

买入 首次

东北证券（000686）

2009 年 11 月 26 日

股票价格

11 月 25 日收盘价	41.90 元
6 个月内目标价	49.45 元
52 周内股价波动	12.00-50.50 元

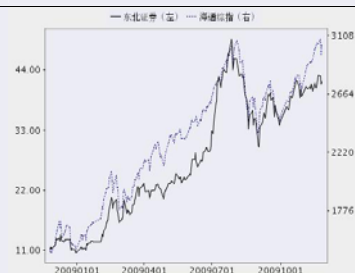
主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	61.09	30.63	27.50
市净率	11.09	9.92	8.42
PEG	0.51	2.69	0.88

股本结构

总股本（万股）	63931.24
流通 A 股（万股）	19428.46
B 股/H 股（万股）	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

证券信托行业高级分析师

谢 盐
管理学博士

电话：021-23219436
Email: xiey@htsec.com

业绩杠杆高而流通市值低的中型券商

作为东北最大的规范类中型券商，公司区域优势明显且扩张潜力大；资本杠杆高而流通市值小有溢价；传统业务弹性大且创新牌照有望增加；投资背景高管多使其自营和资管实力较强；经纪和承销有区域优势；费用水平较低。在交易量放大和融资推动业绩提升下，“买入”评级。

主要财务数据及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率（%）	1202.74	-63.09	119.36	11.40	31.33
营业利润率（%）	65.88	46.31	59.79	59.54	61.33
净资产收益率（%）	88.09	19.59	35.72	33.12	36.52
每股收益（摊薄，元）	1.91	0.71	1.41	1.57	2.06

资料来源：海通证券研究所。

● **基本情况与核心竞争力。**作为东北最大的规范类中型券商，公司具有明显的区域优势；秉承“相融相通”精神，公司在自营、资管上具有一定行业优势；在经纪、承销上具有区域优势，而省外经纪占比低于省外营业部数占比赋予公司较强全国扩张潜力（公司正推动服务部升级和融资拓展全国网点）；公司前 4 大限售股股东合计持有 69.61% 股份，长期看总股本和流通市值小，二级市场有溢价效应；公司净资本在融资后有望达标而新增业务牌照（如 PE 和期货 IB 业务）；从竞争要素看，公司股东亚泰集团背景一般（故在资源欠缺情况下，公司或期通过强化研究对内服务和自营运作以捕捉市场周期性波动中获得较快增长）；资本实力中等，净资本杠杆较高；有投资背景的高管占比高。总体看，公司是业绩杠杆高而流通市值小的中型券商。

● **四大业务特色与不足。**总体上，公司经纪和自营占比高，促使其业绩弹性较大（公司业务综合杠杆系数在上市券商中最高，是宏源的 2 倍）；公司经纪实力中等，有区域优势，但部均受制东北区交投较低；2010 年底前服务部升级和配股融资将推动经纪份额小幅上升；尽管所在地有价格同盟，但公司向发达地区扩张将使整体佣金率小幅下滑；公司自营运作稳健而积极，收益波动较高但总体水平中上（今年自营获得了较高收益）；公司承销实力中下，且波动较大，在东北有一定区域优势；公司资管实力中上，参股东方和银华基金使其资管规模列第 13，而集合理财产品业绩提成模式放大了牛市收益；配股 40 亿元有利推动期货 IB、PE、融资融券等业务牌照获得；无论绝对水平还是相对经纪收入占比，公司费用率处于行业偏低水平。

● **盈利预测及估值建议。**由于股改限售股和新股上市解禁将推动成交量继续放大，再考虑 M2 一定增速下的股市 PB 估值和换手率，我们综合判断 2009-2010 年 A 股日均成交金额将达 2100 亿元和 2400 亿元；尽管受益融资后股票投资规模上升，但我们谨慎假设明年自营收益率仅为 16.48%（略高于 2008 年 14.26%）。据此，我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.41 元和 1.57 元。采用流动性溢价 PE 法，我们得到公司未来 6 个月内二级市场的合理价值为 49.45 元（对应 2010 年动态 PE 为 31.56 倍，动态 PB 估值在融资后将降至 5.76 倍），故给予“买入”评级；最后，我们对 A 股日均成交量和公司经纪份额、自营收益率和股票投资进行了敏感性测试。

● **主要不确定因素。**（1）股市大幅调整；（2）交易大幅萎缩；（3）自营运作严重失误。

目 录

1. 东北证券—流通市值低而业绩弹性高的中型券商	1
1.1 基本情况：市值低有溢价，区域券商扩张潜力大、业务牌照有望增加	1
1.2 竞争要素分析：股东鼎力支持，资本杠杆较高，高管自营经验足	3
2. 传统业务占比高而业绩弹性大，经纪垄断而自营积极	4
2.1 经纪和自营等传统业务占比高，促使公司业绩弹性较大	4
2.2 经纪行业中等：区域地位促使部均不高但费率偏高，份额小幅反弹	5
2.3 自营运作中上：运作稳健而积极，收益波动较高，近期运作很好	6
2.4 投行行业中下：区域优势明显，但业务波动较大，近期基本空白	8
2.5 资管实力中上：运作水平和参股基金助推公司资管规模上升	8
2.6 其它：融资将推动 PE 等业务拓展；传统业务促使费用水平较低	9
3. 东北证券的财务分析与预测	10
3.1 受益限售股解禁和创业板市值上升，公司经纪收入将稳步增长	10
3.2 创业板开闸和融资因素将推动公司承销收入止跌回升	11
3.3 投资能力和配股融资将推动公司受托资管业务增长	12
3.4 明年公司自营收益受融资后规模增加所推动，但暂作谨慎测算	13
4. 估值和投资建议——目标价 49.45 元，买入评级	14
4.1 估值结论：未来 6 个月东北证券的合理估值为 49.45 元/股	14
4.2 估值的敏感性分析	15

图 目 录

图 1 东北证券主要股东及其旗下参控股子公司的情况	1
图 2 2003 - 2009 年 3 季度东北证券总资产、净资产和净资本规模	2
图 3 2000 - 2009 年前 3 季度公司营业部总数、吉林省外营业部数和经纪占比	2
图 4 2009 年上半年东北证券总资产和净资产规模比与其它主要券商的比较	3
图 5 2006 - 2009 年 3 季度东北证券各业务收入在其营业收入中的占比 (%)	4
图 6 2009 年前 3 季度东北证券与其他上市券商经纪交易金额和部均交易金额比较	5
图 7 2003 - 2009 年 3 季度东北证券合并新华证券前后经纪业务情况	6
图 8 2004 - 2009 年上半年东北证券、小型和大型券商成交金额占比和手续费率情况	6
图 9 2005 - 2009 上半年东北证券自营业务规模和收益与指数涨幅对比情况	7
图 10 2008 - 2009 上半年期间东北证券自营运作水平与其他上市券商的比较	8
图 11 2003 - 2009 年 3 季度东北证券承销股权融资项目的经营情况	8
图 12 2003 - 2009 年 3 季度东北证券旗下基金管理资产和收益情况	9
图 13 2009 上半年东北证券与公布半年报的券商经纪业务占比与营业费率的比较	10

表 目 录

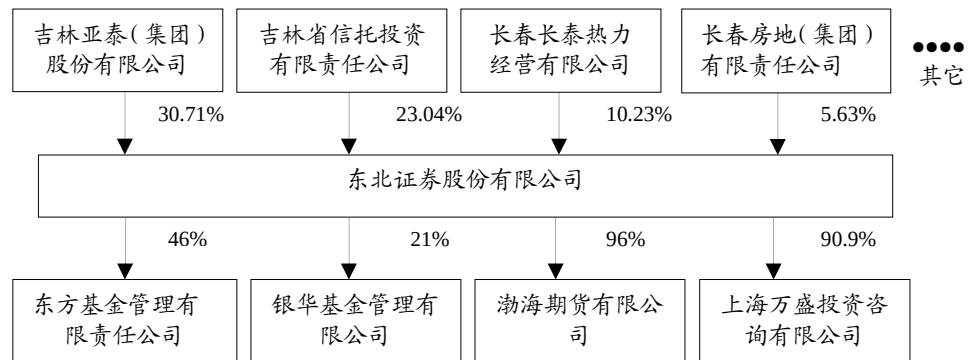
表 1	东北证券与其他券商的限售股及其流通市值和溢价比较	1
表 2	东北证券的董事和高管中有投资和研究管理经验的人员一览	3
表 3	基于 2009 年前 3 季度情况测算各上市券商经纪和自营业务收入杠杆系数	5
表 4	东北证券与其他上市券商自营运营情况对比	7
表 5	2009 年上半年东北证券与其他券商旗下管理资产总计情况	9
表 6	创业板首批 28 只股票上市后的成交金额与沪市和深市成交金额的比较	10
表 7	东北证券经纪业务手续费收入预测(亿元)	11
表 8	东北证券承销业务收入预测(亿元)	12
表 9	东北证券受托管理业务收入预测(亿元)	12
表 10	东北证券投资收益与公允价值变动收益预测(亿元)	13
表 11	东北证券利润表预测(百万元)	14
表 12	东北证券二级市场流动性溢价估算	15
表 13	国内主要上市券商的盈利预测和估值	15
表 14	2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率敏感性分析	16
表 15	2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析	16

