

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

东北证券 (000686)

推荐 (维持)

经纪业务稳定，自营业务扭亏

日期 2009.07.28

邵子钦 金融行业首席研究员 86-755-22626592 shaozq@pasc.com.cn

田良 证券行业研究员 86-755-22627750 tianliang@pasc.com.cn

事项

东北证券半年报披露，公司 2009 年 1-6 月实现净利润 4.76 亿元，每股收益 0.75 元，同比上升 38.75%；截至 2009 年 6 月末公司净资产 25.84 亿元，每股净资产 4.04 元，同比上升 8.33%；全面摊薄 ROE 为 18.44%，较去年同期上升 2.68 个百分点。

主要观点

图表1 东北证券20091H财务摘要

单位：百万元	20091H	20081H	同比
总资产	11,732	11,417	2.76%
净资产	2,584	2,385	8.33%
股本	639	581	10.00%
营业收入	950	714	33.06%
归属母公司所有者净利润	476	343	38.75%
非自营净利润	251	360	-30.42
业务及管理费	286	258	10.82%
代买手续费净收入	608	542	12.28%
自营收入	226	-17	-
承销净收入	-	41	-100.00%
EPS	0.75	0.54	38.75%
BVPS	4.04	3.73	8.33%
剔除自营后 EPS	0.39	0.56	-30.42%
ROE	18.44%	15.76%	上升 2.68 个百分点
营业费用率	30.06%	36.09%	下降 6.03 个百分点

资料来源：公司报告

经纪和自营是核心利润来源。由于同期自营亏损，利润同比增量主要来自自营业务。2009年上半年公司营业收入同比增长2.36亿元，其中自营业务收入增长2.43亿元，经纪业务收入增长0.67亿元，投行业务减少0.41亿元，其他业务减少0.32亿元。公司自营收入占比的波动性低于除中信、广发外的上市券商。

图表2 20091H东北证券盈利驱动因素分析

亿元	经纪业务				投行业务			自营业务		
	股基权 交易额	份额%	净佣金	净佣金率	主承 销额	承销 收入	证券投 资收益	公允价值 变动损益	交易性金融 资产规模	可供出售金 融资产规模
2008Y	4,646	0.641	8.38	0.180%	83.26	0.82	1.01	-1.30	1.15	0.30
20091Q	1,584	0.687	2.71	0.171%	-	-	-0.02	0.82	5.43	0.50
20091H	3,643	0.734	6.08	0.167%	-	-	0.67	1.59	9.32	0.6

资料来源：公司报告

图表3 20091H经纪、自营是主要利润来源

业务类别	营业收入	营业成本	营业利润	营业利润率	营业利润贡献度
经纪业务	661.60	199.23	462.37	70%	75.02%
投行业务	4.35	23.37	-19.02	-437%	-3.09%
自营业务	228.83	9.00	219.83	96%	35.67%
其他业务	55.44	102.30	-46.85	-85%	-7.60%
合计	950.22	333.89	616.32	65%	100.00%

资料来源：公司报告

图表4 上市券商自营收入占比波动性比较

	中信	东北	宏源	光大	长江	广发	招商	海通	国元	国金
2003	15%	39%	9%		-14%	5%	-2%	-23%		
2004	3%	7%	0%	4%	16%	15%	19%	-4%	1%	-
2005	12%	3%	-	7%	10%	6%	9%	-115%	-703%	1%
2006	29%	10%	46%	54%	60%	35%	42%	33%	68%	51%
2007	35%	28%	43%	47%	53%	31%	33%	32%	57%	41%
2008	18%	2%	1%	-5%	29%	9%	12%	15%	6%	50%
平均占比(均值)	19%	15%	20%	21%	26%	17%	19%	-10%	-114%	36%
波动性(方差)	7%	12%	21%	29%	38%	9%	13%	153%	4371%	17%

资料来源：Wind

经纪业务市场份额提升。2009年上半年公司获批迁址营业部4家，升级营业部5家、新设营业部2家，网点的调整使得上半年公司股基权交易市场份额达到0.734%，较去年全年提升0.047个百分点。

继续保持高佣金率优势。上半年公司股基权加权净佣金率0.167%，虽然较08年小幅下降0.013个百分点，但仍远高于上市券商2009年1季度的平均净佣金率0.126%，在高佣金率的支持下，上半年经纪业务营业利润率达到70%。

通过融资有望获得创新业务资格。公司向大股东借入次级债务9亿元，并拟通过配股融资不超过40亿元用于补充资本金，用于申请直投、融资融券等创新业务资格，未来利润来源有望多样化和稳定化。

