

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业绩下滑四成、但仍略超预期

——东北证券(000686)2010年年报点评

研究报告-公司点评

观望(维持)

发布日期: 2011年4月1日

报告关键要素:

2010年,受券商佣金战等因素影响,公司经纪业务收入、自营投资收益明显下滑,再加上业务及管理费大幅增加,虽投行和资管业务同比大幅增长仍未能扭转公司整体业绩下滑的趋势。经纪业务仍是公司目前最主要的收入来源,而其他业务实力总体较一般,创新业务发展也较滞后,维持“观望”评级。

事件:

- **东北证券公布2010年年报。**2010年,公司实现营业收入17亿元,同比减少14.70%;归属于上市公司股东的净利润5.27亿元,同比减少42.28%;基本每股收益0.82元。

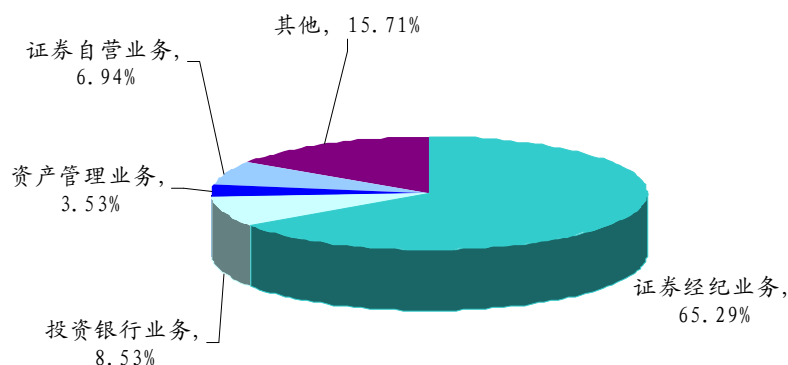
年报披露公司2010年度利润分配预案:拟每10股派现金红利2元(含税)。

点评:

- **业绩下滑四成、仍略超预期。**2010年,证券市场震荡下行、券商佣金战激烈,公司自营投资收益、经纪业务收入均出现了较大下滑,再加上业务及管理费同比大幅增加,虽然投行和资管业务同比大幅增长,但仍未能扭转公司业绩大幅下滑的趋势、下降幅度超过行业平均水平。但公司整体业绩仍超我们预期,主要是四季度经纪业务收入、自营投资收益略超预期。

从收入结构看,2010年,证券经纪业务仍是公司的主要收入来源、但占比趋于下滑,经纪业务收入占营业收入比重由上年的70.35%下降至65.29%、与行业整体情况类似,但收入占比绝对值仍高于行业平均水平;除经纪、自营业务外,其他业务收入占比均有所增加,其中:投行业务占比由上年的0.65%提升至8.53%、上升7.88个百分点,资产管理业务收入占比由上年的0.1%提升至3.53%、上升3.43个百分点,而自营业务收入则占比由上年的17.96%下降至6.94%。

