

分析师： 刘俊 (8627) 65799537 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

三季度报点评：自营业绩弹性较大，成本费用亟待控制

事件描述

东北证券发布 2010 年三季报，主要看点如下：

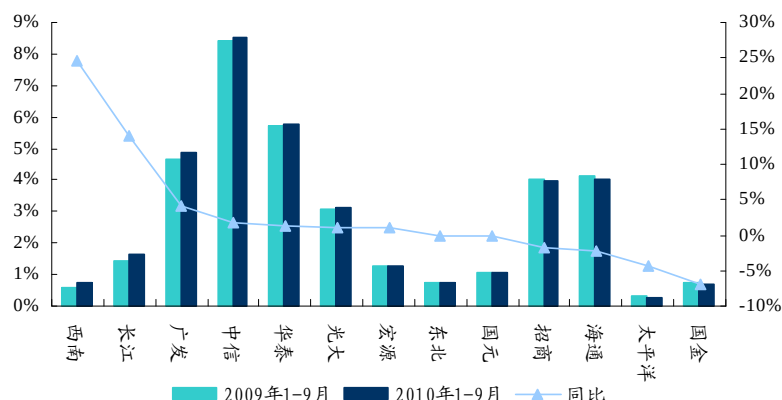
- 公司 2010 年 1-9 月累计实现营业收入 10.52 亿元，同比下降 23.22%，归属于上市公司股东净利润 3.30 亿元，同比下降 47.90%，每股收益 0.52 元，同比下降 47.47%。
- 股基交易额及佣金费率同比下降是公司业绩下降的主要原因，管理费用持续增长，进一步削弱了经纪业务利润率；公司前三季度共实现经纪业务净收入 7.24 亿元，同比下降 30.59%；受益于二级市场回暖，公司三季度自营收入达 1.77 亿元，但受二季度自营亏损拖累，公司前三季度自营业务仍略亏 707.05 万元。
- 三季度投行与资产管理业绩持续亮眼，累计实现收入分别为 1.26 亿元、0.19 亿元；受资本规模束缚，公司各项创新业务仍未取得实质性发展。
- 公司借入 12 亿次级债暂时缓解了束缚其发展的资本瓶颈，而股指期货套保业务有望平抑公司自营业绩波动；与此同时，在佣金管理新规出台的政策利好下，公司佣金费率降幅有望逐渐收窄，预计公司全年 EPS 为 0.91 元，交易量持续放大和再融资进程有望成为公司股价变动的诱发因素。

事件评论

第一，经纪业务“量价双降”

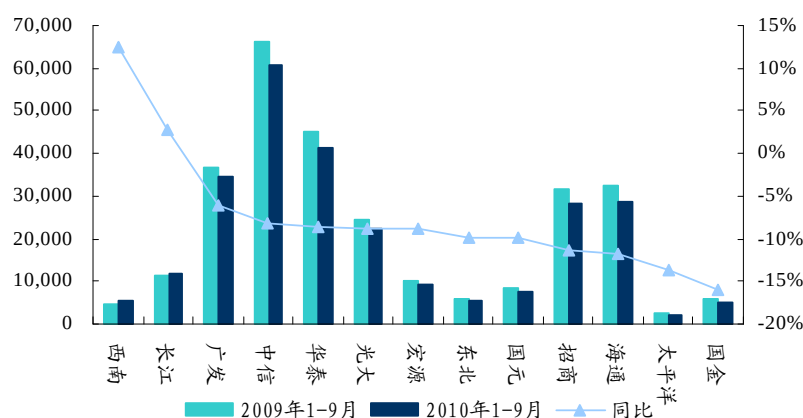
2010 年 1-9 月公司股基交易额为 5351 亿元，同比下降 9.9%，与市场同比降幅持平，但高于上市券商 8.37% 的平均降幅；公司前三季度股基市场份额为 0.75%，较去年同期略降 0.14%。

