



刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com
执业证书编号: S0870109100970

基本数据 (Y10)

4 月 12 日股价 (元)	22.91
12mth A 股价格区间 (元)	20.00/34.50
总股本 (百万股)	639
无限售 A 股/总股本	99.99%
流通市值 (百万元)	14646
每股净资产 (元)	5.42
PBR (X)	4.23
DPS (10, 元)	0.20 (含税)

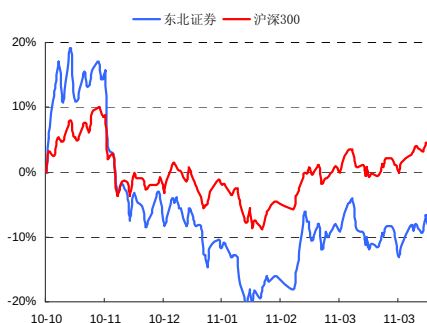
主要股东 (Y10)

吉林亚泰 (集团) 股份有限公司	30.71%
吉林省信托有限责任公司	23.05%
长春长泰热力经营有限公司	9.80%
长春房地 (集团) 有限责任公司	5.18%

收入结构 (Y10)

手续费及佣金净收入 (百万元)	1387
利息净收入 (百万元)	100
投资净收益 (百万元)	269
公允价值变动净收益 (百万元)	-66

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY11-CT06

相关报告:

首次报告时间: 2009 年 10 月 22 日

经纪、自营主营业务均出现大幅下滑

拖累公司业绩表现落后于行业平均水平

——东北证券 2010 年年报点评

■ 公司动态:

2010 年, 东北证券实现营业收入 17 亿元, 同比下降 14.71%; 归属于上市公司股东的净利润 5.27 亿元, 同比下降 42.26%, 每股收益为 0.82 元; 实现加权净资产收益率为 16.24%, 同比减少 18.11 个百分点; 截至 2010 年底, 公司总资产为 195.76 亿元, 归属上市公司股东权益为 34.65 亿元, 净资本为 34.59 亿元。

■ 主要观点:

经纪业务“价跌量升”

公司代理买卖证券业务净收入 11 亿元, 平均佣金率为 0.132%, 较 09 年 0.162% 下降了 0.030 个百分点, 市场份额为 0.744%, 较 09 年底上升了 0.017 个百分点, 由于公司经纪业务佣金率高于行业均值, 我们认为公司经纪业务的快速扩张将与价格存在紧密相关性, 未来公司可能面临佣金率进一步下降的压力。

自营投资收益同比大幅下降

公司实现自营业务投资净收益 1.18 亿元, 同比下降 66.99%; 自营业务资产中配置固定收益类证券的比例为 41.07%, 权益类资产及衍生品的比例为 59.08%, 固定收益类资产配置比例同比降低 1.99 个百分点, 公司自营资产配置比例保持稳定。

投行业务收入因基数效应同比大增

公司实现投行业务收入 1.45 亿元, 同比增长 982.54%; 公司完成 5 个 IPO 项目, 包括富临运业、伟星新材、科新机电、中超电缆、科华恒盛, 1 个增发项目 (紫鑫药业), 1 个配股项目 (湘电股份), 公司的股票 IPO 项目融资规模排名行业第 31 位, 投行业务竞争力居中。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“大市同步”评级。

我们预测东北证券 11-12 年 EPS 为 1.03 元、1.09 元, 对应 4 月 12 日收盘价 22.91 元, 11 年动态市盈率为 22 倍, 在券商股中相对估值居中; 我们维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

表: 东北证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,993	1,700	1,949	1,964
年增长率 (%)	78.58	-14.71	14.66	0.74
归属于母公司的净利润	913	527	658	695
年增长率 (%)	122.67	-42.25	24.87	5.62
每股收益 (元)	1.43	0.82	1.03	1.09
PER (X)	16.04	27.78	22.25	21.07

注: 有关指标按最新总股本 639 百万股计算; PER 按 4 月 12 日收盘价 22.91 元计算。

一、公司业绩表现落后于行业平均水平

根据证券业协会公布数据，106家证券公司2010年共实现营业收入1911.02亿元，累计实现净利润775.57亿元，同比分别下降6.80%和16.85%。其中，经纪业务收入1084.90亿元，占比56.77%，同比下降12.46个百分点；投行业务收入272.32亿元，占比14.25%，同比增加6.86个百分点；资产管理业务收入21.83亿元，占比1.14%，同比增加0.36个百分点；自营收入206.76亿元，占比10.82%，同比下降0.48个百分点。由于佣金率下降导致经纪业务在收入中所占权重大幅下降，同时IPO上市企业数量快速增长推动投行业务占比上升。此外，106家公司全部实现盈利。