图1: 各项业务在营业收入中的占比情况

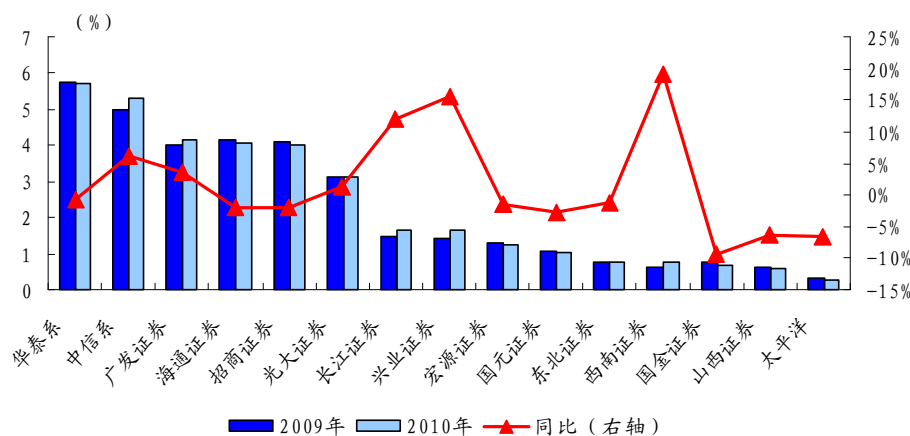


资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务市场份额和佣金率双重下滑：**2010年，公司经纪业务实现净收入11.1亿元，较之去年同期减少20.83%，主要是佣金率和股基交易额的双重下滑所致。数据显示，以股票、基金交易额衡量基准，2010年，公司实现股基交易额8296.77亿元、同比增加1.24%，增幅略低于市场同期1.52%的增幅；经纪业务市场份额0.75%，较之09年底的0.76%下降0.01个百分点，降幅1.32%。公司经纪业务市场份额在上市券商中居第11，在全行业中排名第40、与09年基本持平。

公司经纪业务市场份额下滑的同时，佣金率也大幅下滑。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.1338%，较之09年底的0.1710%下滑0.0372个百分点，大幅下滑21.78%。公司平均佣金率绝对值远超行业平均水平，未来仍存在进一步下滑的风险。

图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。2010年，公司新增营业网点11家，其中吉林省内新增仅1家，其余新增的营业网点分布在河南、湖南等各省。截至2010年底，公司共设有68家营业部，其中吉林省内有32家，占47.06%。

图3：公司各地区营业部分布情况

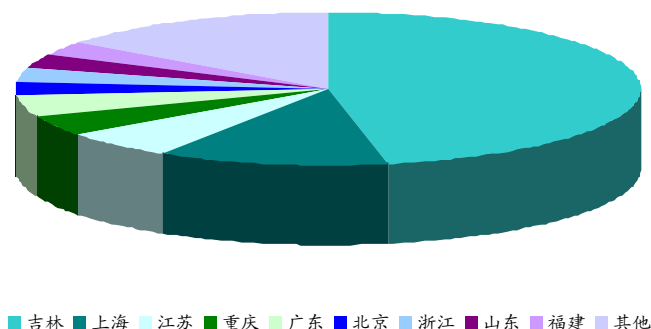
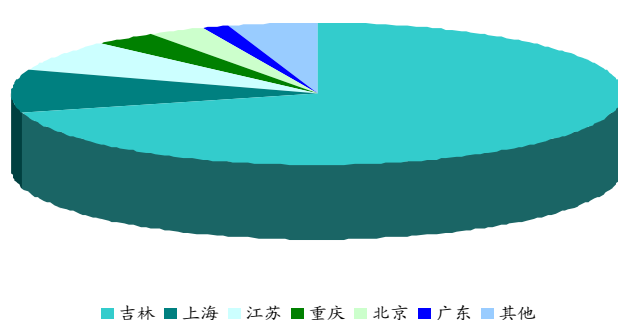


图4：公司各地区营业部收入贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表



- **自营风格激进:** 2010年, 公司证券自营业务实现净收入1.18亿元, 较之去年同期大幅减少67.04%。

从投资规模看, 截至2010年12月底, 交易性金融资产规模15.56亿元, 较09年底10.83亿元增加43.68%; 可供出售金融资产规模4.4亿元, 较之09年底12.39亿元减少64.49%。从投资品种来看, 股票和基金在公司自营投资规模占比约95.54%, 激进的自营风格既给公司在市场环境下带来较好投资收益, 也会加大投资收益的波动性。

表1: 公司证券自营业务投资情况

单位: 亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010	占比	2009	占比	2010	占比	2009	占比
股票	7.36	47.3%	10.83	100%	3.51	79.77%	1.7	13.72
基金	8.2	52.7%	/	/	*	*	10.5	84.75
集合理财	/	/	/	/	0.89	20.23%	0.19	1.53
合计	15.56		10.83		4.4		12.39	

