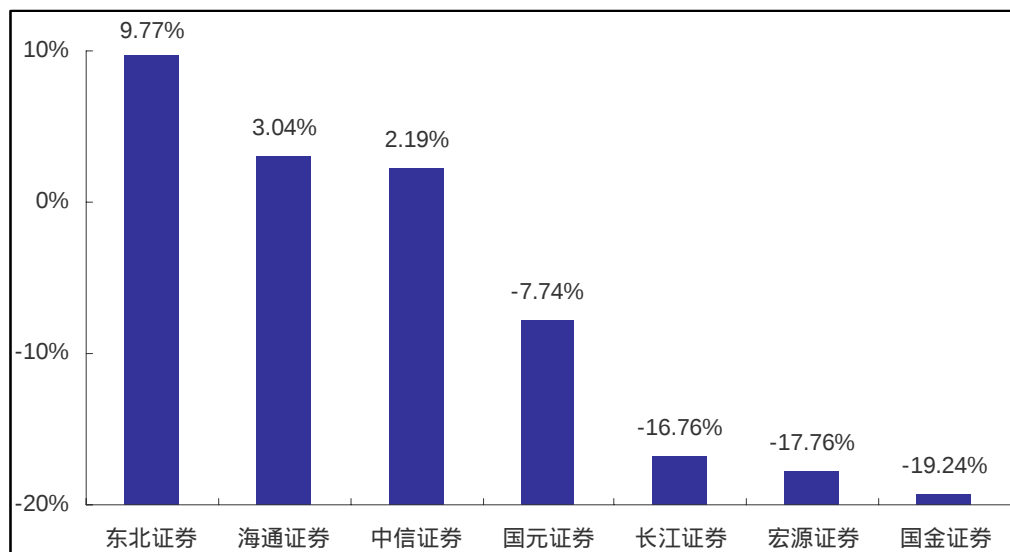
图 2 上市券商市盈率水平比较（2009 年 2 月 10 日收盘价）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：净利润是各公司 2008 年业绩快报中的数据。

图 3 上市券商净资产变化情况



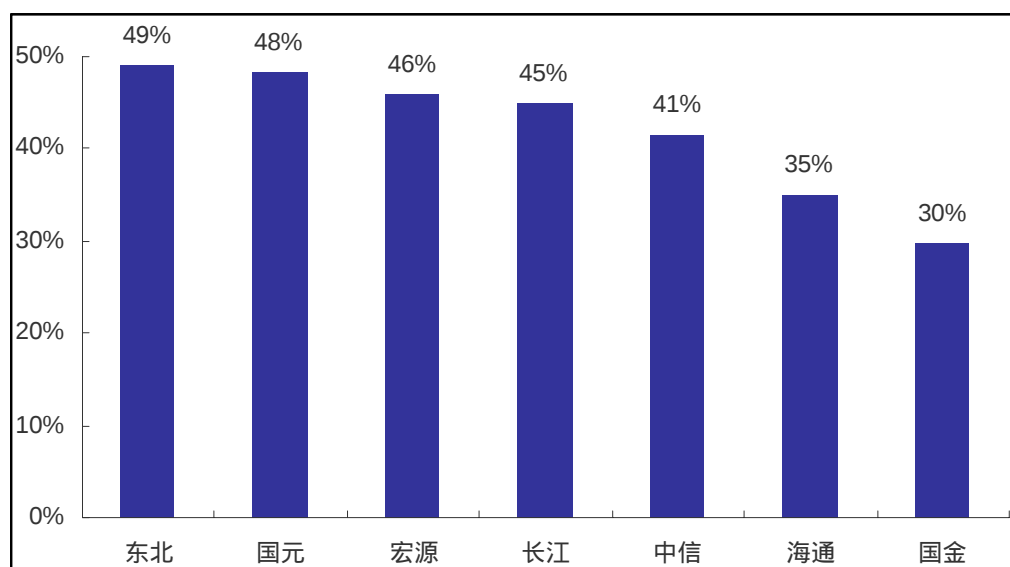
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：净资产变化是 2008 年 3 季末与 2007 年底的比较。其中国金证券因为股权比例的变化，所以采用含少数股东权益的总股东权益来比较。

1.3. 费用率水平较为接近

我们认为市值佣金比是最好的衡量券商估值的指标，某种程度上该指标类似于 P/S。我们知道只有行业内各家公司的费用情况相仿才能使用收入代替利润来比较。从去年前 3 季度的数据来看，各家券商的费用率水平较为接近，特别是我们如果分为大券商和中小券商两组来看的话，组内的费用率水平相差很小。因此，我们认为市值佣金比是最值得我们关注的。

