

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

东北证券 (000686)

融资扩张与时间赛跑

推荐 (维持)

2009年04月29日

现价 24.38 元

邵子钦 金融行业首席研究员

shaozq@pasc.com.cn

0755-22626592

田良 证券信托业研究员

tianliang@pasc.com.cn

0755-22627750

主要数据

行业	证券、期货业
公司代码	000686
公司网址	www.nesc.cn
总股本(万股)	58119.31
流通股(万股)	17663.74
流通市值(百万)	4246.36
每股净资产(元)	4.28
净资产收益率(%)	8.59
总资产负债率(%)	77.28

相关研究报告

《自营收入超预期》-东北证券1季报点评

《业绩增长源于营业外支出下降》宏源证券1季报点评

《难解 ROE 提升的难题》海通证券年报点评

《业绩增长源于自营规模收缩》国元证券1季报点评

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

投资要点

经纪业务模式成熟，计划全国布局。

- ① 在吉林省严密监管环境下，公司垄断地位稳固，佣金率维持较高水平。
- ② 目前经纪业务模式运作成熟，有待复制推广。
- ③ 网点扩张正在进行中。09年计划完成营业部新设2-6家、迁址2-4家、服务部升级10家左右。布局重点是一、二线城市。

高佣金率伴随较高的业绩弹性。高佣金代表高的经纪业务毛利率，在交易量上升趋势中，业绩增长速度较快；在交易量下降趋势中，业绩下降速度快。与同行相比，东北证券业绩弹性较高。

区域扩张是必然选择，能否实现边际效益递增是关键。

通过全国布局实现品牌和服务提升，是公司发展的必然选择，但同时成本压力明显增加。交易量、佣金率、经纪成本是影响经纪业务利润的三要素。区域扩张可能带来佣金率下降和经纪成本上升的双重压力，唯有提升市场份额才是增加利润的方式。机遇和挑战并存。

开展创新业务是大势所趋，能否顺利融资是关键。①国内证券行业实行以净资本为核心的监管体系，创新业务资格的审批取决于公司净资本的规模；②以直投、融资融券、衍生品等创新业务属资本消耗性业务，净资本规模直接影响业务规模和盈利能力。

预计09年EPS为0.80元。基于日均股票成交额1200亿元等假设，预计09年净利润为4.66亿元，对应EPS为0.80元，年末净资产为27.30亿元，对应BVPS为4.70元，09年全面摊薄ROE为17.07%。

存在交易性投资机会，维持“推荐”评级。考虑到震荡行情中成交量的持续性、公司偏向经纪的业务结构，预计全年业绩增速将超越行业平均水平。以上个交易日收盘价计算的东北证券PE为30.40倍，低于行业平均，PB为5.19倍，预计融资后PB将降至3.23-3.60倍，目前行业平均PB4.3倍。维持“推荐”评级。

风险提示

1. 证券市场下跌的风险。
2. 成交量低于预期风险。

	净资产	营业收入	净利润	EPS	BVPS	PE	PB
2006	593	448	85	0.08	0.59	288.86	41.51
2007	2,138	2,548	1,114	1.92	3.68	12.72	6.63
2008	2,258	1,116	410	0.71	3.88	34.56	6.28
2009E	2,730	1,325	466	0.80	4.70	30.40	5.19

一、经纪业务模式成熟，计划全国布局。

图表1 东北证券经纪业务收入占比80%左右

单位：百万元	20081Q	20082Q	20083Q	2008Y	20091Q
经纪手续费净收入	312.62	541.84	685.33	838.20	271.02
利息净收入	24.96	49.28	69.15	95.32	21.14
营业收入	382.02	714.11	860.43	1,116.09	405.54
剔除自营后营业收入	384.09	731.14	948.98	1,145.71	326.29
经纪净收入/营业收入	81.83%	75.88%	79.65%	75.10%	66.83%
经纪净收入/调整后营业收入	81.39%	74.11%	72.22%	73.16%	83.06%
(经纪净收入+利息净收入)/营业收入	88.37%	82.78%	87.69%	83.64%	72.04%
(经纪净收入+利息净收入)/调整后营业收入	87.89%	80.85%	79.50%	81.48%	89.54%

资料来源：Wind

新设、迁址、升级实现网点数量扩张。公司目前拥有48家营业部（其中45家运营、3家筹建中），19家服务部。09年计划完成新设营业部2-6家、迁址营业部2-4家、服务部升级营业部10家左右。