2010年，东北证券实现营业收入17亿元，同比下降14.71%；归属于上市公司股东的净利润5.27亿元，同比下降42.26%，每股收益为0.82元；其中，经纪、投行、自营业务分别贡献了65.29%、8.53%、6.95%的营业收入，公司实现利息净收入1亿元，占营业收入比例为5.90%。

公司每股净资产为5.42元，同比增长13.39%；实现加权净资产收益率为16.24%，同比减少18.11个百分点；截至2010年底，公司总资产为195.76亿元，归属上市公司股东权益为34.65亿元，净资本为34.59亿元。

图 1 10 年证券业收入结构情况（亿元，%）

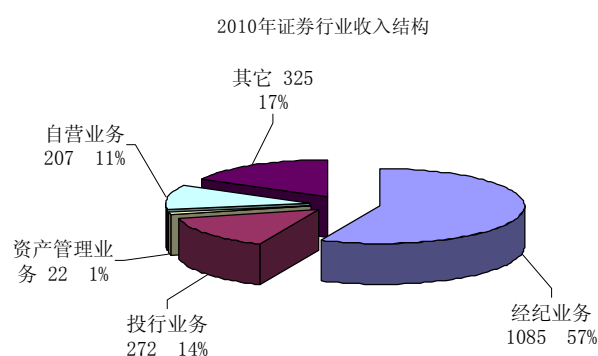
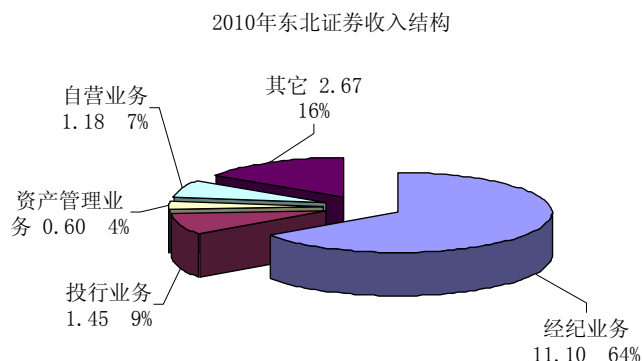


图 2 10 年东北证券收入结构情况（亿元）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

二、经纪业务“价跌量升”

2010年,公司代理买卖证券业务净收入11亿元,同比下降20.82%;按照股票+基金+权证交易金额的统计口径,折算平均佣金率为0.132%,高于行业均值,较09年0.162%下降了0.030个百分点,降幅达到18.46%,佣金率持续单边下滑,导致公司经纪业务收入明显下降。

图 3 07-10 年证券业经纪业务佣金率变化趋势 (亿元, %)

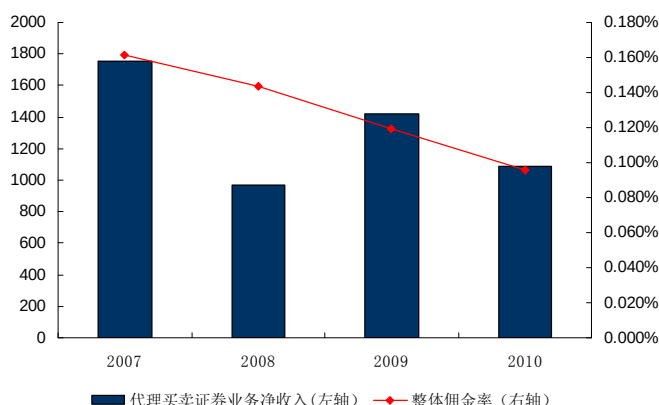
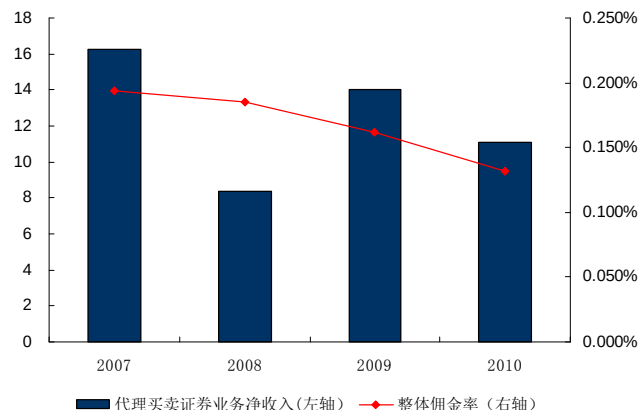


图 4 07-10 年东北证券经纪业务佣金率变化趋势 (亿元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 08-10 年证券业营业部数量变化趋势 (家, %)

