

证券Ⅲ

王鹏（研究主管）

执业证书编号：S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

陈剑涛（研究员）

执业证书编号：S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

6-12 个月目标价：

当前股价：24.40 元

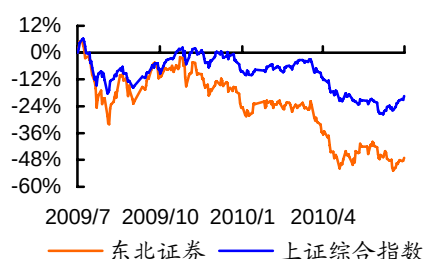
评级调整：下调

基本资料

上证综合指数	2648.12
总股本(百万)	639
流通股本(百万)	194
流通市值(亿)	47
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.79
资产负债率	83.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东北证券	1.67	-12.54	-26.23
上证综合指数	9.11	-7.68	-11.41



相关报告

《东北证券-盈利增长主要来自经纪和自营的贡献》2010-3-23

《东北证券-同比数据显增长，环比数据存隐忧！》2009-10-23

东北证券

000686

中性

盈利同比出现大幅下滑

2010 年 7 月 30 日，东北证券发布 2010 年半年报。根据披露，公司 2010 年上半年实现归属于母公司净利润 1.1 亿元，同比下滑 76.83%，每股收益 0.17 元，同比下滑 77.33%，盈利下滑幅度超出我们之前预期（我们之前预计公司上半年 EPS 0.71 元）。

投资要点：

- 公司经纪业务同比下滑，自营业务出现亏损以及管理费用率同比大幅上升是公司盈利大幅下滑的主因。2010 年 1-6 月份，公司经纪业务同比下滑 18.74%；自营业务相对于 2009 年同期的正增长，录得 1.84 亿元的大幅亏损；另，承销业务相对于 2009 年的零斩获，2010 年开始出现恢复性增长，实现业务收入 0.72 亿元；此外，公司管理费用率升势明显，公司管理费用率从 2009 年中期的 30.06%，显著升至 2010 年中期的 68.34%，升幅 127.4%。
- 经纪业务市场份额与年初持平，佣金率下滑态势开始趋缓。公司 2008、2009 以及 2010 年上半年经纪业务市场份额分别为 0.64%、0.71%和 0.71%，同 2009 年相比，2010 年上半年公司市场份额与年初持平，但市场排名方面出现下滑，市场排名从 2009 年的 36 位，下滑至 41 位；佣金率方面，2009 年 3 季度-2010 年 2 季度，公司股基权综合佣金率分别为 0.1529%和 0.1639%，0.1377%和 0.1361%，公司佣金率在 2009 年连续 4 个季度平稳运行后，从 2010 年 1 季度开始出现明显下滑，至 2010 年 6 月底止，公司佣金率的下滑趋势已开始趋缓。
- 承销业务出现恢复式增长，其中，公司股票承销业务上升势头较好，债券承销目前无起色。公司承销业务继 2009 年出现零斩获后，2010 年上半年开始出现恢复性增长，2010 年上半年公司股票承销额和债券承销额分别为 23.55 亿和 0，市场份额分别为 0.39%和 0%，总体看，公司股票承销上升势头较好，债券承销目前无起色。目前证券行业承销业务强者恒强，鉴于 2009 年公司承销业务曾出现全面崩盘，因此若要重新恢复以往岁月，恐需付出更多的努力和漫长的时光。
- 自营资产以权益类资产为主，自营风格相对激进，是上半年自营资产大幅亏损的主因。截至 2010 年 6 月底止，公司各类自营资产 9 亿元，公司自营资产/净资产的占比为 30.15%，相对于 1 季末的 39.13%，自营资产整体占比出现一定幅度的下滑。但由于公司自营资产全部为权益类资产，自营风格相对激进，因此在上半年资本市场下滑过程中，由于减仓不够及时，导致公司自营业务在上半年出现大幅亏损。

