



东北证券 (000686)

公司点评 研究报告

由“谨慎推荐”下调为“中性”

2012-2-7

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 蒲东君 (8627) 65799537 pudj@cjsc.com.cn

增发点评：股东力挺发行价，业绩仍有待改善

事件描述

东北证券 (000686) 2月6日公布非公开增发预案和1月财务数据，主要看点有：

- 公司本次非公开发行股票数量不超过 3.4 亿股，价格不低于 11.79 元/股，募集资金不超过 40 亿元，将全部用于增加公司资本金；其中公司第一、二大股东亚泰集团和吉林信托拟分别出资 10-12.28 亿元、3.5 亿元认购本次非公开发行股份。

- 2012 年 1 月公司实现营业收入 0.15 亿元，净利润-0.45 亿元，自 2011 年 8 月以来的持续亏损状态仍未得到缓解。

我们认为，由于大股东积极参与，且目前公司股价较定增价有 11.37% 的空间，增发成功概率高；但增发完成后公司资产规模排名在上市券商中的提升幅度有限；此外，在成交量低迷和市场波动的情况下，资本实力的提升难以缓解公司经纪与自营业绩的下滑以及成本刚性，但如果成交量和市场恢复向上，增发资金有望带来投资收益的提升。

我们预计 2012 全年 EPS 为 0.25 元，对应 PE 为 52.5 倍，企业价值系数为 11.08，估值优势并不明显，但有一定的安全边际，给予其“中性”评级。

事件评论

第一，大股东积极参与，公司非公发行成功概率高

公司于 2 月 6 日公布了非公开发行股票预案，本次发行股票数量不超过 3.4 亿股，价格不低于 11.79 元/股，募集资金不超过 40 亿元，将全部用于增加公司资本金；其中公司第一、二大股东亚泰集团和吉林信托拟分别出资 10-12.28 亿元、3.5 亿元认购本次非公开发行股份。

表 1：公司非公开发行股票预案

具体情况	
发行股数	不超过 3.4 亿股
发行价格	不低于 11.79 元/股
大股东参与	第一大股东亚泰集团拟出资 10-12.28 亿元，第二大股东吉林信托拟出资 3.5 亿元
解禁情况	亚泰集团认购股份 60 个月不得转让，吉林信托限售期为 36 个月，其他发行对象持股比例超过 5% 的限售期为 36 个月，5% 以下限售期 12 个月
发行进展	非公预案已获董事会审议通过，尚需股东大会审议及证监会的核准

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，目前大股东拟认购金额占此次增发的 36.95%，且公司目前股价较定增价有 10% 以上的空间，因此公司本次非公开发行成功概率较高。



第二，增发完成后公司资本实力提升幅度有限

增发完成后，公司总股本将由目前的 6.39 亿股提升至 9.37 亿股，净资产规模也相应提升至 70 亿元以上，但由于近年来上市券商增资扩股幅度较大，即使公司成功完成定向增发，其资本实力提升幅度有限。

截至 2011 年 9 月底，公司净资产规模为 32.68 亿元，在上市券商中排名第 15 位，增发完成后公司净资产规模有望提升 2 位。

表 2：截至 2011 年三季度末公司注册资本及净资产规模排名（单位：亿元）

排名	券商	注册资本	归属于母公司所有者权益
1	中信	110.17	656.26
2	海通	82.28	448.02
3	华泰	56.00	330.90
4	广发	29.60	314.86
5	招商	46.61	245.04
6	光大	34.18	216.63
7	国元	19.64	147.26
8	方正	61.00	143.23
9	长江	23.71	113.80
10	西南	23.23	111.96
11	兴业	22.00	84.02
12	宏源	14.61	73.37
13	山西	24.00	59.29
14	东吴	20.00	42.58
15	东北	6.39	32.68
16	国金	10.00	32.47
17	国海	7.17	26.49
18	太平洋	15.03	20.81

资料来源：公司公告，长江证券研究部

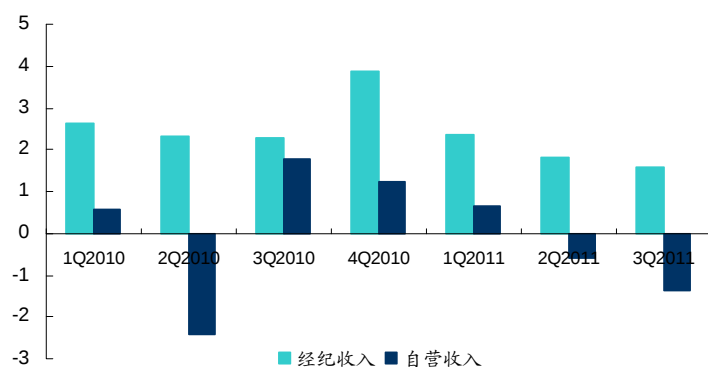
第三，增发难解传统盈利模式下经纪自营业绩的持续下滑

作为倚靠经纪与自营业务这一传统盈利模式的区域性中小券商，在成交量与市场持续低迷的情况下，公司经纪与自营业绩持续下滑，从而导致自 2011 年 8 月以来母公司月度净利润持续亏损，母公司净资产规模也降至 30.11 亿元。

