

## 经纪下滑自营亏损拖累业绩 可坚持弹性投资

### ——东北证券（000686）2011 年报点评

2012 年 3 月 1 日

推荐/维持

东北证券

财报点评

王明德	执业证书编号: S1480511100001	
联系人: 黄琳	电话: 010-66554013	msn: huanglin329@msn.cn

#### 事件:

公司 2 月 29 日晚发布 2011 年报, 实现营业收入 8.1 亿元, 同比下降 52.37%; 营业利润-1.78 亿元, 同比下降了 126.08%; 净利润为-1.51 亿元, 同比下降 128.62%; 基本每股收益为-0.24 元。2011 年, 公司总体经营业绩不佳, 为上市后的首次亏损, 同时也是上市券商中唯一出现亏损的公司。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	56.26	541.71	647.84	374.59	203.30	99.70	132.05
增长率 (%)	-89.67	28.94	4.03	-17.51	261.35	-81.60	-79.62
销售净利率 (%)	21.64	31.35	31.03	28.10	15.42	-2.66	-18.65
净利润 (百万元)	-90.85	219.41	197.66	105.27	-16.14	-107.17	0.00
增长率 (%)	-134.54	40.32	-29.42	-47.71	-82.23	-148.84	-100.00
每股盈利 (季度, 元)	-0.14	0.34	0.31	0.16	-0.03	-0.17	0.00
资产负债率 (%)	81.82	81.05	82.28	78.48	76.93	74.85	75.32
净资产收益率 (%)	3.65	10.49	16.17	3.01	2.61	-0.55	-4.63
总资产收益率 (%)	0.63	1.84	2.75	0.58	0.52	-0.11	-0.94

#### 评论:

##### 积极因素:

- 四季度佣金率高位回升, 区位优势凸显。** 2011 年公司实现代理买卖证券业务净收入为 6.88 亿元, 同比下降了 38%, 其中实现 A、B 股基成交金额为 6072 亿元, 同比下降了 26.3%, 综合佣金率为 0.1144%, 同比下降了 13.3%。2011 年全行业代理买卖证券业务净收入为 688.87 亿元, 同比下降了 36.5%, 共实现 A 股成交额为 42 万亿元, 同比下降了 22.66%。总体上看, 公司经纪业务的情况与行业总体水平一致。

从佣金利率上看, 公司四季度的佣金率为 0.1188%, 在三季度佣金率 0.1136% 的基础上提升了 0.005 个百分点。公司整体佣金率高于行业平均水平, 在上市券商中仅次于国海证券、山西证券和太平洋证券, 位居上市券商第四位; 四季度佣金率的高位回升, 表明了公司经纪业务的区位优势仍然显著。

公司是总部位于吉林省的唯一一家综合性证券公司, 在省内具有较强竞争优势。公司在吉林省内共有 34 家营业部, 占公司全部营业部数量的 50%; 共实现营业收入和营业利润分别为 5.05 亿元和 2.23 亿元, 其中营业收入占公司营业收入的比重达到 62%。

- **资产管理业务稳步发展。**2011年，公司共实现资产管理业务收入4654亿元，同比下降了22.72%。市场下行影响的产品净值的下降，是资产管理业务收入下降的最主要原因，2011年公司资管业务资产净值为28.1亿元，同比2010年的35.72亿元下降了21.33%。另一方面，公司在2011年成功发行了东证5号和东证融通一期2只集合理财产品，使公司理财产品数量达到5只，资产管理总份额达到36.84亿份，行业排名第16位，在上市券商中排名第9位。

#### 消极因素：

- **自营风格较为激进，市场波动带来投资亏损。**2011年市场指数的大幅下滑以及由此导致的成交量的减少给主要收入来源的经纪业务和自营业务带来了巨大的冲击，其中自营业务出现了大额的亏损。2011年公司自营业务（投资净收益+公允价值变动收益）共亏损1.48亿元，其中处置交易性金融资产的损益以及交易性金融资产的公允价值变动收益共亏损2.76亿元；另外其他综合收益中有可供出售金融资产利得变动带来的6788万元的账面浮亏。

