

# 东北证券：高弹性特质强化

## 投资要点：

- 上半年经纪业务佣金率远高于行业，季度环比保持稳定。
- 自营是导致业绩下降的主因，持仓量降低，依然主配权益
- 高贝塔属性的完美体现，短期或有交易性机会，中长期依然中性评级

## 报告摘要：

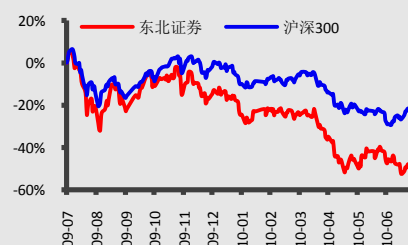
- 上半年东北证券实现营业收入 5.1 亿元，同比下降 46.3%；实现归属上市公司股东的净利润达 1.1 亿元，同比下降 76.8%；EPS0.17 元，其中，二季度 EPS 为-0.14 元。公司业绩环比大幅下降主要是因为自营收益下滑较大。
- 2 季度佣金率稳定以市场份额缩减为代价。上半年公司代理买卖证券净收入达 4.9 亿元，同比下降 18.7%，占营业收入比重为 97%；代理交易额市场份额为 0.71%，较年初基本稳定。从佣金率来看，上半年公司综合佣金率为 0.133%，高于行业 0.088% 的行业水平，且与 2009 年相比下降 20% 的水平也慢于行业下降 22% 的水平。分季度看，公司 Q1、Q2 的佣金率为 0.134%、0.132%，基本稳定，但是 2 季度公司市场份额环比下降了 7.3 个百分点。下半年佣金率下调风险较大。
- 2 季度公司自营亏损是业绩下滑的主因。上半年公司自营亏损 1.4 亿，其中 2 季度亏损 2.2 亿。公司自营激进风格不改，9 亿自营盘均为权益投资，年初自营规模为 23.2 亿，期间公司主动减持的证券主要以现金持有。
- 拟发中的次级债进一步加大经营杠杆。2010 年 7 月 22 日，公司第六届董事会审议通过了《公司借入次级债务方案的议案》，公司拟向兴业银行股份有限公司资金营运中心借入次级债，规模为 12 亿元、期限为 7 年，年利率为 5%。2009 年 6 月已向吉林亚泰集团、吉林信托、吉林投资借入合计 9 亿的次级债。因为公司主做经纪和股票自营，发行次级债将进一步扩大经营杠杆和净资产收益率。
- 主承销实现突破。报告期内公司承销业务净收入为 0.72 亿，同比增长 154.7%，占营业收入的比重为 14%。报告期内公司完成了 3 单 IPO 主承销，主承销金额 19.9 亿。相比 09 年全年公司未承销 IPO，公司股票承销实现突破。
- 券商股具备高贝塔属性，发债后的东北证券则是完美体现这一属性的投资标的。然而，从宏观基本面来看，尽管经济下滑使市场预期政策放松从而得到一定反弹空间，短期内公司可能会有一定交易机会，考虑到经济增长模式正在转型，新的产业集群培育还需时间，中长期资本市场上涨空间有限。这决定了高度依赖市场走势的券商股的高度。在日均股票成交额 2200 亿、佣金率下降 30% 的假设，下调自营收益率至 5%，东北证券 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 为 0.87、1.1、1.3 元，目前股价对应的 PE 为 28、21、29 倍，维持持有评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

## 市场表现



## 行业数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 股票家数 (家)    | 18    |
| 总市值 (亿元)    | 14848 |
| 流通市值 (亿元)   | 10328 |
| 重点公司 (家)    | 16    |
| 重点公司占行业市值比重 | 99.3% |

