

严峻市场环境下的大幅下滑

——证券行业 2008 年年报前瞻

研究结论

- 指数连续下挫以及交易量大幅缩水是 2008 年证券行业业绩下滑的主要原因。在经纪和自营业务迅速收入下滑的背景下，投行、资产管理等业务收入由于规模有限难以起到平抑业绩波动的作用。从上市券商前三季度经营情况来看，2008 年以来季度营业收入及净利润环比不断下降，前三季度净利润较 2007 年同期下降 48%。第四季度由于市场指数和交易量有所回升，季度业绩环比可能出现年内首次正增长，但仍难改变全年业绩大幅下滑的态势。
- 根据中国证券业协会对证券公司 2008 年经营情况的初步统计，行业经营情况与我们的预期基本相符：全行业 107 家证券公司营业收入和净利润下滑幅度分别为 56%和 63%，行业净资产同比小幅增长 4%，2008 年行业 ROE 水平为 13.4%，较 2007 年下降 25 个百分点。
- 从上市券商公布的 2008 年业绩预告来看，除长江、宏源证券业绩略低于我们预测外，其他上市券商业绩符合预期。2008 年上市券商业绩分化较为明显。国金证券由于浮盈变现推动，成为唯一正增长的上市券商。中信证券与海通证券业绩下滑幅度在 40%左右，小于行业整体降幅。东北证券业绩变动幅度基本与行业整体水平持平，而长江、国元及宏源证券业绩下滑幅度均在 70%以上，大于行业整体降幅。
- 2009 年以来，A 股市场一扫 08 年指数大幅下跌、交易量严重萎缩的阴霾，作为证券市场景气回升最直接的受益者，2009 年以来证券行业主要业务驱动指标取得超预期的提升，行业业绩尤其是一季度业绩很可能超越市场预期。市场转暖也将有利于创新业务加快推出，创业板、融资融券等创新业务的推出不仅将拓展证券公司盈利渠道，还将对现有业务形成有效促进，从而多方位增加行业利润增长点。
- 由于证券公司盈利高度依赖于证券市场波动，业绩波动周期也往往与估值水平的波动周期相互重合，高贝塔值使得对证券行业的投资具备类似于放大投资杠杆的效果。投资者在市场波动周期中的上升阶段加大对证券行业配置，将有望获得业绩与估值水平双重提升带来的超额回报。基于目前市场状况，对证券行业投资机会的把握可基于投资者的风险偏好及预期而采取以下两种思路：（1）投资龙头，分享成长。证券业竞争格局正逐渐由分散走向集中，龙头公司将能够在未来发展中获得更多政策支持。上市券商中我们更为看好基本面及估值水平均具备一定优势的中信证券。（2）波段操作，把握阶段性上涨行情。对于希望通过波段操作从而充分把握股票市场阶段性上涨行情的投资者而言，可以选择业绩对市场成交金额及指数涨幅更为敏感的证券公司作为投资标的。我们认为东北、宏源及国元证券的业绩相对股指及交易量的敏感度更高，而三者之中东北证券具备一定的 PE 估值优势。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚路

银行与证券行业分析师

8621-63325888×6082

kanlu@orientsec.com.cn

王小罡

非银行金融行业资深分析师

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

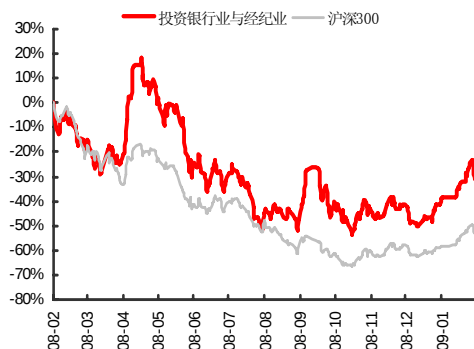
行业

证券

报告日期

2009 年 2 月 20 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%) 8.42 14.07 -30.01

相对表现 (%) 1.8 5.38 21.91

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
中信证券	3.74	1.10	0.98	24.14	增持
海通证券	1.33	0.40	0.36	13.22	增持
宏源证券	1.39	0.30	0.31	16.12	中性
国元证券	1.56	0.36	0.32	15.51	中性
长江证券	1.41	0.42	0.36	14.25	中性
国金证券	1.32	1.48	0.70	31.52	中性
东北证券	1.92	0.69	0.56	22.11	中性

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

2008 年：严峻市场环境下的大幅下滑.....	4
经纪业务：日均股票基金交易量大幅下滑	4
自营业务：总体表现好于市场指数	6
投行业务：股权融资萎缩 债券承销成为亮点	7
资产管理业务：规模受制于市场波动.....	9
费用：相对于收入的大幅波动，费用具有一定刚性	10
上市券商 2008 年报前瞻	11
2009 年：市场转暖 业绩复苏值得期待.....	15

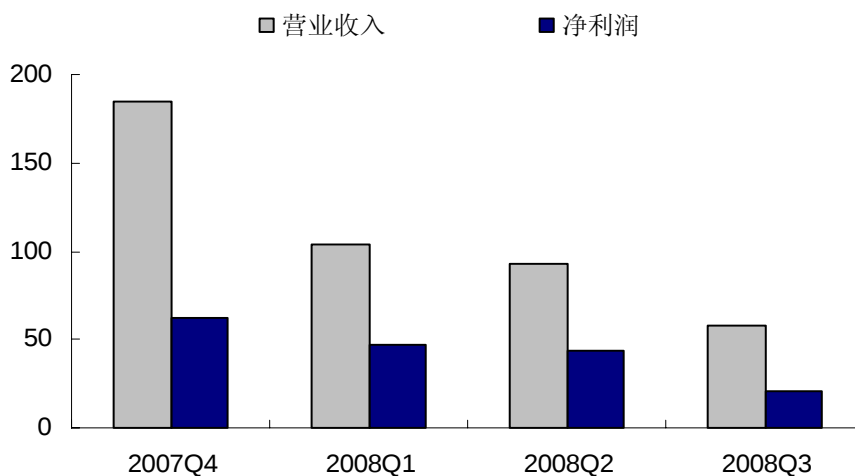
图表目录

图 1：上市券商季度营业收入及净利润呈逐季下降趋势	4
图 2：2008 年日均股票基金成交金额及流通市值换手率变动趋势	5
图 3：2008 年上市券商佣金率变动趋势	5
图 4：上市券商经纪业务市场占有率	5
图 5：2008 年前三季度上市券商自营业务收入及收益率	6
图 6：2008 年中报上市券商自营业务收入结构	6
图 7：上市券商自营资产结构	7
图 8：2008 年股票及债券融资规模（单位：亿元）	8
图 9：05 年以来券商集合理财业务规模及产品数量	9
图 10：基金份额及管理资产规模变动情况	10
图 11：上市券商业务及管理费及其占营业收入比重	10
图 12：09 年以来 A 股市场日均交易量持续回升	15
表 1：2008 年股票融资市场份额	8
表 2：2008 年企业主体债券承销市场份额	9
表 3：2008 年证券行业经营情况	11
表 4：2008 年上市券商业绩及变动情况	11
表 5：上市券商盈利预测与估值（股价为 2009 年 2 月 20 日收盘价）	16
附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析	17
附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析	18
附表：宏源证券（000562）财务报表预测与比率分析	19
附表：国元证券（000728）财务报表预测与比率分析	20
附表：长江证券（000783）财务报表预测与比率分析	21
附表：国金证券（600109）财务报表预测与比率分析	22
附表：东北证券（000686）财务报表预测与比率分析	23

2008 年：严峻市场环境下的大幅下滑

指数连续下挫以及交易量大幅缩水是 2008 年证券行业业绩下滑的主要原因。从上市券商前三季度经营情况来看，2008 年以来季度净利润环比不断下降，第三季度环比降幅达到 51%，而累计净利润也呈现同比加速下滑态势，前三季度净利润较 2007 年同期下降 48%。第四季度由于市场指数和交易量有所回升，季度业绩环比可能出现年内首次正增长，但仍难改变全年业绩大幅下滑的态势，从上市券商前三季度营业收入归因分析中可以看出，经纪和自营业务是拖累上市券商营业收入下滑的主要原因，而投行、资产管理等业务收入虽然同比有所增长，但由于规模有限难以起到平抑业绩波动的作用。

