

东北证券 000686.SZ

更多受益于市场转暖

研究结论

- 2009 年截至目前共 28 个交易日内，沪深 300 指数累计涨幅达到 25%，交易量也伴随股指上涨持续放大，2 月份以来日均股票交易量已高达 2063 亿元。作为行业业绩主要驱动指标，指数与交易量超预期提升为证券行业 2009 年业绩复苏奠定了良好的开端。并且我们认为在指数维持震荡上行趋势、市场流动性较为充裕的环境下，近期内市场成交量仍有望维持在较高水平。在此前提下，我们认为业绩对指数涨幅及交易量更为敏感的证券公司将更多受益。从经纪业务占营业收入比重、交易性金融资产占比、权益类投资比重以及 08 年业绩受浮盈等一次性因素影响程度等方面来看，我们认为东北证券具备较高业绩弹性。
- 2008 年前三季度，东北证券经纪业务手续费收入占营业收入比重达到 80%（图 1、图 2）。敏感性分析表明，在其他假设条件不变的前提下，如果日均交易量由我们原假设中的 857 亿提升至 1377 亿（即 09 年截至 2 月 13 日的实际日均交易量），东北证券 09 年 EPS 提升幅度将达到 77%，在上市券商中位居第二（表 1）。另一方面，作为区域垄断性较强的地区性券商，在 2008 年的严峻市场环境下东北证券仍然保持了佣金率的相对稳定（图 3）。由于佣金率下滑具有一定棘轮效应，较强的佣金率维持能力将使得公司处于相对有利的位置。
- 从历史情况分析，东北证券在自营投资风格及金融资产的会计划分方面较为激进。自 2006 年至 2008 年中期，股票资产占自营资产规模比重均在 70%以上（图 4）。在金融资产划分方面，除 08 年三季度报由于包销特变电工导致可供出售金融资产占比提高以外，交易性金融资产占自营资产比重均在 60%以上（图 5）。正是由于较为激进的自营风格，08 年公司相对其他上市券商较少受益于浮盈释放带来的业绩平滑效应，截至 08 年三季报，仅取得自营业务收入-2900 万（含对联营企业和合营企业的投资收益近 6 千万）。考虑到浮盈释放基本可视为一次性因素，我们认为 08 年较低的基数将使得公司 09 年自营业务收入存在相对较大的增长空间（图 6）。
- 从估值水平来看，公司目前相对于中信证券等龙头公司而言并无优势。相对于业绩弹性同样较高的中小券商如国元证券及宏源证券而言，公司在 PE 估值方面具备一定优势（表 2）。我们建议投资者采取波段操作的策略，利用公司业绩对市场成交金额及指数涨幅更为敏感的特点，在市场上涨及成交量放大阶段增加对公司配置，将有望获得业绩预期与估值水平双重提升带来的超额回报。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚路

银行与证券行业分析师

8621-63325888×6082

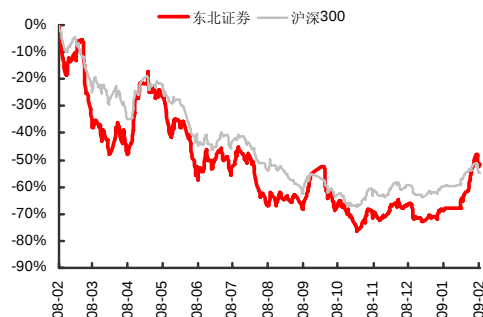
kanlu@orientsec.com.cn

王小罡

非银行金融行业资深分析师

投资评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价（2009 年 2 月 18 日）	20.8 元
目标价格（6 个月）	22 元
总股本/A 股（万股）	58119/58119
A 股市值（百万元）	12089
国家/地区	中国
行业	证券
报告日期	2009 年 2 月 19 日