我们认为，尽管增发能够缓解长期制约公司发展的资金紧张局面，但在成交量与市场表现未发生显著变化的情况下，公司佣金费率水平仍有一定的下降空间，而经纪业务市场份额和自营投资收益率难以实现较大的提升，简言之，资本实力的提升难以缓解公司经纪与自营业绩的下滑。

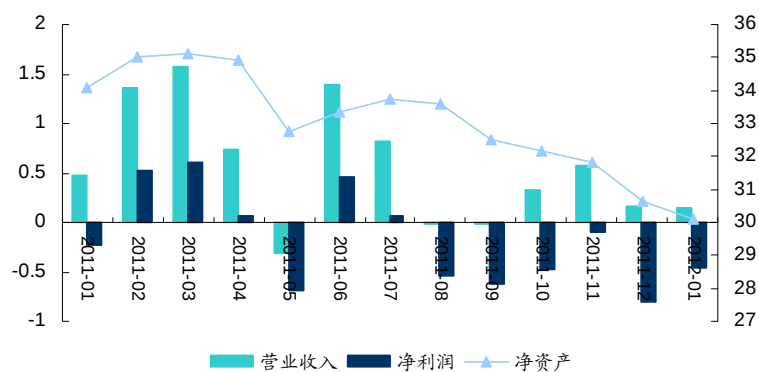
但在市场好转的前提下，假设增发资金的投资收益率达到 3%，预计将会给公司带来近亿元的收入，对投资收益的提升较为明显。

图 1：公司季度经纪与自营收入变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：母公司月度营业收入、净利润及净资产规模变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3：2011 前三季度公司佣金费率水平及同比变动

券商	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动
太平洋	0.1242%	0.1528%	-18.76%
山西	0.1170%	0.1380%	-15.20%
东北	0.1143%	0.1353%	-15.55%
国金	0.1066%	0.1112%	-4.09%
宏源	0.1028%	0.1295%	-20.63%
广发	0.0888%	0.1044%	-14.92%
海通	0.0885%	0.1165%	-24.09%
国元	0.0865%	0.1110%	-22.05%
长江	0.0833%	0.1034%	-19.39%
西南	0.0764%	0.1008%	-24.23%
中信	0.0757%	0.0917%	-17.45%
华泰	0.0744%	0.0883%	-15.73%
光大	0.0720%	0.0829%	-13.19%
招商	0.0682%	0.0846%	-19.43%
兴业	0.0602%	0.0775%	-22.35%

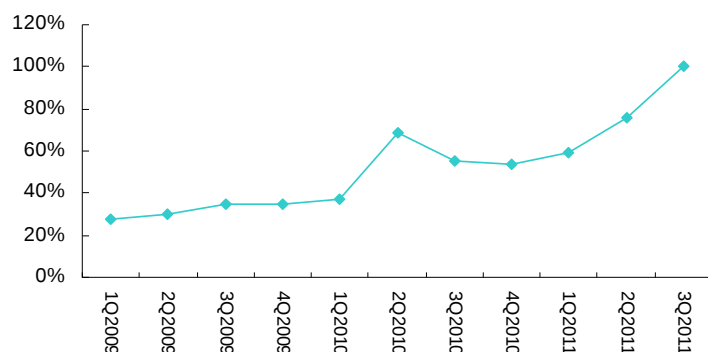
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，成本刚性进一步侵蚀公司利润

成本收入比快速上升与成本刚性是制约公司业绩表现的另一因素。

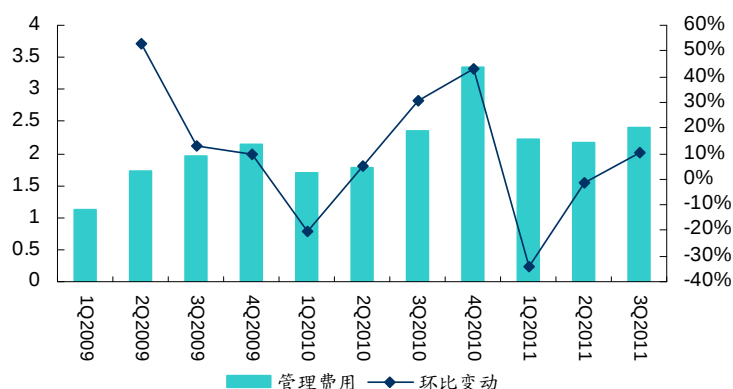
公司成本收入比水平已由 2009 年的 27.79% 提升至 2011 年三季度末的 100.17%，即使不考虑亏损对成本收入水平的影响，从成本的绝对值看，2010 年以来公司季度成本费用平均水平在 2.28 亿元左右，充分说明公司成本费用具有一定刚性。

