

日期: 2010年3月31日

行业: 证券经纪行业



郭敏
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com
执业证书编号: S0870209020151

经纪业务、自营业务成为业绩主要支撑

——东北证券 09 年年报点评

基本数据 (2010年3月30日)

3月30日股价 (元)	33.55
12mth A 股价格区间 (元)	22.60/50.50
总股本 (百万股)	639
无限售 A 股/总股本	194
流通市值 (百万元)	6518
每股净资产 (元)	4.78
PBR (X)	7.01
DPS (09, 元)	0.15 (含税)

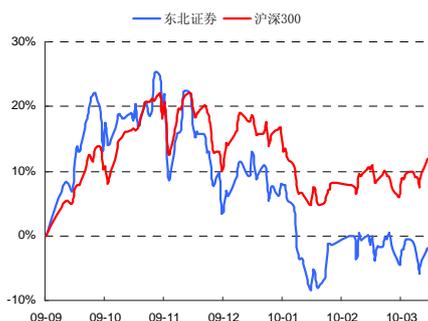
主要股东 (09Y)

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	10.23%
长春房地(集团)有限责任公司	5.63%

收入结构 (09Y)

手续费及佣金净收入 (百万元)	72.55%
利息净收入 (百万元)	5.12%
投资净收益 (百万元)	14.65%
公允价值变动净收益 (百万元)	7.02%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY10-CT07

相关报告:

■ 公司动态:

2009 年公司实现营业收入 19.93 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.13 亿元, 每股收益 1.43 元, 同比增长 123%; 每股净资产为 4.78 元; 公司实现加权平均净资产收益率为 34.35%, 比 08 年的 19.59% 增加了 14.76 个百分点; 截至 2009 年末, 公司总资产为 187.81 亿元, 归属上市公司股东权益为 30.57 亿元, 净资本为 22.77 亿元。

■ 主要观点:

经纪业务佣金率小幅下滑但市场份额略有上升

2009 年公司实现代理买卖证券业务净收入 14.02 亿元, 平均佣金率为 0.162%, 较 08 年下降了 0.023 个百分点; 09 年公司经纪业务市场份额为 0.73%, 较 08 年上升了 0.06 个百分点, 但排名从第 36 位下降到第 38 位, 表明公司发展速度慢于同业公司。

自营业务规模大幅提升, 对业绩产生较大贡献

公司年报披露, 2009 年公司实现自营业务收入 3.63 亿元, 占营业收入的比重为 18.21%, 实现自营业务利润 3.41 亿元, 得益于公司自营规模的大幅提升。同时公司准确研判市场并果断加仓, 抓住了市场机遇, 积极开展新股申购业务, 取得了较好的收益。

创新业务短期内对公司的业绩贡献有限

公司已获批股指期货 IB 业务资格, 但在短期内获批融资融券业务试点资格的机会较小。我们认为, 公司开展股指期货 IB 业务, 在短期内对公司的业绩贡献有限。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“大市同步”评级。

目前, 公司的 09 年动态市盈率为 24 倍, 在券商股中相对估值属于中低水平, 但公司经营模式高度依赖经纪业务和自营业务, 且创新业务短期内对公司业绩贡献有限, 我们维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

表: 东北证券 2010-2011 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,116	1,993	2,053	2,105
年增长率 (%)	-56.20	78.58	3.01	2.52
归属于母公司的净利润	410	913	964	982
年增长率 (%)	-63.19	122.67	5.61	1.88
每股收益 (元)	0.64	1.43	1.51	1.54
PER (X)	52.29	23.48	22.24	21.83

注: 有关指标按最新总股本 639 百万股计算; PER 按 3 月 30 日收盘价 33.55 元计算。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、公司业绩增速超过行业平均水平

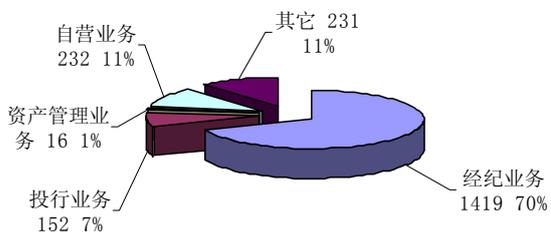
根据中国证券业协会公布的券商经营数据显示，2009年，证券公司实现营业收入2050亿元，同比增长64%，实现净利润约933亿元，同比增长94%；其中，全行业实现经纪业务收入1419亿元，投行业务收入152亿元，资产管理业务收入16亿元，自营收入232亿元，经纪业务仍是券商的第一大收入来源，在营业收入中约占七成。