1. 东北证券—流通市值低而业绩弹性高的中型券商

1.1 基本情况：市值低有溢价，区域券商扩张潜力大、业务牌照有望增加

东北证券股份有限公司前身是成立于 1988 年 7 月的吉林证券，1999 年与吉林信托证券部合并重组，2003 - 2004 年托管原新华证券营业部并新设 23 家营业部。2007 年 8 月锦州六陆与公司吸收合并顺利实现上市。如图 1 所示，截至 2009 年上半年底，公司总股本 6.39 亿股，第一大股东—亚泰集团持有公司 1.78 亿股，占 30.71%。

图 1 东北证券主要股东及其旗下参控股子公司的情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如表 1 所示，目前，公司限售股为 4.45 亿元，占比高达 69.61%（主要为吉林亚泰、吉林信托、长泰热力和长春房地持有，锁定期至 2010 年 8 月止）。这导致至 2010 年 8 月前公司流通市值仅为 83.72 亿元（在 11 家上市券商中列第 8 位），而全流通后的总市值为 275.40 亿元（在 11 家上市券商中列第 9 位；即使公司实施 10 配 3 和全流通以后，其流通总市值也仅为 315.48 亿元，在 11 上市券商中列第 9 位）。这说明从较长时期看，公司将是一个中小市值券商股，在 A 股二级市场上存在较高的流动性溢价。

表 1 东北证券与其他券商的限售股及其流通市值和溢价比较

	总股本（亿元）	限售股（亿元）	限售股占比（%）	流通市值（亿元）	总市值（亿元）	流动性溢价（%）
中信证券	66.30	0.60	0.91	2028.30	2046.83	100.00
海通证券	82.28	42.25	51.36	623.58	1281.89	106.53
宏源证券	14.61	0.00	0.00	360.91	360.92	127.22
长江证券	21.71	10.65	49.03	224.66	440.76	158.85
国元证券	19.64	11.79	60.03	169.82	424.83	162.41
光大证券	34.18	28.98	84.79	126.98	834.68	142.12
招商证券	35.85	32.99	92.00	88.92	1188.94	163.04
东北证券*	6.39	4.45	69.61	83.72	275.48	129.88
国金证券	10.00	7.33	73.24	66.94	250.16	204.74
太平洋证券	15.03	12.44	82.75	45.89	266.09	271.69
西南证券	19.04	16.63	87.37	43.93	347.83	150.59

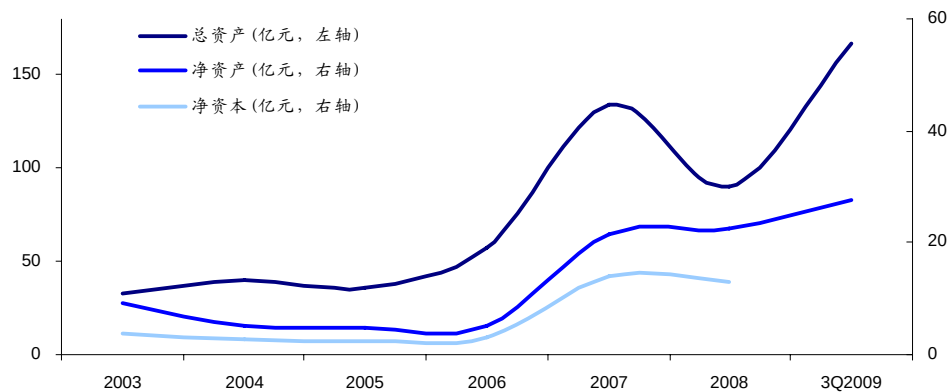
注：该表按照流通市值进行排序；东北证券实施 10 配 3 后的总市值为 315.48 亿元；流动性溢价以中信证券为 100% 作为基准。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

作为东北地区最大的规范类和 B 类 BBB 级券商，公司具有较明显的区域优势。秉承“相融相通，互琢玉成”的企业精神，公司在自营、资产管理等领域具有较强的行业竞争优势（2009 年前 3 季度公司自营收益率高达 24.26%，在上市券商中仅次于国金；资

产管理规模 168.97 亿元，在所有券商中列第 13）；在经纪、承销等领域具有很强的区域竞争优势（经纪和承销市场份额在东北地区列第一，且承销企业主要集中在东北地区）。

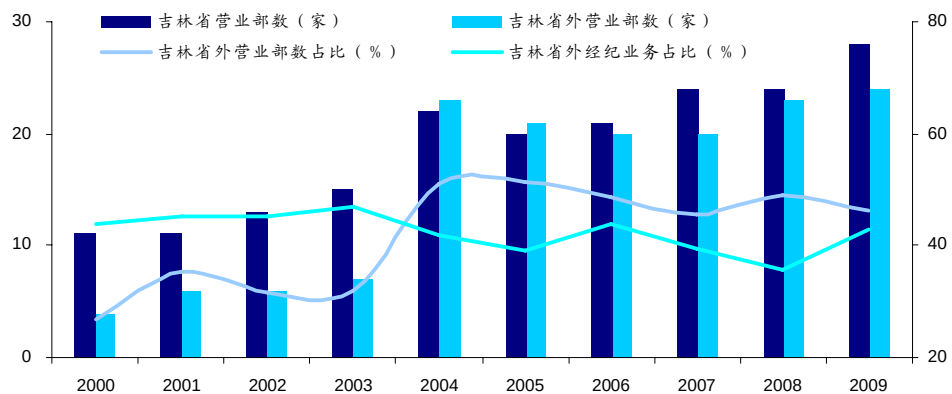
图 2 2003 - 2009 年 3 季度东北证券总资产、净资产和净资本规模



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 2 所示，2008 年股市出现巨幅调整，公司总资产相应出现较大幅度回落。2009 年前 3 季度，公司总资产和净资产分别为 166.22 亿元和 27.47 亿元，显然，公司正在进行的 40 亿元配股融资将有助于其进一步充实和提升净资本水平。受市场走牛和营业部升级推动，以及公司以往较小基数影响，2009 年以来公司总资产出现大幅上升态势。

图 3 2000 - 2009 年前 3 季度公司营业部总数、吉林省外营业部数和经纪占比



注：2003 - 2004 年因托管新华证券并新设营业部而出现营业部数量大增。

资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 3 所示，2003 年底，公司托管了原新华证券并于 2004 年新设 23 家营业部。2008 年底，公司已形成了“立足吉林、辐射全国”网点布局，拥有 48 家营业部（吉林省内占据一半）和 19 家服务部（省内 17 家）。2006 年以来，公司无论吉林省内还是省外营业部数都呈稳步上升趋势，但由于吉林省内营业部数量上升更快且省内业务拓展优势明显强于省外，这导致截至目前公司省外经纪业务占比持续低于省外营业部数占比。这从一个侧面说明公司向吉林省外拓展全国市场的潜力依然很大。事实上，目前公司正加快服务部升级和现有营业部的重新布局，并计划通过配股融资以推动全国网点的拓展。

此外，公司是东方基金第一大股东（持股 46%），且参股银华基金 21% 股权，绝对控股渤海期货 96% 股权等（IB 业务未来有望获得）；公司将在净资本持续达到监管要求后将择机设立 PE 子公司；而新近东北 1 号理财产品开启了公司资产管理创新业务等。

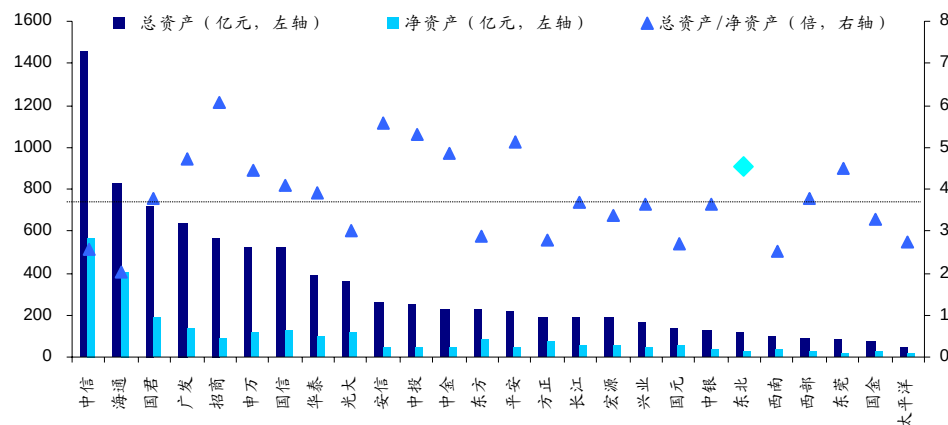
1.2 竞争要素分析：股东鼎力支持，资本杠杆较高，高管自营经验足

我们认为，核心竞争力是券商获得长期增长的内生动力，它包括：排他性的资源优势及其业务拓展的路径依赖；资本金的补充机制及其基于风险收益的有效运用；具备战略眼光并有反周期运作魄力的管理人才以及员工有效激励的文化机制。

从资源禀赋看，尽管公司大股东—亚泰集团的背景一般，但在公司出现困难时对公司的支持力度较大。例如，2006 年底亚泰集团以 2 亿元的次级债转为公司的出资股本，此笔次级债是东北证券在熊市时流动性几近枯竭时从大股东处借入的。当然，公司目前属 B 类 BBB 级券商，加之股东背景和资本实力一般，这使得公司在获取各新业务牌照上处于一定的相对劣势（配股时点晚于市场预期，PE 牌照尚未获得等）。