图 1：上市券商季度营业收入及净利润呈逐季下降趋势

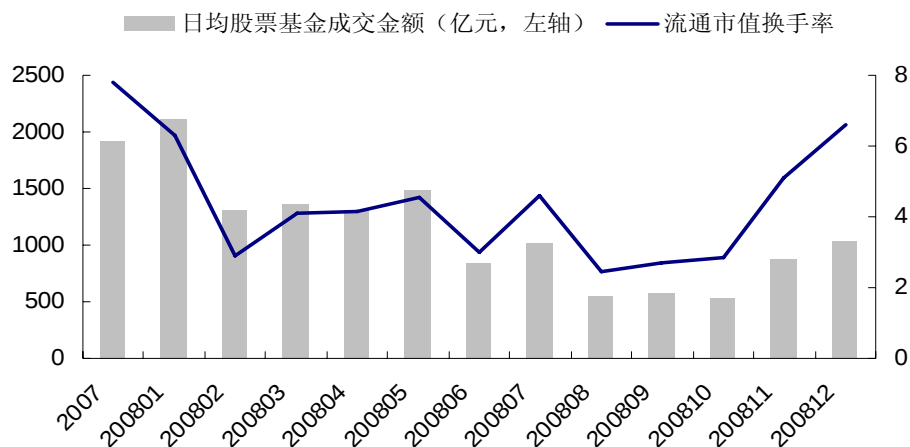


资料来源：公司数据

经纪业务：日均股票基金交易量大幅下滑

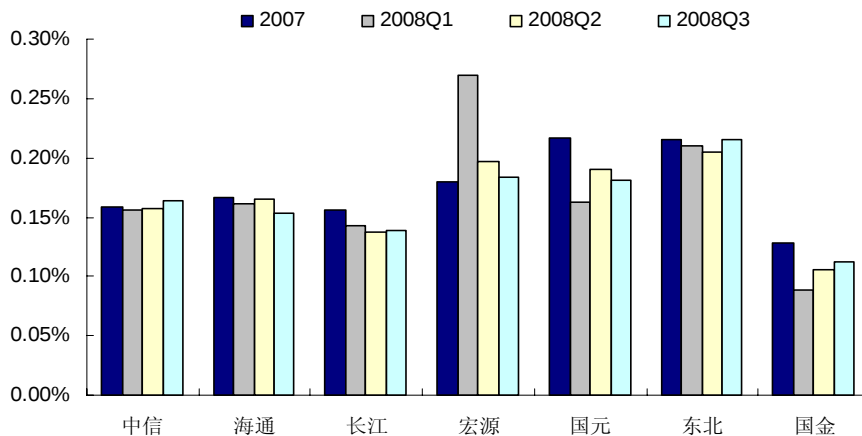
在估值水平下降导致流通市值缩水以及换手率大幅下降的影响下，2008 年全年日均股票基金交易金额为 1085 亿，较 2007 年下降 44%。全年交易量低点出现在 8-10 月，日均股票基金成交金额仅维持在 500-600 亿水平，对应流通市值换手率在 3 倍以下。从佣金率来看，随着弱市中经纪业务竞争加剧以及佣金率较低的机构投资者占比不断增加，上市券商 2008 年前三季度平均佣金率较 2007 年下降了近 5%，从各券商具体情况来看，区域垄断性较强的地区性券商以及研究能力较强的大型券商有望保持佣金率的相对稳定。从上市券商市场占有率来看，基本维持稳定。

图 2：2008 年日均股票基金成交金额及流通市值换手率变动趋势



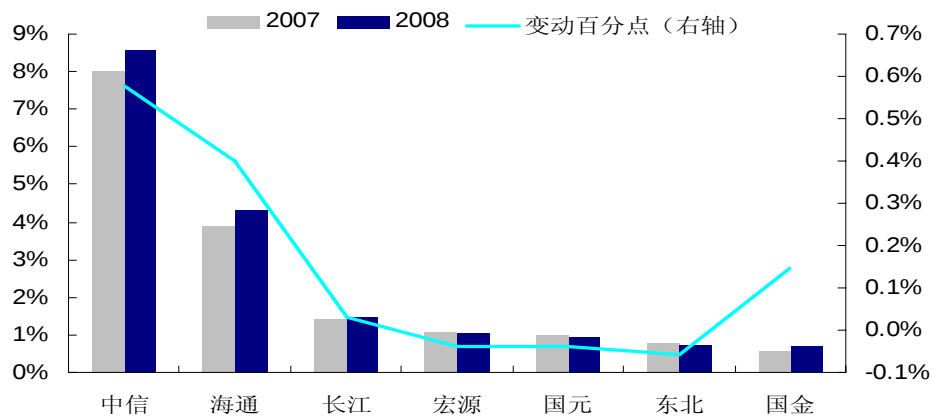
资料来源：wind 2008 年流通市值换手率为年化数据

图 3：2008 年上市券商佣金率变动趋势



资料来源：公司数据

图 4：上市券商经纪业务市场占有率

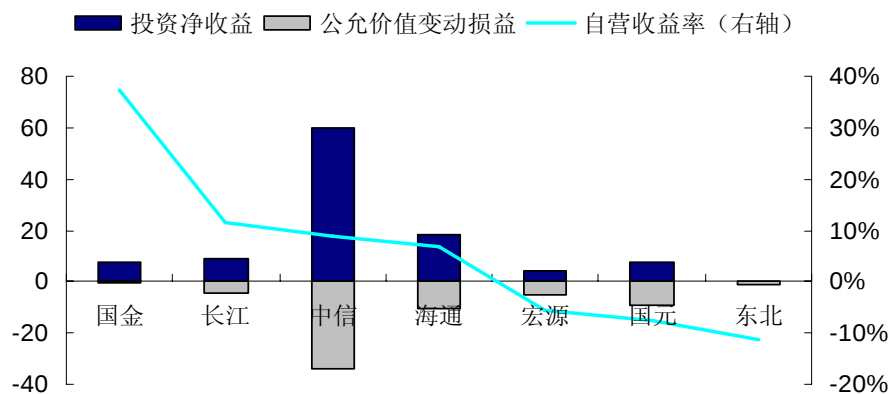


资料来源：公司数据

自营业务：总体表现好于市场指数

2008 年前三季度七家上市券商实现了自营业务收入 36 亿（投资净收益与公允价值变动损益合计，不包括联营及合营企业投资收入），占当期营业收入比重为 16%，总体投资收益率达到 10%，其中国金、长江、中信及海通证券实现了 6% 以上的自营业务收益率，表现远好于市场指数。

图 5：2008 年前三季度上市券商自营业务收入及收益率

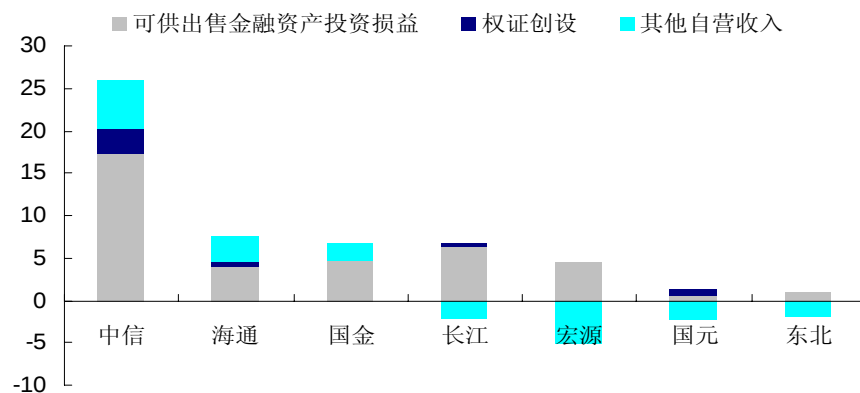


资料来源：公司数据

2008 年上市券商投资收益率大幅好于市场指数的原因主要在于：

(1) 可供出售金融资产浮盈释放以及权证创设收入增厚自营收益。截至 2008 年中报，七家上市券商可供出售金融资产投资损益与权证创设收入分别达到 38.1 亿和 5.1 亿，这两项收入占上市券商前三季度自营业务收入的比重分别达到 90% 和 12%。