注: *--2010年可供出售金融资产中基金类仅31.88万元。

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **投行业务有所突破:** 2010年, 公司投行业务实现净收入(含证券承销、财务顾问、保荐收入)1.45亿元, 较之去年同期大幅增长1015.38%。全年共完成5家IPO、1家增发和1家配股的主承销项目, 募集资金48.89亿元、市场份额0.55%, 而去年同期公司无主承销项目; 无债券主承销项目。
- **资产管理业务稳步发展:** 2010年, 公司资产管理业务实现净收入0.6亿元, 较之去年同期大幅增加2900%, 主要是去年同期基数较低所致。报告期内, 公司新成立2只集合理财产品——“东北证券2号”、“东北证券3号”, 募集资金43.3亿元。截至12月底, 公司管理集合理财产品3只、资产净值规模35.65亿元, 占全行业集合理财产品资产总净值的2.64%。

表2: 东北证券集合理财产品

	2010年总回报(%)	上证指数期间涨跌幅(%)	成立日期	投资类型
东北证券1号	5.25	-14.31	2009-7-20	平衡混合型
东北证券2号	17.31	8.51	2010-5-20	偏股混合型
东北证券3号	-0.5	-3.55	2010-12-16	平衡混合型

注: 东北证券2号、3号为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

此外, 公司参股的银华基金和东方基金2010年分别实现营业收入10.76亿元、1.39亿元, 净利润3.4亿元、0.3亿元。

- **业务及管理费大幅增加:** 公司2010年发生的业务及管理费合计9.17亿元、较之去年同期大幅增加31.94%, 主要原因是人员工资等相关费用增加。业务及管理费在营业收入中的占比为53.94%、较之去年同期增加19.07个百分点, 费用水平大幅增长, 成本控制能力还有待加强。
- **投资评级:** 我们预计公司2011年每股收益0.80元, 按3月31日收盘价21.88元, 对应市盈率27.35倍。作为一家区域性券商, 经纪业务仍是公司目前最主要的收入来源、占比高于行业平均水平, 而其他各项业务实力总体而言较一般, 创新业务发展也较滞后, 维持公司“观望”的投资评级。
- **风险提示:** 佣金率水平进一步大幅下滑的风险; 自营投资收益和经纪业务收入受证券市场影响较大。



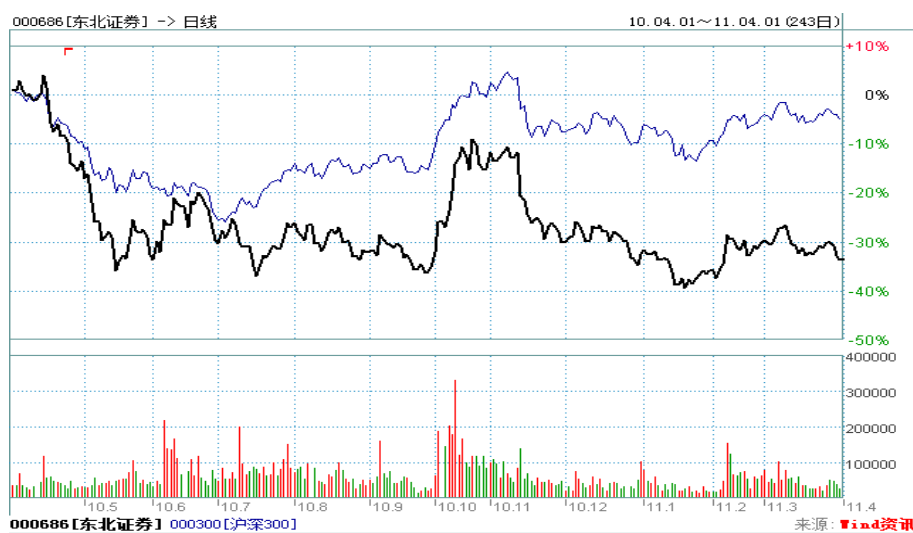
市场数据（截至2010年3月31日）

收盘价（元）	21.88
上市以来最高/最低（元）	40.80/20.25
上证指数	2928.11
市净率（倍）	4.04
流通市值（亿元）	139.81

基础数据（2010年12月31日）

每股净资产（元）	5.42
每股经营现金流（元）	-0.54
净资产收益率（扣除摊薄，%）	15.21
资产负债率（%）	82.28
总股本/流通股（亿股）	6.39/6.39

东北证券相对于沪深300指数走势（近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。