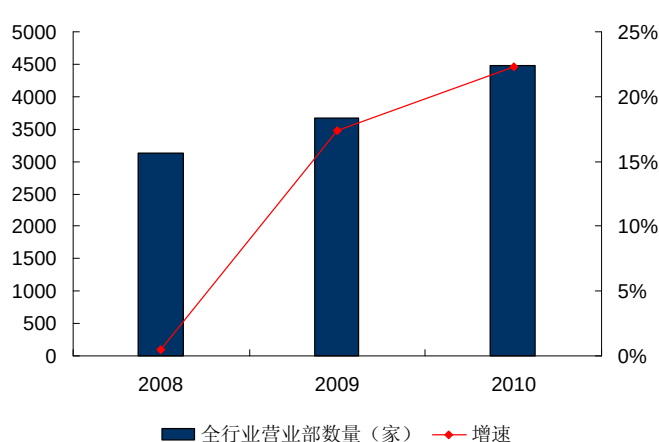
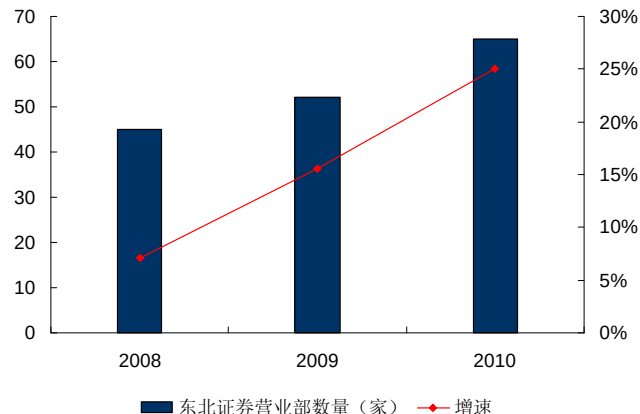


图 6 08-10 年东北证券营业部数量变化趋势 (家, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司营业部数量从 09 年的 52 家增长至 10 年的 65 家, 同期全国营业部同比净增加 366 家。2010 年末, 公司经纪业务市场份额为 0.744%, 较 09 年底上升了 0.017 个百分点, 由于公司经纪业务佣金率高于行业均值, 我们认为券商经纪业务的快速扩张与价格存在相关性, 未来公司可能面临佣金率进一步下降的压力。

三、自营收益同比下降 67%

2010 年，公司实现自营业务投资净收益 1.18 亿元，同比下降 66.99%，营业利润率为 83.74%。

10 年底按照期末交易性金融资产和可供出售金融资产的统计口径，公司自营业务的账面价值为 19.97 亿元，较 09 年底的 23.23 亿元减少了 3.26 亿元。

公司自营业务资产中配置固定收益类证券的比例为 41.07%，权益类资产及衍生品的比例为 59.08%，固定收益类资产配置比例同比降低 1.99 个百分点，公司自营资产配置比例保持稳定。

四、投行业务收入因基数效应同比大增

2010 年，公司实现投行业务收入 1.45 亿元，同比大增 982.54%，主要原因是上年基数较低所致；公司投行业务利润率为 27.01%。

公司担任主承销商完成 5 个 IPO 项目，包括富临运业、伟星新材、科新机电、中超电缆、科华恒盛，1 个增发项目（紫鑫药业），1 个配股项目（湘电股份）。

公司的股票 IPO 项目融资规模排名行业第 31 位，投行业务竞争力居中。

五、资产管理业务贡献较小

2010 年，公司受托资产管理业务实现管理费收入 0.60 亿元，2010 年底，公司理财产品管理数量达到 4 支，受托资产规模 35.72 亿元，位居行业第 12 位，平均管理费率为 1.68%。

此外，公司参股两家基金公司，分别是东方基金（46%）、银华基金（21%），权益净利润合计为 8524 万元，基金公司财务情况如下：

1) 东方基金：

总资产 1.56 亿元，净资产 1.43 亿元；2010 年实现营业收入 1.39 亿元，利润总额 4346 万元，净利润 3008 万元，ROE 为 21%。

2) 银华基金：

总资产 11.62 亿元，净资产 9.35 亿元；2010 年实现营业收入 10.76 亿元，利润总额 4.39 亿元，净利润 3.40 亿元，ROE 为 36%。

六、费用情况分析

2010 年，公司共支出业务及管理费 9.17 亿元，占营业收入的比重为 53.94%，较 09 年占比 34.86% 上升 19.09 个百分点；职工薪酬支出 3.89 亿元，占业务及管理费的比重为 42.42%，与上期基本持平。

七、业绩预测、估值及建议

我们预测东北证券 11-12 年 EPS 为 1.03 元、1.09 元，对应 4 月 12 日收盘价 22.91 元，11 年动态市盈率为 22 倍，在券商股中相对估值居中；我们维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

表 1：东北证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,993	1,700	1,949	1,964
年增长率（%）	78.58	-14.71	14.66	0.74
归属于母公司的净利润	913	527	658	695
年增长率（%）	122.67	-42.25	24.87	5.62
每股收益（元）	1.43	0.82	1.03	1.09
PER（X）	16.04	27.78	22.25	21.07

注：有关指标按最新总股本 639 百万股计算；PER 按 4 月 12 日收盘价 22.91 元计算。

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。