图 6：2008 年中报上市券商自营业务收入结构

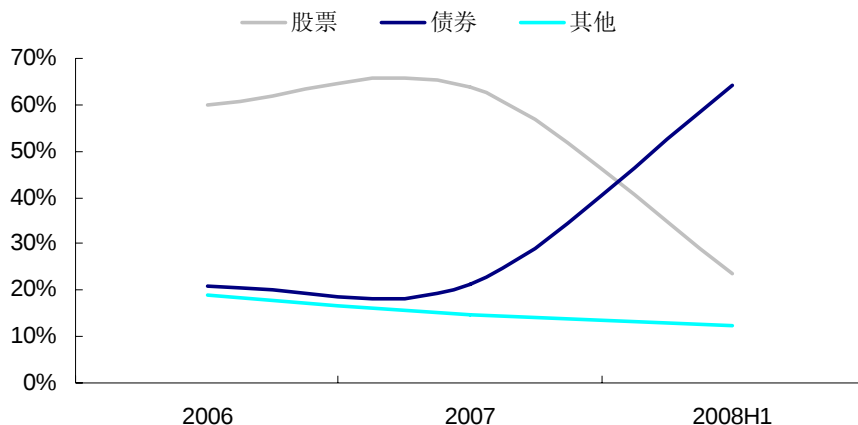


资料来源：公司数据

注：其他自营收入包括交易性金融资产出售及公允价值变动损益、衍生金融资产投资及公允价值变动损益

(2) 及时调整自营证券规模与结构, 从中报来看, 上市券商交易性与可供出售金融资产中股票资产占比已从年初的 64% 大幅下降到 24%, 而债券资产配置从 21% 上升到 64%, 从而避免了下半年股票市场继续大幅下跌的冲击, 而享受了债券市场牛市的收益。

图 7: 上市券商自营资产结构



资料来源: 公司数据

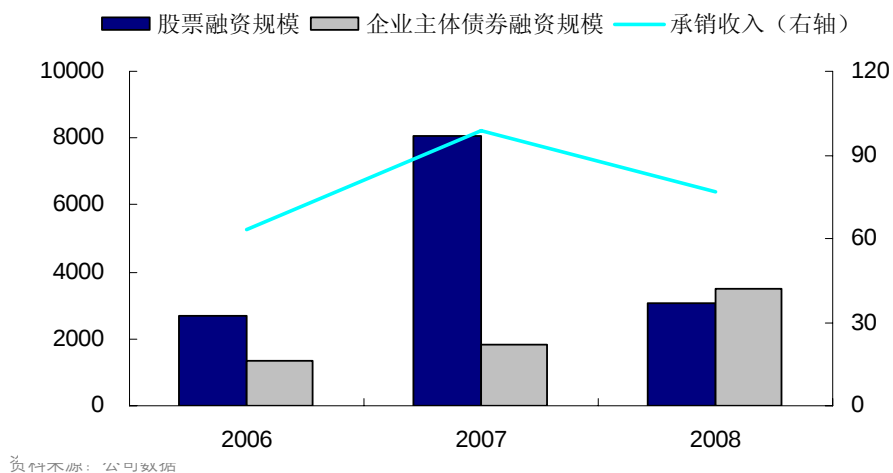
四季度市场指数仍有一定跌幅, 但由于上市券商均在此前对自营资产规模与结构进行了调整, 预计指数下跌对上市券商自营业务收入影响有限。但从全年来看, 预计自营业务收入较 2007 年同比下降幅度将在 80% 左右, 占营业收入比重也将显著降低。

投行业务: 股权融资萎缩 债券承销成为亮点

受到市场环境影响, 2008 年股票融资额较 2007 年大幅下滑, 全年融资规模为 3075 亿元, 较 2007 年全年下降 62%, IPO 融资项目自 08 年 9 月底进入暂停状态, 全年募集资金规模 1040 亿, 较 2007 年下滑幅度达 77%。

2008 年企业主体债券 (包括公司债、企业债、可转债及可分离转债) 融资额则达到创纪录的 3481 亿元, 超过同期股票融资金额, 占新增贷款规模比重也由 2007 年的 5% 大幅上升到 8.65%。

投行业务仍维持了较高的市场集中度。股票融资市场 CR5 和 CR10 分别达到 56% 和 75%。上市券商中, 中信证券龙头地位仍然稳固, 东北、长江及国元证券市场份额有所提升。企业主体债方面, 2008 年共有 32 家证券公司作为主承销商 (或联合主承销商) 参与了企业主体债券融资项目, 按融资规模来看, 排名第一的中信证券市场份额达到 19%, 而 CR5 和 CR10 则分别高达 58% 和 75%。债券发行业务与承销商项目资源、资金实力及机构客户基础等均有较大关系, 在这些方面具备优势的证券公司将是未来几年债券市场规模扩容的主要受益者。

图 8：2008 年股票及债券融资规模（单位：亿元）

表 1：2008 年股票融资市场份额

排名	主承销商	承销金额（亿元）	市场份额（%）
1	中信证券	579	18.83
2	中金公司	444	14.43
3	国泰君安	268	8.71
4	银河证券	237	7.69
5	平安证券	190	6.18
6	安信证券	167	5.44
7	国信证券	127	4.12
8	广发证券	109	3.54
9	高盛高华	100	3.25
10	光大证券	96	3.13
11	东北证券	77	2.49
13	长江证券	47	1.54
17	国金证券	42	1.37
18	海通证券	42	1.36
24	宏源证券	21	0.67
39	国元证券	5	0.17

资料来源：wind

表 2：2008 年企业主体债券承销市场份额

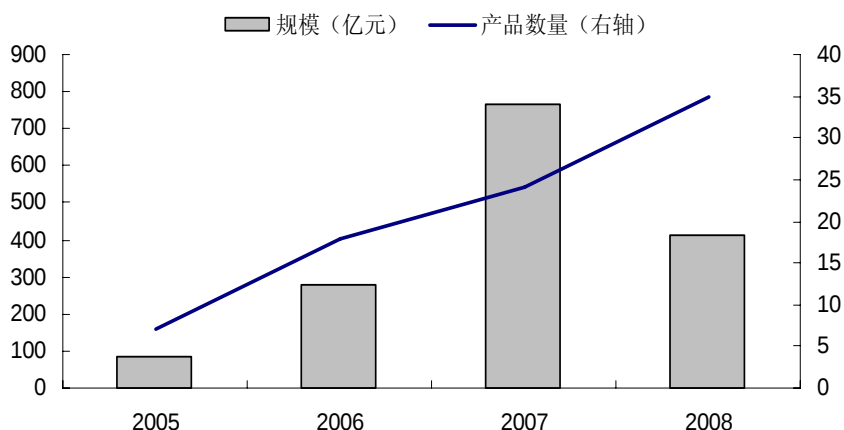
排名	主承销商	承销金额（亿元）	市场份额（%）
1	中信证券	661	18.99
2	中金公司	517	14.85
3	国泰君安	370	10.62
4	中国银河	282	8.09
5	中银国际	193	5.55
6	招商证券	143	4.09
7	中信建投	138	3.98
8	国信证券	112	3.22
9	高盛高华	100	2.87
10	安信证券	83	2.39
13	光大证券	73	2.08
16	长江证券	45	1.29
23	宏源证券	19	0.55
29	海通证券	12	0.34

资料来源：wind

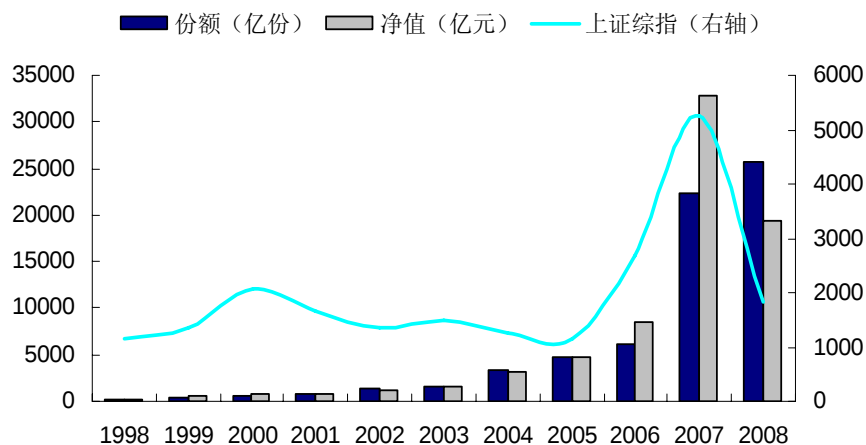
资产管理业务：规模受制于市场波动

2008 年集合理财计划审批速度明显加快，截至 2008 年底已成立且仍在存续期的集合理财计划为 37 个，加上尚有 10 只正处于募集期，实际上集合理财计划数量已达到 47 个，较 2007 年末的 24 只明显增长。但规模却由 2008 年年初 770 亿左右缩减到年底的 415 亿，单位净值下降也意味着证券公司无法提取业绩报酬收入。