图 4 前 3 季度上市券商费用率水平较为接近



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.4. 东北证券估值最低

如果从市值佣金比指标来看，东北证券估值最低的券商。我们做的市值佣金比公式是：市值佣金比 = (总市值 - 净资产 - 非经纪业务价值) / 佣金收入。最为特殊的就是中信证券，其旗下的华夏基金和投行业务是具有明显的市场价值的，我们给予 400 亿

元的估值。而其他券商虽然都持有了一些基金的股权，但由于持股比例一般都不超过 50%，且规模相对华夏要小很多，投行业务盈利能力还不明显，因此对于其他券商基本没有考虑非经纪业务的价值。

按这种方式计算，东北证券的市值佣金比是 9 倍，在行业里属于最低的，明显低于国元、长江、宏源等中小券商。我们认为由于中小券商的业绩弹性较好，相对大公司可能估值会更高。目前中小券商中最低为 15 倍市值佣金比，保守考虑给予其 12 倍市值佣金比给东北证券估值，那么东北证券的总市值应该有 133 亿元，折合每股 23 元。

我们认为之前压低公司估值的一个重要原因是公司包销了特变电工的增发，但目前为止公司已消化了特变电工的压力。根据特变电工 2008 年 12 月 20 日发布的简式权益变动报告书，截至 2008 年 12 月 18 日，东北证券持有的特变电工已经从 6158.5 万股减持至 167 万股，减持价格在 15.8-24.88 元，该风险已经消化完毕且预计公司还略有盈利。因此我们认为公司应该会有估值恢复过程。

表三 东北证券市值佣金比最低

公司	总市值	净资产	佣金	其他	市值佣金比
中信证券	165,298	52,729	6,324	40,000	11
海通证券	110,088	37,745	4,026	0	18
长江证券	22,844	4,914	1,180	0	15
国元证券	22,694	4,768	952	0	19
东北证券	10,804	2,347	914	0	9
宏源证券	23,803	4,933	1,265	0	15
国金证券	16,569	2,402	403	0	35
广发证券	70,528	11,931	4,789	7,500	11

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：广发证券数据来自于公司年报，其他公司佣金收入测算方式为前三季度佣金收入除以 3 乘以 4，因为前 3 季度平均日均交易额与 4 季度相仿。另外中信证券佣金收入是权益佣金收入，剔除了中信建投 40% 的少数股东权益。市值数据为 2009 年 2 月 10 日收盘价。

2. 中小券商业绩弹性更大

从板块上来看，我们认为中小券商业绩弹性更大，在交易持续活跃的背景下，中小券商更值得关注。我们看一下 2008 年的分季度情况，一季度交易比较活跃，小券商的费用率比较低，随后特别是 3 季度由于交易低迷，中小券商的费用率出现了非常明显的升高，普遍达到了 60% 以上，而大券商费用率上升程度不明显。因此在交易转好的情况下，中小券商的费用率会出现明显下降从而有利于板块的估值。

表四 2008 年各季度上市券商季度费用率

	2008Q1	2008Q2	2008Q3
中信	38%	42%	46%
海通	35%	29%	43%
长江	38%	40%	75%
国元	65%	30%	73%
东北	39%	44%	87%
宏源	27%	79%	64%
国金	19%	37%	41%
日均交易额（亿元）	1,573	1,185	719

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

3. 再融资重燃希望

去年年初，国元、长江和东北证券都公布了非公开发行预案。后来由于市场持续低迷，非公开发行都陷入停滞。目前市场重新开始活跃，券商的盈利能力有所恢复，

如果公司能再调低增发的价格，再融资的难度应该说又开始有了一些希望。

上市券商推动再融资主要的原因是未来的很多创新业务都有一定的净资本要求，所以都希望借助上市这一平台能够进行融资，壮大自身实力。

目前，进度最快的是国元证券，已获得发审委通过并获得了证监会的批文。长江证券和东北证券目前仍没有上会。但据我们了解，非公开增发难点主要在寻找投资者，获得证监会批文相对来说更为容易。

表五 上市券商非公开发行情况

	董事会	股东大会	发审委	证监会	增发价格	现价	增发股数
国元证券	通过	通过	通过	通过	19.88	14.93	不超过 5 亿股
长江证券	通过	通过	未通过	未通过	16.83	12.68	3-5 亿股
东北证券	通过	通过	未通过	未通过	25.66	17.95	1.5-3 亿股

