

承销走出低谷 自营转型降低业绩波动

——东北证券（000686）2012 中报点评

2012 年 8 月 3 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 8 月 1 日发布 2012 年中报，共实现营业收入 6.1 亿元，同比上升 5.52%；营业收入为 1.3 亿元，同比上升 20.63%，归属于上市公司股东的净利润为 1.23 亿元，较上年同期大幅上升 38.54%；基本每股收益为 0.19 元。公司上半年业绩的增长主要归因于承销业务和自营业绩的增长。

表 1：公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	647.84	374.59	203.30	99.70	132.05	262.30	347.51
增长率（%）	4.03	(17.51)	261.35	(81.60)	(79.62)	(29.98)	70.93
销售净利率（%）	31.03	28.10	15.42	(2.66)	(18.65)	18.78	20.25
净利润（百万元）	197.66	105.27	(16.14)	(107.17)	(132.96)	49.27	74.20
增长率（%）	(29.42)	(47.71)	(82.23)	(148.84)	(167.27)	(53.20)	(559.61)
每股盈利（季度，元）	0.31	0.16	(0.03)	(0.17)	(0.21)	0.08	0.12
资产负债率（%）	82.28	78.48	76.93	74.85	75.32	76.45	74.62
净资产收益率（%）	16.17	3.01	2.61	(0.55)	(4.63)	1.58	3.90
总资产收益率（%）	2.75	0.58	0.52	(0.11)	(0.94)	0.38	0.98

评论：

积极因素：

- **承销与保荐业务走出低谷，下半年仍将有收获。**今年上半年，公司实现证券承销业务净收入1.37亿元，是上年同期的1929万的7倍，得益于上半年承销的2单IPO项目和1单增发项目，公司的承销与保荐业务走出去年零项目的低谷。

截至7月26日，根据证监会发行监管部和创业板发行监管部的数据显示，东北证券目前在审项目为7单，其中2单已通过发审会，2单在落实反馈意见中，3单处于初审状态。若谨慎预计已通过发审会的2单项目都将在今年上市，则公司下半年承销业务仍有较大收获，全年承销收入预计能达到2.5亿元。但从长期来看，公司的后续投行项目仍相对不足，承销业务的持续增长有待项目的进一步补充。

表 1: 东北证券 2012 上半年 IPO 项目情况

上市公司	上市板块	发行股份数 (万份)	实际募资 (亿元)	发行费用 (万元)
龙洲股份	中小企业板	4,000.00	4.24	5,305.75
中科金财	中小企业板	1,745	38,390.00	5,016.65

资料来源: Wind 资讯 东兴证券研究所整理

- **自营资产结构多元化, 债券资产及投资浮盈成业绩增长主因。**今年年初, 公司成立固定收益团队, 积极开展债券销售交易业务, 自营资产构成由此前的全部为权益型工具转变为“股债组合, 债券为主”的多元化的资产结构, 降低了自营业绩的波动性, 尤其是在市场下跌的情形下, 有效遏制自营业绩下滑对营业收入的巨大冲击。1-6月, 公司实现投资净收益 (投资收益+公允价值变动) 7830万元, 较上年同期增长了140.18%, 上半年公司布局债券交易业务带来的自营资产的增加以及债券工具带来的投资浮盈是业绩增长的主要原因。

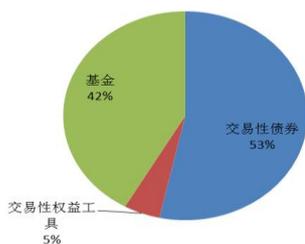
表 2: 2012 年上半年公司自营资产规模

单位: 百万元		期末余额 (2012 年 6 月 30 日)		期初余额 (2011 年 12 月 31 日)	
		成本	公允价值	成本	公允价值
交易性金融资产	交易性债券	711.62	718.20		
	交易性权益工具	64.09	59.78	275.01	218.74
	基金	556.48	558.66	700.00	700.00
	合计	1,332.19	1,336.65	975.01	918.74
可供出售金融资产	可供出售债券	301.36	310.77		
	可供出售权益工具	102.84	67.08	228.74	186.72
	基金	0.34	0.27	0.34	0.23
	集合理财自有部分	92.51	68.00	92.51	69.01
合计	497.05	446.12	321.59	255.97	