主要财务指标

	2009	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	1,993.07	1,362.95	1,634.97	1,736.87
增长率(%)		-31.62%	19.96%	6.23%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	912.88	423.10	507.39	539.08
增长率(%)		-53.65%	19.92%	6.25%
EPS	1.43	0.66	0.79	0.84
增长率(%)		-53.65%	19.92%	6.25%

资料来源：中投证券研究所

- **资产管理业务规模大幅增长，市场份额稳步提高。**截至 2010 年 6 月底止，公司集合资产管理规模 19.20 亿元，同比增长 195.54%；市场份额 1.73%，相对于 2009 年的 0.65%，增长 1.08 个百分点，增幅 166%；此外，公司资产管理业务规模的市场排名也由 2009 年的第 26 位，提高到 2010 年 6 月底的第 16 位，公司资产管理业务的运行态势良好，2010 年中期对公司业绩的贡献度为 1.77%。
- **盈利预测：**在股票日均交易额分别为 2050、2150、2250 亿元的假设下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66、0.79 和 0.84 元，对应 10 年动态 PE 37 倍（2010 年 7 月 29 日收盘价 24.4 元）
- **投资建议：**公司系上市公司中典型的中小型券商，由于资本实力的限制其业务范围仅能覆盖行业复苏路径的前半程，并主要集中在经纪和自营两个领域，行业复苏中后期的业绩爆发点并不多。目前公司经纪和自营两项优势业务全部开始陷落，其大幅下滑的盈利预期已无法支撑起目前的高估值，下调公司投资评级至“中性”。

表 1：公司经营情况同比数据

利润表 (单位：百万元)	2009 中报	2010 中报	同比
一、营业收入	950.22	510.39	-46.29%
手续费及佣金净收入	619.84	598.32	-3.47%
经纪业务	608.37	494.36	-18.74%
承销	0.00	71.64	-
资产管理	0.00	9.03	-
利息净收入	45.86	50.18	9.41%
投资+公允	225.64	-184.04	-181.56%
汇兑净收益	0.01	-0.07	-
其他业务收入	22.24	5.18	-76.73%
二、营业支出	333.89	383.14	14.75%
营业税金及附加	38.63	34.41	-10.92%
管理费用	285.59	348.80	22.13%
资产减值损失	9.67	-0.07	-100.76%
三、营业利润	616.32	127.25	-79.35%
四、利润总额	615.79	134.41	-78.17%
减：所得税	139.34	23.94	-82.82%
五、净利润	476.45	110.46	-76.82%
归属于母公司所有者的净利润	476.41	110.40	-76.83%
六、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.75	0.17	-77.33%

资料来源：公司公告 中投证券研究所

表 2 东北证券 2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	1,993.07	1,362.95	1,634.97	1,736.87
手续费及佣金净收入	1,445.58	1,312.66	1,416.61	1,513.59
其中: 代理买卖证券业务净收入	1,401.78	1,105.84	1,159.78	1,213.73
证券承销业务净收入	13.40	81.93	122.35	155.92
受托客户资产管理业务净收入	2.10	4.51	4.64	4.75
利息净收入	101.56	80.12	84.03	87.94
投资+公允	358.06	-44.49	118.93	119.18
汇兑净收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
其他业务收入	13.97	14.67	15.41	16.18
二、营业支出	802.78	813.08	975.36	1,036.15
营业税金及附加	92.80	63.46	76.13	80.87
管理费用	694.70	749.62	899.23	955.28
资产减值损失	15.28	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	1,190.29	549.87	659.61	700.72
加: 营业外收入	1.88	2.07	2.28	2.50
减: 营业外支出	1.96	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	1,190.21	551.94	661.89	703.23
减: 所得税	277.33	128.61	154.23	163.86
五、净利润	912.88	423.33	507.66	539.37
归属于母公司所有者的净利润	912.88	423.10	507.39	539.08
六、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	1.43	0.66	0.79	0.84

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师, 产业经济学博士、工商管理硕士, 高级经济师, 2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434