图 3：公司季度成本收入比变动情况



资料来源：长江证券研究部

图 4：公司季度费用水平及环比变动



资料来源：长江证券研究部

第五，投资评级与风险提示

从 PE、PB 估值看，假设 2012 年成交量较上年下降 20%，那么保守预测公司 2012 年 EPS 为 0.25 元，对应 PE 和 PB 分别为 52.5 倍和 2.5 倍，在上市券商中估值偏高；

若按照经纪业务价值系数法，公司调整后的企业价值系数为 11.08，在上市券商中处于中等水平，总体来看，无论是市盈率法还是经纪业务价值系数法，公司目前估值水平不具备明显优势。

我们认为，由于大股东积极参与，且目前公司股价较定增价有 11.37% 的空间，本次非公开发行成功概率较高；但增发完成后公司资产规模排名在上市券商中的提升幅度有限；此外，在成交量低迷和市场波动的情况下，资本实力的提升难以缓解公司经纪与自营业绩的下滑以及成本刚性，而一旦成交量和市场恢复向上，增发资金有望带来投资收益的

提升，预计 2012 全年 EPS 为 0.25 元，对应 PE 为 52.5 倍，企业价值系数为 11.08，估值优势并不明显，但有安全边际，给予其“中性”评级。

表 4: 上市券商 PE/PB 估值对比

公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)			P/B (X)		
		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中信证券	10.84	1.11	1.23	0.61	9.8	8.8	17.8	1.5	1.3	1.2
海通证券	8.45	0.45	0.38	0.47	18.8	22.2	18.0	1.6	1.5	1.3
宏源证券	11.92	0.89	0.44	0.62	13.4	27.1	19.2	2.4	2.2	1.9
国元证券	9.09	0.47	0.29	0.30	19.3	31.3	30.3	1.2	1.1	1.1
东北证券	13.13	0.82	(0.24)	0.25	16.0	-54.7	52.5	2.4	2.5	2.4
国金证券	10.32	0.44	0.23	0.38	23.6	44.9	27.2	3.4	3.2	2.8
西南证券	8.72	0.39	0.11	0.20	22.4	79.3	43.6	1.8	1.8	1.7
太平洋	6.98	0.14	0.10	0.19	51.3	67.1	36.7	5.4	4.9	4.3
光大证券	10.65	0.64	0.46	0.48	16.6	23.2	22.2	1.6	1.5	1.4
招商证券	10.91	0.90	0.43	0.49	12.1	25.4	22.3	1.6	1.5	1.4
广发证券	24.57	1.62	0.78	0.89	15.2	31.5	27.6	3.2	2.9	2.6
华泰证券	8.26	0.63	0.32	0.34	13.1	25.8	24.3	1.4	1.3	1.3
兴业证券	10.58	0.39	0.20	0.31	27.1	52.9	34.1	2.8	2.6	2.4
山西证券	6.59	0.18	0.08	0.10	36.6	82.4	65.9	2.6	2.5	2.4
长江证券	7.58	0.59	0.42	0.54	12.8	18.0	14.0	1.7	1.6	1.4

资料来源：长江证券研究部

表 5: 上市券商经纪业务价值系数对比

价值系数	中信	海通	国元	东北	宏源	国金	太平洋	西南	国海
市值（亿元）	1,194	695.25	178.54	83.94	174.18	103.22	104.93	202.53	80.35
市场份额	5.43%	4.08%	1.07%	0.72%	1.27%	0.65%	0.27%	0.77%	0.68%
佣金水平	0.08%	0.09%	0.09%	0.11%	0.10%	0.11%	0.12%	0.08%	0.14%
经纪业务价值系数	3.64	5.28	5.39	9.44	7.29	6.93	3.09	3.04	11.85
经纪业务收入比重	30.74%	36.65%	49.93%	85.18%	49.24%	52.29%	42.81%	59.76%	77.05%
调整后企业价值系数	11.83	14.41	10.80	11.08	14.81	13.25	7.21	5.09	15.38
价值系数	光大	招商	华泰	广发	兴业	长江	山西	方正	东吴
市值（亿元）	364.02	508.53	462.56	727.18	232.76	185.67	158.15	269.62	130.4
市场份额	3.02%	3.94%	5.45%	4.09%	1.69%	1.73%	0.57%	1.73%	0.92%
佣金水平	0.07%	0.07%	0.07%	0.09%	0.06%	0.08%	0.12%	0.08%	0.10%
经纪业务价值系数	5.81	5.42	8.25	5.06	4.36	7.45	4.33	5.13	7.06
经纪业务收入比重	43.61%	44.73%	65.92%	59.38%	40.10%	75.93%	62%	71%	65%
调整后企业价值系数	13.32	12.12	12.51	8.52	10.86	9.82	6.98	7.23	10.85

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，具有 7 年从业和研究经历。

蒲东君，武汉大学经济学硕士，具有 3 年从业和研究经历。

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。