随着市场由牛转熊，基金管理资产规模也受到影响，由 07 年底的 3.28 万亿下降 41%至 2008 年三季度末的 1.93 万亿。虽然基金份额仍有小幅增长，但弱市中股票基金营销难度明显加大，债券及货币基金占比的增多将降低综合管理费率。

图 9：05 年以来券商集合理财业务规模及产品数量


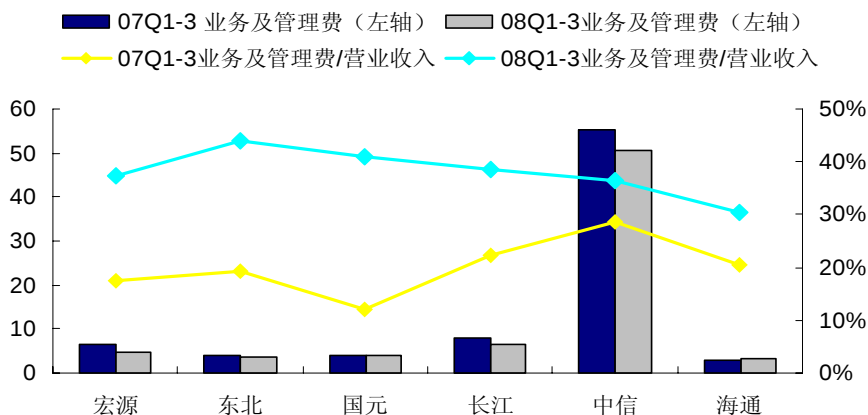
资料来源：wind

图 10：基金份额及管理资产规模变动情况


资料来源：wind

费用：相对于收入的大幅波动，费用具有一定刚性

经过 06-07 年间证券市场爆发式增长，各证券公司在员工人数及人均成本上均有了一定幅度提升。虽然员工成本中奖金等部分属于可变成本，但相对于收入的大幅波动而言，仍显得弹性不足。从上市券商的数据来看，在严峻市场环境导致营业收入大幅减少的情况下，08 年前三季度各公司营业费用绝对数额同比有一定程度压缩，但占当期营业收入比重却均有较大幅度上升，显示出较强的刚性。

图 11：上市券商业务及管理费及其占营业收入比重


资料来源：公司数据

上市券商 2008 年报前瞻

我们在证券行业年度策略报告中对证券行业 2008 年业绩情况进行过预测，根据证券业协会中国证券业协会对证券公司 2008 年经营情况的初步统计，行业经营情况与我们的预期基本相符。全行业 107 家证券公司营业收入和净利润下滑幅度分别为 56% 和 63%，行业净资产同比小幅增长 4%，2008 年行业 ROE 水平为 13.4%，较 2007 年下降 25 个百分点。

截至目前，我们覆盖的七家上市券商已全部公布 2008 年业绩预告，从业绩预告情况来看，上市券商 2008 年业绩与我们的预测基本相符。

表 3：2008 年证券行业经营情况

	2006	2007	2008E	2008*	同比变动**
经纪业务	360	1623	840	882	-46%
自营业务	169	890	88	-	-
投行业务	63	99	77	77	-22%
资管业务	-5	40	12	15	-63%
其他	117	184	221	-	-
收入合计	704	2836	1238	1251	-56%
净利润	253	1307	464	482	-63%
净资产	1041	3443	3477	3585	4%
ROE	24.3%	38.0%	13.3%	13.4%	-25 个百分点

资料来源：wind

*为 2008 年协会公布数据 **为 2008 年协会公布数据与 2007 年同比变动

表 4：2008 年上市券商业绩及变动情况

	净利润（百万元）				EPS（元）	
	2007	2008 (预测)	2008 (业绩预告)	同比 变动	2008 (预测)	2008 (业绩预告)
中信	12,389	7,220	7,281	-41%	1.09	1.10
海通	5,457	3,086	3,301	-40%	0.38	0.40
宏源	2,038	529	437	-79%	0.36	0.30
长江	2,366	772	701	-70%	0.46	0.42
国元	2,284	531	524	-77%	0.36	0.36
东北	1,114	394	400	-64%	0.68	0.69
国金	375	736	740	97%	1.47	1.48

资料来源：公司数据 东方证券研究所预测

中信证券（600030）：

公司业绩预告表明，2008 年公司实现营业收入 178 亿，归属于上市公司股东的净利润 72.8 亿，合每股收益 1.10 元，基本符合我们此前 EPS1.09 元的盈利预测。

从业绩下滑幅度来看，公司净利润较 2007 年同比下降 41%，小于行业整体利润 63% 的下滑幅度。我们认为，全面的业务结构以及年初较为丰厚的浮盈储备是公司得以抵御市场波动、保持较为稳定盈利能力的主要原因。

业绩快报披露公司 2008 年取得营业收入 177 亿，与我们盈利预测中的 178 亿基本一致。但公司利润总额 97 亿较我们预测中的 105 亿偏低 8%，预计主要原因在于公司对金融资产减值及费用计提超出我们此前预期。在此基础上，公司实现归属于母公司净利润 728 亿与我们盈利预测中的 722 亿较为接近，我们预计公司在第四季度对全年所得税费用进行了调整，初步估算公司的实际所得税率在 20% 以下。08 年末公司归属于上市公司股东的净资产为 550 亿，较 2007 年同比增长 6.67%，较我们盈利预测中的 536 亿高出近 15 亿，我们认为原因可能在于公司加大债券投资产生的浮盈计入资本公积从而增加了净资产规模。如果公司能够较好把握释放时点，这部分浮盈将可能对公司 09 年业绩产生一定正面影响。

维持对公司增持评级。在日均股票基金交易金额 857 亿，指数涨幅 10% 的假设下，我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.98 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 21.9 倍和 24.5 倍，PB 分别为 2.9 倍和 2.7 倍。

海通证券（600837）

公司业绩预告表明，2008 年公司实现营业收入 70.1 亿，符合我们 70.4 亿的预测；实现归属于上市公司股东的净利润 33 亿，合每股收益 0.40 元，略高于我们此前 EPS0.38 元的盈利预测。

公司业绩下降幅度同样低于行业总体下滑水平，主要原因在于公司经纪业务市场占有率有所提升并对自营资产规模及结构进行了较好控制。

在营业收入与预测基本一致的情况下，公司 36.6 亿的营业利润低于我们 43.7 亿的预测，主要原因可能在于公司四季度加大了费用计提力度。从利润总额与净利润较三季度变动来看，公司利润总额较三季度增长 0.77 亿，而归属于上市公司股东的净利润增加了 6.50 亿，预计公司在四季度对全年所得税费用进行了调整。

我们认为，强大的净资本实力、雄厚的资金规模将有利于公司扩大业务规模及获取新业务机会，规模化网络是公司将有利于公司获取较为稳定的现金流，这些是公司相对中小券商的竞争优势所在。但公司目前主要问题在于行业盈利机会有限导致资金实力转化为实际利润贡献的效率较低，按照我们的盈利预测，公司 2008-2009 年 ROE 可能维持在 7%-8% 左右的较低水平。但以更长远的眼光来看，在当前市场和监管环境下，公司良好的基本面使之更有机会分享证券市场纵深发展带来的业务机会。我们认为 2009 年后，随着行业盈利渠道逐步拓宽，融资融券、直投等业务开始贡献利润，以及股票市场的好转，公司盈利能力和 ROE 将能够取得一定幅度提升。

在日均股票基金交易金额 857 亿，指数涨幅 10% 的假设下，我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.36 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 33.1 倍和 36.6 倍，PB 分别为 2.8 倍和 2.7 倍。

宏源证券 (000562)

公司业绩预告表明, 2008 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.37 亿, 合每股收益 0.30 元, 低于我们 EPS0.36 元的盈利预测。公司净利润同比下降幅度达到 79%, 高于行业整体下滑水平。

公司第四季度仅取得净利润 0.11 亿, 环比降幅达到 85%。由于四季度经纪业务日均股票基金成交金额较三季度有所回升, 我们预计公司净利润迅速下滑原因可能在于投资业务亏损增加或费用计提力度加大。

公司 2008 年经纪业务市场占有率略微下滑, 而自营业务预计将录得亏损。公司在 2009 年 1 月 19 日发布公告, 对自营业务投资规模进行了限制: 权益类证券自营二级市场的初始额度不超过 2007 年末公司净资本的 15.67% (即 7.6 亿), 权益类自营战略投资的额度不超过 2007 年末公司净资本的 14.43% (即 7.0 亿); 非权益类证券自营额度不超过 2007 年末公司净资本的 125% (即 67 亿), 表明在经历了 08 年严峻市场环境的考验后, 公司自营业务风格可能趋向稳健。