维持“推荐”评级。基于全年日均股票成交2300亿元，全年自营收入3.50亿元的假设，不考虑配股，预计2009年EPS1.38元、BVPS为4.73元，以最新收盘价计算的PE为34.38倍，接近行业平均水平33.61倍；PB为10.06倍，明显高于行业平均的6.75倍。如果考

公司点评

虑配股因素，按照10配3，融资额上限40亿元计算，配股后PE为40.21倍，高于行业平均；PB为4.90倍，低于行业平均。维持“推荐”评级。

图表5 市场预测

单位：亿元	2007	2008	2009E
名义 GDP 增速	17.70%	17.80%	10.00%
指数点位	5,261	1,821	4,000
股票融资/GDP	3.10%	1.02%	0.63%
GDP	246,619	290,517	319,569
总市值	307,672	121,366	269,793
流通市值	63,729	45,214	158,436
市场股票融资额	7,639	2,962	2,002
换手率	723%	478%	549%
日均单边股票交易额	1,895	1,071	2,300

资料来源：平安证券

图表6 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	1,522	手续费及佣金净收入	383%	-44%	63%
代买卖证券业务	1,627	838	1,440	代买卖证券业务	402%	-48%	72%
证券承销业务	29	82	61	证券承销业务	144%	178%	-26%
客户资产管理业务	-	-	2	客户资产管理业务			
利息净收入	73	95	82	投资收益	-735%	-77%	66%
投资收益	660	151	250	营业收入	468%	-56%	82%
公允价值变动损益	65	-130	100	净利润	1206%	-63%	116%
营业收入合计	2,548	1,116	2,031	总资产	130%	-33%	55%
营业税金及附加	125	59	106	净资产	260%	6%	34%
业务及管理费	707	539	784	每股盈利及估值指标（人民币元）			
营业支出合计	869	599	921	EPS	1.92	0.71	1.38
利润总额	1,685	514	1,110	BVPS	3.68	3.88	4.73
归属母公司所有者净利润	1,114	410	885	PE	24.83	67.47	34.38
资产负债表摘要（人民币百万元）				PB	12.93	12.25	10.06
结算备付金	1,646	1,007	1,638	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%	29.26%
资产总计	13,410	9,030	13,985	ROA	8.31%	4.54%	6.33%
负债合计	11,268	6,768	10,955	业务状况（%）			
股本	581	581	639	经纪业务市场份额	0.83%	0.64%	0.64%
归属母公司所有者权益	2,138	2,258	3,025	经纪业务佣金率	0.198%	0.180%	0.154%
所有者权益合计	2,142	2,261	3,030	承销业务市场份额	0.05%	1.23%	1.35%

资料来源：平安证券

图表7 证券行业估值比较

简 称	评级	股价	EPS (元)		PE (倍)		BVPS (元)		PB (倍)	
		2009-7-27	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
中信	推荐	34.70	1.10	1.37	31.50	25.41	8.33	9.41	4.17	3.69
海通	中性	18.59	0.40	0.66	46.33	28.17	4.66	5.27	3.99	3.53
宏源	推荐	26.99	0.37	0.85	72.81	31.85	3.41	4.15	7.92	6.50
东北（配股前）	推荐	47.59	0.71	1.38	67.47	34.38	3.88	4.73	12.25	10.06
东北（配股后）	推荐	41.42	0.71	1.03	67.47	40.21	3.88	8.46	12.25	4.90
国元	中性	26.80	0.36	0.54	75.33	49.85	3.31	3.66	8.10	7.33
长江	中性	26.26	0.42	0.70	62.68	37.54	2.75	3.47	9.55	7.56
国金	中性	26.72	1.51	0.52	17.67	50.99	4.33	2.74	6.17	9.74
成大	推荐	39.34	1.04	1.72	37.71	22.92	5.51	6.10	7.14	6.45
敖东	推荐	57.21	1.50	2.67	38.07	21.41	8.45	9.65	6.77	5.93
平均	推荐	-	-	-	49.95	33.61	-	-	7.34	6.75

注：按照公司公告配股融资额上限40亿元计算。

资料来源：公司报告

近期相关报告

《佣金率区域优势明显——东北证券年报点评》，首次推荐，2009.03.24。

《融资扩张与时间赛跑——东北证券调研深度报告》，维持推荐，2009.04.28。

《交易量是最大支持因素——证券行业中期投资策略报告》，维持推荐，2009.06.17。

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%）

此报告旨在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