

东北证券 (000686)

自营大幅扭亏，季度佣金率止跌

——2010 年报点评

 **梁静**
 021-38676850
 liangjing@gjtas.com
 S0880511010005

本报告导读：

业绩同比下滑 42%，佣金率同比下滑 21%，但降幅减缓趋势明显。业绩弹性仍较大，关注市场趋势变化对其的推动。

投资要点：

- 2010 年实现营业收入 20 亿元、净利润 5.3 亿元，同比分别降 14.7% 和 42.3%。EPS 0.82 元、BPS 5.42 元，ROE 15.2%。分配方案为每 10 股派 2 元。
- 自营和经纪佣金同比下降 67% 和 21%，虽然承销和资产管理同比增长 10 倍和 28 倍，但收入贡献度仅为 8.5% 和 3.5%，难以阻挡业绩的快速下滑。业务及管理费同比增长 32%，费率由 35% 升到 54%，放大了业绩下滑幅度。
- 全年经纪佣金率为 0.134%、同比下滑 21%，缓于行业。第 4 季度佣金率 0.136%、环比上升 7.6%。初步猜测可能是因为吉林地区佣金自律初现成效所致。吉林地区早在 2010 年第 3 季度就开始了佣金自律，目前也是全国佣金自律做的最好的区域。虽然长期效果尚有待观察，但短期来看佣金率降幅趋缓乃至企稳可以期待。
- 自营投资收益 1.18 亿元，好于预期。2 季度自营亏损较多，下半年公司利用市场大幅反弹时机，变现可供出售金融资产、调整交易性金融资产结构，成功扭亏为盈。同时，权益类交易性金融资产占比高的状况也有显著改观，自营波动性由此也可望大幅减小。
- 资产管理进步显著，已发 4 只产品、期末规模 35.7 亿元，份额 2.8%，居行业第 12 位。年内，公司也获得期货 IB 及直投业务资格，融资融券也有望在今年上半年达标。
- 经纪佣金和自营对公司净收入的贡献度分别达到 65% 和 7%，使得公司仍是对市场趋势变化最为敏感的券商之一。在(日均交易额/市场收益率)为(2500 亿元/7%)的基准假设下，公司今明两年 EPS 分别为 1.00 元和 1.26 元，动态 PE22 倍和 18 倍。维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,993	1,700	1,940	2,325	2,570
(+/-)%	79%	-15%	14%	20%	11%
经营利润 (EBIT)	1,190	684	833	1,045	1,206
(+/-)%	130%	-43%	22%	25%	15%
净利润	913	527	640	803	927
(+/-)%	123%	-42%	21%	25%	15%
每股净收益 (元)	1.43	0.82	1.00	1.26	1.45
每股股利 (元)	0.23	0.28	0.20	0.28	0.28

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	60%	40%	43%	45%	47%
净资产收益率 (%)	30%	15%	15%	16%	16%
投入资本回报率 (%)	0.17%	0.13%	0.12%	0.12%	0.12%
EV/EBITDA	4.58	4.04	3.18	2.80	2.47
市盈率	15	27	22	17	15
股息率 (%)	1.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：中性

上次评级：谨慎增持

目标价格：25.00

上次预测：32.00

当前价格：22.18

2011.04.01

交易数据

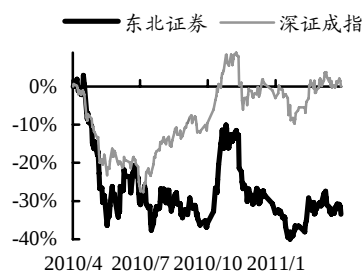
52 周内股价区间 (元)	20.00-34.50
总市值 (百万元)	14,180
总股本/流通 A 股 (百万股)	639/639
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	102

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,228
每股净资产	5.05
市净率	4.4
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.31	0.10
Q2	-0.14	0.30
Q3	0.34	0.30
Q4	0.31	0.30
全年	0.82	1.00