2009年，东北证券实现营业收入19.93亿元，同比增长79%；归属于上市公司股东的净利润9.13亿元，同比增长123%，超过行业平均水平；其中，经纪业务收入14.02亿元，占营业收入比重为70.35%，与行业接近；自营业务收入3.63亿元，占营业收入比重为18.26%，成为公司的第二大收入来源；投行业务收入0.13亿元，占营业收入比重为0.65%，资产管理业务收入0.02亿元，占营业收入比重为0.10%，均低于行业平均水平。

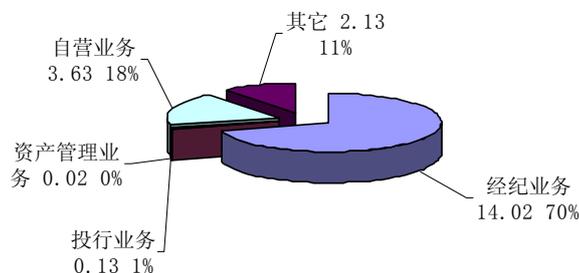
图 1 09 年证券业收入结构情况（亿元，%）

图 2 09 年东北证券收入结构情况（亿元，%）

2009年证券业营业收入结构



2009年东北证券营业收入结构



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

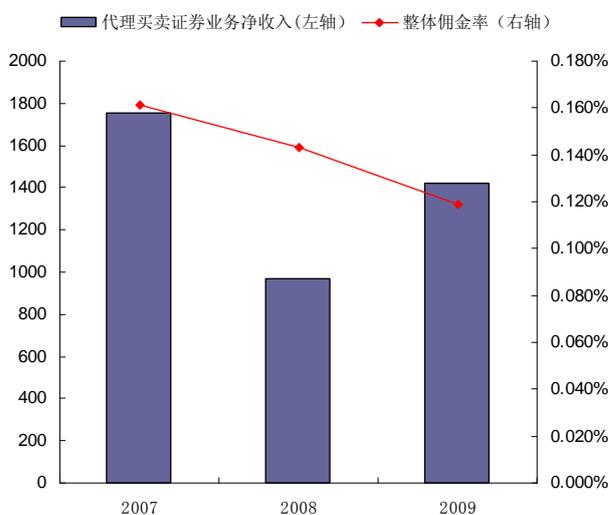
二、经纪业务佣金率小幅下滑但市场份额略有上升

2009年，公司代理买卖证券业务净收入14.02亿元，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0.162%，较08年0.185%下降了0.023个百分点，主要原因是券商经纪业务同质化竞争激烈，特别是新增证券营业网点审批逐步放开，造成竞争加剧，佣金水平逐步下降，但公司着重调整证券营业网点布局，克服公司网点不均、市场佣金下滑等不利因素影响，促进了公司经纪业务健康有序发展。

按照股票+基金+权证交易金额的统计口径，2009年公司经纪业务市场份额为0.73%，较08年0.67%上升了0.06个百分点，但排名

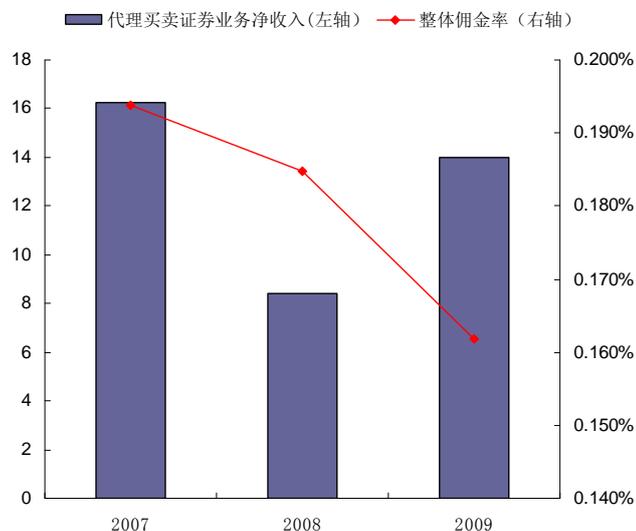
从第 36 位下降到第 38 位，表明行业集中度在进一步提高，公司发展速度慢于同业公司。