我们认为公司在投行及资管等受市场波动影响较小的业务领域表现出较强的进取心。2008 年公司股票及债券承销规模分别达到 21 亿与 19 亿, 市场份额分别提升至 0.67% 和 0.55%。公司首只集合理财产品——宏源证券内需成长集合理财产品也在 09 年 1 月下旬获得了证监会审批。但由于目前投行与资管业务规模仍然偏小, 短期内利润贡献仍较为有限。

在日均股票基金交易金额 857 亿, 指数涨幅 10% 的假设下, 我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.31 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 53.7 倍和 51.4 倍, PB 分别为 4.5 倍和 4.2 倍。

国元证券 (000728)

公司业绩预告表明, 2008 年公司实现营业收入 12.4 亿, 基本符合我们 12.8 亿的盈利预测; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.2 亿, 合每股收益 0.36 元, 与我们此前的盈利预测基本一致。公司净利润同比降幅达到 77%, 大于行业整体利润下降幅度。

从四季度来看, 受益于市场成交金额的环比增长, 公司四季度取得营业收入和净利润分别为 4.49 亿和 0.75 亿, 环比分别增长 70% 和 92%, 表明公司业绩对日均交易量敏感性较强。

业绩预告中公司表示 2008 年自营投资业务 (包括权证创设) 累计亏损 0.94 亿元, 较 07 年自营业务收入 19.04 亿出现大幅下滑。公司经纪业务市场占有率也由 2007 年的 0.99% 下降至 0.95%。公司投行业务竞争实力有限, 2008 年完成股票融资规模 5 亿, 市场占有率 0.17%, 在 7 家上市券商排名最后, 也没有完成企业主体债券主承销项目。在资产管理业务方面, 公司与 08 年底完成黄山 2 号发行, 成立规模为 9.22 亿。

在日均股票基金交易金额 857 亿, 指数涨幅 10% 的假设下, 我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.32 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 42.8 倍和 48.1 倍, PB 分别为 4.7 倍和 4.3 倍。

长江证券 (000783)

公司业绩预告表明, 2008 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 7.0 亿, 合每股收益 0.42 元, 低于我们此前 EPS0.46 元的预测。公司净利润同比降幅达到 70%, 大于行业整体利润下降幅度。

从四季度来看, 公司仅取得净利润 0.20 亿, 环比下降幅度达到 57%。考虑到四季度市场成交量较三季度有所回升, 我们认为公司四季度可能在投资亏损或费用计提上有所增加。

经纪业务方面, 公司股票基金市场占有率由 2007 年的 1.42% 小幅提升至 1.45%。投行业务方面, 公司分别完成股票和债券承销 47 亿和 45 亿, 投行业务在经历了 07 年的低点后取得一定突破。资管业务方面, 继上半年成立后, 2008 年公司设立了长江超越理财 2 号、3 号及增强债券三只集合理财计划, 合计规模达到 14.73 亿, 将对公司 2009 年利润形成一定贡献。

在日均股票基金交易金额 857 亿, 指数涨幅 10% 的假设下, 我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.36 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 33.9 倍和 40.0 倍, PB 分别为 4.6 倍和 4.3 倍。

国金证券 (600109)

公司业绩预告表明, 2008 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 7.4 亿元以上, 合每股收益 1.48 元以上, 基本符合我们 EPS1.47 元的盈利预测。公司净利润同比小幅增长 0.6% (不考虑吸收合并因素), 是行业中唯一实现同比增长的上市公司。

浮盈变现是公司业绩增长的主要推动力。我们预计公司 2008 年实现自营业务收入 7.24 亿左右, 叫 2007 年同比增长 27%, 占营业收入比重高达 50% 左右。

公司经纪业务市场占有率提升较为迅速, 2008 年股票基金交易市场份额达到 0.70%, 较 2007 年的 0.55% 提升 0.15 个百分点。但提升来源主要来自机构投资者也使得公司佣金率出现了较快下滑, 股票基金平均佣金率由 2007 年的 0.13% 下降到 0.1%。

公司投行业务继 06 年获得保荐资格后, 今年以来取得一定突破, 完成了川润股份 IPO 及华发股份配股项目, 并有新世纪 IPO 项目已过会, 募集资金规模 28 亿元, 预计投行业务收入占营业收入比重将上升至 7% 左右。

我们预计公司可供出售金融资产项下仍有一定浮盈, 但规模已较年初大幅缩水, 2009 年公司继续释放浮盈增厚业绩的空间已大为降低。在日均股票基金交易金额 857 亿, 指数涨幅 10% 的假设下, 我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.70 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 21.3 倍和 44.8 倍, PB 分别为 6.5 倍和 5.9 倍。

东北证券 (000686)

公司业绩预告表明, 2008 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.0 亿元, 合每股收益 0.69 元, 基本符合我们 EPS0.68 元的盈利预测。公司净利润同比下降 64%, 基本与行业整体利润增速同步。四季度公司取得净利润 0.56 亿, 环比增幅达到 44 倍, 我们认为主要原因可能在于三季度基数过低以及经纪、自营业务收入增长的推动。

三季报点评中我们曾指出公司所持特变电工股票期末账面值占全部可供出售金融资产的 91%, 并出现 0.45 亿浮亏。包销被动持股使得公司投资组合过于集中, 增加了公司承担的非系统性风险, 同时也使资产流动性受到一定影响。根据特变电工权益变动报告书, 截至 2008 年 12 月 19 日, 公司所持特变电工股份已由近 6200 万股减少至 167 万股, 减持期间特变电工股价均值高于公司包销价格, 公司包销风险已基本得到化解。

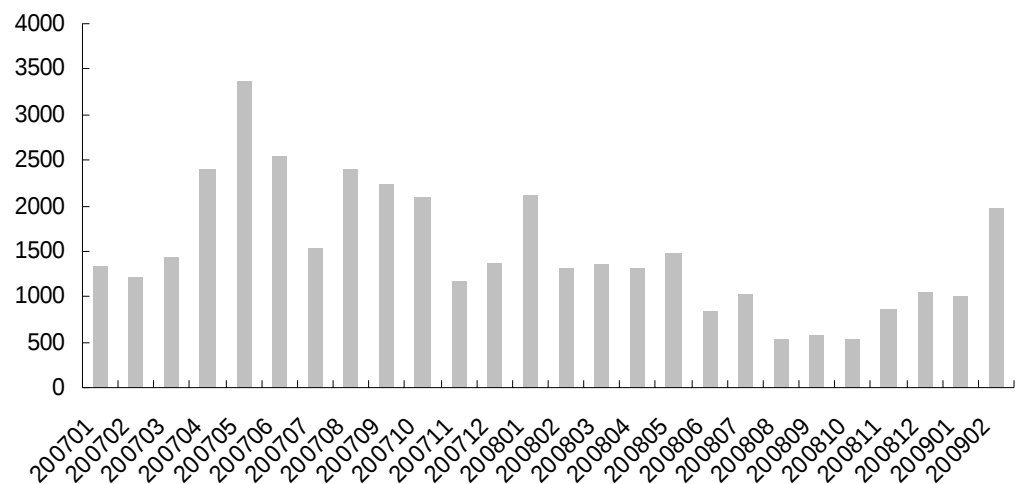
我们认为从经纪业务占营业收入比重、交易性金融资产占比、权益类投资比重以及 08 年业绩受浮盈等一次性因素影响程度等方面来看, 东北证券业绩相对市场成交量及股指涨幅的敏感性较高。

在日均股票基金交易金额 857 亿, 指数涨幅 10% 的假设下, 我们对公司 2009 年的 EPS 预测为 0.56 元。目前股价对应 08、09 年 PE 分别为 32 倍和 39.5 倍, PB 分别为 5.2 倍和 4.6 倍。

2009 年：市场转暖 业绩复苏值得期待

2009 年以来，A 股市场一扫 08 年指数大幅下跌、交易量严重萎缩的阴霾，重回上涨轨道。作为证券市场景气回升最直接的受益者，2009 年以来证券行业主要业务驱动指标取得超预期的提升。2009 年以来 30 个交易日沪深 300 指数累计涨幅达到 29%，日均股票交易量达到 1501 亿元，远超我们在年度策略中预测假设。我们认为，在股指保持上行趋势、流动性充裕的环境下，近期市场成交金额仍有望维持在较为活跃的水平。市场景气回升为证券行业奠定了良好的开端，行业业绩尤其是一季度业绩很可能超越市场预期。随着市场稳定性和投资者信心的进一步恢复，投行承销费用及资产管理业务业绩报酬提取等也有望增加利润贡献，行业业绩复苏可能性将进一步增强。