资料来源: 公司中报 东兴证券研究所

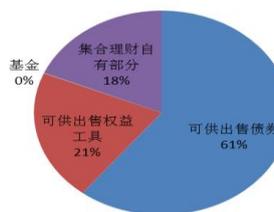
截至上半年, 公司的交易性金融资产投资成本为13.32亿元, 较上年末增加了36.63%, 其中债券资产为7.12亿元, 占比为53.42%, 权益工具 (包含股票和基金) 为6.2亿元, 占比为46.58%。可供出售金融资产投资成本为4.97亿元, 较上年末增加了54.56%, 其中债券资产为3.01亿元, 占比为60.63%, 权益工具为1.96亿元, 占比为39.37%。

图 1: 交易性金融资产结构



资料来源: 公司中报 东兴证券研究所

图 2: 可供出售金融资产结构



资料来源: 公司中报 东兴证券研究所

消极因素:

- **受累于市场成交低迷，经纪业务收入大幅下降。**1-6月，A股成交额为17.44万亿元，较上年同期的24.61万亿大幅下降29.12%，日均成交额不足1500亿元。受累于市场成交低迷，公司证券经纪业务净收入为2.73亿元，较上年同比下降34.89%，是业绩下滑最大的业务。
- **财务压力较大。**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。2012年公司次级债的利息支出为5663万元，占营业收入的9.29%，公司仍面临较大的财务压力。

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。8月3日，公司发布公告，公司非公开发行预案获得了证监会核准。

公司当前的净资本规模为26.78亿元，按照2011年的数据对比，公司净资本规模行业排名第43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。

- **布局创新业务，扩大收入来源。**截至7月底，公司获得了融资融券业务、中小企业私募债承销和债券质押式报价回购等创新业务的试点资格。截至6月30日，公司融资融券余额为7187万元，市场份额为0.05%，业务为公司带来利息收入为10.07亿元。创新业务的布局将不断扩大公司的收入来源。

盈利预测与投资建议:

- 综合考虑到市场低迷导致的成交额的持续下降，我们调低公司的盈利预期。预计公司2012年和2013年的营业收入分别为12.12亿元和13.35亿元，EPS分别为0.29元和0.37元，对应的PE分别为59倍和46倍。当前证券行业正处在转型的节点上，创新为行业的增长打开了空间，我们长期看好行业的发展。综合考虑到公司在创新业务上的布局、自营业务上的转型以及当前较高的估值水平，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降低。

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	121,284	133,562
(+/-)%	-14.71%	-52.37%	49.80%	10.12%
营业利润 (EBIT)	68,401	-17,836	23,907	31,008
(+/-)%	-42.53%	-126.08%	-	29.70%
净利润	52,753	-15,100	18,260	23,706

(+/-)%	-42.21%	-128.62%	-	29.83%
每股净收益(元)	0.82	0.24	0.29	0.37

资料来源: 东兴证券研究所

表 3: 东北证券 2012 中报主要指标变动情况

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比上升 5.52%	承销业务和自营业绩的大幅增长
2	代理买卖证券收入同比下跌 34.89%	市场成交量的大幅下降
3	承销与保荐收入同比上升 609.19%	IPO 项目的增多
4	受托资产管理业务收入同比下跌 31.61%	资产管理净值下降幅度较大
5	利息净收入同比上升 29.63%	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)同比上升 140.18%	自营资产的增加以及债券资产带来的浮盈
7	营业成本同比上升 2.06%	业务与管理费的小幅上升
8	净利润同比上升 38.54%	营业收入的同比上升

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。