

市场交易量提升带来主要依靠经纪业务收入类券商的繁荣时光

东北证券（000686）

评级：中性

跟踪报告

2009年10月22日 星期四

陶正傲

010-59707118

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)	267.1
流通市值(亿元)	81.1

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	8.57	2.6
3个月	-4.00	1.15
6个月	63.09	33.49

个股相对上证综指走势图



相关报告：《平常的业绩与异常表现的股价 2009 年中报点评，2009.7.28

投资要点

- 公司目前的 PB 约为 9.55 倍，2009 年 PB 估计约为 35 倍。
- 前三个季度累计实现净利 6.33 亿元，前三个季度累计 ROE 为 23.03%，EPS 为 0.99 元，每股净资产为 4.3 元。
- 公司主要收入来自于经纪业务与投资业务，对二家基金公司的投资是其投资收入的稳定来源。公司经纪业务市场份额没有可见的增长，经纪业务的佣金率处于不断下降之中，经纪业务收入增长主要是整体市场交易总金额的增长，今年前三季度同比增长 261% 所致。公司本期投入资金的投资回报率 21.17%，相对于上证综指 1-9 月分累计 52.65% 涨幅来说，投资业绩并不突出。
- 公司良好的 ROE 主要来自于良好的费用开支控制和较少投入资本金，以及公司业务收入结构主要来自经纪业务，而经纪业务今年交易异常的火爆所致。
- 基于对股市前景看法和公司的 PB、PE 估值水平，以及公司收入结构，我们认为当前估值有些偏高，维持对其中性的评级。

1. 公司 2009 年三季度总体经营情况

公司三季度实现净利润 1.56 亿，前三个季度累计实现净利 6.33 亿元，同比增长了 83.62%；前三个季度累计 ROE 为 23.03%，同比增加了 8.35 个百分点；EPS 为 0.99 元，同比增长了 83.33%。每股净资产为 4.3 元。

公司目前净资产总计为 27.47 亿元，比去年底增长了 21.68%；总资产为 166.22 亿元，比去年底增长了 84.08%，总资产增长主要是客户存款增长所致。

2. 2009 年 3 季度经纪业务总体情况回顾

2.1 2006 年以来各季度的交易总金额情况

表1. 2006 年以来各季度全市场交易金额情况

时间	交易金额（万亿）
2009Q3	16.48
2009Q2	12.84
2009Q1	9.24
2008Q4	5.07
2008Q3	4.57
2008Q2	7.05
2008Q1	9.33
2007Q4	8.51
2007Q3	13.02
2007Q2	15.95
2007Q1	7.42
2006Q4	3.17
2006Q3	1.97
2006Q2	2.62
2006Q1	1.06