股价表现



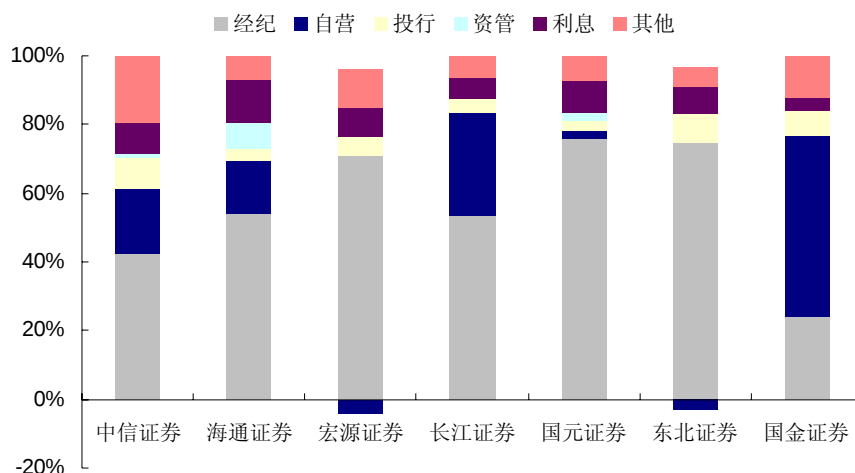
评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	16.08	16.54	-52.61
相对表现 (%)	10.83	10.11	2.06

资料来源：WIND

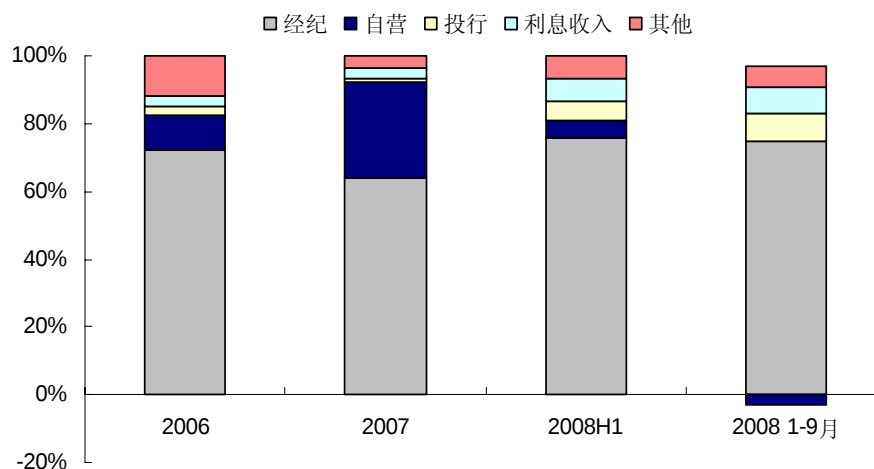
财务预测

	2006	2007	2008F	2009F
营业收入	448	2,548	1,107	983
手续费收入	344	1,664	933	648
投资收益	-104	660	-3	172
公允价值变动	149	65	0	0
营业利润	133	1,679	526	435
税前利润	137	1,685	526	435
归属于母公司净利润	85	1,114	394	327
每股收益（元）	0.08	1.92	0.68	0.56
每股净资产（元）	0.59	3.67	4.24	4.84

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图 1：2008 前三季度东北证券经纪业务占营业收入比重达 80%