图 1：2010 年前三季度公司市场份额同比小幅下降 0.14%



资料来源：长江证券研究部

图 2：2010 年前三季度公司股基交易量同比减少 9.9%

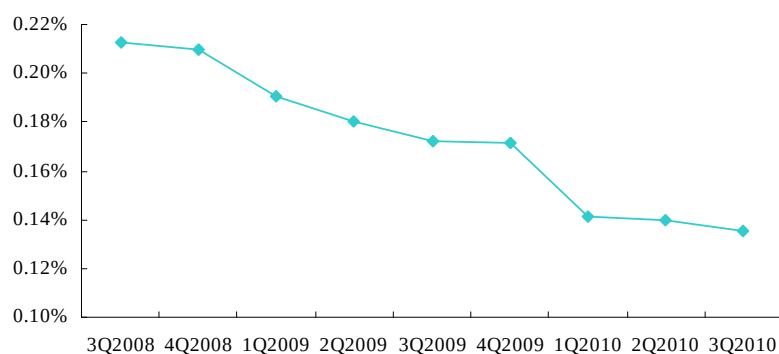


资料来源：长江证券研究部

随着交易量同比下滑，公司佣金费率同比降幅也较为明显；截至 2010 年三季度末，公司佣金费率为 0.1353%，较 09 年同期下降 21.31%，较 09 年底下降 20.89%；其中 2010 年三季度单季佣金费率为 0.1264%，环比下降 8.57%，降幅有所加快（二季度单季度佣金费率为 0.1383%，较一季度环比降幅仅为 2.18%）。

交易量减少及佣金费率加速下滑，导致经纪业务收入同比减少；2010 年前三季度公司实现经纪业务收入 7.24 亿元，较去年同期减少 28.93%。

图 3：公司累计佣金费率变动情况



资料来源：长江证券研究部

第二，自营亏损有所缓解

公司上半年投资收益和公允价值变动损益为-1.84 亿元，其中二季度亏损 2.43 亿元；随着 7 月以来市场进入趋势性反弹阶段，公司三季度自营业收入达 1.77 亿元，从而使公司自营亏损局面得到缓解，截至 2010 年 9 月 30 日，公司共实现自营业收入-707.05 万元。

公司董事会公告将参与以套期保值为目的的股指期货交易业务，股指期货套保业务的进行，有望平抑公司自营业绩波动。

第三，投行及资管业绩持续亮眼

三季度投行与资产管理业绩持续亮眼，累计实现收入分别为 1.26 亿元、0.19 亿元；公司在三季度成功完成了科新机电、中超电缆两个 IPO 项目和湘电股份配股项目，募集资金达 18 亿元。

表 1：2010 年 1-9 月上市券商股票承销金额排名

排名	机构名称	募集资金合计	排名	机构名称	募集资金合计
2	中信证券	350.48	21	兴业证券	87.48
3	海通证券	332.93	24	华泰证券	50.35
11	招商证券	162.70	25	西南证券	49.74
12	中信建投	153.43	26	光大证券	47.27
13	广发证券	136.35	28	国元证券	44.50
14	华泰联合	133.55	32	东北证券	38.89
15	宏源证券	131.15	35	太平洋	29.99
16	国金证券	123.79	39	长江证券	25.23

资料来源：长江证券研究部

表 2：2010 年 1-9 月上市券商股票承销家数排名

排名	机构名称	承销家数	排名	机构名称	承销家数
3	招商证券	18	16	华泰证券	7
4	华泰联合	17	17	西南证券	7
5	广发证券	16	21	兴业证券	6
6	海通证券	15	22	国元证券	6
7	宏源证券	11	23	东北证券	6
9	中信证券	10	24	光大证券	5
11	中信建投	10	31	太平洋	4
12	国金证券	10	33	长江证券	4

资料来源：长江证券研究部

表 3：2010 年 1-9 月公司股票承销项目情况

公司名称	市场	发行日期	实际募集资金（亿元）	主承销商
科华恒盛	中小板	2010-1-13	5.06	东北证券
富临运业	中小板	2010-2-10	2.87	东北证券
伟星新材	中小板	2010-3-18	10.91	东北证券
科新机电	创业板	2010-7-8	3.39	东北证券
湘电股份	上交所	2010-8-20	9.42	东北证券
中超电缆	中小板	2010-8-30	5.92	东北证券

