

东北证券：业务受限尚需观望

中性维持

投资要点：

- 📖 三季度业绩亏损 1.07 亿元，佣金率持续下行
- 📖 承销业务几近颗粒无收，自营业务亏损
- 📖 估值在行业中偏高，需谨慎观望公司未来发展

报告摘要：

- **三季度业绩亏损 1.07 亿元。**2011 年前三季度公司实现营业收入 6.78 亿元，同比增长下降 35.56%，归属上市公司股东净利润-1805 万元，同比下降 105%，EPS 为-0.03 元，同比下降 81.5%。其中三季度业绩亏损 1.07 亿元，同比下降 149%。经纪业务、承销和自营业务较去年同期持续大幅缩水是导致其利润下滑的主要原因。
- **佣金率持续下行，承销业务几近颗粒无收。**2011 年前三季度公司实现经纪业务净收入 5.77 亿元，同比下降 20.3%。第三季度 1.58 亿元，佣金率达 0.108%，同比下降 9%，环比下降 13%，还有下降空间，市场份额同比下降 14%至 0.62%。佣金收入占比高达 85%。公司前三季度承销业务同比大幅缩水 81%为 2430 万元。
- **资管业务与自营业务冰火两重天。**公司资产管理业务收入达 3449 万元，同比增长 81%，但收入占比 5%不足以影响营业收入。目前资产净值 42 亿元排名由年 16 位升至 12 位。公司自营业务规模截至 9 月 30 日为 11 亿元，但较年初下降 43%。前三季度自营业务收益为-9116 万元，较同期（5361 万元）下降 270%。自营业务浮亏 6927 万元。
- **估值偏高谨慎观望。**假设 2011 年，市场日均股票成交额 2100 亿元，自营收益率为 3%。公司 11 年 EPS 为 0.67 元，对应市盈率 26 倍，考虑到公司借入次级债期间，业务受到限制，尽管未来转融通业务将刺激板块，但很可能短期内并不能从中获益，配股悬而未决，仍需谨慎观望，维持公司中性评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,993	1,700	1,385	1,858	2,042
Growth (%)	78.58%	-14.71%	-18.50%	34.09%	9.92%
净利润	913	528	427	616	1,421
Growth (%)	122.67%	-42.21%	-19.04%	44.26%	130.71%
每股收益	1.43	0.8	0.7	1.0	2.2
每股净资产	4.8	5.4	6.0	6.8	8.7

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

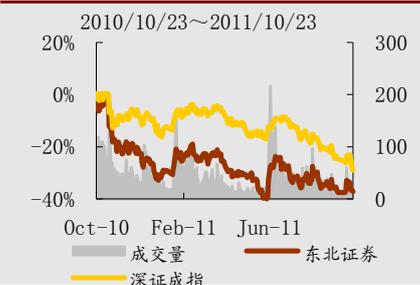
Email: huanglijun@hysec.com

联系人：

电话：孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



报告日期 户均持股数变化

20110930	11376
20110630	10740
20110331	10695

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 11 《券商行业将加速分化》2011/10
- 2 《2、3 季度券商业绩堪忧》2011/9
- 3 《宏源证券*中报点评*东北证券：经纪业务下滑，承销业务不济
- 4 《宏源证券*季报点评*东北证券：经纪业务佣金收入占比仍然较高
- 5 《宏源证券*年报点评*东北证券：6 月 18 日之前是配股观察期*000686*非银行金融*黄立军、孙羽薇、邢波》，2011.4

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,993	1,700	1,385	1,858	2,042	货币资金	13,342	11,563	12,719	13,991	15,390
手续费净收入	1,446	1,387	1,125	1,400	1,527	结算备付与保证金	1,789	4,568	5,117	5,740	6,447
代理买卖证券业务净收入	1,402	1,110	950	1,027	1,109	交易性金融资产	1,083	1,556	1,868	2,241	2,689
证券承销业务净收入	13	145	0	159	175	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
资产管理业务净收入	2	60	72	87	104	可供出售金融资产	1,239	440	485	533	586
利息净收入	102	100	112	123	135	其他资产	1,328	1,449	1,165	1,292	1,458
投资收益及公允价值变动	432	203	149	335	380	资产总计	18,781	19,576	21,353	23,797	26,571
其他业务收入	14	9	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-803	1,016	831	1,036	905	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-93	86	73	97	107	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-695	917	748	929	-1,021	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
营业利润	1,190	686	555	821	1,137	代理买卖证券款	14,491	13,657	14,102	15,512	17,064
营业外收支	0	2	0	0	0	其他负债	1,230	2,450	3,419	3,929	3,943
利润总额	1,190	686	555	821	1,137	负债合计	15,720	16,107	17,521	19,441	21,007
所得税	-277	158	128	205	-284	股本	639	639	639	639	639
净利润	913	528	427	616	1,421	归属母公司所有者权益	3,057	3,465	3,825	4,348	5,554
归属母公司所有者净利润	913	528	427	616	1,421	少数股东权益	4	3,469	7	8	10
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	3,061	3,469	3,832	4,356	5,564
经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	6.56%	2.75%	2.09%	2.73%	5.64%	净资本	2,443	3,042	3,192	3,641	4,758
平均净资产收益率	34.35%	16.18%	11.72%	15.08%	28.71%	扣除代买卖证券款负债率	28.66%	41.39%	47.15%	47.42%	41.48%
管理费用率	-34.86%	53.94%	54.00%	50.00%	-50.00%	自营规模/净资本	95.08%	32.77%	73.69%	76.19%	68.85%
营业收入/总资产	14.33%	8.86%	6.77%	8.23%	8.11%	权益自营规模/净资本	94.30%	32.77%	73.69%	76.19%	68.85%
每股数据(元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.43	0.83	0.67	0.96	2.22	市盈率	12.2	21.2	26.2	18.2	7.9
每股净资产	4.8	5.4	6.0	6.8	8.7	市净率	3.7	3.2	2.9	2.6	2.0

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 行业全覆盖

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。