数据来源：WIND，东海证券研究所

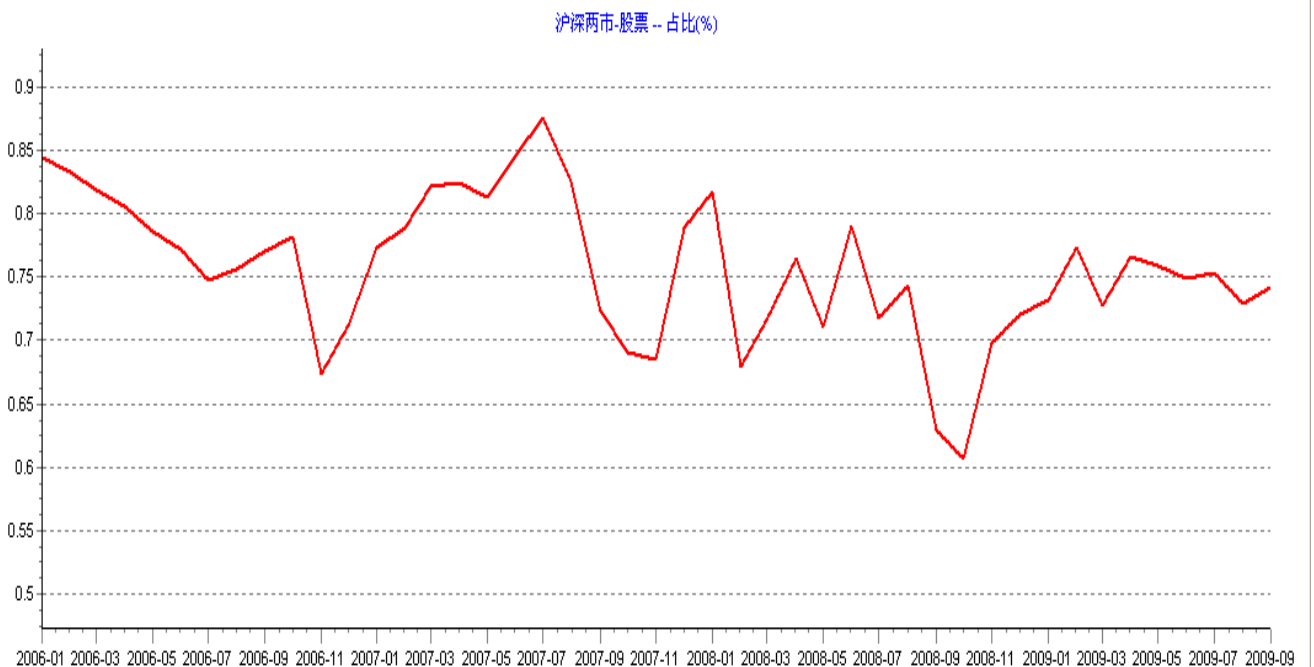
我们可以看到：2009 年 3 季度的总交易金额比去年同期上涨了 261%，而比今年 2 季度的总交易金额也增长 28.42%。所以券商经纪业务的收入将有巨幅的增长，同比也将有较大的增长。

2.2 东北证券经纪业务市场份额变动情况

从图 1 我们可以看到，东北证券自 2006 年以来市场份额未有明显上升，总体上自 2006 年以来稍有所下降，2009 年以来也稍有所下降。

所以东北证券 2009 年三季度经纪业务收入的增长主要不是来自其市场份额的增长。

图 1：东北证券 2006 年以来的经纪业务市场份额情况



数据来源：Wind资讯

2.3 东北证券经纪业务佣金率变动情况

表2. 2006 年以来东北证券佣金率水平估计

时间段	2009Q3	2009Q2	2008	2007	2006
代理买卖证券 业务净收入	10.18	6.08	8.38	16.27	3.24
总交易金额	6488.23	3692.8	4646.2	8393.86	1740.97
股票交易金额	5909.17	3406.23	3964.22	7467.24	1398.62
佣金率 1	0.157%	0.165%	0.180%	0.194%	0.186%
佣金率 2	0.172%	0.179%	0.211%	0.218%	0.232%

数据来源：WIND，东海证券研究所

上表中:佣金率 1 指代理买卖证券业务净收入/总交易金额

佣金率 2 指代理买卖证券业务净收入/股票交易金额

从上表可见东北证券的佣金率水平总体上呈不断下降的趋势,故而东北证券 2009 年三季度和 2009 年前三个季度的经纪业务的收入增长,不是来自于公司佣金率水平的提升,结合上述关于公司经纪业务市场份额的变化,我们得出:东北证券经纪业务收入的增长主要来自市场交易金额增长所致。

