

东北证券——平常的业绩与异常表现的股价

东北证券（000686）

评级：中性

跟踪报告

2009年7月28日 星期一

陶正傲
010-66216231-819
tza@longone.com.cn
非银行金融行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	6.39
流通股本(亿股)	1.94
总市值(亿元)	316.62
流通市值(亿元)	96.13

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	70.86	53.55
3个月	141	100.71
6个月	292.32	219.75

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《**报告标题》 **报告日期
2. 《**报告标题》 **报告日期

投资要点

- 2009年上半年公司实现净利润4.77亿元，比去年同期增长39.06%；半年ROE高达18.44%，比去年提升4个百分点；较高的净资产回报率是东北证券中报的最显著的特点。总体来看，公司除了投了二家基金公司股权，其他业务与其他同等规模券商相比并没有特色和优势。
- 代理买卖证券收入本期6.08亿元，比去年同期增长12.38%，远低于2009年上半年交易金额的同比增长幅度。公司A股的市场份额并没有下降，但公司的佣金率相对于市场整体有较大下降。
- 我们以公司本期平均净资产的80%作为可投资金额，计算得本期自营投资的回报率约为11.65%，从披露的2009年中期末的持仓情况来看，公司自营仓位集中于工商银行、中信证券、兴业银行和浦发银行等金融股，这些大盘股是白马股，未能体现公司有较强的自营选股能力。
- 公司目前的PB约为12.25倍，2009年PE约为33倍。公司主要收入来自经纪与自营业务，在2007年公司经纪业务收入和自营收入均达到高点，而2009年公司经纪业务收入又达到一个高点，在此情况2007年和2009年中期的净利润也不过分别为11.14亿元和4.76亿元。公司的净利润今后还能如何保持高速增长呢？同样公司高ROE回报率的好时光，估计也不能持续太久了，如果股市哪一天转入熊市的周期呢？不能简单用近期的高ROE来估计公司将来的ROE水平也会很高。

我们认为公司目前估值过高，维持对其中性评级。

1. 2009 年上半年业绩回顾

1.1 总体情况

2009 年上半年公司实现净利润 4.77 亿元,比去年同期增长 39.06%; 半年 ROE 高达 18.44%,比去年提升 4 个百分点;EPS0.75 元,比去年同期提升 38.89%。**较高的净资产回报率是东北证券中报的最显著的特点。**

公司本期业务收入主要来自经纪业务与自营投资与股权投资业务。

1.2 经纪业务情况

公司本期 A 股经纪业务的市场份额为 0.769%, 与去年同期的 0.765%基本持平。经纪业务本期营业收入为 6.62 亿元,比去年同期仅增长 8.23%。代理买卖证券收入本期 6.08 亿元,比去年同期增长 12.38%,远低于 2009 年上半年交易金额的同比增长幅度。**这说明尽管公司 A 股的市场份额并没有下降,但公司的佣金率相对于市场整体有较大下降。**

我们用公司本期的代买卖证券业务净收入与 A 股交易金额来估计公司手续费率情况,我们发现公司佣金率从去年同期的 0.21%,下降到 2009 年上半年的 0.179%。

公司本期迁址证券营业部共 4 家,新设证券营业部 2 家,有 5 家证券服务部规范为证券营业部,另外在上海、北京分别设立了资产管理与投行分公司。

本期利息收入 0.458 亿元,比去年同期的 0.493 亿元,稍有下降。另外公司获得所持股基金公司的席位租赁费收入等共计 0.22 亿元,比去年同期下降近一半,主要席位出租收入减少近 1 千万元所致

1.3 自营投资情况

公司上半年自营实现投资收益加上公允价值变动合计 2.257 亿元,比去年同期的亏损 0.168 亿元,有了较大提高,这主要得益于上半年股市行情的好转,我们以公司本期平均净资产的 80%作为可投资金额,计算得本期自营投资的回

报率约为 11.65%，从披露的 2009 年中期末的持仓情况来看，公司自营仓位集中于工商银行、中信证券、兴业银行和浦发银行等金融股，这些大盘股是白马股，未能体现公司有较强的自营选股能力。

另外对二家基金管理公司的股权投资本期收益 0.366 亿元。

1.4 其他业务情况

公司本期发行集合资产管理计划，共计筹集资金计 6.10 亿元。投行业务本期无收入。

1.5 费用开支管理情况

本期业务及管理费支出 2.86 亿元，比去年同期的 2.58 亿元，增长了 10.85%。相比于本期公司净利润增长，2009 年上半年业务与管理费开支控制得不错。其中员工工资从去年同期 0.937 亿元，增长为 1.25 亿元，增长 33.4%。

2. 2009 年上半年大涨探秘

2009 年上半年公司基本面并没有发生大的改变，经纪业务、投行业务、自营业务和资产管理业务均没有见到实质性的重大改变，经纪业务除了营业部数量有所增长，资产管理业务新发行一只集合理财产品外，其他无明显的变化，因此公司只是随着外部股市的上涨好转而导致业绩的好转。因此我们认为**东北证券 2009 年上半年大涨**，不是因为年初估值定价过低，就是现在估值定价过高。

公司流通股较少，公司公布的 10 配 3 股的配股方案，可能影响了上半年的股价涨跌。

3. 公司目前的估值水平

从目前估值来看，公司目前的 PB 约为 12.25 倍，2009 年 PE 约为 33 倍。

表1. 东北证券 2004 年以来的历年的净利润与 ROE

	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q2
净利润	0.15	0.17	0.85	11.14	4.10	4.76
ROE	3.32	3.74	16.04	81.55	18.65	19.68

数据来源: WIND

公司主要收入来自经纪与自营业务, 在 2007 公司经纪业务收入和自营收入均达到高点, 而 2009 年公司经纪业务收入又达到一个高点, 在此情况 2007 年和 2009 年中期的净利润也不过分别为 11.14 亿元和 4.76 亿元。公司的净利润今后还能如何保持高速增长呢?

同样公司高 ROE 回报率的好时光, 估计也不能持续太久了, 如果股市哪一天转入熊市的周期呢? 不能简单用近期的高 ROE 来估计公司将来的 ROE 水平也会很高, 2004-2005 的低 ROE 水平不应当忘记。

总体来看, 公司除了投了二家基金公司股权, 其他业务与其他同等规模券商相比并没有特色和优势, 唯一优势是公司上市券商, 多了方便融资圈钱的渠道。

如此之高的 PB 估值, 只可能是希望于公司高价 (高 PB 水平的配股价) 配股融入资本金, 以降低目前异常高的 PB 估值水平。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122