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-4%	-33%
相对指数	-2%	-7%	-34%

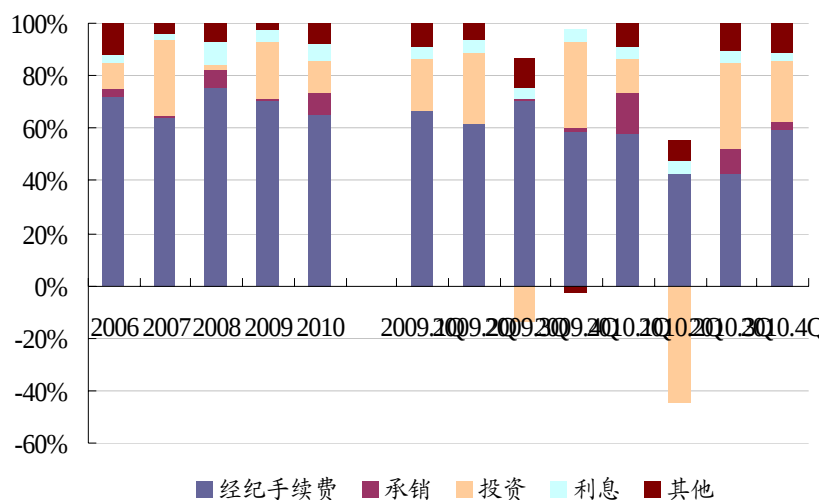
相关报告

- 《自营弹性推动第 3 季度业绩快速增长》
2010.10.19
- 《自营弹性依旧，季度业绩跌无可跌》
2010.07.30
- 《自营规模下降但风格未改，经纪增量不...》
2010.04.21
- 《自营投资风格依然犀利》
2010.03.24

表 1 东北证券主要经营指标及变化

指标 (百万元)	2010	2009	同比	2010.1Q	2010.2Q	2010.3Q	2010.4Q	环比
营业收入	1,700	1,993	-15%	454	56	542	648	20%
经纪佣金	1,110	1,402	-21%	263	231	230	386	68%
承销	145	13	982%	70	1	55	19	-66%
投资收益+公允价值	118	358	-67%	58	-243	177	125	-29%
业务及管理费	917	695	32%	170	179	234	334	43%
净利润	528	913	-42%	201	-91	219	197	-10%
经纪业务/营业净收入	65%	70%	-7%	58%	411%	42%	60%	40%
业务及管理费率	54%	35%	55%	37%	318%	43%	52%	19%
所得税率	23%	23%	-1%	23%	28%	23%	26%	10%
ROE	15%	30%	-49%	6.25%	-3.04%	6.79%	5.70%	-16%
EPS (元)	0.82	1.43	-42%	0.31	-0.14	0.34	0.31	-10%
每股净资产 (元)	5.42	4.78	13%	5.04	4.67	5.05	5.42	7%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2 东北证券业务结构变化


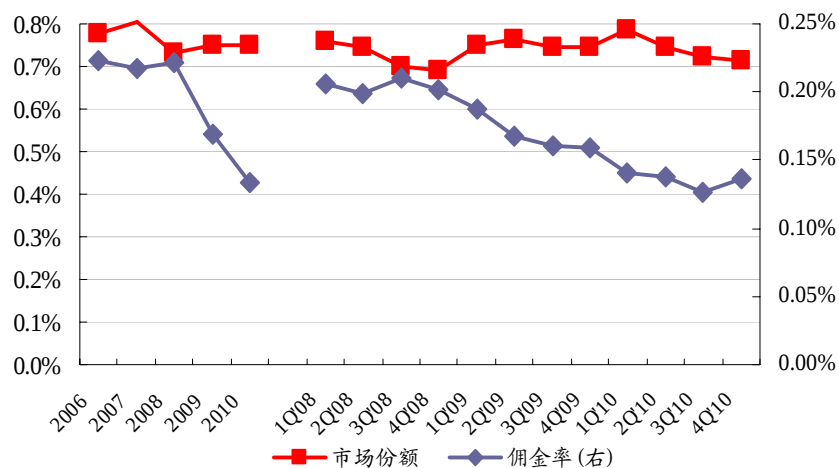
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3 东北证券经纪业务主要经营指标