图 12：09 年以来 A 股市场日均交易量持续回升



资料来源：wind

市场转暖也将有利于创新业务加快推出。我们认为，资本市场改革变化使得行业新业务机会不断涌现，综合治理后，行业监管重心从清理整顿为主向规范与发展并举转变，也有利于行业产品与制度创新。我们认为 2009 年将是证券行业创新业务加速推进的一年。创业板、融资融券等创新业务的推出不仅将拓展证券公司盈利渠道，还将对现有业务形成有效促进，从而多方位增加行业利润增长点。

我们认为，证券行业的投资逻辑在于：由于证券公司盈利高度依赖于证券市场波动，业绩波动周期也往往与估值水平的波动周期相互重合，高贝塔值使得对证券行业的投资具备类似于放大投资杠杆的效果。投资者在市场波动周期中的上升阶段加大对证券行业配置，将有望获得业绩与估值水平双重提升带来的超额回报。

基于目前市场状况，对证券行业投资机会的把握可基于投资者的风险偏好及预期而采取以下两种思路：

投资龙头，分享成长。综合治理后的证券业竞争格局正逐渐由分散走向集中，净资本监管体系及分类监管等政策的实施也表明了管理层扶优限劣的监管思路，龙头公司将能够在未来发展中获得更多政策支持。看好资本市场及证券行业长期发展空间的投资者可以通过投资于龙头券商分享其广阔的成长空间。上市券商中我们更为看好基本面及估值水平均具有一定优势的中信证券。

波段操作，把握阶段性上涨行情。对于希望通过波段操作从而充分把握股票市场阶段性上涨行情的投资者而言，可以选择业绩对市场成交金额及指数涨幅更为敏感的证券公司作为投资标的。我们认为经纪业务占营业收入比重较大、交易性金融资产占比高、权益类投资比重大以及 08 年业绩受浮盈等一次性因素影响小的证券公司将具备更高的业绩弹性。通过以上各项指标的比较，我们认为东北、宏源及国元证券的业绩相对股指及交易量的敏感度更高，而三者之中东北证券具备一定的 PE 估值优势。

表 5：上市券商盈利预测与估值（股价为 2009 年 2 月 20 日收盘价）

	股价	总市值 (亿元)	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08PB	09PB
中信	24.14	1,601	3.74	1.10	0.98	21.9	24.5	2.9	2.7
海通	13.22	1,088	1.33	0.40	0.36	33.1	36.6	2.8	2.7
宏源	16.12	236	1.39	0.30	0.31	53.7	51.4	4.5	4.2
国元	15.51	227	1.56	0.36	0.32	42.8	48.1	4.7	4.3
长江	14.25	239	1.41	0.42	0.36	33.9	40.0	4.6	4.3
国金	31.52	158	1.32	1.48	0.70	21.3	44.8	6.5	5.9
东北	22.11	129	1.92	0.69	0.56	32.0	39.5	5.2	4.6

资料来源：东方证券研究所整理 2008 年 EPS 为业绩预告公布值

附表 1：中信证券（600030）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,991	30,871	17,795	16,072	20,614	货币资金	36,687	122,589	88,025	92,248	105,799
手续费及佣金净收入	3,768	18,956	12,341	11,549	14,789	结算备付金	10,491	12,690	8,952	9,705	10,810
利息净收入	262	991	2,029	2,164	2,351	交易性金融资产	1,937	2,772	7,346	8,039	9,053
投资收益	1,564	7,576	3,339	2,253	3,370	买入返售金融资产	4,189	15,232	22,889	28,725	29,736
公允价值变动收益	176	3,351	0	0	0	存出保证金	1,164	12,974	1,371	1,500	1,689
汇兑收益	-17	-50	-62	-36	-36	可供出售金融资产	2,721	12,906	17,113	18,726	21,087
其他业务收入	237	48	148	142	140	长期股权投资	1,177	639	639	639	639
营业支出	2,606	11,008	7,290	6,585	7,597	固定资产	728	899	1,226	1,060	893
其中:业务及管理费	2,180	9,531	6,459	5,833	6,642	无形资产	126	135	103	71	39
营业利润	3,385	19,863	10,505	9,487	13,017	递延所得税资产	63	261	4	4	4
利润总额	3,399	19,904	10,505	9,487	13,017	其他资产	4,501	2,240	2,240	2,240	2,240
减:所得税费用	813	6,358	2,626	2,372	3,254						
净利润	2,586	13,546	7,879	7,116	9,762						
归属于母公司所有者净利润	2,435	12,389	7,220	6,520	9,024						
少数股东净利润	152	1,157	659	595	738						
EPS（元/股）	0.82	3.74	1.09	0.98	1.36						
BPS（元/股）	4.18	15.56	8.05	8.81	9.92	资产总计	63,863	189,654	150,723	163,771	182,800
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	短期借款	50	150	150	150	150
收入比重						交易性金融负债	249	1,867	0	0	0
代理交易手续费/营业收入	44%	43%	40%	34%	34%	代理买卖证券款	41,827	117,806	82,464	90,710	99,781
承销手续费/营业收入	16%	7%	7%	11%	13%	应付职工薪酬	652	4,848	4,072	3,665	4,233
委托管理手续费/营业收入	1%	1%	1%	2%	2%	应交税费	698	4,257	2,008	1,592	2,383
基金管理费收入/营业收入	-	7%	16%	16%	16%	应付利息	2	51	36	39	43
利息收入/营业收入	4%	3%	11%	13%	11%	递延所得税负债	-	1,668	979	1,303	1,782
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	29%	35%	19%	14%	16%	其他负债	1,959	2,534	2,534	2,534	2,534
营业费用/营业收入	44%	36%	41%	41%	37%	负债	49,998	135,630	94,286	101,708	112,638
营业利润/营业收入	56%	64%	59%	59%	63%						
收益率						股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630
ROE	20%	24%	14%	11%	14%	资本公积	6,146	33,177	30,834	31,681	32,936
ROA	4%	10%	4%	4%	5%	盈余公积	771	1,837	2,261	2,913	3,816
净资本比率						一般风险准备	565	2,870	3,604	4,908	6,713
净资本/总资产	22%	28%	37%	38%	38%	未分配利润	2,011	10,400	10,025	12,252	15,652
负债/资产	78%	72%	63%	62%	62%	归属于母公司所有者权益	12,475	51,599	53,354	58,385	65,746
估值比率						少数股东权益	1,390	2,424	3,083	3,678	4,416
P/E	59.1	12.9	22.2	24.5	17.7	股东权益	13,865	54,023	56,437	62,063	70,162
P/B	11.5	3.1	3.0	2.7	2.4	负债和股东权益	63,863	189,654	150,723	163,771	182,800
EV/EBITDA	47.3	8.1	15.2	16.9	12.3						