3. 东北证券 2009 年 3 季度业绩情况回顾

3.1 2007 年以来公司各项收支情况

表3. 2007 年以来公司损益表情况

	2009 年 Q3	2008 年报	2008 Q3	2007 年报	2007 Q3
一、营业收入	13.7	11.16	8.6	25.48	20.51
手续费及佣金净收入	10.45	9.31	7.63	16.64	13.8
代理买卖证券业务净收入	10.18	8.38	6.85	16.27	13.72
证券承销业务净收入	0.024	0.82	0.77	0.29	0.08
受托客户资产管理业务净收入	0.037				
利息净收入	0.7	0.95	0.69	0.73	0.52
投资净收益	1.85	1.51	0.84	6.6	4.64
其中:对联营企业和合营企业的投资收益	0.68	0.5	0.6	1.37	0.95
公允价值变动净收益	0.28	-1.3	-1.13	0.65	1.08
汇兑净收益	0	0	0	-0.01	
其他业务收入	0.41	0.69	0.57	0.86	0.49
二、营业支出		5.99	4.22	8.69	5.52
营业税金及附加	0.66	0.59	0.46	1.25	0.99
管理费用	4.81	5.39	3.79	7.07	3.96
资产减值损失	0.096	0.02	-0.02	0.37	0.56
其他业务成本					0
三、营业利润	8.14	5.17	4.38	16.79	14.99
加:营业外收入	0.012	0.02	0.02	0.09	0.06
减:营业外支出	0.016	0.05	0.03	0.03	0.03
四、利润总额	8.14	5.14	4.37	16.85	15.02
减:所得税	1.81	1.04	0.92	5.71	4.52
五、净利润	6.33	4.1	3.45	11.14	10.5
减:少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	6.33	4.1	3.45	11.14	10.5

六、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.99	0.71	0.59	2.36	1.81

公司主要收入来自于经纪业务与投资业务，对二家基金公司的投资是其投资收入的稳定来源。

表4. 2007年以来公司主要收入构成

	2009 年 Q3	2008 年报	2008 Q3	2007 年报	2007 Q3
代理买卖证券业务净收入和利息收入合计占比	79.4%	83.6%	87.7%	66.7%	69.4%
投资收益与公允价值损益合计占比	15.5%	1.9%	-3.4%	28.5%	27.9%
承销收入占比	0.18%	7.35%	8.95%	1.14%	0.39%
资产管理收入占比	0.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他收入占比	2.99%	6.18%	6.63%	3.38%	2.39%

公司的主要收入中的经纪业务收入我们在上方已作了分析，下面我们对投资收益与公允价值变动情况进行回顾分析。

3.2 公司本期的投资业绩情况

公司期末交易性金融资产合计 7.15 亿元，可供出售金融资产 1.61 亿元。从公司披露的证券投资情况看，公司前三季度累计投入资金为 8.22 亿元，进行证券投资（含新股申购中签后投资占款等），本期的投资收益和所有者权益变动增加合计 1.74 亿元，本期的投资回报率为 21.17%。

从损益表看，公司本期投资收益与公允价值合计为 2.13 亿元，其中对联营与合营公司（二家基金公司）的投资收益为 0.65 亿元，其他证券投资收益与公允价值变动损益合计为 1.45 亿元。

我们认为 21.17%的证券市场的投资收益率水平，对于今年的行情来说只能算一般性。

4. 公司目前的估值水平

从目前估值来看，公司目前的 PB 约为 9.55 倍，2009 年 PE 估计约为 35 倍。（全年 EPS 估计为 1.19 元）

表5. 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	6.33
ROE	3.32	3.74	16.04	81.55	18.65	23.03

数据来源: WIND、公司定期报告

公司主要收入来自经纪与投资业务,在 2007 公司经纪业务收入和自营收入均达到高点,而 2009 年前三季度公司经纪业务收入又达到一个高点,我们很难想像公司的净利润今后还能如何保持高速增长呢。

公司高 ROE 回报率主要取决于经纪业务的总体市场交易额的持续维持高位,而这只有在牛市持续上涨才有可能,而我们认为股市经过 2006-2007 年的大牛市和 2009 年有强劲反弹后,目前看不到今后一段时间内持续上涨牛市前景。

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。

基于对股市前景看法和公司的 PB、PE 估值水平,以及公司收入结构,我们认为当前估值有些偏高,维持对其中性的评级。

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、免责声明

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