因此，在创新资源相对欠缺的情况下，公司通过强化经纪和自营等传统业务模式，以期在捕捉证券市场周期性波动机会中获得较快增长。这表现为研究对内强化对经纪和自营的服务，并对自营运作采取稳健而积极的策略。这使得公司成功研判出 2009 年以来的市场行情，并获得了相对全行业较高的自营收益水平。

图 4 2009 年上半年东北证券总资产和净资产规模比与其它主要券商的比较



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

公司资本实力中等，净资本杠杆高，而近期配股有助于增厚资本金。截至 2008 年底，公司净资本为 12.98 亿元。如图 4 所示，2009 上半年，公司总资产 117.32 亿元，排第 27；净资产 25.84 亿元，排第 39（为已公布半年报 67 家券商中排名）。从总资产对净资产比看，公司在大型和上市券商中排第 8，高于行业均值。考虑到 2008 年底公司该项比值还处于行业均值，我们判断这主要是由于公司之前新设营业部在 2009 年以来开始贡献经纪客户资产所致。这也说明公司净资本撬动客户总资产的杠杆弹性较高。

表 2 东北证券的董事和高管中有投资和研究管理经验的人员一览

董事及其高管	现任职务	曾任投资和研究管理职务情况
孙晓峰	董事	曾任吉林亚泰（集团）证券部、投资部经理。
金光日	职工监事、副监事长	曾任吉林省信托投资公司总经理助理兼证券管理总部总经理。
王化民	监事	曾任吉林亚泰（集团）证券投资部经理，研究院院长。
单宇	副总裁、合规总监	曾任吉林省信托投资公司证券总部投资管理部经理；吉林省宝路达投资管理公司经理；天治基金筹备组成员；天治基金管理公司副总经理兼投资总监。
何俊岩	副总裁、财务总监	曾任东北证券客户资产管理总部总经理。
郭来生	副总裁	曾任东北证券金融与产业研究所所长；东北证券投资管理总部总经理。

注：为便于了解公司高管中有投研管理经验的人员情况，这里没有列出其它高管和董事，以及未列出上述人员的其它曾任职情况。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

此外，公司人文环境相融而和谐，并通过充分调动员工的积极性以提高公司的创利能力。如表 2 所示，公司执行董事和管理层中有 6 名高管有相关投资和研究管理经验，人数占比高达 26% 以上。

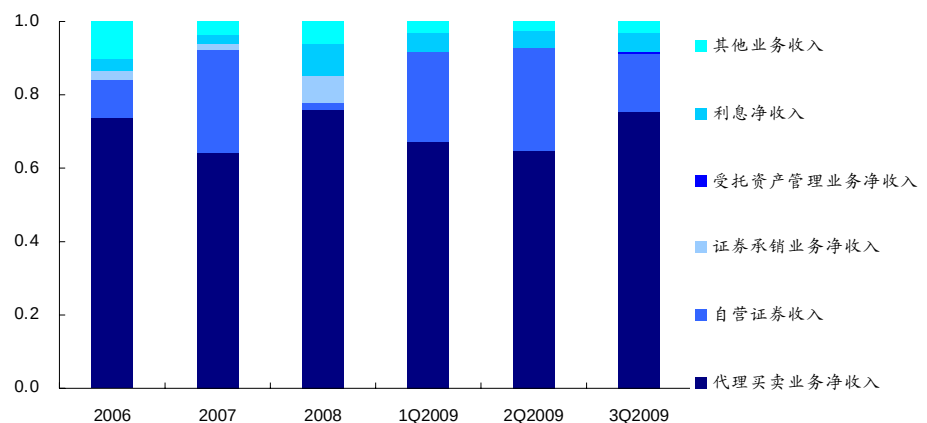
考虑到公司采取“董事会、投决会、投资部”三级直线型投资决策模式，这加大了高层对投资决策的影响，一定程度上反映出公司 2009 年以来的自营收益超预期具有一定人才基础，并有望提高未来自营良好运作的持续性。

2. 传统业务占比高而业绩弹性大，经纪垄断而自营积极

2.1 经纪和自营等传统业务占比高，促使公司业绩弹性较大

总体而言，公司经纪和自营等传统业务占比较高，而自营和资产管理业务在行业中具有一定优势地位；尽管经纪和投行业务的行业地位不高，但区域垄断地位十分突出。

图 5 2006 - 2009 年 3 季度东北证券各业务收入在其营业收入中的占比（%）



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 5 所示，公司经纪业务收入占比一直很高，且由于区域垄断而相对稳定（2009 年前 3 季度经纪收入占比高达 74.35%）；公司自营收益占比波动较大但水平较高。特别是 2009 上半年公司自营股票仓位上升较为及时，获得了 27.60% 的收益占比（剔除参股基金公司的投资收益后的收益占比为 23.75%），接近 2007 年历史高点。

而公司其它业务收入占比较低。例如，资管业务由于参股银华和东方基金而一共拥有 168.97 亿元管理资产（市场份额 0.76%），2009 上半年收益占比仅为 3.86%；2008 年前公司承销收入有一定占比，但 2009 年出现回落。

而公司较高的经纪和自营传统业务占比，导致其业绩随指数和成交量的变化而变动幅度很大。如表 3 所示，在宏观经济逐步向好情况下，预计未来股市将同时出现成交放大和指数上涨行情（当然，我们更倾向于成交放大而指数上升有限）。

在此情况下，我们分别测算了各上市券商的经纪和自营杠杆系数。结果表明，如果同时出现交易量增加和指数上扬行情，则东北证券的经纪和自营业务综合杠杆系数最高（综合杠杆系数为 2.41 倍，是第 2 位宏源证券的 2 倍多）；即使假设明年轻交易出现增加而指数保持振荡行情，此时也是东北证券的杠杆率最高（杠杆系数为 1.27 倍，比第 2 位中信证券略高）。

表 3 基于 2009 年前 3 季度情况测算各上市券商经纪和自营业务收入杠杆系数

券商	2009 年前 3 季度经纪收入（亿元）	2009 上半年自营股权规模（亿元）	公司总股本（亿元）	2009 年前 3 季度单位股本经纪收入比（倍）	2009 年上半年单位股本自营股权投资规模比（倍）	交易量和指数同步时杠杆系数测算（倍）
东北	6.08	9.32	6.39	1.27	1.46	2.41
宏源	9.43	7.36	14.61	0.86	0.50	1.15
长江	8.50	10.81	21.71	0.52	0.50	0.89
光大	17.56	11.52	34.18	0.69	0.34	0.85
招商	21.21	8.72	35.85	0.79	0.24	0.83
中信	49.04	6.11	66.30	0.99	0.09	0.83
海通	27.74	32.96	82.28	0.45	0.40	0.74
国元	6.56	3.63	19.64	0.45	0.18	0.52
西南	3.79	5.49	19.04	0.27	0.29	0.49
国金	3.33	0.11	10.00	0.44	0.01	0.34
太平洋	2.44	1.55	15.03	0.22	0.10	0.27

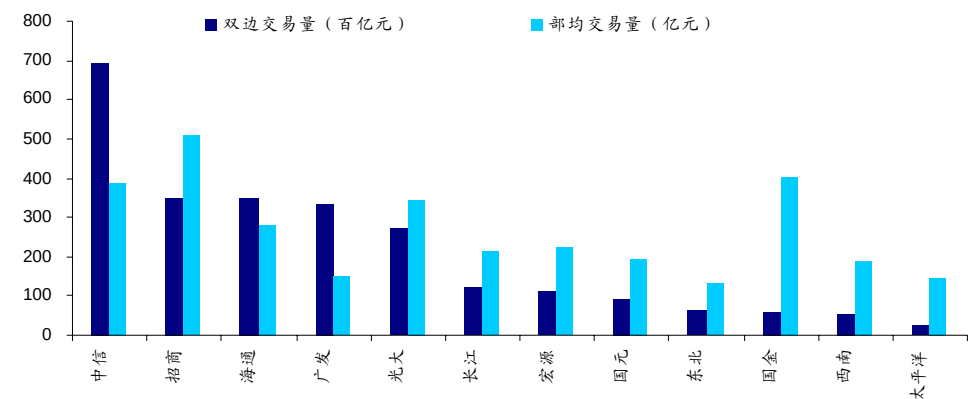
注：由于自营股权投资规模仅有 2009 上半年底的数据，这里暂时假设下半年自营股权投资比例不变；考虑到可供出售金融资产不一定抛售而反映至损益表，因此，这里仅考虑交易性金融资产的变动收益；为了简化起见，杠杆系数的测算是在假设交易量与大盘指数是等变动幅度（同步指同向等幅度）的情况下测算的，幅度不同的情况可以据此大致测算，对不同情形下的投资结论的影响不是根本性的。

资料来源：Wind 资讯、中国货币网、海通证券研究所

2.2 经纪行业中等：区域地位促使部均不高但费率偏高，份额小幅反弹

总体看，公司经纪实力行业中等，有区域垄断优势，但部均受制于东北交投不够活跃。如图 6 所示，2009 年前 3 季度公司经纪交易量在全部 12 家上市券商中列第 9，在全部 106 家券商中列第 39；而公司部均经纪交易金额在全部 12 家上市券商中仅列第 12。