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

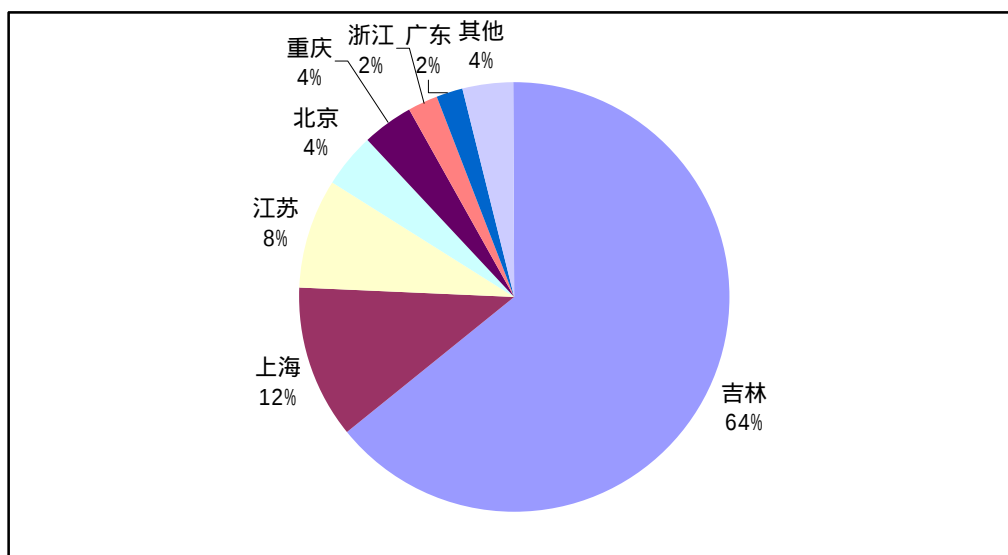
4. 公司的区域垄断地位

公司在吉林省处于绝对的垄断地位。2008 年，其市场份额为 39%，比排名第二的国泰君安高出了 29 个百分点。公司的业务也主要位于吉林省，吉林省的业务占公司总经纪业务量的 64%。

公司是典型的区域龙头，与国元证券的情况非常类似。国元证券在安徽省市场份额位居第一，2008 年市场份额为 35%，但排名第二的华安证券市场份额与其仅相差 1 个百分点，安徽市场被国元和华安双寡头垄断。国元的业务也有 57%集中在安徽本地。总体而言，东北证券业务更集中于总部所在地，在当地的话语权相对来说更强，有利于公司维持较高的佣金率（在上市券商中公司的佣金率水平最高）。

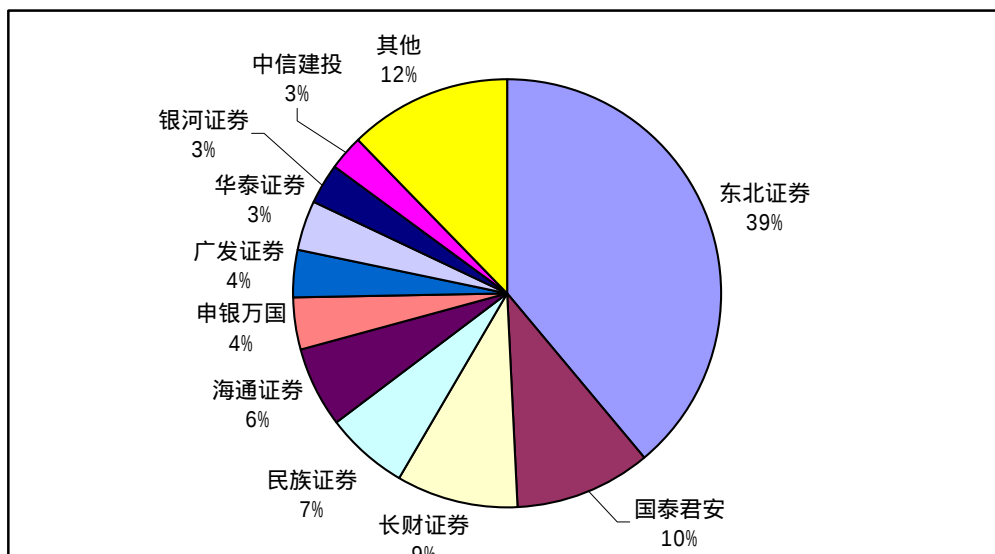
从全国来看，公司总部所在地吉林省的经纪业务份额较小，按照 2008 年数据仅为 1.02%，安徽省的份额略大，为 1.33%。分省来看，份额最大的是上海市，为 18.22%。

