



分析师

黄立军 邢波

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

金融、保险业
持有 (下调)



年报点评

东北证券：2010年自营损益尚需观察

- ◆ 2009年东北证券实现营业收入19.9亿元，同比增长78.6%；归属于上市公司股东的净利润达9.1亿元，同比增长122.7%；基本每股收益1.43元。公司业绩增速超过已公布年报的61家券商98%的增长，并超出我们预期，除了业务及管理费率大幅下降外，主要是因为四季度公司自营实现超额收益。
- ◆ 公司经纪业务区域垄断地位突出。09年公司代理买卖证券净收入达14亿元，同比增长59.8%，占营业收入比重为70.3%；代理买卖证券总交易额达8392.8亿元，市场份额为0.71%，较年初提高了11%，其中，股票基金代理交易市场份额为0.75%，较为稳定。公司经纪业务继续保持了在吉林省内的优势地位，08、09年市场份额分别为39.1%、41.2%。公司将营业网点逐步覆盖全省的同时，不断进行营业部迁址，优化布局。09年公司营业部达57家，增加9家，在省内营业部数增加7家，其中5家设立在除吉林长春外的其他地区。6家省内营业部准备迁出。正是由于这种区域垄断，全年公司综合佣金率达0.167%，远高于行业平均的佣金率将提高经纪业务的利润贡献率。但这从侧面也反映了公司未来佣金下降的风险较大。
- ◆ 扣除对联营企业投资收益后，09年公司实现自营收益3.58亿元，占营业收入比重为18%。其中四季度实现收益2.2亿，超出我们预期。此外，公司持有可供出售金融资产浮盈达0.98亿。公司自营风格向来较为灵活，本期末公司自营规模为23.2亿，较三季度增加164%，自营盘中12.5亿为股票投资，10亿为货币市场基金。BS表中10.8亿交易性金融资产均为股票投资，其中前十大投资期末账面价值为4.9亿。假设持股数量不变，以3月23日收盘价估算，2010年公允价值变动损益为-0.26亿。
- ◆ 在今年股票日均交易额2200亿元、公司自营收益率12.5%的假定下，不考虑配股情况，预计公司10、11年EPS分别为1.39元和1.64元，对应PE分别为24倍和21倍，估值较低。但考虑到公司业绩主要由经纪自营驱动，资管、投行短期内难以形成有效贡献，且受净资本所限难以从创新业务受益，所以对成交量和市场走势的依赖将增加公司在10年的运营风险。故给予持有评级。

财务和估值数据摘要

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,993	1,892	2,155	2,355
Growth(%)	-56.20%	78.58%	-5.08%	13.92%	9.28%
净利润	410	913	890	1,047	1,144
Growth(%)	-63.19%	122.67%	-2.46%	17.55%	9.28%
每股收益(元)	0.7	1.4	1.4	1.6	1.8
每股净资产(元)	3.9	4.8	6.0	7.4	8.9
市盈率	48	24	24	21	19
市净率	8.8	7.1	5.7	4.6	3.8
净资产收益率(%)	9.33%	17.18%	12.97%	12.30%	11.03%

财务报表预测和估值数据汇总

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,116	1,993	1,892	2,155	2,355	货币资金	6,765	13,342	14,676	16,144	17,758
手续费净收入	931	1,446	1,389	1,496	1,613	结算备付与保证金	1,213	1,789	2,022	2,291	2,599
代理买卖证券业务净收入	838	1,402	1,339	1,446	1,562	交易性金融资产	115	1,083	1,300	1,560	1,872
证券承销业务净收入	82	13	50	50	51	买入返售金融资产	0	430	480	480	480
资产管理业务净收入	0	2	0	0	0	可供出售金融资产	30	1,239	1,363	1,500	1,649
利息净收入	95	102	153	168	185	其他资产	906	898	1,041	1,139	1,248
投资收益及公允价值变动	21	432	350	491	557	资产总计	9,030	18,781	20,883	23,113	25,606
其他业务收入	69	14	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	599	-803	705	760	830	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	59	-93	99	113	123	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	539	-695	605	647	707	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
营业利润	517	1,190	1,187	1,396	1,525	代理买卖证券款	6,420	14,491	15,406	16,947	18,641
营业外收支	-3	0	0	0	0	其他负债	349	1,230	1,659	1,459	1,285
利润总额	514	1,190	1,187	1,396	1,525	负债合计	6,768	15,720	17,065	18,405	19,926
所得税	104	-277	297	349	381	股本	581	639	639	639	639
净利润	410	913	890	1,047	1,144	归属母公司所有者权益	2,258	3,057	3,811	4,699	5,670
归属母公司所有者净利润	410	913	890	1,047	1,144	少数股东权益	4	4	7	8	10
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	2,261	3,061	3,818	4,708	5,680
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	3.65%	6.56%	4.49%	4.76%	4.70%	净资本	1,298	2,556	3,255	4,050	4,945
平均净资产收益率	9.33%	17.18%	12.97%	12.30%	11.03%	扣除代买卖证券款负债率	13.36%	28.66%	30.29%	23.66%	18.45%
管理费用率	-48.29%	-34.86%	32.00%	30.00%	30.00%	自营规模/净资本	11.21%	90.86%	81.82%	75.55%	71.22%
营业收入/总资产	9.95%	14.33%	9.54%	9.80%	9.67%	权益自营规模/净资本	11.21%	45.43%	40.91%	45.33%	42.73%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.7	1.4	1.4	1.6	1.8	市盈率	48	24	24	21	19
每股净资产	3.9	4.8	6.0	7.4	8.9	市净率	8.8	7.1	5.7	4.6	3.8

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

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。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上