布局重点是一、二线城市。现有营业网点中，有24家营业部、17家服务部位于省内。新设营业部计划集中于广州、南昌、济南等城市。迁址主要是从省内迁往省外，首选一线城市和主流二线城市，服务部升级集中于省内。

现有经纪业务运作规范成熟。①建立全国视频系统，同步向营业部客户传送晨会视频、对营销人员视频培训。②按照客户资产规模划分类别，集中资源进行差异化服务。③注重员工营销团队培养，目前营销渠道主要以自主的营销团队模式为主，经纪人为辅。

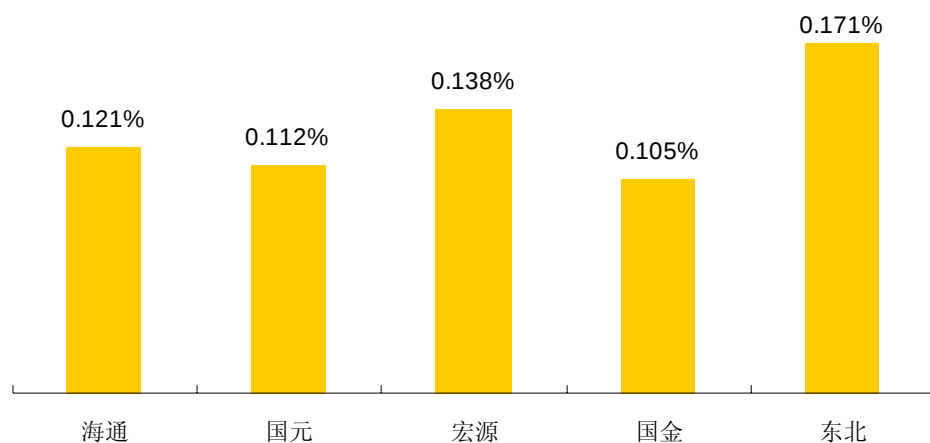
二、高佣金率伴随较高的业绩弹性。

佣金率高是历史形成的优势。目前长春市股票经纪佣金率2-2.5%，吉林省内中小城市2.9%-3%，总体水平高于沈阳和哈尔滨。高佣金的形成有两个原因：

- ①公司在吉林证券、吉林信托基础上成立，营业网点集中于吉林省，省内具有垄断优势。
- ②吉林省监管环境较好，限制了恶性的佣金价格竞争。

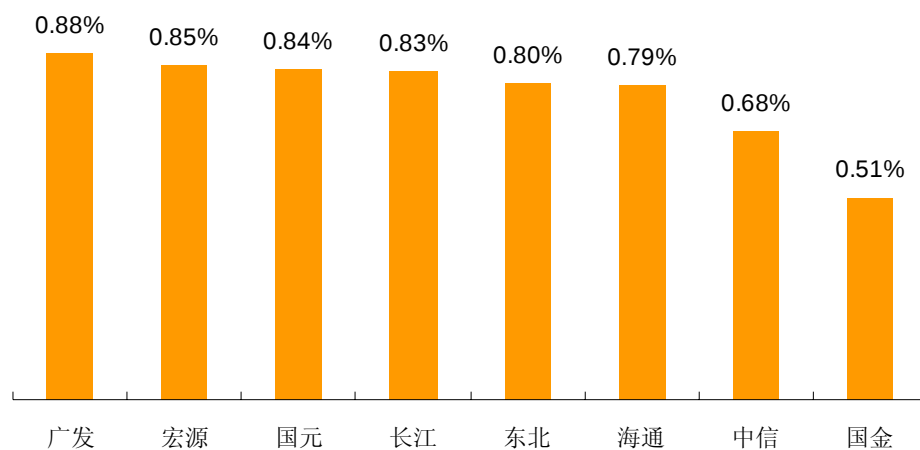
高佣金率伴随较高的业绩弹性。高佣金代表高的经纪业务毛利率，在交易量上升趋势中，业绩增长速度快；在交易量下降趋势中，业绩下降速度快。与同行相比，东北证券业绩弹性较高。

图表2 2009年1Q证券公司加权净佣金率比较



资料来源：平安证券

图表3 证券公司业绩弹性比较



注：假设成交量增加1%，即日均股票成交由1200亿元上升至1212亿元

资料来源：平安证券

图表4 业绩相对成交量敏感性

剩余 169 个交易日日均	全年日均	业绩	
		EPS	BVPS
659	1,000	0.69	4.59
803	1,100	0.75	4.64
947	1,200	0.80	4.70
1,090	1,300	0.86	4.75
1,234	1,400	0.91	4.80
1,378	1,500	0.96	4.86