图 3 07-09 年证券业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

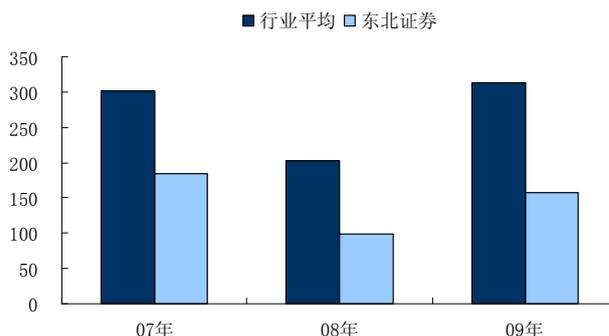
图 4 07-09 年东北证券经纪业务佣金率变化趋势 (亿元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

07-09 年期间，公司的营业部部均成交金额 (含股票、权证、基金、ETF、债券等) 从 184 亿元下降到 158 亿元，其中，07 年公司部均成交金额为 184 亿元，仅为全行业部均成交金额 301 亿元的 61.03%；09 年公司部均成交金额为 158 亿元，达到了全行业部均成交金额 313 亿元的 50.46%，公司的部均成交金额出现了一定幅度的下降，目前仅为行业平均水平的一半左右。

图 5 07-09 年证券业及东北证券的营业部部均成交金额 (亿元)

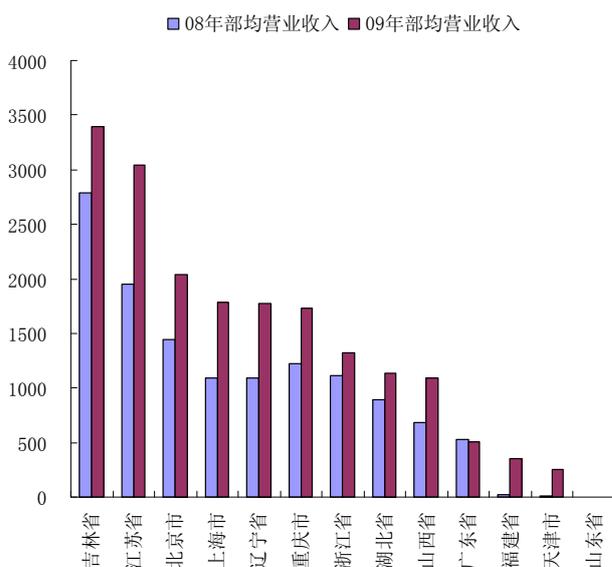


数据来源: Wind, 上海证券研究所

目前，公司拥有 57 家证券营业部 (其中有 6 家处于筹建中)，其中长春市内 12 家，吉林省内 (不含长春市) 14 家，吉林省外 31 家；公司有 11 家证券服务部，其中吉林省内有 10 家，南京 1 家。

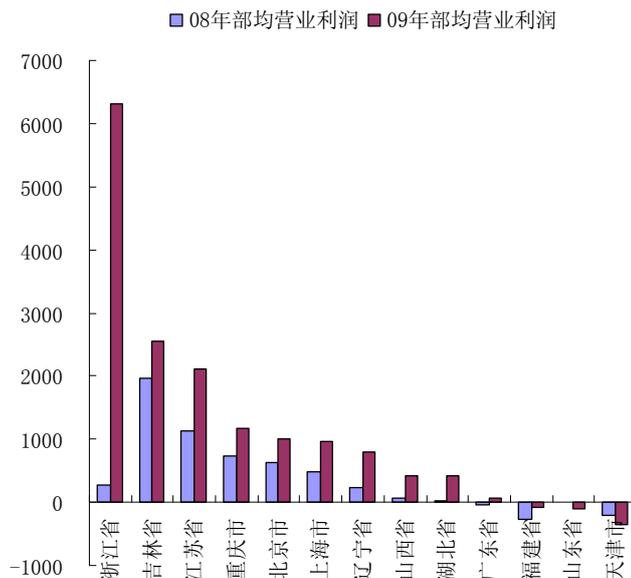
从部均营业收入和营业利润来看，排名靠前的市场为吉林、江苏、北京、上海、辽宁和重庆，公司的重点市场集中度较高。

图 6 08-09 年东北证券的营业部均营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 08-09 年东北证券的营业部均营业利润 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