图 6 2009 年前 3 季度东北证券与其他上市券商经纪交易金额和部均交易金额比较



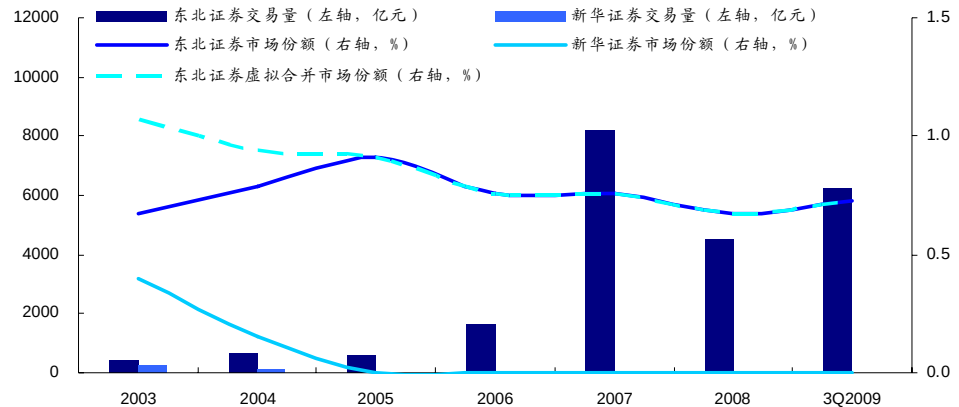
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

经纪运营的核心模式是利用股市长期投资收益较高，实现客户交易资产的管理转化；手段包括研究资源的合理配置和客户经理与客户长期理财关系建立。为此，公司通过其金融与产业研究所和公司的投资咨询业务进行整合，实现以营销、理财为切入点提高经纪服务质量，促使其非现场交易上升至 2008 年的 74.81%。

2008 年，公司开始加快营业部建设，预计 2010 年底之前将所有符合条件的服务部规范为营业部，以形成“立足吉林，辐射全国”的格局。

如图 7 所示，公司在 2003 - 2004 年间托管了新华证券，这导致 2003 - 2005 年间经纪份额出现快速上升，但整合后的公司经纪份额却逐步下滑，直至 2009 年开始出现小幅反弹。我们认为，未来服务部升级和配股融资将推动公司经纪份额继续小幅上升。

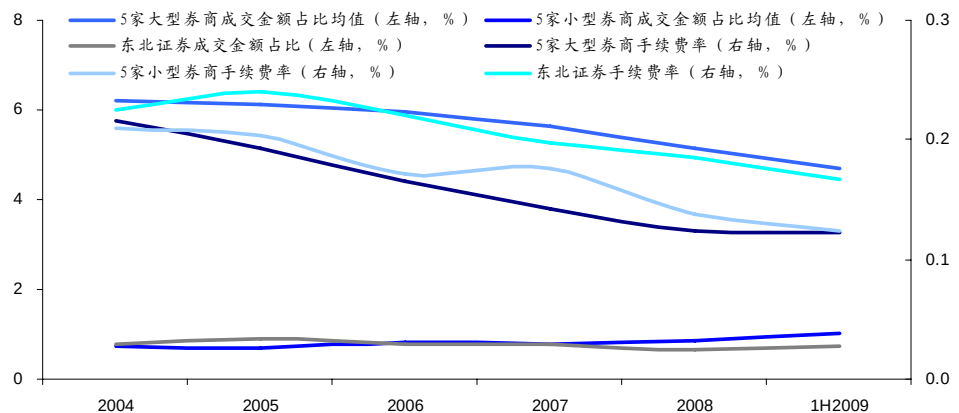
图 7 2003 - 2009 年 3 季度东北证券合并新华证券前后经纪业务情况



注：2003 年底东北证券托管了新华证券。
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 8 所示，2007 年牛市中新开户数较多，使费率呈刚性的小型券商得以提升经纪费率（大型和小型券商间的费率出现价差），这使 2008 年以来熊市价格战中的小型券商可以主动降佣（费率价差缩小）争夺市场份额，而大型券商份额出现下滑，而小型券商份额则上升。考虑到目前大型和小型券商间费率趋于接近，故未来佣金率降幅有限。

图 8 2004 - 2009 年上半年东北证券、小型和大型券商成交金额占比和手续费率情况



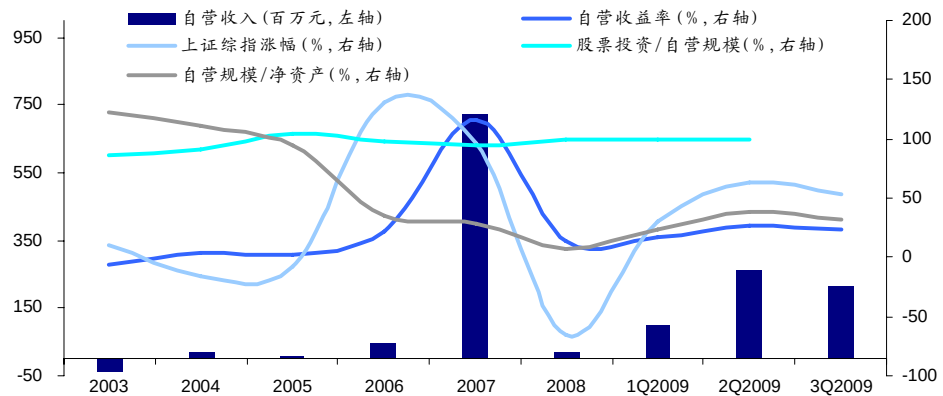
注：经纪交易量包括股票、基金、权证成交量；以交易量前 5 名的国泰君安、银河、中万、国信、海通 5 家大型券商为一个集合；以交易量靠后的上市券商中的宏源、国元、长江、国金和西南 5 家小型券商为一个集合。
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

公司营业部主要分布在经纪费率较高的吉林地区，受该地区价格同盟的影响而降幅有限，但公司向发达地区扩张将使整体佣金率继续小幅下滑，而市场份额有望小幅回升。

2.3 自营运作中上：运作稳健而积极，收益波动较高，近期运作很好

公司自营运作遵循积极、稳健的策略，收益波动较高但总体水平行业中上。如图 9 所示，在大多数券商自营收益率波动幅度小于指数的情况下，公司自营收益率波动幅度与大盘相若；而自营绝对收益水平波动幅度很大。特别是公司自营仓位几乎全部为股票投资，反映公司相对倚重自营业务的风格。

图 9 2005 - 2009 上半年东北证券自营业务规模和收益与指数涨幅对比情况



资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

2008 年，公司按证券投资决策小组的投资策略，成功减少股票仓位，全年仅略有亏损；2009 年以来公司又较早加仓，获得较高的自营收益。这说明公司的重大投资决策集体审议制度（包括立项、评估、决策、实施、控制和止损制度）实施效果较好。

表 4 东北证券与其他上市券商自营运营情况对比

	自营规模（亿元）			自营规模占比（%）			自营股权规模占比（%）			自营收益率（%）		
	2007	2008	1H2009	2007	2008	1H2009	2007	2008	1H2009	2007	2008	1H2009
中信	156.78	401.04	284.54	30.38	72.62	50.21	16.28	6.48	15.37	69.70	7.75	4.64
海通	62.19	108.86	120.80	16.98	28.38	29.68	13.36	2.51	10.98	57.60	9.56	5.02
招商	31.03	56.66	49.64	40.96	71.69	51.80	24.67	17.16	18.12	105.63	10.73	4.64
光大	57.17	7.03	48.67	58.19	7.41	40.55	51.49	3.56	21.84	80.00	-24.59	9.34
长江	40.06	41.31	46.39	67.86	89.74	90.20	42.68	4.39	22.18	65.30	14.76	6.77
宏源	13.21	26.22	34.42	22.02	52.66	60.78	21.69	11.17	19.94	145.80	0.33	6.48
西南	1.06	7.90	26.07	3.29	23.84	66.18	3.12	11.27	29.06	456.46	3.17	12.06
国元	32.41	16.71	8.25	64.13	35.38	16.67	31.11	0.45	2.24	72.39	4.42	12.91
太平洋	7.25	3.82	2.48	35.78	27.65	15.62	34.40	16.73	9.76	76.41	-204.21	32.10
国金	27.60	15.16	2.42	169.86	70.00	10.72	136.55	0.03	0.47	22.90	49.86	41.17
均值	42.88	68.47	62.37	50.95	47.94	43.24	37.54	7.37	15.00	115.22	-12.82	13.51
东北	6.26	1.45	9.92	29.28	6.44	38.39	30.82	6.36	38.03	115.81	14.26	26.44

注：此处自营股权投资规模包括了交易性金融资产和可供出售金融资产中的所有股权投资。

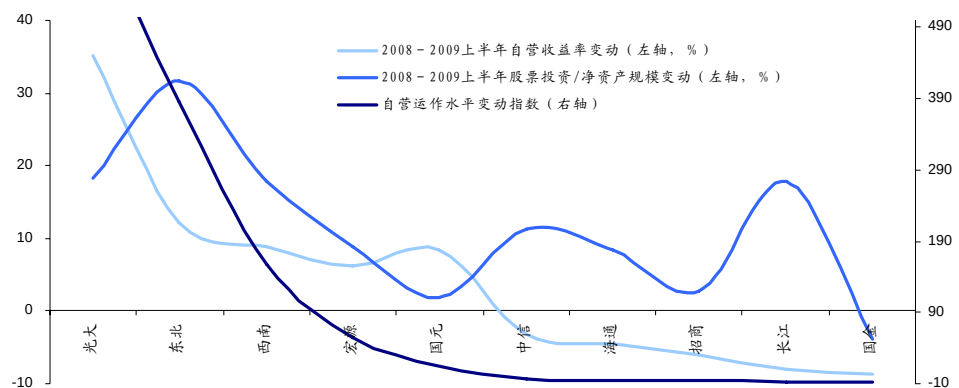
资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