三、区域扩张是必然选择，能否实现边际效益递增是关键。

区域扩张是必然选择。

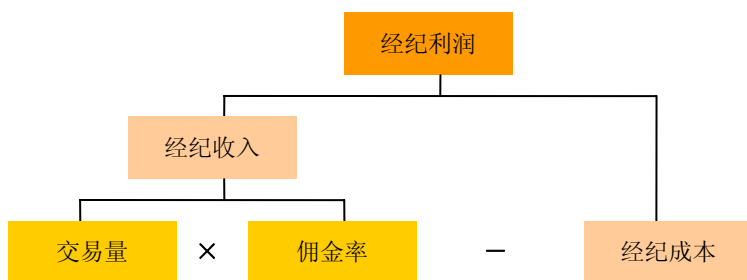
①省内布局完成。目前公司在吉林省内经济条件较好的市、县级城市已基本布局，省外布点是公司经纪业务发展的需要。

②创立品牌、吸引人才、开展业务需要。为配合投行、资管等业务开展，公司必须在大中城市设立网点。

影响经纪业务的三要素。

交易量、佣金率和经纪成本是影响经纪业务利润的三要素。佣金率和交易量决定经纪业务佣金收入，经纪业务佣金收入与经纪业务成本决定经纪业务利润。佣金率短期取决于区域竞争程度，长期取决于研究服务水平；交易量取决于市场总规模和各券商的市场份额；经纪成本取决人力成本、场地租金等。

图表5 影响经纪业务利润的三因素



资料来源：平安证券

公司将面临佣金率下降的压力。

①省内佣金率下降。随着省内竞争的展开及投资者金融意识的提高，3%的高佣金率难以维系。

②省外扩张降低整体佣金率。公司省外扩张以佣金竞争激烈的大中城市为目标，扩张后整体佣金水平将被拉低。

公司将面临营业成本将上升的压力。

短期来看，新设营业网点需要大量的成本投入，同时新网点开拓市场需要时间，前期客户数量及交易量较少，短期内盈利存在难度。长期来看，由于大中城市运营成本高于省内、佣金率低于省内，经纪业务营业费用率也将上升。

四、开展创新业务是大势所趋，能否顺利融资是关键。

开展创新业务需要资本金支持。①国内证券行业实行以净资本为核心的监管体系，创新业务资格的审批取决于公司净资本的规模；②以直投、融资融券、衍生品等创新业务属资本消耗性业务，净资本规模直接影响到业务规模和盈利。

投行业务：刚刚起步，有待向大项目转移。

调研快报

- ①战略规划：保持前20位水平，重点放在中小项目上。
- ②区域选择：由于吉林省内上市资源枯竭，投行将业务重点放在江浙地区，通过项目运作在浙江省监管部门及上市办获得较好口碑。
- ③储备项目：创业板储备项目20个，其中10个左右基本成型。

资产管理：年内将发行首只产品。

- ①发行进程：证监会已有条件批准东北证券一支集合资产管理计划。
- ②发行时间：2009年将完成此项资产管理计划的募集。
- ③发行规模：第一只产品注重品牌建设，规模不超过10亿元。

自营业务：业绩不错，但难以成为核心竞争力。

- ①资金规模：09年1Q末自营规模为6亿元左右。
- ②人员队伍：依靠团队投资，无明星投资经理。
- ③历史绩效：09年1Q实现自营收入8000万元。
- ④投资策略：09年对市场的整体判断为谨慎乐观。

能否顺利融资是关键。

- ①融资可能性：融资是公司09年的必选课题，成败决定长期发展前景。
- ②融资进程：原增发监管意见函将在5月22日过期，目前尚未上报材料申请新的增发资格，有待重新召开董事会商讨发行价格。
- ③融资规模：预计1.5-3亿股，融资20-30亿元。
- ④用途：补充净资本用于开设新网点、融资融券、直投业务、补充流动性。

图表6 PB对融资规模的敏感性

融资额\股价	13.71	15.24	16.93	18.62	20.48
20	3.75	3.67	3.60	3.55	3.50
22	3.67	3.59	3.52	3.46	3.41
24	3.59	3.51	3.44	3.37	3.32
26	3.53	3.44	3.36	3.30	3.24
28	3.46	3.37	3.29	3.23	3.16
30	3.40	3.31	3.23	3.16	3.10

资料来源：平安证券

五、业绩预测与估值

预计全年EPS为0.80元。基于日均股票成交额1200亿元等重要假设，预计2009年东北证券净利润为4.66亿元，对应EPS为0.80元，年末净资产为27.30亿元，对应BVPS为4.70元，09年全面摊薄ROE为17.07%。