资料来源：东方证券研究所

附表 2：海通证券（600837）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,678	11,265	7,038	6,720	8,137	货币资金	18,965	80,276	73,755	78,827	88,841
手续费及佣金净收入	1,595	6,900	4,797	4,043	5,002	结算备付金	1,010	3,557	3,792	4,151	4,583
利息净收入	83	490	862	859	981						
投资收益	851	2,501	1,159	1,600	1,940	交易性金融资产	710	3,452	6,789	6,259	5,739
公允价值变动收益	23	1,081	0	0	0	买入返售金融资产	0	263	7,430	9,532	6,118
营业支出	1,777	3,941	2,672	2,546	2,896	存出保证金	318	3,079	945	2,656	6,393
其中：业务及管理费	1,100	3,268	2,353	2,241	2,526	可供出售金融资产	539	2,767	5,443	5,018	4,601
营业利润	900	7,324	4,366	4,174	5,241						
利润总额	700	7,794	4,366	4,174	5,241	长期股权投资	603	321	483	615	765
减：所得税费用	243	2,234	1,091	1,043	1,310	固定资产	847	985	899	813	726
净利润	457	5,560	3,274	3,130	3,931	无形资产	122	179	163	147	131
归属于母公司所有者净利润	433	5,457	3,086	2,976	3,756	递延所得税资产	110	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.05	1.33	0.38	0.36	0.46	其他资产	454	264	264	264	264
BPS（元/股）	0.42	8.90	4.62	4.87	5.21	资产总计	23,849	95,345	100,245	108,546	118,410
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	18,887	53,686	59,055	64,960	71,456
收入比重						应付职工薪酬	75	596	438	416	481
代理交易手续费/营业收入	45%	50%	54%	44%	44%	应交税费	75	2,017	877	859	1,094
承销手续费/营业收入	6%	3%	3%	5%	6%	应付利息	0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	8%	6%	10%	9%	9%	递延所得税负债	35	657	277	520	617
利息收入/营业收入	3%	4%	12%	13%	12%	其他负债	773	867	867	867	867
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	33%	32%	16%	24%	24%						
营业费用/营业收入	41%	29%	33%	33%	31%	负债	20,053	58,462	61,776	67,884	74,776
营业利润/营业收入	34%	65%	62%	62%	64%						
收益率						股本	8,734	4,114	8,228	8,228	8,228
ROE	12%	15%	8%	7%	9%	资本公积	83	26,692	22,675	22,966	23,322
ROA	2%	6%	3%	3%	3%	盈余公积	0	569	877	1,175	1,550
净资本比率						一般风险准备	0	569	877	1,175	1,550
净资本/总资产	16%	39%	38%	37%	37%	交易风险准备	0	569	877	1,175	1,550
负债/资产	84%	61%	62%	63%	63%	未分配利润	-5,146	4,120	4,495	5,350	6,663
						归属于母公司所有者权益	3,672	36,632	38,029	40,068	42,864
估值比率						少数股东权益	123	251	440	595	770
P/E	533.0	19.9	35.3	36.6	29.0	股东权益	3,795	36,884	38,469	40,662	43,634
P/B	62.9	3.0	2.9	2.7	2.5						
EV/EBITDA	120.8	14.9	24.9	26.1	20.8	负债和股东权益	23,849	95,345	100,245	108,546	118,410

资料来源：东方证券研究所

附表 3：宏源证券（000562）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	743	4,435	1,441	1,311	1,603	货币资金	3,557	12,269	16,253	13,568	18,868
手续费及佣金净收入	324	2,289	1,253	973	1,170	结算备付金	3,080	6,457	3,855	7,813	4,665
利息净收入	25	134	148	154	170	交易性金融资产	249	532	338	536	576
投资收益	224	1,532	-27	114	194	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	119	394	0	0	0	存出保证金	32	1,620	210	444	477
营业支出	381	1,203	736	700	761	可供出售金融资产	264	789	502	796	855
其中：业务及管理费	252	849	624	594	642	长期股权投资	6	7	0	0	0
营业利润	362	3,232	705	611	843	固定资产	295	326	322	317	313
利润总额	353	3,226	705	611	843	无形资产	29	36	33	30	27
减：所得税费用	34	1,187	176	153	211	递延所得税资产	52	53	53	53	53
净利润	319	2,038	529	458	632	其他资产	165	575	575	575	575
归属于母公司所有者的净利润	319	2,038	529	458	632	资产总计	7,862	22,800	22,195	24,189	26,467
EPS（元/股）	0.22	1.39	0.36	0.31	0.43						
BPS（元/股）	2.51	4.11	3.59	3.80	4.08						
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	3,760	14,828	16,311	17,942	19,736
收入比重						应付职工薪酬	11	197	148	140	155
代理交易手续费/营业收入	36%	50%	81%	68%	66%	应交税费	21	918	136	118	163
承销手续费/营业收入	4%	1%	6%	6%	7%	应付利息	0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	递延所得税负债	68	280	135	221	233
利息收入/营业收入	3%	3%	10%	12%	11%	其他负债	52	215	215	215	215
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	46%	43%	-2%	9%	12%						
营业费用/营业收入	34%	19%	43%	45%	40%	负债	4,192	16,801	16,945	18,637	20,502
营业利润/营业收入	49%	73%	49%	47%	53%	股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461
收益率						资本公积	1,851	2,258	1,821	1,858	1,920
ROE	9%	34%	10%	8%	11%	盈余公积	57	261	314	360	423
ROA	4%	9%	2%	2%	2%	一般风险准备	52	256	309	355	418
净资本比率						交易风险准备	0	204	257	303	366
净资本/总资产	47%	26%	24%	23%	23%	未分配利润	250	1,558	1,088	1,216	1,376
负债/资产	53%	74%	76%	77%	77%	归属于母公司所有者权益	3,670	5,999	5,250	5,552	5,965
						少数股东权益	0	0	0	0	0
估值比率						股东权益	3,670	5,999	5,250	5,552	5,965
P/E	147.5	23.1	44.6	51.4	37.3	负债和股东权益	7,862	22,800	22,195	24,189	26,467
P/B	12.8	7.9	4.5	4.2	3.9						
EV/EBITDA	65.0	7.3	33.4	38.6	28.0						

资料来源：东方证券研究所

附表 4：国元证券（000728）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,185	4,100	1,282	1,186	1,499	货币资金	2,789	11,999	10,499	11,638	12,485
手续费及佣金净收入	341	1,612	996	732	897	结算备付金	2,846	1,346	685	721	825
利息净收入	9	82	90	78	86						
投资收益	548	1,591	66	224	328	交易性金融资产	1,179	3,056	1,470	1,613	1,702
公允价值变动收益	254	755	0	0	0	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
营业支出	393	944	574	556	610	存出保证金	497	1,304	121	132	372
其中：业务及管理费	339	758	516	503	543	可供出售金融资产	140	185	89	98	103
营业利润	792	3,155	708	629	889						
利润总额	785	3,273	708	629	889	长期股权投资	360	486	486	486	486
减：所得税费用	231	990	177	157	222	固定资产	285	338	306	289	272
净利润	553	2,284	531	472	667	无形资产	25	28	28	28	28
归属于母公司所有者的净利润						递延所得税资产					
	551	2,280	531	472	667		2	7	7	7	7
EPS（元/股）	0.27	1.56	0.36	0.32	0.46	其他资产	113	195	195	195	195
BPS（元/股）	1.23	3.53	3.32	3.65	3.85	资产总计	8,236	18,944	13,885	15,206	16,474
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	5,088	12,000	8,400	9,240	10,164
收入比重						应付职工薪酬	93	256	179	179	197
代理交易手续费／营业收入						应交税费					
	26%	36%	70%	57%	53%		100	442	66	61	90
承销手续费／营业收入						应付利息					
	2%	1%	5%	3%	5%		1	3	3	3	3
受托客户资产管理业务净收入／营业收入						递延所得税负债					
	1%	2%	2%	1%	1%		76	281	256	267	269
利息收入／营业收入	1%	2%	7%	7%	6%	其他负债	56	65	65	65	65
投资收益与公允价值变动之和／营业收入	68%	57%	5%	19%	22%						
营业费用／营业收入	29%	19%	40%	42%	36%	负债	5,689	13,727	8,969	9,815	10,788
营业利润／营业收入	67%	77%	55%	53%	59%						
收益率						股本	2,030	1,464	1,464	1,464	1,464
ROE	22%	44%	11%	9%	12%	资本公积	54	1,012	939	941	945
ROA	7%	12%	4%	3%	4%	盈余公积	46	271	324	371	438
净资本比率						一般风险准备	0	266	319	366	433
净资本／总资产	31%	28%	35%	35%	35%	交易风险准备	0	225	278	325	392
负债／资产	69%	72%	65%	65%	65%	未分配利润	328	1,933	1,543	1,873	1,965
						归属于母公司所有者权益	2,500	5,168	4,867	5,341	5,637
估值比率						少数股东权益	48	50	50	50	50
P/E	114.2	19.9	42.8	48.1	34.1	股东权益	2,547	5,218	4,917	5,391	5,686
P/B	25.2	8.8	4.7	4.3	4.0						
EV/EBITDA	28.7	7.2	32.1	36.1	25.5	负债和股东权益	8,236	18,944	13,885	15,206	16,474