经纪业务	2010	2009	(+/-)%	2010.1Q	2010.2Q	2010.3Q	2010.4Q
股票基金权证交易额(亿元)	8,410	8,664	-3%	1,913	1,698	1,852	2,950
其中：股票基金	8,297	8,195	1%	1,863	1,671	1,817	2,826
市场份额	0.75%	0.75%	0%	0.79%	0.75%	0.72%	0.71%
市场排名	40	40					
净佣金率	0.132%	0.162%	-18%	0.141%	0.138%	0.126%	0.136%
经纪佣金净收入(百万元)	1,110	1,402	-21%	263	231	230	386
客户保证金余额(亿元)	64	107	-40%	142	120	115	137
利息净收入(百万元)	100	102	-1%	24	26	26	24

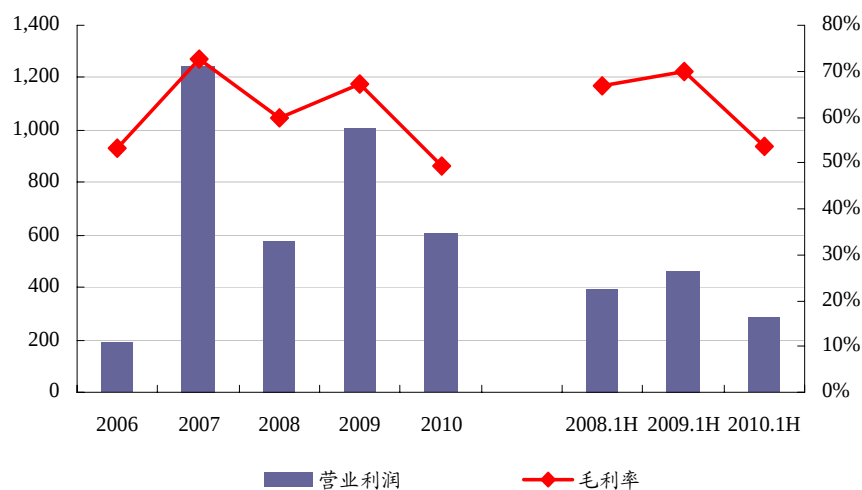
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4 东北证券市场份额和佣金率变化趋势



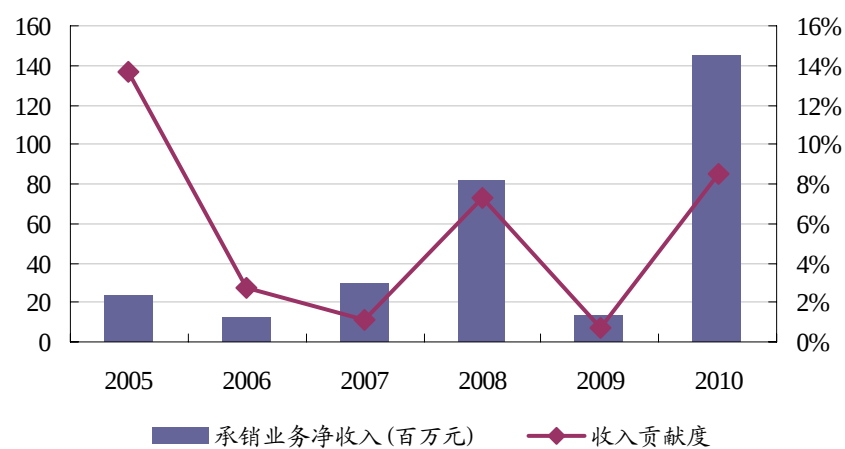
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5 东北证券经纪业务营业利润及毛利率变化



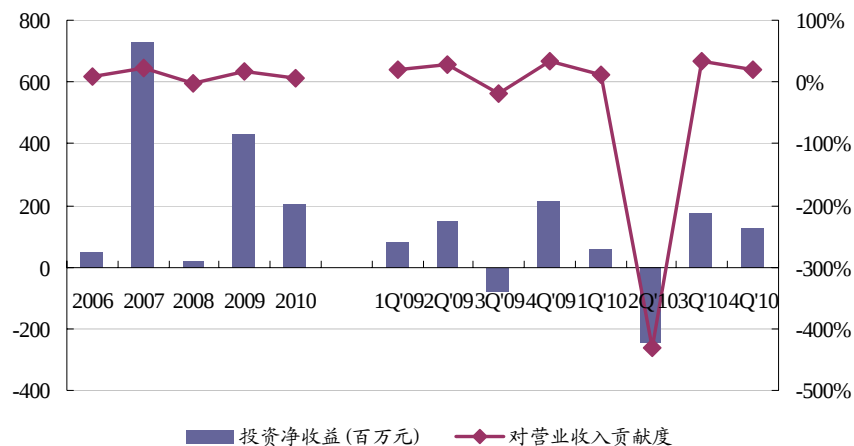
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 东北证券投行业务的规模及收入情况