资料来源：公司数据

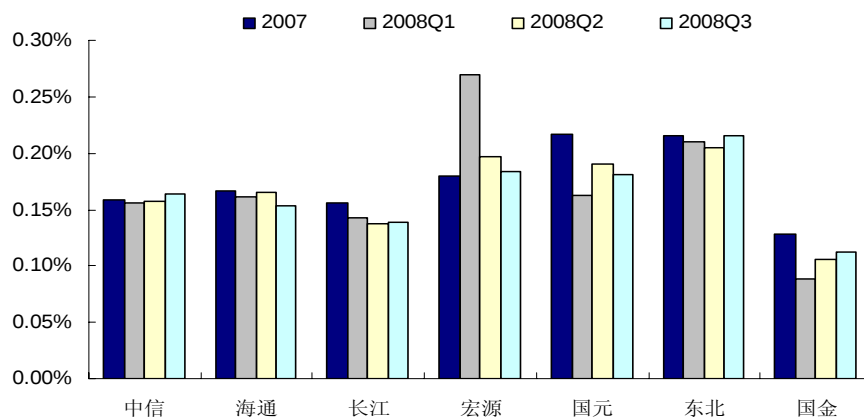
图 2：东北证券 2006-2008 年业务收入结构


资料来源：公司数据

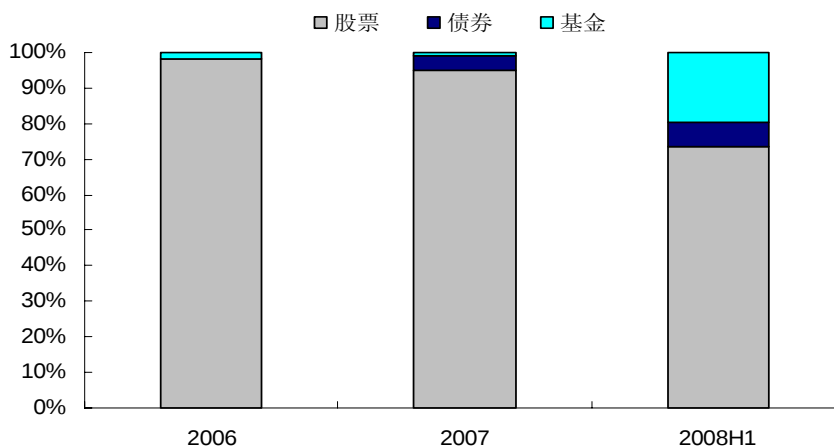
表 1：东北证券 09 年业绩对交易量变动弹性较高

	08EPS	09EPS (日均交易额 857 亿)	09EPS (日均交易额 1377 亿)	业绩变动
中信	1.09	0.98	1.26	29%
海通	0.38	0.36	0.53	46%
宏源	0.36	0.31	0.58	86%
国元	0.36	0.32	0.55	71%
长江	0.46	0.36	0.59	66%
国金	1.47	0.70	0.98	39%
东北	0.68	0.56	0.99	77%