图 5 东北证券经纪业务地区分布



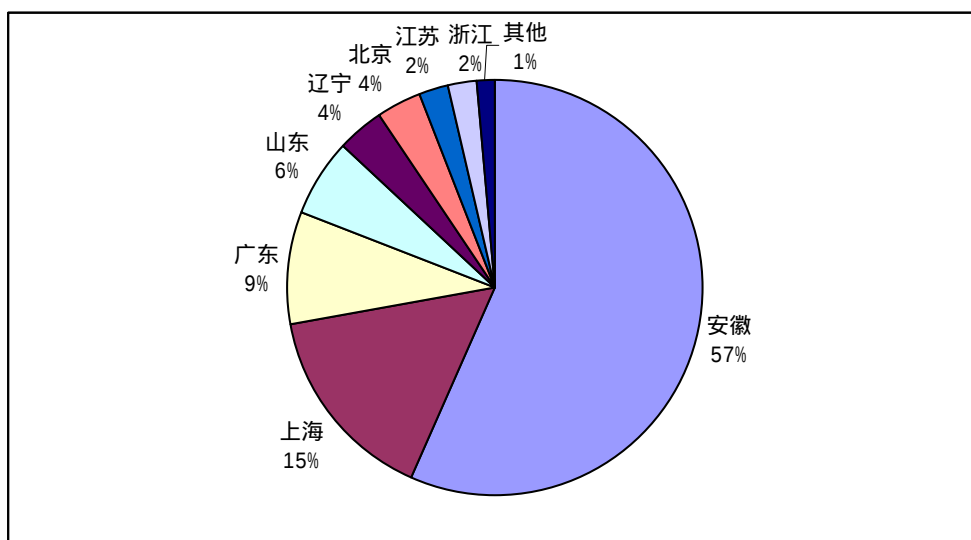
数据来源：伟海，安信证券研究中心

图 6 吉林省主要券商经纪业务市场份额



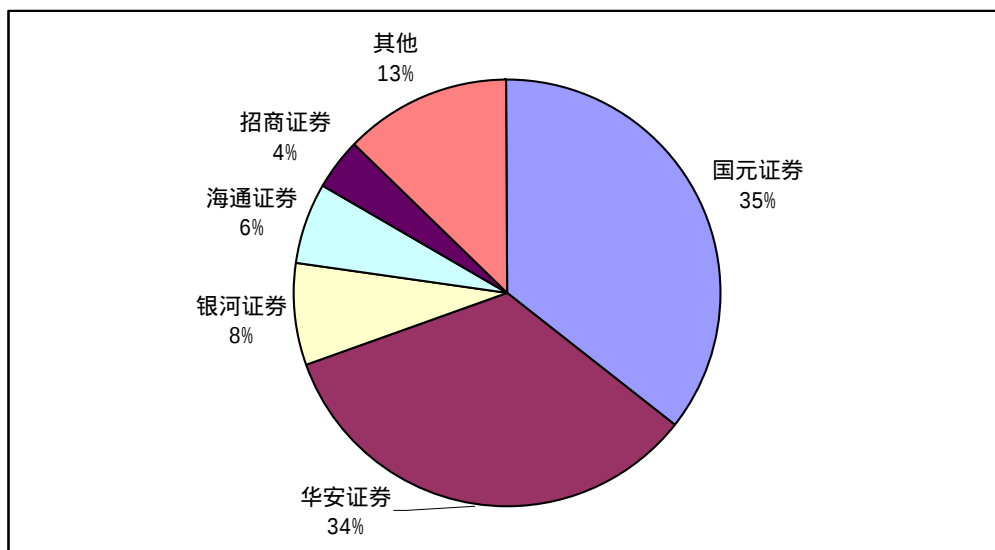
数据来源：伟海，安信证券研究中心

图 7 国元证券经纪业务地区分布



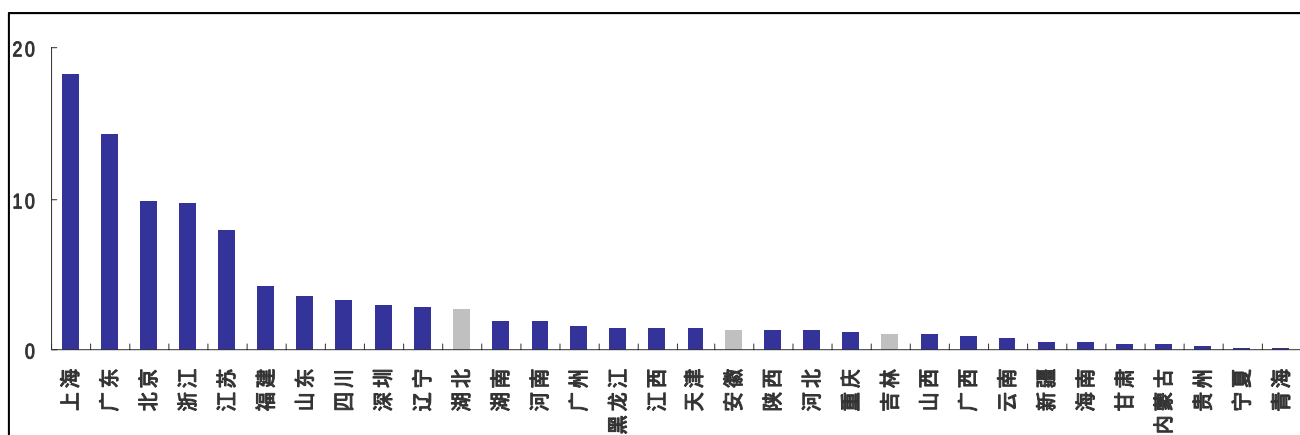
数据来源：伟海，安信证券研究中心

图 8 安徽省主要券商经纪业务市场份额



数据来源：伟海，安信证券研究中心

图 9 2008 年各省经纪业务市场份额



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2009-02-11

利润表(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	保费收入(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	448	2,548	1,148	1,049	1,155	货币资金	4,071	9,739	7,791	8,570	9,427
手续费净收入	344	1,664	1,015	827	917	结算备付与保证金	747	1,978	2,573	3,333	4,106
代理买卖证券业务净收入	324	1,627	991	808	888	交易性金融资产	65	410	410	533	586
证券承销业务净收入	12	29	24	19	29	买入返售金融资产	0	0	639	430	480
资产管理业务净收入	0	0	0	0	0	可供出售金融资产	145	216	216	281	309
利息净收入	13	73	71	66	73	其他资产	793	1,067	1,064	1,304	1,605
投资收益及公允价值变动	46	725	61	156	164	资产总计	5,820	13,410	12,694	14,451	16,514
其他业务收入	0	-1	0	0	0	短期借款	50	0	0	0	0
营业支出	315	869	630	597	634	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	22	125	56	52	57	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	288	707	574	545	577	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
营业利润	133	1,679	517	452	521	代理买卖证券款	4,682	10,703	9,258	10,184	11,203
营业外收支	4	6	0	0	0	其他负债	493	565	1,119	1,663	2,375