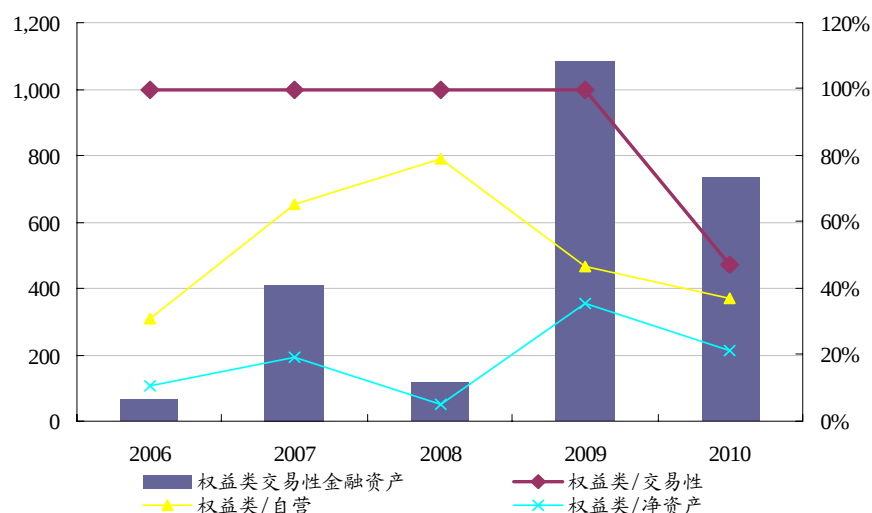
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7 东北证券自营业务的波动较大



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 东北证券权益类交易性金融资产占比显著下降



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 9 东北证券新业务进展情况

业务名称	进展情况	对利润的贡献
基金管理	持有银华基金 21%和东方基金 46%的股权，权益基金管理规模 222 亿元	2010 年投资收益 0.84 亿元，净利润贡献度 15.9%
资产管理	4 只产品，规模 36 亿元，居第 12 位	2010 年净收入 0.6 亿元，收入贡献度 3.5%
直接投资	于 2010 年 9 月份取得直投业务资格，直投公司—东证融通于 2010 年 11 月 26 日成立，注册资本达到 1 亿元，后续注册资金将达到 3 亿元	刚开始开展业务，尚未有业绩贡献
股指期货	持有渤海期货 96%的股权；2010 年 3 月 20 日，获得期货 IB 业务资格	2010 年营业收入 0.84 亿元、贡献度 4.9%；净利润 0.096 亿元，贡献度 1.8%。
融资融券	今年 3 月，已设立融资融券部，净资本要求可望在今年 3 月份达标	预计在 2010 年上半年可满足净资本连续 6 个月达到 30 亿元的限制
合计		净收入 2.28 亿元、收入贡献度 13.4%；业绩贡献度达到 21.2%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3 东北证券盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,993	1,700	1,940	2,325	2,570
手续费及佣金净收入	1,446	1,387	1,472	1,624	1,707
其中:代理买卖证券业务	1,402	1,110	1,150	1,265	1,327
证券承销业务	13	145	236	239	235
受托客户资产管理	2	60	86	121	145
利息净收入	102	100	140	200	235
投资收益+公允价值	432	203	233	372	419
其他业务收入	14	10	95	128	208
营业支出	803	1,016	1,107	1,280	1,364
营业税金及附加	93	86	98	118	130
业务及管理费	695	917	1,009	1,162	1,234
营业利润	1,190	684	833	1,045	1,206
利润总额	1,190	686	833	1,045	1,206
所得税费用	277	158	192	241	278
净利润	913	528	641	803	928
归属于母公司净利润	913	527	640	803	927

数据来源:公司公告, 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		