如表 4 所示，历史上公司自营规模占比略低于行业均值，而自营股票占比与行业均值相若。2009 年以来公司自营股票占比上升较快，并导致收益率远超行业均值。

如图 10 所示，公司在 2008 - 2009 年上半年期间自营运作水平在主要上市券商中排名靠前。这主要是公司顺应行情变化，在 2008 年及时减仓而在 2009 年及时加仓所致。我们认为，自从 2003 年公司自营出现重大失误以来，公司已连续多年保持了较好的自营收益水平。

这反映公司“研究为本”的投资理念、较规范的管理制度和经验丰富的人才队伍促使自营运作水平逐步超出行业平均水平。

图 10 2008 - 2009 上半年期间东北证券自营运作水平与其他上市券商的比较



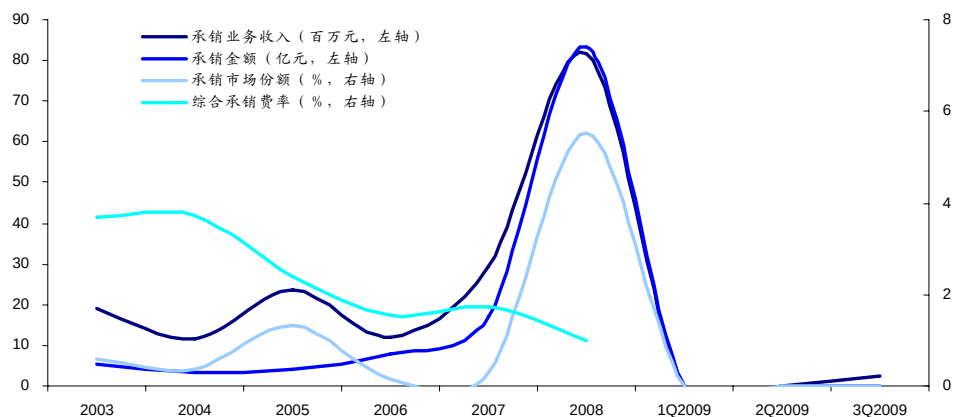
注：考虑到 2008-2009 上半年为熊转牛行情，因此，我们以该段时间内券商自营收益率变动乘以自营股票投资占比变动，得到该券商在 2008 - 2009 上半年期间的自营运作水平指数，其值越大表明该段时期内的自营运作水平越高；这里剔除了 2008 年自营出现较大幅度亏损的太平洋证券的情况。

资料来源：中国货币网、Wind 资讯、海通证券研究所

2.4 投行行业中下：区域优势明显，但业务波动较大，近期基本空白

总体上，公司投行承销实力行业中等偏下，承销金额波动较大。截至 2008 年底，公司共有投行业务人员 60 余人，其中保荐人 14 人，准保荐人 12 人。如图 11 所示，2007 年前，公司承销市场份额大多未超过 1%；2007 年 8 月后，受上市因素推动，公司承销实力显著上升（并在东北地区获得较为明显的区域承销优势），2008 年获得股权承销金额 83.26 亿元，市场份额 5.55%，迅速上升至行业第 12 位。但今年以来公司 IPO 等项目承销出现了空白，排名又急剧下滑。

图 11 2003 - 2009 年 3 季度东北证券承销股权融资项目的经营情况



注：主要包括 IPO、增发、配股、可转债。

资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

目前，公司有多只股权承销项目储备，加之主板 IPO 和创业板已正式启动，因此，未来公司股权承销金额有望出现回升。

2.5 资管实力中上：运作水平和参股基金助推公司资管规模上升

总体上，公司资产管理实力中等偏上。一方面，尽管公司才发行一只集合产品（2009 年 7 月，公司发行了“东北证券 1 号动态优选混合型集合理财计划，管理费率 0.8%（提

取 T 日收益高于 4% 部分的 20% 作为业绩报酬），初期募集资金 6.10 亿元，自有资金投入 1776 万元），处于刚起步阶段，但考虑到公司较强的自营运作的水平有助于提升资管产品的收益率而吸引购买者，而业绩提成设计也放大了投资能力强的产品综合管理收益；另一方面，考虑到公司参股 21% 的银华基金股权和 46% 的东方基金股权，如表 5 所示，综合看公司资产管理规模达 168.97 亿元，列行业第 13 位（市场份额 0.76%）。

表 5 2009 年上半年东北证券与其他券商旗下管理资产总计情况

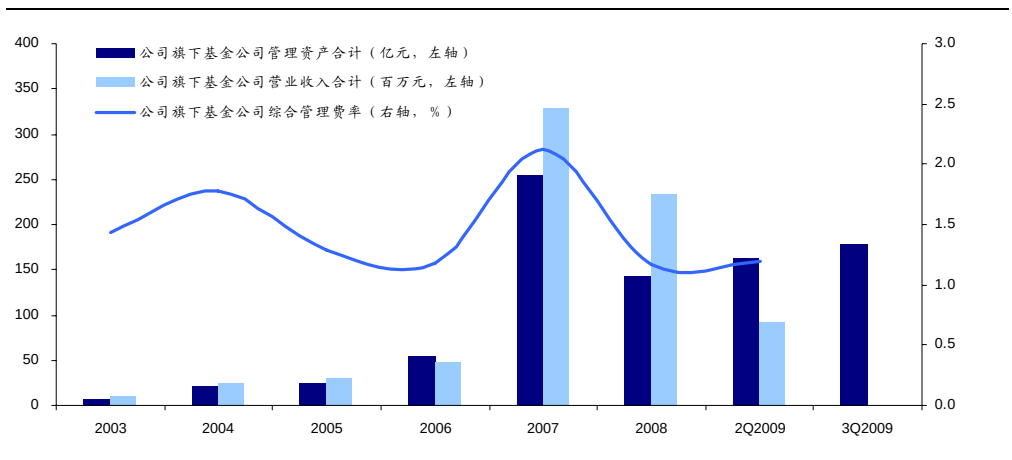
名次	券商	权益法下基金管理资产（亿元）	集合理财管理资产（亿元）	资产合计（亿元）	市场份额（%）
1	中信	2243.72	123.97	2367.69	10.67
2	招商	786.55	69.66	856.21	3.86
3	广发	729.28	33.66	762.93	3.44
4	华泰	616.04	120.91	736.94	3.32
5	光大	471.16	61.81	532.97	2.40
6	长城	462.81	0.00	462.81	2.09
7	海通	376.02	19.35	395.37	1.78
8	东方	312.41	54.17	366.58	1.65
9	兴业	308.77	18.78	327.55	1.48
10	银河	292.14	16.42	308.56	1.39
11	国信	265.62	46.05	311.67	1.41
12	河北	227.81	0.00	227.81	1.03
13	东北	162.87	6.10	168.97	0.76
14	西南	167.46	0.00	167.46	0.75
15	创业	166.59	0.00	166.59	0.75
16	长江	124.61	14.74	139.35	0.63
17	中投	121.05	0.00	121.05	0.55
18	国元	116.71	19.23	135.95	0.61

注：券商旗下基金管理资产按照该券商参股股权比例进行折算。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

如图 12 所示，2008 年，随着市场大幅调整，公司旗下基金管理资产规模大幅下降，而相应管理费收入滞后半年至 2009 年上半年出现回落。2009 年以来市场出现明显好转，公司基金资产规模也随之不断上升，我们预计至年底管理费收入才会出现较大幅度反弹。

图 12 2003 - 2009 年 3 季度东北证券旗下基金管理资产和收益情况



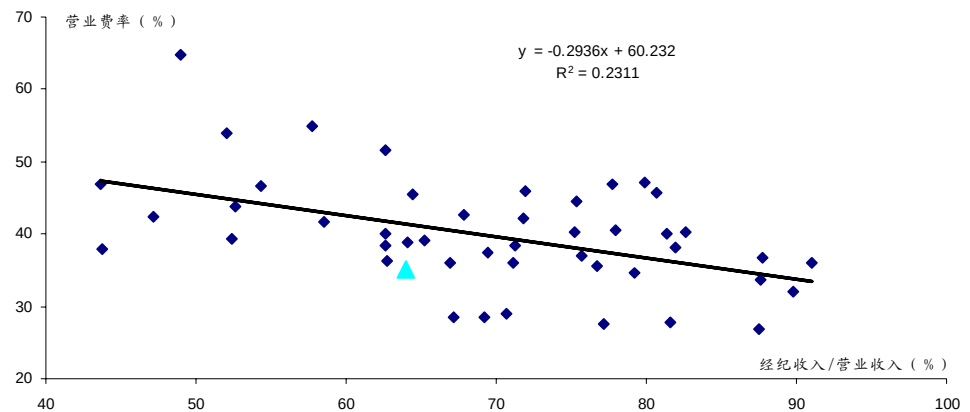
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

