

东北证券（000686）：经纪、自营不振，承销、资管发力 中性（维持）

证券行业

当前股价：21.88 元

报告日期：2010 年 4 月 1 日

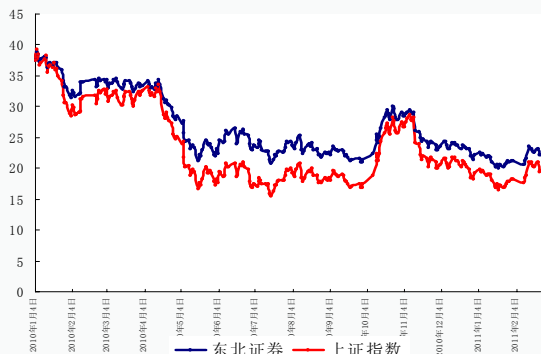
主要财务指标（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
经纪业务	1,503	1,210	1,083	1,094
(+/-%)	61.04	-19.49	-10.55	1.08
自营业务	432	203	237	243
(+/-%)	1982.87	-52.92	16.57	2.50
投行业务	13	145	179	197
(+/-%)	-83.62	982.27	23.26	10.00
净利润	913	527	425	464
(+/-%)	122.68	-42.26	-19.28	9.04
摊薄 EPS	1.43	0.82	0.67	0.73
(元)				

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	63931/63929
流通市值（亿元）	139.88
每股净资产（元）	5.42
资产负债率（%）	82.28

股价表现（最近一年）

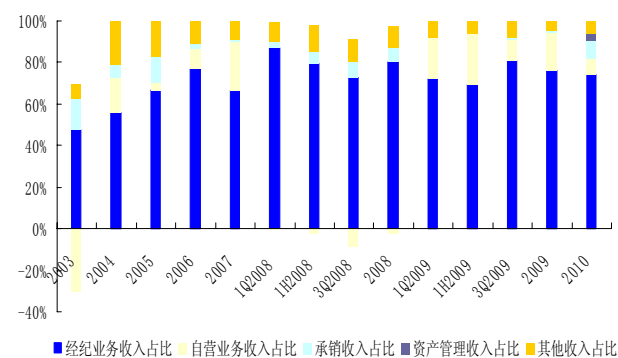


证券分析师：姚轶楠
执业证书编号：A0140511010016
010-66045746 yaoyan@txsec.com
联系人：原野
010-66045463 yuanyan@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- **本期经营数据：**报告期内公司实现营业收入17.00亿元，同比减少11.92%，实现营业利润6.84亿元，同比减少42.52%，归属母公司净利润5.27亿元，同比减少42.22%。基本每股收益0.82元。2010年利润分配预案以2010年末总股本为基数，每10股派2元（含税）。
- **承销业务发力：**受益2010新股发行数量增加，公司2010年承销业务较往年提升明显，实现爆发式增长。报告期内实现发行承销业务净收入14.5亿元，同比大幅增长近10倍，收入创历史新高，承销业务收入贡献比重也由2009年的0.67%提升至8.53%（图1）。公司2010年共担任富临运业、伟星新材、科新机电和中超电缆等4个IPO项目的主承销商，紫鑫药业增发主承销商以及湘电股份的配股主承销商，合计筹资额为19.08亿元，市场份额0.23%，行业排名41。
- **资产管理业务渐入佳境：**报告期内公司实现资产管理业务收入6021万元，较2009年的210万元提升28.6倍。公司自2009年7月第一支集合资产管理计划“1号动态优选”设立以来，资产管理业务收益显现，“东证1号优选”成功跑赢市场，获得业界一致好评，随后公司于2010年3月和2010年10月设立“2号成长精选”和“3号主题投资”集合资产管理计划，资产管理业务规模大幅提升，截至2010年末，公司理财产品管理数量已经达到4支，管理的资产净值达到35.72亿元，2010年东证1号和2号理财产品分别取得了单位净值年增长5.34%和28.08%的良好收益。公司的资产管理产品市场反响良好，给未来预留了发展空间。
- **经纪业务处境不容乐观。**报告期内公司实现经纪业务收入12.10亿元，同比减少19.49%。按照股基权债口径，公司2010年度代理成交额为8663亿元，同比下降4.5个百分点，经纪业务市场份额为0.69%，同比降低1.4个百分点（见图2）。公司2010年平均手续费率为0.13%左右，呈现下降趋势（见图3），但在全行业来看处于较高水平，这是因为公司经纪业务市场主要集中在东北地区，有一定区域垄断特征，在上市券商中佣金率排名第五位。但公司的市场份额一直处于行业较低水平。虽然2009年公司两次发行次级债融资21亿元补充资本金，营业部数量迅速由原来的48家扩张到64家，但从2010年市场份额统计数据来看，公司的经纪业务处境仍未有显著改善。