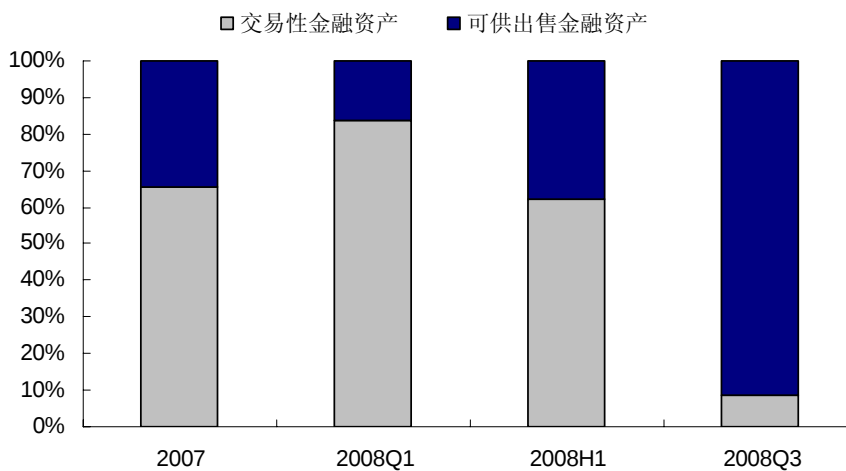
资料来源：东方证券研究所整理

图 3：东北证券经纪业务佣金率相对稳定


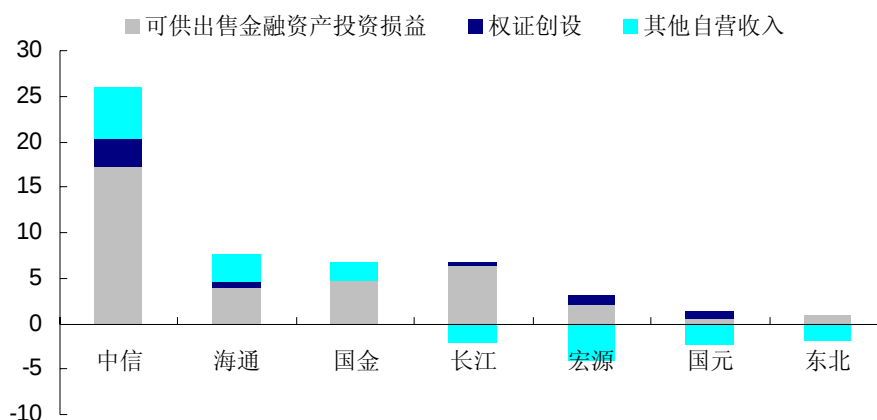
资料来源：公司数据

图 4：东北证券自营资产配置中股票资产占比较高


资料来源：公司数据

图 5：东北证券金融资产划分中交易性金融资产占比较高


资料来源：公司数据

图 6：东北证券 2008 年自营收入受浮盈释放及权证创设因素较小（亿元）


资料来源：公司数据

注：其他自营收入包括交易性金融资产出售及公允价值变动损益、衍生金融资产投资及公允价值变动损益

表 2：上市券商盈利预测与估值（股价为 2009 年 2 月 18 日收盘价）

	股价	总市值 (亿元)	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08PB	09PB
中信	24.08	1,597	3.74	1.10	0.98	21.9	24.5	2.9	2.7
海通	12.97	1,067	1.33	0.40	0.36	32.4	35.9	2.8	2.7
宏源	15.49	226	1.39	0.30	0.31	51.6	49.4	4.3	4.1
国元	14.74	216	1.56	0.36	0.32	40.6	45.7	4.5	4.0
长江	13.80	231	1.41	0.42	0.36	32.9	38.8	4.5	4.1
国金	30.33	152	1.32	1.48	0.72	20.5	42.3	6.3	5.7
东北	20.80	121	1.92	0.69	0.56	30.1	37.1	4.9	4.3

资料来源：东方证券研究所整理 2008 年 EPS 为业绩预告公布值

附表：财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	448	2,548	1,107	983	1,233	货币资金	4,071	9,739	8,902	9,956	11,045
手续费及佣金净收入	344	1,664	933	648	778	结算备付金	600	1,646	1,258	1,355	1,509
利息净收入	13	73	88	85	93						
投资收益	-104	660	-3	172	273	交易性金融资产	65	410	516	589	778
公允价值变动收益	149	65	0	0	0	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
营业支出	315	869	581	547	624	存出保证金	147	332	82	93	110
其中：业务及管理费	288	707	526	498	562	可供出售金融资产	145	216	272	311	411
营业利润	133	1,679	526	435	609						
利润总额	137	1,685	526	435	609	长期股权投资	84	265	265	265	265
减：所得税费用	51	571	131	109	152	固定资产	355	441	429	416	404
净利润	85	1,114	394	327	457	无形资产	28	36	32	28	24
归属于母公司所有者的净利润	85	1,114	394	327	457	递延所得税资产	5	9	9	9	9
EPS（元/股）	0.08	1.92	0.68	0.56	0.79	其他资产	308	110	110	110	110
BPS（元/股）	0.59	3.67	4.24	4.84	5.68	资产总计	5,820	13,410	11,875	13,132	14,663
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	4,682	10,703	9,098	10,008	11,008
收入比重						应付职工薪酬	41	163	122	115	133
代理交易手续费／营业收入						应交税费					
	72%	64%	75%	59%	56%		9	235	45	41	55
承销手续费／营业收入						应付利息					
	3%	1%	9%	6%	7%		0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入／营业收入						递延所得税负债					
	0%	0%	0%	0%	0%		31	69	43	53	60
利息收入／营业收入	3%	3%	8%	9%	8%	其他负债	313	100	100	100	100
投资收益与公允价值变动之和／营业收入	10%	28%	0%	18%	22%						
营业费用／营业收入	64%	28%	48%	51%	46%	负债	5,225	11,271	9,409	10,317	11,358
营业利润／营业收入	30%	66%	47%	44%	49%						
收益率						股本	1,010	581	581	581	581
ROE	14%	52%	16%	12%	14%	资本公积	61	377	291	313	347
ROA	1%	8%	3%	2%	3%	盈余公积	4	112	151	184	229
净资本比率						一般风险准备	0	112	151	184	229
净资本／总资产	10%	16%	21%	21%	23%	交易风险准备	0	112	151	184	229
负债／资产	90%	84%	79%	79%	77%	未分配利润	-482	842	1,137	1,365	1,685
						归属于母公司所有者权益	593	2,135	2,462	2,810	3,301
估值比率						少数股东权益	0	4	4	4	4
P/E	492.9	21.7	30.7	37.0	26.5	股东权益	595	2,139	2,466	2,814	3,305
P/B	70.8	11.3	4.9	4.3	3.7						
EV/EBITDA	90.8	7.2	23.0	27.8	19.9	负债和股东权益	5,820	13,410	11,875	13,132	14,663

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

阚路 王小罡

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn