

东北证券(000686)

中期业绩符合预期，投资规模大幅增加

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

本报告导读：

- 中期业绩符合预期，投资规模继续提升；
- 维持增持评级

投资要点：

- 中期业绩符合预期。**东北证券上半年实现营业收入 9.5 亿元，同比上升 33%。实现净利润 4.8 亿元，同比增长 38.7%，每股收益 0.75 元，符合我们之前的预期。单从 2 季度看，公司实现营业收入 5.5 亿元，同比上升 64%，环比增长 34.3%，实现净利润 2.6 亿元，同比增长 60.3%，环比增长 23.2%。上半年公司营业费用率 30%，有效税率 23%。
- 投资规模快速增长，股票规模超过 9 亿元。**扣掉 0.37 亿元联营企业投资收益外（主要为东方及银华基金），公司上半年公司实现投资收益 2.3 亿元，投资收益率达 39.1%，2 季度投资净收益 1.5 亿元，环比大幅增加 84.7%。公司仍然保持了较为激进的投资风格，截至 2009 年 2 季度末，公司自营规模 9.9 亿元，交易性金融资产 9.3 亿元，较 1 季度末增加 71%，其中股票规模 9.3 亿元，占净资产比重由年初的 5.1% 提高到 35.7%。可供出售金融资产 0.6 亿元，较 1 季度末增加 21.1%，目前浮盈 0.5 亿元。
- 经纪业务的省外扩张导致佣金率有所下滑，但市场份额稳步提升。**上半年公司实现经纪佣金收入 6.1 亿元，同比增长 12.2%，股票基金佣金率 0.178%，较 2008 年减少 15.1%，其中 2 季度佣金率较 1 季度下降 11.3%。由于吉林省地区佣金水平较为稳定，公司佣金率的快速下滑应主要为省外地区营业部强占市场份额所致。上半年公司股票基金交易市场份额由年初的 0.7% 上升至 0.73%。公司加大了整合营业部资源的力度，报告期间，公司获批 4 家营业部迁址、6 家服务部升级以及 4 营业部新设，我们预计，在目前较为活跃的交易水平下，新成立的营业部在 1 年左右的时间即可贡献业绩。
- 维持增持评级。**自我们 5 月份重点推荐公司以来，股价涨幅已达 114%，我们将全年假设调至（2000/3200），调高公司全年业绩预测至 1.89 元，目前股价对应上述业绩 26 倍 PE，在目前市场交易水平，即日均 2300 亿假设下 24 倍 PE，估值高于中信、广发等行业龙头，已反映较为乐观的市场预期，考虑到目前市场活跃的交易水平以及公司较高的业绩弹性，我们仍然维持增持评级，在（2300/3400）假设下给予公司 25 倍 PE，对应 55 元目标价，对应配股后业绩 32 倍 PE。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	2,692	2,572	2,938
(+/-)%	468%	-56%	141%	-4%	14%
经营利润（EBIT）	1,679	517	1,609	1,531	1,748
(+/-)%	1161%	-69%	211%	-5%	14%
净利润	1,114	410	1,207	1,148	1,311
(+/-)%	1206%	-63%	194%	-5%	14%
每股净收益（元）	1.92	0.71	1.89	1.63	1.70
每股股利（元）	0	0.2	0.23	0.28	0.28

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	66%	46%	60%	60%	60%
市盈率	26	70	26	30	29
股息率（%）	0%	0%	1%	1%	1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：增持

目标价格：

¥55.00

上次预测：¥36.00

当前价格：

¥49.55

2009.07.28

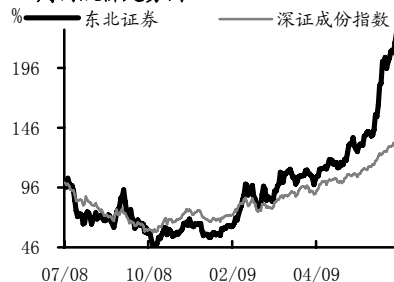
交易数据

52 周内股价区间（元）	10.15 ~ 48.50
总市值（百万元）	30,425
总股本/流通 A 股（百万股）	639/194
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.30
日均成交量（百万股）	10.0
日均成交值（百万元）	228.4

资产负债表摘要（06/09）

股东权益（百万元）	2588
每股净资产	4.05
市净率	12.23
资产负债率	34.98%

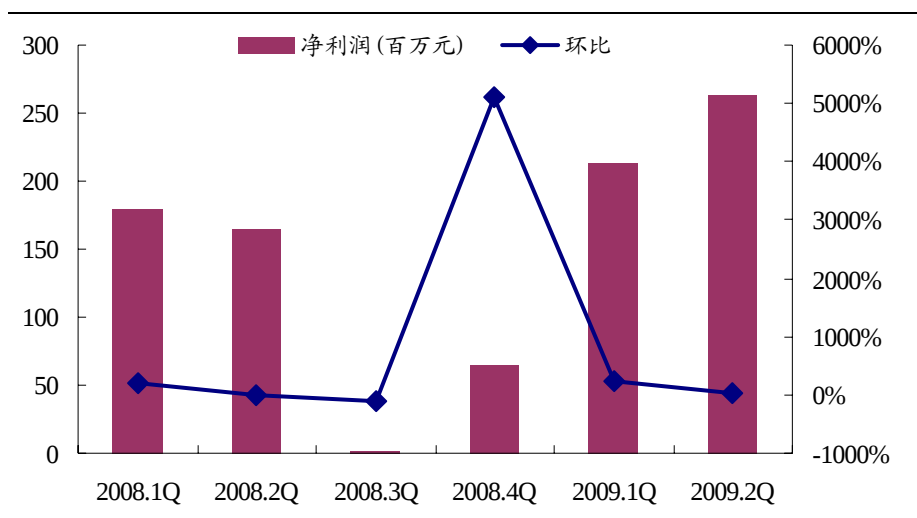
52 周内股价走势图



相关报告

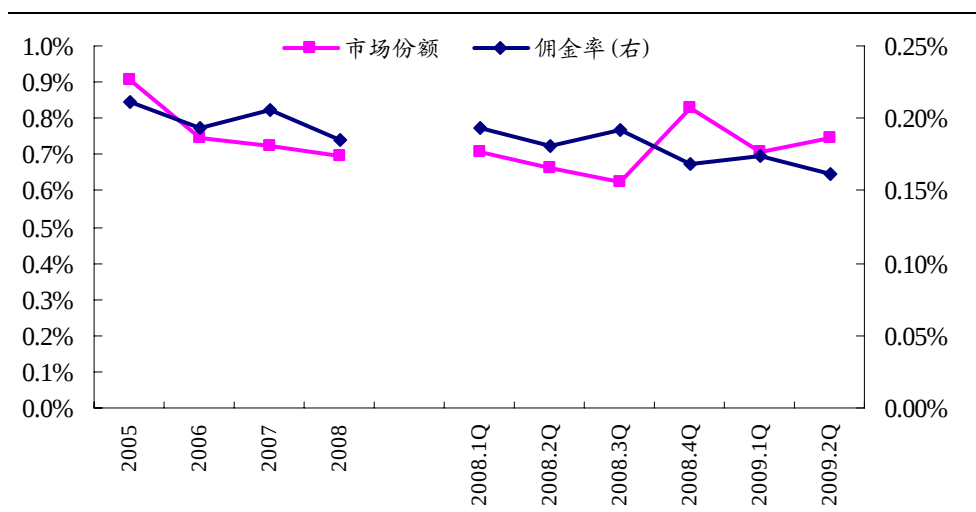
- 区域垄断性强，快速增长可期 (09.06.10)
- 投资业务弹性充分显现 (09.04.22)
- 佣金率降幅略高于预期，自营仍具较高弹性 (09.03.25)

图 1: 2 季度公司净利润环比增长 23%



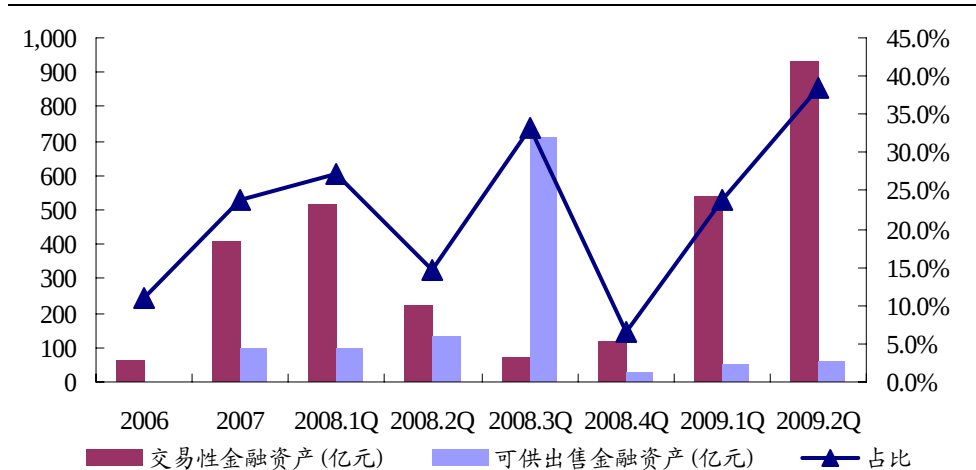
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 2: 公司通过降低佣金率扩张经纪业务



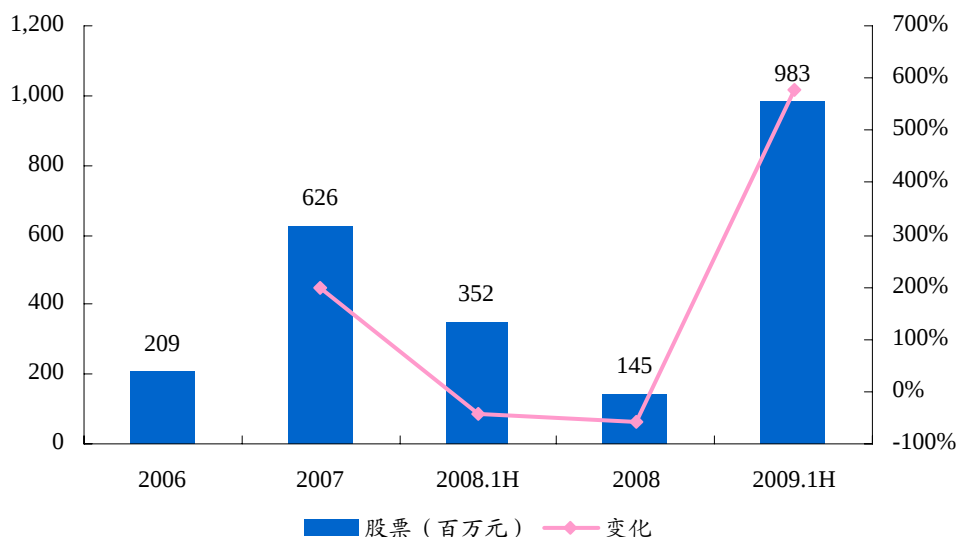
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 2: 公司自营规模继续扩张



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 4: 东北证券股票投资规模大幅增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

表 1: 东北证券 2009 年每股收益敏感性分析

日均交易额 上证指数	1500	1800	2000	2300	2600
2500	1.22	1.37	1.47	1.61	1.76
2800	1.39	1.53	1.63	1.78	1.92
3000	1.65	1.79	1.89	2.03	2.18
3400	1.79	1.94	2.04	2.18	2.33
3800	2.12	2.27	2.36	2.51	2.65

表 2: 东北证券融资后的估值变化情况 (2009E)

指标	配股价	除权价	每股净资产(元)	ROE	EPS(元)	PB	PE	PEG
融资前			5.81	48%	1.89	8.5	26	0.66
融资 30 亿元	15.63	41.72	7.16	22%	1.45	5.8	29	0.72
融资 40 亿元	20.86	42.92	8.37	18%	1.45	5.1	30	0.74

表 3: 东北证券盈利预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	2,692	2,572	2,938
手续费及佣金净收入	1,664	931	1,480	1,675	1,803
其中: 代理买卖证券业务手续费净收入	1,627	838	1,385	1,568	1,691
证券承销业务净收入	29	82	89	84	89
受托客户资产管理业务净收入	0	0	6	23	23
利息净收入	73	95	95	158	177
投资收益+公允价值	725	21	996	429	484
其他业务收入	86	69	121	310	474
营业支出	869	599	1,084	1,042	1,190
营业税金及附加	125	59	141	141	162
业务及管理费	707	539	942	900	1,028
营业利润	1,679	517	1,609	1,531	1,748

利润总额	1,685	514	1,609	1,531	1,748
所得税费用	571	104	402	383	437
净利润	1,114	410	1,207	1,148	1,311
归属于母公司所有者的净利润	1,114	410	1,207	1,148	1,311

表 4：交易性金融资产前 10 大重仓股情况

证券简称	初始投资金额 (百万元)	期末账面值 (百万元)	持有数量 (百万股)	最新市值 (百万元)	7 月以来公允价 值变动(百万元)
工商银行	73.90	94.65	17.46	92.55	-2.10
中信证券	36.07	40.98	1.45	50.32	9.34
浦发银行	30.61	45.12	1.96	50.35	5.23
兴业银行	24.15	37.34	1.01	40.82	3.47
中国石化	22.80	22.39	2.10	30.01	7.62
泸州老窖	22.16	25.83	0.90	27.81	1.98
青岛软控	21.92	23.95	1.20	26.52	2.57
冠农股份	21.71	21.92	0.88	29.03	7.11
武钢股份	20.93	23.64	3.00	31.80	8.16
宝钢股份	20.75	21.12	3.00	25.95	4.83
合计	294.99	356.93	32.96	405.15	48.22

数据来源：公司公告，国泰君安证券

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 证券信托研究员, 8 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事非银行金融业研究, 2 年从业经验。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com