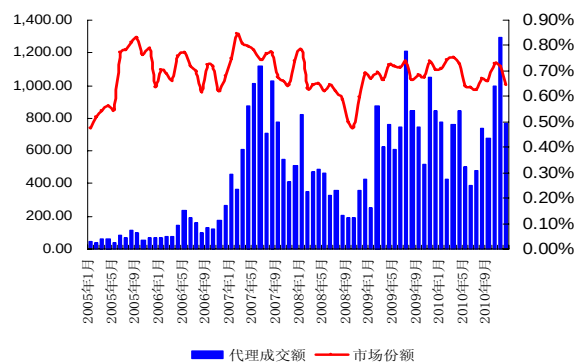
- **自营业务免于亏损。**公司2010年实现自营收益20.3亿元，同比下降52.92%，自营业务上半年由于市场表现不佳以及公司自营证券配置比例问题，亏损额高达1.85亿元，下半年由于市场回暖，加上公司及时调整自营风格，自营业务实现扭亏为盈，全年收益由负转正。公司自营风格以激进著称，截至2010年末，自营盘中权益类证券比例高达92%，公司激进的风格加上灵动的操作给自营业绩带来较高的弹性。
- **创新业务受制于净资本。**东北证券在业务开展上已经明显落后其他上市券商，融资融券业务由于净资本限制尚未获批，而公司已开展的其他创新业务也未取得实质性发展，根据《证券公司直接投资业务试点指引》，券商以自有资金对直投子公司投资金额不超过券商净资本的15%，按照公司2010年年报披露的20.32亿元的净资本，其最多可投入子公司的金额为3亿元，资金规模的限制制约了公司业务的开展。
- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司2011、2012年的EPS分别为0.67元和0.73元，以昨日收盘价21.88元计算的动态PE分别为27倍和33倍。公司经纪业务尚待提升，资金规模限制业务开展，因此维持公司“中性”的投资评级。

图表 1：东北证券历年各业务收入占比



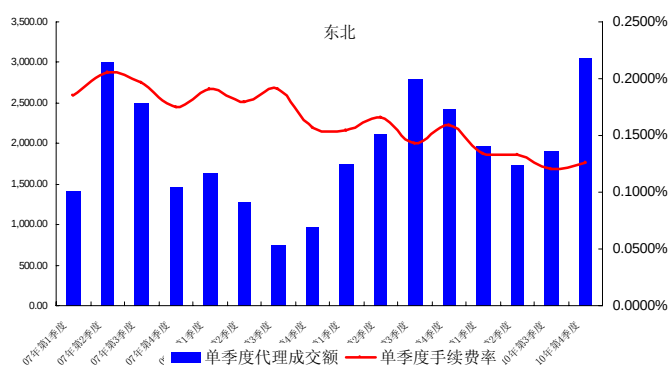
数据来源：公司定期报告

图表 2：东北证券市场份额



数据来源：上交所、深交所 天相投顾整理

图表 3 东北证券单季度手续费率



数据来源：公司定期报告 天相投顾整理

表格 1 东北证券盈利预测

单位：千元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,993,074	1,699,940	1,578,603	1,634,111
手续费及佣金净收	1,445,582	1,387,097	1,238,985	1,284,671



入

其中：代理买卖证券 业务净收入	1,401,781	1,109,947	980,100	987,885
证券承销业 务净收入	13,403	145,058	178,800	196,680
受托客户资 产管理业务净收入	2,103	60,214	80,085	100,106
利息净收入	101,565	100,324	102,543	106,439
投资收益	291,830	269,267	237,074	243,001
其中：对联营企业和 合营企业的投资收 益	73,900	85,191	94,269	103,695
公允价值变动	140,131	(65,894)	0	0
汇兑净收益	(7)	(372)	0	0
其他业务收入	13,973	9,520	0	0
营业支出	802,784	1,015,932	1,010,952	1,015,169
营业税金及附加	92,799	86,176	69,534	71,074
业务及管理费	694,704	917,012	931,462	940,776
资产减值损失	15,281	12,745	9,956	3,319
其他业务成本	0	0	0	0
营业利润	1,190,290	684,008	567,651	618,942
加：营业外收入	1,881	10,580	4,873	4,873
减：营业外支出	1,957	8,715	5,155	5,155
利润总额	1,190,215	685,873	567,369	618,661
减：所得税	277,330	158,338	141,842	154,665
净利润	912,885	527,535	425,527	463,995
归属于母公司净利 润	912,876	527,133	425,484	463,949
少数股东收益	9	401	43	46
每股收益（摊薄，元）	1.43	0.82	0.67	0.73

数据来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518041