2.6 其它：融资将推动 PE 等业务拓展；传统业务促使费用水平较低

目前，公司绝对控股渤海期货 96% 股权，但尚未获得 IB 介绍业务；未来，在净资

本持续达到监管要求后公司将择机设立 PE 子公司。此外，公司配股融资 40 亿元以后将有利于其融资融券业务的申请和开展等。

图 13 2009 上半年东北证券与公布半年报的券商经纪业务占比与营业费率的比较



注：图中“三角形”为东北证券的数据点；我们前期报告中利用 2007 年数据计算的回归 $R^2 > 0.5$ ，这里数据不全且近期经纪业务竞争的激烈也使得其费用水平开始上升而使得回归不太显著。
资料来源：公司公告、Wind 资讯、海通证券研究所

如图 13 所示，经纪等传统业务收入占比高的券商，其营业费率水平相对也较低；反之则相反。2009 年上半年，不仅公司费用率绝对水平在行业内中等偏下，即使相对其经纪业务收入占比看，公司的营业费率水平在行业内也处于偏低水平。这主要是由于公司以经纪和自营等传统业务为主，加之近年来强化预算管理，控制资本性支出，以及积极处置固定资产所致。

因此，从长期看，随着未来公司努力增加创新业务比重，一方面业绩的波动性将趋于下降，另一方面营业费率将有走高的趋势（创新业务增加 1%，则营业费率将约上升 0.3%），而目前公司较高的 ROE 水平有逐步回落的倾向。

3. 东北证券的财务分析与预测

3.1 受益限售股解禁和创业板市值上升，公司经纪收入将稳步增长

如我们前期招商证券深度报告中所提及，在剔除指数涨跌后，A 股流通市值与限售股解禁后的流通股数成正比（A 股流通市值(万元)=21.15*A 股流通股数(万股)+30721）；同时，如表 6 所示，目前首批 28 只创业板上市股票的平均交易量贡献度在 1% 以上。如果按照目前发行速率，至 2010 年底将有 200 只以上创业板股票上市交易，届时将贡献 8% 左右的新增交易金额。

表 6 创业板首批 28 只股票上市后的成交金额与沪市和深市成交金额的比较

交易金额	10月 30日	11月 2日	11月 3日	11月 4日	11月 5日	11月 6日	11月 9日	11月 10日	11月 11日	11月 12日	11月 13日	11月 16日	11月 17日	11月 18日	均值
沪市（百亿元）	12	16	17	17	16	18	16	17	15	15	17	23	20	18	17
深市（百亿元）	10	10	12	12	10	12	10	10	9	10	10	14	12	11	11
创业板（百万元）	219	77	56	40	48	33	25	27	21	23	48	31	23	36	50
创业板占比（%）	9.88	2.97	1.88	1.40	1.85	1.09	0.97	1.01	0.90	0.90	1.74	0.83	0.71	1.20	1.95

资料来源：沪深交易所，海通证券研究所

综上所述，2010 年股改限售股和新股上市后的解禁，以及创业板新增交易金额将推动股市成交进一步扩大而增加 20% 左右，甚至 2011 年该因素还将对股市成交产生较

大的正面推动。同时，考虑 2010 年 15% 的 M2 增速假设下的股市 PB 估值和换手率，综合判断 2009 - 2010 年 A 股市场日均成交金额将达约 2100 亿元和 2400 亿元左右（后面我们还将对该假设进行敏感性测试），即 2009 - 2010 年 A 股市场双边成交金额将分别达到 98.78 万亿元和 121.17 万亿元。

2008 年底，公司共有 48 家营业部，19 家服务部，并准备融资后通过新设和服务部升级等手段在全国主要城市增加营业部。考虑到发达地区经纪竞争激烈，因此，我们判断未来公司经纪份额有望小幅增加，而整体佣金率将继续小幅走低。

表 7 东北证券经纪业务手续费收入预测（亿元）

	2007	2008	3Q2009	2009E	2010E
A 股股票流通市值	93064.18	45213.90	101239.24	107169.36	255840.97
A 股换手率 %	776.75	386.34	527.25	648.25	333.79
A 股 PB 均值	5.17	1.71	3.24	3.45	1.90
M2 同比增速均值（%）	28.86	16.59	23.34	25.00	15.00
货币推动估值乘数	17.91	10.31	13.88	13.80	12.66
A 股换手率/A 股 PB 均值	1.50	2.26	1.63	1.88	1.81
A 股双边成交金额	917090.83	534225.30	772169.91	987831.25	1211709.97
东北 A 股双边成交金额	7467.24	3964.22	5791.27	7476.81	9354.75
东北 A 股双边成交金额占比（%）	0.81	0.74	0.75	0.76	0.77
基金双边累计成交金额	16339.45	11126.75	14887.80	22764.22	22682.91
东北基金双边成交金额	74.32	36.64	49.87	89.94	91.41
东北基金双边成交金额占比（%）	0.45	0.33	0.34	0.40	0.40
权证双边累计成交金额	155512.63	138895.23	221400.36	285677.88	298890.48
东北权证双边成交金额	692.46	535.20	1439.10	1981.43	2114.53
东北权证双边成交金额占比（%）	0.45	0.39	0.65	0.69	0.71
债券现货双边成交金额	3462.89	3752.36	3198.89	4127.60	4540.36
东北债券双边成交金额	17.01	8.56	13.12	18.83	21.12
东北债券双边成交金额占比（%）	0.49	0.23	0.41	0.46	0.47
东北证券佣金率（‰）	2.18	2.03	1.70	1.69	1.65
东北证券手续费收入合计	16.27	8.38	10.19	14.35	17.02

注：表中佣金率为未剔除交易所规费等费率；上表未考虑融资融券和股指期货可能推出对公司交易手续费收入的影响。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

我们假设 2009 - 2010 年公司经纪市场份额分别为 0.74% 和 0.75%，佣金率分别为 1.69‰ 和 1.65‰。由上可知，如果暂不考虑融资融券和股指期货的推出对公司经纪业务收入的影响，则 2009 - 2010 年公司将分别实现代理买卖证券业务收入 14.35 亿元和 17.02 亿元。

3.2 创业板开闸和融资因素将推动公司承销收入止跌回升

2009 年 7 月 IPO 正式开闸，10 月底创业板首批 28 只股票发行上市。我们预计，未来创业板发行数量将保持每年 200 家以上，则融资规模将达 400 亿元左右。因此，2009 - 2010 年，IPO 项目增长率将分别达 -10% 和 15%。尽管 2009 年公司上会项目较少，但仍有一定数量的项目储备，预计未来公司 IPO 市场份额有望小幅回升。

2008-2009 年上半年，中国证监会大力发展公司债市场，包括企业债、公司债和可转债等在内的债券融资额出现了较大幅度上升，但目前公司承担债券项目金额很小。

表 8 东北证券承销业务收入预测（亿元）

	2007	2008	3Q2009	2009E	2010E
IPO 融资规模	4029.50	1451.31	1056.48	1306.18	1502.11
IPO 增长率 %	110.72	-63.98	—	-10.00	15.00
IPO 承销费率 %	5.74	5.74	5.74	5.74	5.74
公司 IPO 市场份额 %	0.08	0.36	0.00	0.00	0.09
公司 IPO 承销收入	0.18	0.30	0.00	0.00	0.08
增发融资额	1808.76	2826.41	1089.51	1300.00	1950.00
增发融资额增长率 %	328.45	56.26	—	-54.01	50.00
增发承销费率 %	0.32	0.11	0.21	0.21	0.21
公司增发市场份额 %	0.77	2.76	1.05	1.50	1.58
公司增发承销收入	0.04	0.09	0.02	0.04	0.07
债券融资额	3058.67	21005.31	14885.51	21005.31	25206.38
债券融资额增长率 %	86.28	586.75	—	0.00	20.00
债券承销费率 %	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
公司市场份额 %	0.00	3.31	0.00	1.21	1.27
公司债券承销收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司承销业务收入合计	0.22	0.39	0.02	0.04	0.15

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

公司在东北区域的股权承销项目上具有比较优势，未来配股融资有望增强其承销资本金实力。因此，我们预计，公司承销 IPO 项目市场份额将由 2009 年的接近 0.00 % 小幅回升至 2007 年的较低水平 0.09 %；2009 - 2010 年，公司承销增发等股权融资项目份额分别为 1.50 % 和 1.58 %；从谨慎出发，我们暂时假定债券承销市场份额为 0.00 %。

综上所述，2009 - 2010 年，公司承销费收入将分别达到 0.04 亿元和 0.15 亿元。

3.3 投资能力和配股融资将推动公司受托资管业务增长

表 9 东北证券受托管理业务收入预测（亿元）

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
东北证券 1 号动态优选集合计划规模	—	6.10	6.10	6.10	6.10
管理费率 %	—	0.80	0.80	0.80	0.80
管理费收入	—	0.02	0.05	0.05	0.05
业绩报酬	—	0.00	0.00	0.00	0.00
自有资金投入收益率 %	—	0.00	15.00	15.00	15.00
自有资金投入收益	—	0.00	0.03	0.03	0.03
收益合计	—	0.02	0.08	0.08	0.08
定向资产管理规模	—	3.54	3.54	3.54	3.54
管理费率 %	—	0.90	0.90	0.90	0.90
管理费收入	—	0.03	0.03	0.03	0.03
集合理财计划管理费收入合计	—	0.05	0.11	0.11	0.08

注：此处包括管理资产超额收益的业绩报酬还自有资金投入收益；未考虑未来监管部门对公司集合理财产品的审批可能性
资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

目前，券商集合理财产品正处于加速推出中，而公司在 2009 年 7 月才发行第一只集合理财产品。我们预计，公司将凭借其较强的投资能力在实现配股融资后有望加快集

合理理财产品的推出速度。同时，公司在东北 1 号动态优选产品中设计了业绩提成模式，这能在牛市中放大公司集合理财产品的综合管理收益（2007 年牛市中招商证券发行的基金宝一期获得了业绩提成近 6.40 亿元，考虑到未来市场行情的不确定性，这里暂不考虑未来的业绩提成因素）。

从谨慎角度出发，在不考虑未来监管部门审批新的集合理财产品的情况下，我们预计，2009 - 2010 年公司受托资产管理收入将分别达 0.05 亿元和 0.11 亿元。

3.4 明年公司自营收益受融资后规模增加所推动，但暂作谨慎测算

公司自营运作稳健而不失积极，尽管其自营收益波动较高但总体水平在行业中上水平。2009 年上半年和 2009 年前 3 季度，公司自营年化收益率分别为 52.88% 和 32.35%。考虑到第四季度股市有所反弹，我们预计 2009 年全年公司自营收益率将小幅增至 32.59%。从谨慎角度出发，我们测算出 2010 年公司自营收益率为 16.48%。这个预测是谨慎的，它仅略高于 2008 年熊市中公司的自营收益率 14.26%，远低于 2009 年前三季度年化收益率 32.35% 和 2007 年 115.86% 的自营收益率。此外，我们假设公司近 40 亿元的配股融资额度将有助于公司自营中交易性权益工具投资规模每年上升 20%，这仅相当于每年增加 1 亿元（后面我们还将对该假设进行敏感性测试）。

表 10 东北证券投资收益与公允价值变动收益预测（亿元）

	2007	2008	2Q2009	2009E	2010E
交易性金融资产和可供出售金融资产投资收益					
交易性金融资产及可供出售金融资产规模	6.26	1.45	9.92	9.00	11.35
投资收益	5.25	0.99	0.67	1.80	0.91
收益率 %	83.92	67.84	13.50*	20.00	8.00
金融资产持有期间收益					
金融资产规模	6.26	1.45	9.92	9.00	11.35
金融资产持有期间收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收益率 %	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
出售长期股权投资收益					
长期股权投资规模	2.65	2.44	2.43	3.20	4.08
出售长期股权投资收益	-0.02	0.02	0.00	0.00	0.17
收益率 %	1.14	7.38	0.00	0.00	4.26
参股基金公司投资收益部分					
参股基金公司投资收益	1.37	0.50	0.37	0.76	0.88
自营投资收益总额	6.60	1.51	1.04	2.56	1.97
公允价值变动收益总额	0.65	-1.30	1.59	0.37	-0.10
自营收益率 %	115.86	14.26	52.88*	32.59	16.48

注：此处收益率和自营收益率为年化收益率。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

目前，公司参股东方基金 46% 股权和银华基金 21% 股权。截至 2009 年 3 季度末，东方基金管理资产达 99.07 亿元；银华基金管理资产达 124.00 亿元。我们预计，未来居民金融资产结构的转变将促使公司旗下基金公司管理资产规模保持每年 20% 的增长，则 2009 - 2010 年，公司将分别获得参股基金公司投资收益 0.76 亿元和 0.88 亿元。

综上所述，2009 - 2010 年，公司投资收益和公允价值变动收益之和将分别为 2.93 和 1.87 亿元。

考虑到股指期货和融资融券推出时机和可能性都存在较大的不确定性，因此我们暂不将其归入预测利润表中。

表 11 东北证券利润表预测（百万元）

	2007	2008	3Q2009	2009E	2010E
一、营业收入	2548.11	1116.09	1370.35	1887.01	2112.03
手续费及佣金净收入	1663.86	931.44	1045.93	1444.02	1726.42
其中：代理买卖证券业务净收入	1627.42	838.20	1018.78	1434.87	1702.31
证券承销业务净收入	29.43	81.83	2.45	4.18	14.63
受托客户资产管理业务净收入	0.00	0.00	3.73	4.98	9.49
利息净收入	73.38	95.32	70.17	94.63	132.26
投资收益	660.35	150.53	184.63	256.37	196.66
公允价值变动收益	65.01	-129.79	27.98	36.77	-9.56
汇兑收益（损失以“-”号填列）	-0.89	-0.43	0.00	-0.01	-0.01
其他业务收入	86.40	69.02	41.64	55.22	66.26
二、营业支出	869.35	599.28	556.26	758.85	854.21
营业税金及附加	125.28	58.51	65.61	92.78	103.84
业务及管理费	706.99	538.93	480.98	653.17	734.89
资产减值损失	37.08	1.84	9.67	12.90	15.48
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	1678.76	516.81	814.09	1128.15	1257.82
加：营业外收入	9.18	2.16	1.21	1.73	1.90
减：营业外支出	3.25	4.79	1.57	1.92	2.11
四、利润总额（亏损以“-”号填列）	1684.69	514.18	813.72	1127.96	1257.62
减：所得税费用	573.92	104.20	180.91	228.59	254.86
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1110.77	409.97	632.81	899.38	1002.75
（一）归属于母公司所有者的净利润	1110.78	409.95	632.72	899.27	1002.63
（二）少数股东损益	-0.01	0.02	0.08	0.11	0.12

注：2009 年投资收益出现较大幅增长是由于公司转让了 24% 的博时基金股权获得 4 亿元的净利润增加所致。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

综上所述，我们认为，2009 - 2010 年，归属于母公司的净利润将分别达到 8.99 亿元和 10.03 亿元，EPS 将分别达到 1.41 元和 1.57 元；每股净资产将分别为 4.34 元和 5.13 元。

4. 估值和投资建议——目标价 49.45 元，买入评级

4.1 估值结论：未来 6 个月东北证券的合理估值为 49.45 元/股

4.1.1 从流动性溢价角度测算东北证券二级市场 PE 估值

目前，市场上对券商股估值主要采用 PE 法，加之 2009 年前 3 季度东北证券经纪业务收入占比高达 74.35%，而经纪业务属于轻资产的卖方业务，更适合 PE 法。同时，考虑到流通市值对券商股二级市场估值有重要影响。为此，我们采用流动性溢价法对东北证券 6 个月后二级市场价格进行估算。

如表 12 所示，流通市值越小的券商股，其相对中信等大盘股溢价越明显。因此，我们取流通市值和业务规模接近东北证券的券商，如国元、宏源和长江证券，其券商集合的流通市值均值为 198.78 亿元（尽管至 2010 年 10 月后公司才会出现大规模解禁，但考虑到估值区间 6 个月已接近该段时期有可能提前出现一定的估值压力，因此谨慎考虑，我们取公司全流通前后的流通市值均值 179.60 亿元作为参考）。我们取上述券商集合相对中信的流动性溢价均值作为东北公司未来 6 个月的相对于中信证券的流通市值溢价参考，则可以知该段时间内公司理论上的流动性溢价为 137.02%（这说明未来 6 个月内公司维持目前 129.88% 的流动性溢价水平是大概率事件）。为谨慎起见，我们仍然取 129.88% 作为未来 6 个月东北证券的流动性溢价价值。

表 12 东北证券二级市场流动性溢价估算

上市券商	PE 相对中信 溢价比 (%)	流通股 (亿股)	股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)
中信证券	100.00	65.70	30.87	2028.30	2046.83
海通证券	106.53	40.02	15.58	623.58	1281.89
招商证券	163.04	2.87	31.00	88.92	1188.94
光大证券	142.12	5.20	24.42	126.98	834.68
长江证券	159.27	8.56	20.30	173.76	441.98
宏源证券	127.22	14.61	24.70	360.91	360.92
西南证券	150.59	2.40	18.27	43.93	347.83
国元证券	124.58	2.85	21.63	61.67	316.68
太平洋	271.69	2.59	17.70	45.89	266.09
国金证券	204.74	2.68	25.01	66.94	250.16
均值	154.98	14.75	22.95	362.09	733.60
东北证券	129.88	1.94	43.09	83.72	275.48

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

尽管 11 月 20 日中信 2009 年 PE 为 22.66 倍，但考虑到中信证券受“一参一控”政策影响有变动中信建投、华夏基金股权的可能，而导致其估值受到约 20% 的压制（参见招商证券新股报告中的测算），因此，我们认为实际中信的合理估值应为 27 倍 PE。于是，我们可知公司未来 6 个月的动态 PE 为 35.07 倍（根据较低的 129.88% 溢价估算），再根据前述 2009 年公司 EPS 预测值 1.41 元，可知未来 6 个月公司二级市场股价应为 49.45 元（尽管该估值对应 2009 年 PB 达 11 倍，但考虑到公司正推动配股融资 40 亿元，将使其 2010 年 PB 估值大幅降至 5.76 倍；加之公司主要以轻资产的经纪业务为主（2009 年前 3 季度经纪收入占比 74.35%），故 PE 法相对更为合理；考虑到融资计划尚处等待审核中，我们暂不调整财务报表，而等待发行审核通过后再及时更新报告）。