从自营资产结构上看，公司的自营风格较为激进。公司交易性金融资产中除了货币基金，其余部分均为权益工具；可供出售金融资产由权益工具、基金和集合理财自有部分三部分构成，资产配置的单一使得市场指数下跌对公司自营业务造成极大的冲击。2011年初，公司交易性权益工具的投资成本为7.13亿元，占交易性金融工具的46.5%，2011年末交易性权益工具的投资成本为2.75亿元；三、四季度市场指数大幅下滑使公司在资产减持过程中遭受了较大的亏损。

- **财务费用及成本控制压力较大。**公司曾分别于2009年6月和2010年8月分别借入9亿元和12亿元的次级债，利率水平分别为4.2%和5%，次级债虽能部分计入净资本，但也给公司带来了高额的财务费用，2011年公司次级债利息为1.11亿元，占营业收入的13.7%。另一方面，公司当前存在较大的成本控制压力。2011年公司的营业支出为9.88亿元，其中业务与管理费为9.32亿元，同比小幅上升了1.6%，占当期营业收入的比重为115%。

#### 业务展望：

- **定增扩大资本规模，改善资本结构。**公司于2012年2月7日发布公告，董事会通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》，拟向第一大股东和第二大股东在内的十名特定投资者发行不超过3.4亿股，发行价格不低于11.79亿元的股票，募集资金总额不超过40亿元。如果定增能顺利完成，无疑将极大扩大公司的净资本规模，同时改善公司的资本结构。

公司当前的净资本规模为29.14亿元，按照2010年的数据对比，公司净资本规模行业排名第27位，在上市券商中仅略高于国金证券和太平洋证券，且净资本中计入了2009年和2010年发行的次级债。净资本规模的提升是公司扩大经营规模、提升竞争力的重要前提，有助于融资融券、直投等创新业务的推进，同时有利于改善公司的资本结构。

- **丰富业务类型，完善盈利结构。**业务类型过于依赖二级市场以及收入来源的单一是公司2011年出现亏损的最重要原因。当前，优化公司收入结构，推进公司整体业务转型成为管理层的目标之一，一方面，公司积极推进IB业务、直投业务等创新业务的发展，2011年公司对直投子公司东证融通增资1个亿，使其注册资本达到2个亿，目前；另一方面公司积极筹备融资融券业务的开展，已初步建立固定收益业务的团队并积极准备开展业务，以期稳定公司的投资收益。

### 盈利预测与投资建议:

- 我们预计公司2012年和2013年营业收入分别为13.83亿元和16.11亿元，EPS分别为0.35元和0.51元，对应的PE分别为44倍和30倍。我们认为，短期内公司经纪业务和自营业务占营业收入的高比重不会立刻改变，公司业绩以及市场表现对于二级市场的弹性仍然较大，因此公司是在市场指数上扬的市场行情下的良好投资标的，基于市场指数弹性的逻辑，我们继续维持公司推荐的投资评级。

### 风险提示:

- 受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入有可能因成交额的减少继续下跌。
- 若公司固收业务不能顺利开展，自营业务仍以权益型投资为主，则若市场出现大幅下跌，则公司自营业务有可能继续亏损。

表 2: 东北证券未来两年盈利预测

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	169,994	80,964	138,293	161,073
(+/-)%	-14.71%	-52.37%	70.81%	16.47%
营业利润 (EBIT)	68,401	-17,836	28,884	42,332
(+/-)%	-42.53%	-126.08%	-	46.56%
净利润	52,753	-15,100	22,078	32,392
(+/-)%	-42.21%	-128.62%	-	46.72%
每股净收益 (元)	0.82	0.24	0.35	0.51

资料来源: 东兴证券研究所

表 3: 东北证券 2011 年报主要指标变动情况

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比下跌 52.37%	经纪业务的下降以及自营业务的大幅亏损
2	代理买卖证券收入同比下跌 38%	市场成交量的大幅下降以及佣金率的下滑
3	承销与保荐收入同比下跌 71.22%	股票主承销项目减少
4	受托资产管理业务收入同比下跌 22.72%	受市场影响，资产管理净值下降幅度较大
5	利息净收入同比下降 1.11%	买入返售金融资产规模扩大以及两融业务的利息收入
6	(投资收益+公允价值变动收益)同比下跌-172.83%	市场指数的下滑以及公司资产结构中权益型工具占比较高
7	营业成本同比上升 1.6%	业务与管理费的小幅上升
8	净利润同比下跌 128.62%	营业收入的同比下降以及成本刚性带来的净利润降幅大于营业收入的降幅

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。