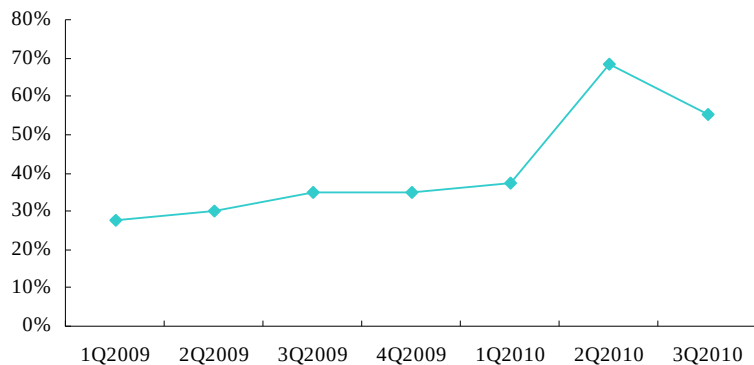
资料来源：长江证券研究部

第四，费用环比增长削弱利润率

公司前三季度累计业务及管理费用达 5.83 亿元，同比增长 21.21%；三季度成本费用持续增长，单季度管理费用达 2.34 亿元，环比增长 30.73%；

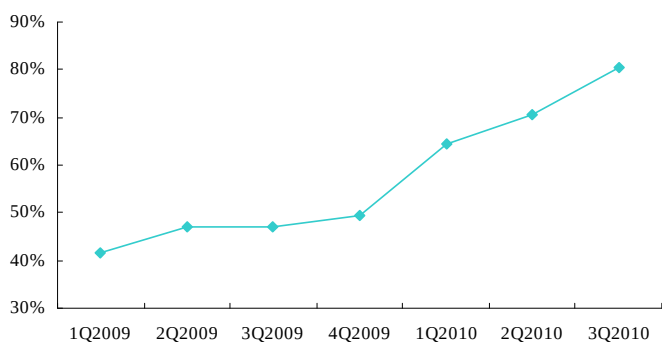
公司经纪业务费用收入比持续增长，截至 2010 年三季度末，公司经纪业务费用收入比高达 80.51%，费用收入比为 55.41%，较高的管理费用严重削弱了经纪业务利润率。

图 4：公司前三季度费用收入比为 55.41%



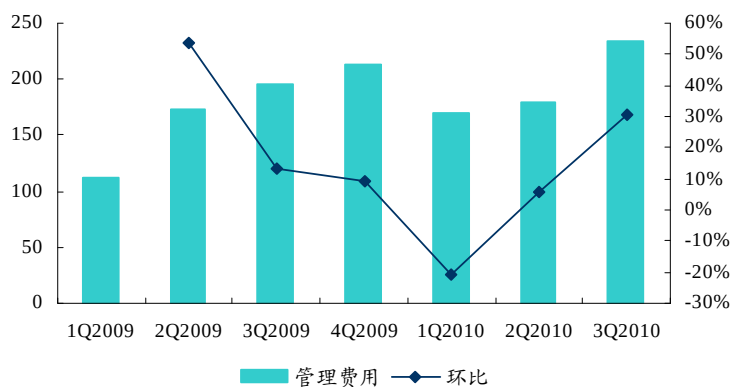
资料来源：长江证券研究部

图 5：公司前三季度经纪业务收入费用比高达 80.51%



资料来源：长江证券研究部

图 6：公司三季度管理费用环比增长 30.73%



资料来源：长江证券研究部

第五，投资评级与风险提示

整体而言，公司通过借入 12 亿次级债，暂时缓解了束缚其发展的资本瓶颈，而股指期货套保业务有望平抑公司自营业绩波动；与此同时，在佣金管理新规出台的政策利好下，公司佣金费率降幅有望逐渐收窄，预计公司全年 EPS 为 0.91 元，交易量持续放大和再融资进程有望成为公司股价变动的诱发因素。

财务报表及指标预测

利润表（百万）					资产负债表（百万）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	1402	1222	1227	1257	现金及银行存款	13342	15790	17285	19260
承销业务净收入	13	156	96	289	结算备付金	1239	1449	1594	1721
资产管理净收入	2	24	19	38	交易性金融资产	1083	1409	1549	1704
利息净收入	102	122	86	88	存出保证金	550	334	474	519
投资净收益	292	79	336	258	买入返售金融资产	0	0	0	0
公允价值变动	140	70	91	100	可供出售金融资产	1239	306	690	876
营业收入合计	1993	1617	2033	2349	长期股权投资	284	298	313	329
营业税金及附加	93	61	102	117	固定资产	855	833	809	781
业务及管理费	695	812	691	857	资产总额	18781	20614	22916	25397
营业成本合计	803	873	811	995	交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	1190	744	1236	1370	卖出回购金融款	0	0	0	0
所得税	277	162	309	343	代理买卖证券款	14491	15940	17215	18592
少数股东损益	0	0	0	0	应付款项	220	202	292	358
净利润	913	582	927	1028	负债总额	15720	17162	18537	19990
EPS	1.43	0.91	1.45	1.61	少数股东权益	4	4	4	4
PE	20.10	31.59	25.00	15.18	普通股东权益合计	3057	3448	4375	5403
PB	4.63	4.52	3.56	2.89	负债及股东权益	18781	20614	22916	25397

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。