表 13 国内主要上市券商的盈利预测和估值

代码	股票名称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600030	中信证券	1.10	1.36	1.64	28.02	22.66	18.81	3.71	3.36	3.07
600837	海通证券	0.40	0.65	0.83	38.83	24.13	18.71	3.34	2.74	2.50
600739	辽宁成大	1.04	1.42	1.59	38.17	28.11	24.99	7.23	5.90	5.03
000728	国元证券	0.36	0.77	0.94	60.80	28.23	23.01	6.71	5.86	5.08
000562	宏源证券	0.37	0.86	0.99	66.63	28.82	24.96	7.25	6.03	5.41
000686	东北证券	0.71	1.46	1.64	61.09	29.42	26.33	11.09	10.50	8.76
601788	光大证券	0.47	0.76	1.07	51.75	32.20	22.91	6.71	3.46	3.21
600369	西南证券	0.06	0.54	0.80	300.50	34.12	22.95	12.87	7.85	6.72
000783	长江证券	0.42	0.56	0.70	48.46	36.08	29.03	7.39	5.18	4.76
600999	招商证券	0.63	0.84	0.87	49.50	36.94	35.65	12.66	5.40	5.01
600109	国金证券	1.51	0.54	0.72	33.08	46.38	34.63	11.55	8.52	7.61
601099	太平洋	-0.43	0.29	0.32	-41.24	61.55	55.26	19.28	16.67	14.49

注：按照 11 月 20 收盘价计算 PE 和 PB 估值。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

考虑到 11 月 24 日公司股价为 41.40 元，故给予“买入”评级。

4.2 估值的敏感性分析

4.2.1 基于 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率的敏感性分析

考虑到 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务市场份额对公司净利润影响较大，

我们假设 2010 年的 A 股日均成交量在 1800 - 3400 亿元之间，间隔 200 亿元变动；同时，假设 2010 年公司经纪业务市场占有率在 0.25% - 2.25% 之间，间隔 0.25% 变动，则公司对应的 2010 年合理股价变动预测如表 14 所示。

表 14 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率敏感性分析

EPS (元/股)		日均成交量 (亿元)								
公司 经纪 业务市 场占 有率 (%)		1800	2000	2200	2400	2600	2800	3000	3200	3400
	0.25	0.50	0.53	0.56	0.59	0.62	0.65	0.68	0.71	0.74
	0.50	0.87	0.93	0.99	1.05	1.11	1.17	1.23	1.29	1.35
	0.75	1.24	1.33	1.42	1.51	1.59	1.68	1.77	1.86	1.95
	1.00	1.61	1.73	1.84	1.96	2.08	2.20	2.32	2.44	2.56
	1.25	1.97	2.12	2.27	2.42	2.57	2.72	2.87	3.01	3.16
	1.50	2.34	2.52	2.70	2.88	3.06	3.23	3.41	3.59	3.77
	1.75	2.71	2.92	3.13	3.33	3.54	3.75	3.96	4.17	4.37
	2.00	3.08	3.32	3.55	3.79	4.03	4.27	4.50	4.74	4.98
	2.25	3.45	3.71	3.98	4.25	4.52	4.78	5.05	5.32	5.59

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

4.2.2 基于 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析

考虑到 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率对公司净利润影响较大，我们假设 2010 年的公司交易性金融资产投资收益率在 -5% - 35% 之间，间隔 5% 变动；同时，2010 年公司交易性金融资产规模增长率在 -10% - 30% 之间（相对 2009 年上半年公司公布的资产规模），间隔 5% 变动，则公司对应的 2010 年合理股价变动预测如表 15 所示。

表 15 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析

EPS (元/股)		交易性金融资产规模增长率 (%)								
交易性 金融 资产 投资 收益 率 (%)		-10.00	-5.00	0.00	5.00	10.00	15.00	20.00	25.00	30.00
	-5.00	1.16	1.15	1.13	1.12	1.10	1.09	1.07	1.06	1.04
	0.00	1.30	1.29	1.28	1.27	1.26	1.25	1.24	1.24	1.23
	5.00	1.43	1.43	1.43	1.43	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42
	10.00	1.57	1.58	1.58	1.58	1.59	1.59	1.60	1.60	1.61
	15.00	1.71	1.72	1.73	1.74	1.75	1.77	1.78	1.79	1.80
	20.00	1.85	1.87	1.89	1.91	1.92	1.94	1.96	1.97	1.99
	25.00	2.00	2.02	2.05	2.07	2.09	2.12	2.14	2.16	2.19
	30.00	2.15	2.18	2.20	2.23	2.26	2.29	2.32	2.35	2.38
	35.00	2.29	2.33	2.37	2.40	2.44	2.47	2.51	2.55	2.58

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

附表 1：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	59.40	29.79	26.74	20.36
P/B	10.79	9.65	8.18	6.81
PEG	0.50	2.61	0.85	1.74
每股指标（元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.71	1.41	1.57	2.06
BVPS	3.88	4.34	5.13	6.16
盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
资本化率	40.37%	70.00%	75.00%	80.00%
换手率	115.00%	280.00%	240.00%	200.00%
双边成交金额占比	0.66%	0.74%	0.75%	0.77%
佣金率	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%
直接融资规模/GDP	8.41%	7.27%	8.13%	8.98%
IPO 市场份额	0.36%	0.00%	0.09%	0.10%
股权再融资市场份额	2.76%	1.50%	1.58%	1.65%
债券市场份额	3.31%	1.21%	1.27%	1.33%
集合理财计划增长	-	100.00%	0.00%	0.00%
理财计划管理费率	-	0.80%	0.80%	0.80%
有效存款利率	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%
有效贷款利率	0.64%	0.81%	0.81%	0.81%
交易性金融资产增长	-71.90%	538.73%	30.00%	20.00%
交易性资产收益率	0.00%	15.00%	9.00%	9.00%
营业费用增长	-23.77%	21.20%	12.51%	21.07%
营业费用率	48.29%	34.61%	34.81%	33.06%
工资占营业费用比例	36.81%	36.81%	36.81%	36.81%
有效所得税率	20.27%	20.27%	20.27%	20.27%
盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
经纪业务净收入增长	-48.50%	71.18%	18.64%	29.14%
承销业务净收入增长	178.05%	-94.89%	250.00%	23.11%
资产管理净收入增长	-	-	90.63%	0.00%
利息净收入增长	29.90%	-0.72%	38.54%	23.32%
自营收益增长	-77.20%	70.31%	-23.29%	19.72%
其它业务收入增长	-20.11%	-20.00%	20.00%	20.00%
营业利润增长	-69.21%	118.29%	11.40%	31.33%
母公司净利润增长	-63.09%	119.36%	11.40%	31.33%
资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	19.59%	35.72%	33.12%	36.52%
RoAA	3.69%	6.89%	5.49%	6.02%
资产增速	2008	2009E	2010E	2011E
资产负债率	74.96%	83.72%	83.11%	83.80%
净资产增长	17%	23%	18%	20%
总资产增长	-32%	89%	14%	25%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1116.09	1887.01	2112.03	2694.38
经纪业务净收入	838.20	1434.87	1702.31	2198.37
证券承销业务净收入	81.83	4.18	14.63	18.01
资产管理业务净收入	0.00	4.98	9.49	9.49
利息净收入	95.32	94.63	132.26	165.04
投资收益	150.53	256.37	196.66	235.44
公允价值变动收益	-129.79	36.77	-9.56	-11.47
营业支出	599.28	758.85	854.21	1040.81
业务及管理费	538.93	653.17	734.89	889.76
资产减值损失	1.84	12.90	15.48	18.57
营业利润	516.81	1128.15	1257.82	1653.57
利润总额	514.18	1127.96	1257.62	1653.34
所得税费用	104.20	228.59	254.86	335.06
归属于母公司净利润	409.95	899.27	1002.63	1318.15
少数股东损益	0.02	0.11	0.12	0.13
资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	6765.22	13240.59	15708.48	20286.04
结算备付金	1007.09	1145.61	1260.18	1386.19
交易性金融资产	115.15	735.49	956.14	1147.36
存出保证金	206.02	413.30	471.10	601.00
可供出售金融资产	30.28	164.06	178.83	194.92
持有至到期投资	1.00	2.00	3.00	4.00
长期股权投资	244.02	319.83	407.70	513.13
固定资产	449.21	470.28	494.20	521.12
无形资产	34.54	34.54	34.54	34.54
递延所得税资产	22.32	22.32	23.89	25.61
资产总计	9029.81	17079.55	19719.32	24906.72
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	0.00	0.00	0.00	0.00
代理买卖证券款	6419.55	13099.97	14941.25	19079.09
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	75.13	135.25	202.88	284.76
应付利息	0.00	12.05	14.29	18.46
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	26.87	37.76	38.46	39.24
负债合计	6768.36	14298.71	16434.49	20961.69
实收资本	581.19	639.31	639.31	639.31
资本公积	89.41	100.94	103.49	104.49
盈余公积	151.93	241.54	341.44	472.79
一般风险准备	151.93	241.54	341.44	472.79
未分配利润	1131.22	1312.03	1513.63	1778.67
归属母公司所有者权益	2257.61	2776.89	3280.76	3940.83
少数股东权益	3.84	3.95	4.07	4.20
所有者权益合计	2261.46	2780.84	3284.83	3945.04

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢 盐：证券信托行业高级分析师

重点研究上市公司：中信证券、招商证券、光大证券、长江证券、东北证券、国金证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 23219608
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
电话：(021) 23219381
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com