



东北证券：佣金率继续下调

中性（维持）

投资要点：

- 第三季度佣金率继续下降 10%
- 借入次级债后，自营操作空间较大
- 不考虑出售的部分股权在本年的业绩贡献，估值依然合理略偏低

报告摘要：

- **受益于资本市场回暖，公司自营收益大幅上涨推动业绩环比提升。**前三季度公司实现营业收入 10.5 亿元，同比下降 23%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.3 亿元，同比下降 48%。EPS0.52 元，其中三季度 EPS 为 0.34 元，而二季度为-0.14 元。
- **第三季度综合佣金率继续下降。**第三季度公司经纪业务净收入 2.3 亿元，环比持平。但从佣金率来看，本季度综合佣金率 0.12%，环比下降 9.4%。市场份额方面，季末经纪业务市场份额为 0.65%，环比下降 4%。公司高佣金的竞争压力开始显现。佣金率下降是市场竞争的结果，证券协会加强行业佣金管理的效果仍待观察。
- **借入次级债后自营空间大。**公司自营规模较小，季末仅为 10.6 亿，权益规模为 8.1 亿，资产配置以中小市值股票为主，所以第三季度公司自营表现优异，实现自营收益 1.78 亿。假设公司未调仓，10 月份以来，占权益投资 56%的前十大证券亏损 186 万，未从大盘股上涨中获益。借入次级债后，公司自有货币资金充裕，增仓空间大。
- **资管收益开始显现。**目前公司的两只集合理财产品净值为 17.6 亿，行业排名第 16 位，实现资管收益 0.19 亿，环比上涨 300%。承销业务方面，三季度公司承销 IPO、配股各一家，承销金额为 15 亿，实现承销收入 0.55 亿。
- **维持日均股票成交额 2200 亿、综合佣金率下降 30%、权益投资收益 5%的假设，**公司 2010 年的 EPS 为 0.87 元，对应的 PE 为 33 倍，考虑到公司的高弹性，在上涨行情中估值较合理。但是，我们认为此次大盘上涨行情属货币宽松的刺激结果，央行加息 0.25 个百分点显示了较强的货币收紧意图，短期内股市将承压，给予中性评级。

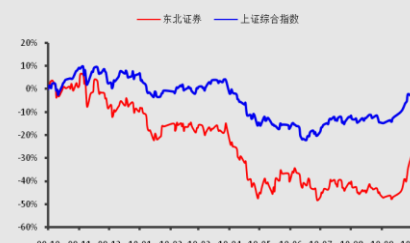
分析师：黄立军 邢波

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%

数据来源：港澳资讯

相关研究

保险：万事俱备，空间将开	10.13
证券：盈利模式转变与估值变迁	10.11
保险：收入调整对保险的非对称影响	9.28
中国太保：行业秩序改善提升财险贡献	8.30
中国人寿：期待业绩催化剂	8.26

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	1,356	1,653	1,800	货币资金	6,765	13,342	14,676	16,144	17,758
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
代理买卖证券净收入	838	1,402	1,073	1,159	1,252	交易性金融资产	115	1,083	1,300	1,560	1,872
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	1,363	1,500	1,649
利息净收入	95	102	107	118	130	其他资产	906	898	1,041	1,138	1,248
投资收益公允价值变动	21	432	125	326	367	资产总计	9,030	18,781	20,883	23,112	25,606
其他业务收入	69	14	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	599	-803	613	682	688	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	59	-93	71	87	94	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	539	-695	542	595	594	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
营业利润	517	1,190	742	971	1,112	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	1,943	2,012	2,103
利润总额	514	1,190	742	971	1,112	负债合计	6,768	15,720	17,349	18,959	20,744
所得税	104	-277	186	243	278	股本	581	639	639	639	639
净利润	410	913	557	728	834	归属母公司所有者权益	2,258	3,057	3,528	4,146	4,853
归属母公司所有者净利	410	913	557	728	834	少数股东权益	4	4	6	7	9
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	2,261	3,061	3,534	4,153	4,862
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	3.65%	6.56%	2.81%	3.31%	3.42%	净资本	1,298	2,443	2,989	3,374	3,987
平均净资产收益率	18.65%	34.35%	16.91%	18.98%	18.53%	扣代买卖证券负债率	13.36%	28.66%	35.47%	32.63%	30.19%
管理费用率	-48.29%	-34.86%	40.00%	36.00%	33.00%	自营规模/净资本	11.21%	95.08%	55.65%	90.67%	88.32%
营业收入/总资产	9.95%	14.33%	6.84%	7.51%	7.39%	权益自营/净资本	11.21%	94.30%	55.65%	90.67%	88.32%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.7	1.43	0.9	1.1	1.3	市盈率	48	20	33.0	25	22
每股净资产	3.9	4.8	5.5	6.5	7.6	市净率	8.8	6.0	5.2	4.4	3.8

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、海通证券、海通证券、东北证券、长江证券等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 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。