存在交易性投资机会，维持“推荐”评级。考虑到震荡行情中成交量的可持续性、公司偏向经纪的业务结构，以及高佣金率下的高业绩弹性，预计业绩增速将超越行业平均水平，存在交易性的投资机会。以上个交易日收盘价计算的2009年PE为30.40倍，低于行业平均水平，PB为5.19倍，预计融资后PB将降至3.23-3.60倍，目前行业平均PB4.3倍，维持“推荐”评级。

图表7 市场因素预测

单位: 亿元	2007	2008	2009E
GDP 增速	17.70%	17.80%	10.00%
市场涨跌幅	104.92%	-65.46%	26.30%
指数点位	5261	1821	2300
股票融资/GDP	3.10%	1.02%	0.42%
以现价计算的流通市值	22433	20817	34987
GDP	246,619	290,517	319,569
总市值	307,672	121,366	154,801
流通市值	63,729	45,214	98,205
以股票流通市值计算的证券化率	26%	16%	31%
市场股票融资额	7,639	2,962	1,334
换手率	723%	478%	407%
双边股票交易额	921,113	520,445	583,200
日均单边股票交易额	1,895	1,071	1,200

资料来源: 平安证券

图表8 东北证券业绩预测

	2007	2008	2009E		2007	2008	2009E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
手续费及佣金净收入	1,664	931	946	手续费及佣金净收入	383%	-44%	2%
代买卖证券业务	1,627	838	892	代买卖证券业务	402%	-48%	6%
证券承销业务	29	82	41	证券承销业务	144%	178%	-50%
客户资产管理业务	-	-	2	客户资产管理业务			
利息净收入	73	95	101	投资收益	-735%	-77%	99%
投资收益	660	151	300	营业收入	468%	-56%	19%
公允价值变动损益	65	-130	-100	净利润	1206%	-63%	14%
营业收入合计	2,548	1,116	1,325	总资产	130%	-33%	6%
营业税金及附加	125	59	69	净资产	260%	6%	21%
业务及管理费	707	539	640	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	869	599	739	EPS	1.92	0.71	0.80
利润总额	1,685	514	585	BVPS	3.68	3.88	4.70
归属母公司所有者净利润	1,114	410	466	PE	12.72	34.56	30.40
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	6.63	6.28	5.19
结算备付金	1,646	1,007	1,118	每股股息	-	-	-
交易性金融资产	410	115	647	股息支付率	0%	0%	0%
可供出售金融资产	216	30	485	盈利能力 (%)			
持有至到期投资	-	-	-	ROE	52.09%	18.16%	17.07%
资产总计	13,410	9,030	9,545	ROA	8.31%	4.54%	4.88%
负债合计	11,268	6,768	6,810	业务状况 (%)			
股本	581	581	581	经纪业务市场份额	0.83%	0.64%	0.64%

调研快报

归属母公司所有者权益	2,138	2,258	2,730	经纪业务佣金率	0.19%	0.18%	0.17%
所有者权益合计	2,142	2,261	2,735	承销业务市场份额	0.05%	1.23%	1.35%

资料来源：平安证券

图表9 证券行业估值比较

简称	评级	股价	EPS (元)		PE (倍)		BVPS (元)		PB (倍)	
		2009-4-29	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
中信证券	推荐	25.23	1.10	0.72	22.90	35.12	8.33	8.63	3.03	2.92
海通证券	中性	12.97	0.40	0.39	32.32	33.50	4.66	5.09	2.78	2.55
宏源证券	中性	17.40	0.37	0.48	46.94	36.16	3.41	3.96	5.11	4.40
东北证券	推荐	24.38	0.71	0.80	34.56	30.40	3.88	4.70	6.28	5.19
国元证券	中性	15.92	0.36	0.31	44.75	50.77	3.31	3.61	4.81	4.41
长江证券	中性	14.67	0.42	0.39	35.02	37.25	2.75	3.17	5.34	4.63
国金证券	中性	37.13	1.51	0.75	24.56	49.48	4.33	5.11	8.58	7.27
辽宁成大	推荐	23.85	1.04	1.33	22.86	18.00	5.51	6.10	4.33	3.91
吉林敖东	推荐	33.03	1.50	2.02	21.98	16.33	8.45	9.65	3.91	3.42
行业平均	中性	-	-	-	31.77	34.11	-	-	4.91	4.30

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2009 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257