## 相关研究

保险：下半年保费增速将有所下降

10.7.21

保险：放开传统险预定利率影响有限

10.7.11

中期策略报告：行业整合前夕众生相

10.6.19

中信证券：资产出售在行业拐点上

10.6.2

证券信托 4 月报：两类券商佣金率风险

大 10.5.20

| 利润表(百万元)       | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 资产负债表(百万元)     | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入           | 1,116        | 1,993        | 1,355        | 1,710        | 1,866        | 货币资金           | 6,765        | 13,342       | 15,776       | 17,354       | 19,089       |
| 手续费净收入         | 931          | 1,446        | 1,123        | 1,209        | 1,303        | 结算备付与保证金       | 1,213        | 1,789        | 2,022        | 2,291        | 2,599        |
| 代理买卖证券业务净收入    | 838          | 1,402        | 1,073        | 1,159        | 1,252        | 交易性金融资产        | 115          | 1,083        | 800          | 960          | 1,152        |
| 证券承销业务净收入      | 82           | 13           | 50           | 50           | 51           | 买入返售金融资产       | 0            | 430          | 480          | 480          | 480          |
| 资产管理业务净收入      | 0            | 2            | 0            | 0            | 0            | 可供出售金融资产       | 30           | 1,239        | 763          | 840          | 923          |
| 利息净收入          | 95           | 102          | 111          | 126          | 139          | 其他资产           | 906          | 898          | 1,041        | 1,138        | 1,248        |
| 投资收益及公允价值变动    | 21           | 432          | 121          | 374          | 424          | <b>资产总计</b>    | 9,030        | 18,781       | 20,883       | 23,062       | 25,491       |
| 其他业务收入         | 69           | 14           | 0            | 0            | 0            | 短期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业支出</b>    | 599          | -803         | 610          | 735          | 765          | 交易性金融负债        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业税金及附加        | 59           | -93          | 68           | 85           | 93           | 衍生金融负债         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 业务及管理费         | 539          | -695         | 542          | 650          | 672          | 卖出回购金融资产款      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>    | 517          | 1,190        | 745          | 974          | 1,101        | 代理买卖证券款        | 6,420        | 14,491       | 15,406       | 16,947       | 18,641       |
| 营业外收支          | -3           | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他负债           | 349          | 1,230        | 1,941        | 1,958        | 1,991        |
| <b>利润总额</b>    | 514          | 1,190        | 745          | 974          | 1,101        | <b>负债合计</b>    | 6,768        | 15,720       | 17,347       | 18,905       | 20,632       |
| 所得税            | 104          | -277         | 186          | 244          | 275          | 股本             | 581          | 639          | 639          | 639          | 639          |
| <b>净利润</b>     | 410          | 913          | 559          | 731          | 826          | 归属母公司所有者权益     | 2,258        | 3,057        | 3,530        | 4,150        | 4,850        |
| 归属母公司所有者净利润    | 410          | 913          | 559          | 731          | 826          | 少数股东权益         | 4            | 4            | 6            | 7            | 9            |
| 少数股东损益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>所有者权益合计</b> | 2,261        | 3,061        | 3,536        | 4,157        | 4,859        |
| <b>经营指标</b>    | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>风险指标</b>    | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 平均总资产收益率       | 3.65%        | 6.56%        | 2.82%        | 3.33%        | 3.40%        | 净资本            | 1,298        | 2,385        | 3,084        | 3,567        | 4,201        |
| 平均净资产收益率       | 9.33%        | 17.18%       | 8.49%        | 9.52%        | 9.17%        | 扣除代买卖证券款负债率    | 13.36%       | 28.66%       | 35.44%       | 32.02%       | 29.07%       |
| 管理费用率          | -48.29%      | -34.86%      | 40.00%       | 38.00%       | 36.00%       | 自营规模/净资本       | 11.21%       | 97.39%       | 50.69%       | 50.45%       | 49.41%       |
| 营业收入/总资产       | 9.95%        | 14.33%       | 6.83%        | 7.78%        | 7.68%        | 权益自营规模/净资本     | 11.21%       | 96.60%       | 25.35%       | 50.45%       | 49.41%       |
| <b>每股数据(元)</b> | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>估值</b>      | <b>2008A</b> | <b>2009A</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 每股收益           | 0.7          | 1.43         | 0.9          | 1.1          | 1.3          | 市盈率            | 48           | 17           | 28           | 21           | 19           |
| 每股净资产          | 3.9          | 4.8          | 5.5          | 6.5          | 7.6          | 市净率            | 8.8          | 5.1          | 4.4          | 3.8          | 3.2          |

### 分析师简介:

**分析师姓名:** 黄立军, 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

**主要研究覆盖公司:** 中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

### 宏源证券机构销售团队

| 华北区域                                               | 华东区域                                              | 华南区域                                                |
|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>李晔</b><br>010-88085756<br>liye@hysec.com        | <b>曾利洁</b><br>010-88085964<br>zenglijie@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
| <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>刘爽</b><br>010-88085984<br>liushuang@hysec.com  |                                                     |
|                                                    | <b>孙利群</b><br>010-88085096<br>sunliqun@hysec.com  |                                                     |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                          |
|--------|----|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20% |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上    |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。