

佣金率趋于稳定

2009 年 3 季报点评

报告关键点：

- 佣金率停止下滑。
- 自营业务的亏损使得费用率大幅提高。

报告摘要：

- 2009年3季度,东北证券实现营业收入4.2亿元,同比增长187%,环比下降23%,实现净利润1.56亿元,同比增长12427%,环比下降41%,每股净利润0.24元;2009年1-3季度,东北证券实现营业收入13.7亿元,同比增长59%,实现净利润6.32亿元,同比增长83%,每股净利润0.99元。
- 经纪业务方面的一个突出特点是佣金率开始趋于稳定,不再继续下降。2009年3季度,东北证券经纪业务收入4.1亿元,环比增长22%,而股票成交量环比增长幅度为26%,佣金率只有非常轻微的下降,从2季度单季的0.169%下降至2009年3季度单季的0.164%。和去年同期相比,经纪业务同比增长186%,而股票成交量同比增长幅度为279%,因此佣金率和去年同期相比有明显下降,主要的下降过程发生在今年上半年。
- 经纪业务环比有明显上升的同时,营业收入的环比却出现了明显下降,主要的原因在于自营业务的负面贡献。2009年3季度,自营业务的亏损为5000万元,主要来自于交易性资产的负面贡献,期末公司交易性资产规模为7.15亿元,可供出售类股票资产1.44亿元,合计相当于其净资产的30%。
- 由于费用相对更为刚性,所以使得费用率在3季度出现了非常明显的上升。3季度单季费用率为53%,明显高于1季度的32%和2季度的35%。营业支出环比仍然有8%的增长,其中主要是管理费用的增长所贡献的,管理费用环比增长了13%。
- 由于自营业务低于我们此前对全年盈利预测的预期,我们将公司2009年每股净利润的预测下调至1.3元,同时下调公司目标价至50元,仍维持公司增持-A的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
50.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 55.00 元

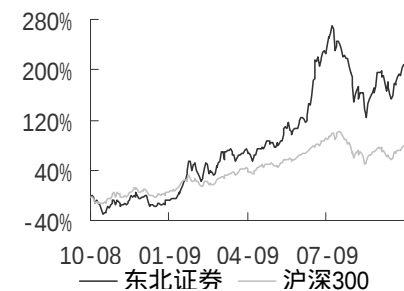
现价： 41.80 元

报告日期：
2009-10-21

市场数据

总市值(百万元)	26,723.26
流通市值(百万元)	8,121.10
总股本(百万股)	639.31
流通股本(百万股)	194.28
12 个月最高/最低	10.15/50.50 元
十大流通股东(%)	18.69%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.34	(4.76)	127.86
绝对收益	5.35	(9.58)	206.94

研究员

杨建海 ,CFA
高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	1,787	1,895	2,028
Growth(%)		-56.20%	60.10%	6.03%	7.04%
净利润	1,114	410	831	853	913
Growth(%)		-63.19%	102.65%	2.61%	7.04%
每股收益(元)	1.7	0.6	1.3	1.3	1.4
每股净资产(元)	3.3	3.5	4.6	5.8	7.0
市盈率	24	65	32	31	29
市净率	12.5	11.8	9.0	7.2	6.0
净资产收益率(%)	81.55%	18.65%	31.83%	25.65%	22.41%

前期研究成果

东北证券：佣金率环比下降	2009-07-28
东北证券：自营与经纪的接力	2009-06-17
东北证券：自营加仓明显	2009-04-22

财务报表预测和估值数据汇总
模型更新时间
2009-10-21

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
	2007	2008E	2009E	2010E	2011E		2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	1,787	1,895	2,028	货币资金	9,739	6,765	7,442	8,186	9,005
手续费净收入	1,664	931	1,490	1,347	1,426	结算备付与保证金	1,978	1,213	2,992	3,731	3,852
代理买卖证券业务净收入	1,627	838	1,479	1,331	1,405	交易性金融资产	410	115	150	164	181
证券承销业务净收入	29	82	11	16	21	买入返售金融资产	0	0	430	480	480
资产管理业务净收入	0	0	0	0	0	可供出售金融资产	216	30	39	43	47
利息净收入	73	95	86	94	104	其他资产	1,067	907	887	875	865
投资收益及公允价值变动	725	21	211	453	498	资产总计	13,410	9,030	11,939	13,479	14,430
其他业务收入	-1	69	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	869	599	679	758	811	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	125	59	89	95	101	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	707	539	590	663	710	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
营业利润	1,679	517	1,108	1,137	1,217	代理买卖证券款	10,703	6,420	7,790	8,569	9,425
营业外收支	6	7	0	0	0	其他负债	565	348	1,182	1,218	537
利润总额	1,685	514	1,108	1,137	1,217	负债合计	11,268	6,768	8,972	9,787	9,963
所得税	571	104	277	284	304	股本	581	581	639	639	639
净利润	1,114	410	831	853	913	归属母公司所有者权益	2,138	2,258	2,962	3,685	4,460
归属母公司所有者净利润	1,114	410	831	853	913	少数股东权益	4	4	5	7	8
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	2,142	2,261	2,967	3,692	4,468
经营指标	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	风险指标	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
平均总资产收益率	11.58%	3.65%	7.92%	6.71%	6.54%	净资本					
平均净资产收益率	81.55%	18.65%	31.83%	25.65%	22.41%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	27.75%	48.29%	33.00%	35.00%	35.00%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	26.50%	9.95%	17.04%	14.91%	14.53%	权益自营规模/净资本					
每股数据(元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	估值	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
每股收益	1.7	0.6	1.3	1.3	1.4	市盈率	24	65	32	31	29
每股净资产	3.3	3.5	4.6	5.8	7.0	市净率	12.5	11.8	9.0	7.2	6.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海，CFA，非银行金融行业高级分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034