三、自营业务规模大幅提升, 对业绩产生较大贡献

公司年报披露, 2009 年公司实现自营业务收入 3.63 亿元, 占营业收入的比重为 18.21%, 实现自营业务利润 3.41 亿元。截至 2009 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 23.04 亿元, 较上年同期的 1.45 亿元增加了 21.58 亿元, 公司自营规模的大幅提升带来了自营业务收入的快速增长。

公司由于准确研判市场并果断加仓, 抓住了市场机遇, 同时积极开展新股申购业务, 参与包括创业板在内的新股报价, 因此取得了较好的收益。

四、投行业务收入同比大幅下滑

2009 年公司实现证券承销业务净收入 0.13 亿元, 同比下降 84.15%, 占营业收入的比重为 0.65%, 低于行业平均水平。2009 年, 由公司保荐的科华恒盛、富临运业、伟星新材 3 家公司首发项目通过证监会审核, 但公司在 09 年末担任主承销商, 仅担任 1 次增发新股项目的副主承销商, 1 次增发新股项目的分销商。

五、资产管理业务对业绩的贡献为负

2009 年, 公司资产管理业务实现营业利润-338 万元, 对业绩的贡献为负; 截至 2009 年底, 公司集合资产管理总规模为 6.49 亿元, 公司旗下仅有 1 只集合理财产品“东北证券 1 号动态优选集合资产管理计划”。公司已向证监会上报设立第 2 号理财产品的申请。

六、创新业务短期内对公司的业绩贡献有限

目前，公司已获批股指期货 IB 业务资格，可向旗下控股的渤海期货开展股指期货 IB 业务；公司成立融资融券业务筹备组，加快融资融券业务筹备工作，条件具备后将申请融资融券业务资格，开展融资融券业务，但由于公司不属于参加前期联网测试的 11 家券商之一，因此在短期内获批试点资格的机会较小。我们认为，创新业务在短期内对公司的业绩贡献有限。

七、费用情况分析

2009 年，公司共支出业务及管理费 6.95 亿元，占营业收入的比重为 34.86%，较 08 年占比 48.29% 有所下降；其中，职工工资支出 3.05 亿元，同比增长 53.64%，占业务及管理费的比重为 43.87%，高于 08 年占比 36.81%。

八、业绩预测、估值及建议

根据公司 09 年的每股收益 1.43 元/股，对应 3 月 30 日股价 33.55 元，市盈率为 24 倍，在券商股中相对估值属于中低水平；此外，2010 年在货币政策紧缩的背景下，券商可能面临经纪业务下滑的风险，而公司目前还未获得融资融券业务试点资格，公司高度依赖经纪业务和自营业务的经营模式可能面临较大的市场风险，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 2010-2011 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,116	1,993	2,053	2,105
年增长率 (%)	-56.20	78.58	3.01	2.52
归属于母公司的净利润	410	913	964	982
年增长率 (%)	-63.19	122.67	5.61	1.88
每股收益 (元)	0.64	1.43	1.51	1.54
PER (X)	52.29	23.48	22.24	21.83

注：有关指标按最新总股本 639 百万股计算；PER 按 3 月 30 日收盘价 33.55 元计算。

■ 附表:

表 2 利润表预测简表

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	1,993	2,053	2,105
营业支出	869	599	803	817	846
营业利润	1,679	517	1,190	1,236	1,259
营业外收入	9	2	2	2	2
营业外支出	3	5	2	2	2
利润总额	1,685	514	1,190	1,236	1,259
所得税费	571	104	277	272	277
净利润	1,114	410	913	964	982
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于公司股东的净利润	1,114	410	913	964	982
摊薄每股收益(元)	1.74	0.64	1.43	1.51	1.54

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 3 营业收入分业务收入结构预测

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2,548	1,116	1,993	2,053	2,105
手续费及佣金净收入	1,664	931	1,446	1,429	1,369
代理买卖证券业务净收入	1,627	838	1,402	1,404	1,338
证券承销业务净收入	29	82	13	23	27
受托客户资产管理业务净收入	0	0	2	3	3
利息净收入	73	95	102	112	123
投资净收益	660	151	292	336	403
公允价值变动净收益	65	-130	140	161	193
汇兑净收益	-1	0	0	0	0
其他业务收入	86	69	14	15	17

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 4 营业支出结构预测

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业支出	869	599	803	817	846
营业税金及附加	125	59	93	96	99
管理费用	707	539	695	719	737
资产减值损失	37	2	15	2	10
其他业务成本	0	0	0	0	0

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

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。

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。