利润总额	137	1,685	517	452	521	负债合计	5,225	11,268	10,378	11,847	13,578
所得税	51	571	129	113	130	股本	1,010	581	581	581	581
净利润	85	1,114	388	339	390	归属母公司所有者权益	593	2,138	2,312	2,599	2,931
归属母公司所有者净利润	85	1,114	388	339	390	少数股东权益	2	4	4	5	5
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	595	2,142	2,316	2,604	2,936
经营指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E	风险指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
平均总资产收益率	1.46%	11.58%	2.97%	2.50%	2.52%	净资产	11,910	11,910	1,885	2,064	2,288
平均净资产收益率	14.37%	81.55%	17.44%	13.80%	14.12%	扣除代买卖证券款负债率	6.31%	8.24%	25.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	64.33%	27.75%	50.00%	52.00%	50.00%	自营规模/净资产	12.98%	17.93%	32.58%	38.97%	44.72%
营业收入/总资产	15.41%	26.50%	8.79%	7.73%	7.46%	权益自营规模/净资产	9.52%	16.56%	10.61%	21.32%	21.15%
每股数据(元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	估值	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股收益	0.2	2.4	0.7	0.6	0.7	市盈率	93	8	28	32	28
每股净资产	0.6	3.7	4.0	4.5	5.0	市净率	31.7	5.1	4.7	4.2	3.7

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海，CFA，非银行金融行业高级分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。

黄立军，券商与信托行业分析师；吉林大学应用数学学士，中国人民银行研究生部金融硕士；2 年金融工作经历，2005.6-2007.6 就职于中国人寿股份有限公司；研究理念：客观独立、细致严密，追求前瞻性、原创性、差异性。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034