资料来源：东方证券研究所

附表 5：长江证券（000783）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,411	4,962	2,004	1,718	2,218	货币资金	6,545	16,550	12,320	13,324	14,810
手续费及佣金净收入	533	2,134	1,197	1,073	1,472	结算备付金	1,320	2,021	1,497	1,617	1,799
利息净收入	17	110	154	178	210	交易性金融资产	1,465	2,149	1,777	1,438	1,306
投资收益	741	2,434	571	401	454	买入返售金融资产	0	0	778	1,898	2,529
公允价值变动收益	105	182	0	0	0	存出保证金	206	1,621	124	134	146
营业支出	539	1,563	1,002	942	1,061	可供出售金融资产	398	1,857	1,536	1,242	1,129
其中：业务及管理费	477	1,320	895	848	944	长期股权投资	65	114	196	252	314
营业利润	872	3,399	1,002	776	1,158	固定资产	250	274	246	218	190
利润总额	752	3,370	1,002	776	1,158	无形资产	32	28	26	25	23
减：所得税费用	221	1,004	230	180	274	递延所得税资产	47	32	32	32	32
净利润	531	2,366	772	596	884	其他资产	115	531	531	531	531
归属于母公司所有者的净利润	521	2,364	772	596	884	资产总计	10,482	25,221	19,103	20,753	22,851
EPS（元/股）	0.26	1.41	0.46	0.36	0.53						
BPS（元/股）	1.24	3.53	3.09	3.33	3.64						
比率分析											
收入比重	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	6,738	16,078	12,863	14,149	15,564
代理交易手续费/营业收入	39%	43%	26%	34%	37%	应付职工薪酬	102	497	313	298	344
承销手续费/营业收入	0%	3%	9%	11%	12%	应交税费	259	1,076	246	193	294
委托管理手续费/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	应付利息	3	5	4	4	4
基金管理费收入/营业收入	1%	2%	8%	10%	9%	递延所得税负债	72	297	222	248	278
利息收入/营业收入	60%	53%	28%	23%	20%	其他负债	86	198	198	198	198
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	34%	27%	45%	49%	43%	负债	7,776	19,317	13,927	15,170	16,762
营业费用/营业收入	62%	69%	50%	45%	52%	资本公积	2,000	1,675	1,675	1,675	1,675
收益率						盈余公积	57	1,438	776	854	943
ROE	21%	40%	15%	11%	15%	一般风险准备	42	278	309	343	381
ROA	5%	9%	4%	3%	4%	未分配利润	42	278	309	343	381
净资本比率						归属于母公司所有者权益	0	236	267	301	339
净资本/总资产	26%	23%	27%	27%	27%	少数股东权益	344	2,000	1,842	2,067	2,369
负债/资产	74%	77%	73%	73%	73%	股东权益	2,485	5,904	5,177	5,583	6,089
估值比率						负债和股东权益	221	0	0	0	0
P/E											
P/B	54.7	10.1	30.9	40.0	27.0						

资料来源：东方证券研究所

附表 6：国金证券（600109）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	351	1,524	1,461	907	1,108	货币资金	1,192	4,175	4,982	5,535	6,232
手续费及佣金净收入	144	736	615	509	646	结算备付金	898	1,219	1,222	1,474	1,478
利息净收入	13	39	55	47	52	交易性金融资产	104	294	185	183	206
投资收益	177	569	724	285	344	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	63	0	0	0	存出保证金	28	100	100	100	100
营业支出	126	443	479	438	482	可供出售金融资产	588	2,466	1,557	1,535	1,730
其中：业务及管理费	106	376	412	396	431	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业利润	225	1,081	982	469	626	固定资产	11	31	27	23	18
利润总额	230	1,083	982	469	626	无形资产	17	19	16	13	10
减：所得税费用	86	351	245	117	157	递延所得税资产	0	6	6	6	6
净利润	145	732	736	352	470	其他资产	11	21	21	21	21
归属于母公司所有者的净利润	75	375	736	352	470	资产总计	2,853	8,524	8,120	8,894	9,806
EPS（元/股）	1.05	1.32	1.47	0.70	0.94						
BPS（元/股）	6.25	5.72	4.84	5.37	6.05						
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	1,769	4,538	4,992	5,491	6,040
收入比重						应付职工薪酬	17	139	175	165	182
代理交易手续费/营业收入	39%	43%	26%	34%	37%	应交税费	82	323	225	108	144
承销手续费/营业收入	0%	3%	9%	11%	12%	应付利息	5	1	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入/营业收入	0%	0%	0%	0%	0%	递延所得税负债	119	498	258	396	364
利息收入/营业收入	4%	3%	4%	5%	5%	其他负债	4	48	48	48	48
投资收益与公允价值变动之和/营业收入	51%	41%	50%	31%	31%						
营业费用/营业收入	30%	25%	28%	44%	39%	负债	1,996	5,546	5,698	6,208	6,778
营业利润/营业收入	64%	71%	67%	52%	57%	股本	71	284	500	500	500
收益率						资本公积	309	901	314	338	483
ROE	17%	23%	30%	13%	16%	盈余公积	11	49	168	203	250
ROA	3%	4%	9%	4%	5%	一般风险准备	11	50	169	205	252
净资本比率						交易风险准备	0	38	147	183	230
净资本/总资产	30%	35%	30%	30%	31%	未分配利润	42	303	1,121	1,255	1,311
负债/资产	70%	65%	70%	70%	69%	归属于母公司所有者权益	444	1,625	2,420	2,685	3,025
						少数股东权益	414	1,353	2	2	2
估值比率						股东权益	857	2,978	2,422	2,687	3,028
P/E	59.8	47.7	21.4	44.8	33.6	负债和股东权益	2,853	8,524	8,120	8,894	9,806
P/B	10.1	11.0	6.5	5.9	5.2						
EV/EBITDA	70.0	14.6	16.1	33.6	25.2						

资料来源：东方证券研究所

附表 7：东北证券（000686）财务报表预测与比率分析

合并利润表（人民币百万元）						合并资产负债表（人民币百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	448	2,548	1,107	983	1,233	货币资金	4,071	9,739	8,902	9,956	11,045
手续费及佣金净收入	344	1,664	933	648	778	结算备付金	600	1,646	1,258	1,355	1,509
利息净收入	13	73	88	85	93						
投资收益	-104	660	-3	172	273	交易性金融资产	65	410	516	589	778
公允价值变动收益	149	65	0	0	0	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
营业支出	315	869	581	547	624	存出保证金	147	332	82	93	110
其中：业务及管理费	288	707	526	498	562	可供出售金融资产	145	216	272	311	411
营业利润	133	1,679	526	435	609						
利润总额	137	1,685	526	435	609	长期股权投资	84	265	265	265	265
减：所得税费用	51	571	131	109	152	固定资产	355	441	429	416	404
净利润	85	1,114	394	327	457	无形资产	28	36	32	28	24
归属于母公司所有者的净利润						递延所得税资产					
	85	1,114	394	327	457		5	9	9	9	9
EPS（元/股）	0.08	1.92	0.68	0.56	0.79	其他资产	308	110	110	110	110
BPS（元/股）	0.59	3.67	4.24	4.84	5.68	资产总计	5,820	13,410	11,875	13,132	14,663
比率分析											
	2006	2007	2008E	2009E	2010E	代理买卖证券款	4,682	10,703	9,098	10,008	11,008
收入比重						应付职工薪酬	41	163	122	115	133
代理交易手续费／营业收入						应交税费					
	72%	64%	75%	59%	56%		9	235	45	41	55
承销手续费／营业收入						应付利息					
	3%	1%	9%	6%	7%		0	0	0	0	0
受托客户资产管理业务净收入／营业收入						递延所得税负债					
	0%	0%	0%	0%	0%		31	69	43	53	60
利息收入／营业收入	3%	3%	8%	9%	8%	其他负债	313	100	100	100	100
投资收益与公允价值变动之和／营业收入	10%	28%	0%	18%	22%						
营业费用／营业收入	64%	28%	48%	51%	46%	负债	5,225	11,271	9,409	10,317	11,358
营业利润／营业收入	30%	66%	47%	44%	49%						
收益率						股本	1,010	581	581	581	581
ROE	14%	52%	16%	12%	14%	资本公积	61	377	291	313	347
ROA	1%	8%	3%	2%	3%	盈余公积	4	112	151	184	229
净资本比率						一般风险准备	0	112	151	184	229
净资本／总资产	10%	16%	21%	21%	23%	交易风险准备	0	112	151	184	229
负债／资产	90%	84%	79%	79%	77%	未分配利润	-482	842	1,137	1,365	1,685
						归属于母公司所有者权益					
							593	2,135	2,462	2,810	3,301
估值比率						少数股东权益	0	4	4	4	4
P/E	523.9	23.1	32.6	39.3	28.1	股东权益	595	2,139	2,466	2,814	3,305
P/B	75.3	12.0	5.2	4.6	3.9						
EV/EBITDA	96.5	7.7	24.4	29.5	21.1	负债和股东权益	5,820	13,410	11,875	13,132	14,663

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

阚路 王小罡

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn