

投资评级

 当前股价 33.8 元
 投资评级 **买入**

研究员: 郭懿

执业证书编号: S0640209090103

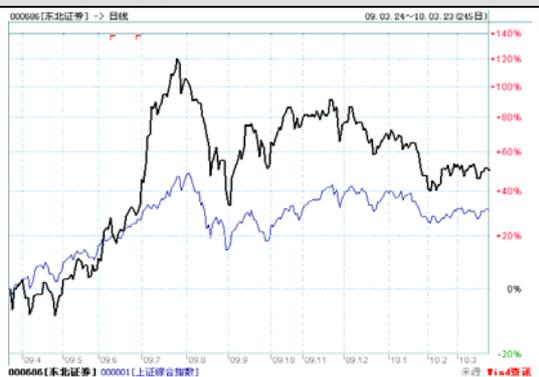
电话: 010-84802074

Email: yguo@scstocks.com

报告日期: 2010.3.24

基础数据

上证指数	3053
总股本(百万股)	639
流通A股(百万股)	194
总市值(百万)	21598
流通A股市值(百万)	6557
每股净资产(元)	4.78

近一年股价表现

投资要点:

- 东北证券 2009 年净利润 9.12 亿元, 同比增长 123%, 每股收益 1.43 元, 好于我们此前每股收益 1.33 元的预期。业务及管理费率明显降低使得公司 2009 年整体业绩好于预期。2009 年公司的业务及管理费占营业收入的比重由 2008 年的 48.29 下滑至 2009 年的 34.86%。
- 目前, 公司有 57 家证券营业部, 吉林省内 26 家, 省外 31 家。公司 2009 年市场份额为 0.7% 较 2008 年的 0.64% 提升 0.06 个百分点; 净佣金费率为 0.158%, 较 2008 年的 0.180% 下滑 12%, 手续费率的区域垄断优势仍非常明显。
- 公司 2009 年实现自营业务收入 4.32 亿元, 同比大幅增长。2009 年 4 季度公司大幅增加了权益投资规模。
- 2010 年公司已经完成 1 单 IPO 项目, 目前还有 1 单 IPO 项目过会待发。相对于 2009 年, 承销业务获得较大突破。
- 在 2010 年日均交易额 2100 亿元和不考虑创新业务贡献的假设下, 保守的估算 2010 年公司将实现净利润 9.63 亿元, 对应的每股收益为 1.51 元, 目前公司股价对应的 PE 为 22 倍, 估值相对较低, 我们维持“买入”的投资评级。

财务数据和估值数据

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1993.07	2068.15	2093.99	2104.86
增长率(%)	78.58%	3.77%	1.25%	0.52%
净利润(百万元)	912.88	963.53	976.99	979.28
增长率(%)	122.68%	5.55%	1.40%	0.23%
BPS(元)	1.43	1.51	1.53	1.53
增长率(%)	102.44%	5.55%	1.40%	0.23%

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室

相关报告:

1. 证券行业 3 月报 2010.2.25
2. 创新业务推出利好大券商 2010.1.10

一、2009 年业绩好于预期

东北证券 2009 年实现营业收入 19.93 亿元，同比增长 79%，净利润 9.12 亿元，同比增长 123%，每股收益 1.43 元，好于我们此前每股收益 1.33 元的预期。公司 4 季度实现净利润 2.8 亿元，每股收益 0.44 元，环比上升 79%。公司的利润分配计划为每 10 股派 1.5 元。

业务及管理费率明显降低使得公司 2009 年整体业绩好于预期。2009 年公司的业务及管理费 6.95 亿元，同比增长 28.9%，占营业收入的比重由 2008 年的 48.29% 下滑至 2009 年的 34.86%。

图表 1: 各项业务收入变动及所占比重 (单位: 百万元)

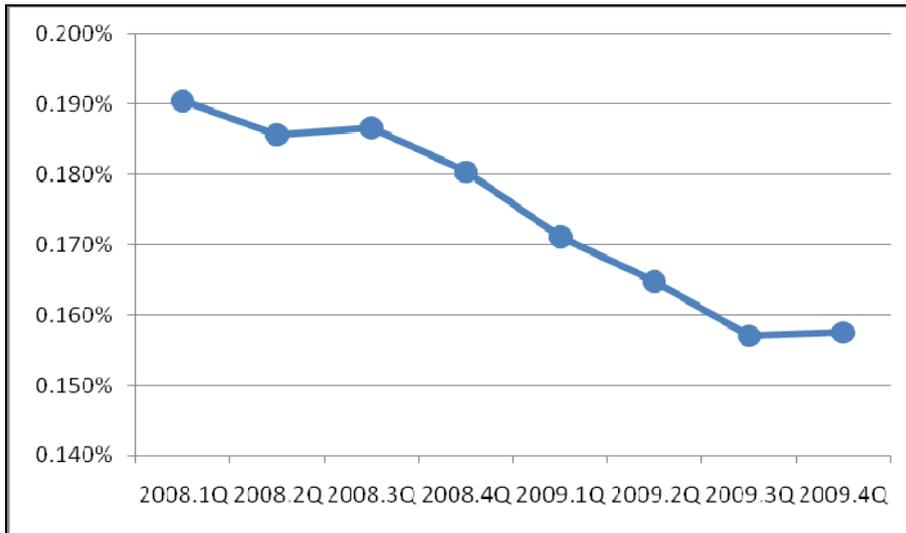
	2008 年	2009 年	同比变动	占 2008 营业收入比重	占 2009 营业收入比重
经纪业务收入	838.20	1,401.78	67.24%	75.11%	70.34%
投行业务收入	81.83	13.40	-83.62%	7.33%	0.67%
自营业务收入	20.74	431.96	1982.74%	1.86%	21.67%
业务及管理费率	538.93	694.70	28.90%	48.29%	34.86%
净利润	409.97	912.88	122.67%	36.74%	45.80%

数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

二、经纪业务区域垄断优势明显

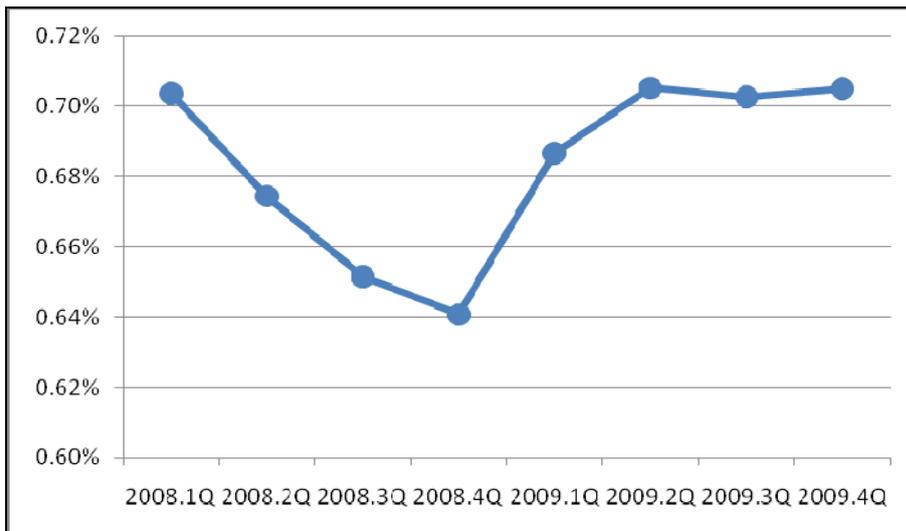
目前, 公司有 57 家证券营业部, 其中 6 家处于筹建中。吉林省内 26 家, 其中长春市内 12 家, 吉林省外 31 家。数据显示, 公司 2009 年市场份额为 0.7% 较 2008 年的 0.64% 提升 0.06 个百分点; 实现手续费及佣金净收入 14 亿元, 较 2008 年增长了 67%; 2009 年净佣金费率为 0.158%, 较 2008 年的 0.180% 下滑 12%, 可见经纪业务的区域垄断优势仍较为明显。

图表 2: 累计净手续费率下滑至 0.158%, 仍具优势



数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

图表 3: 累计市场份额 0.7%, 保持稳定

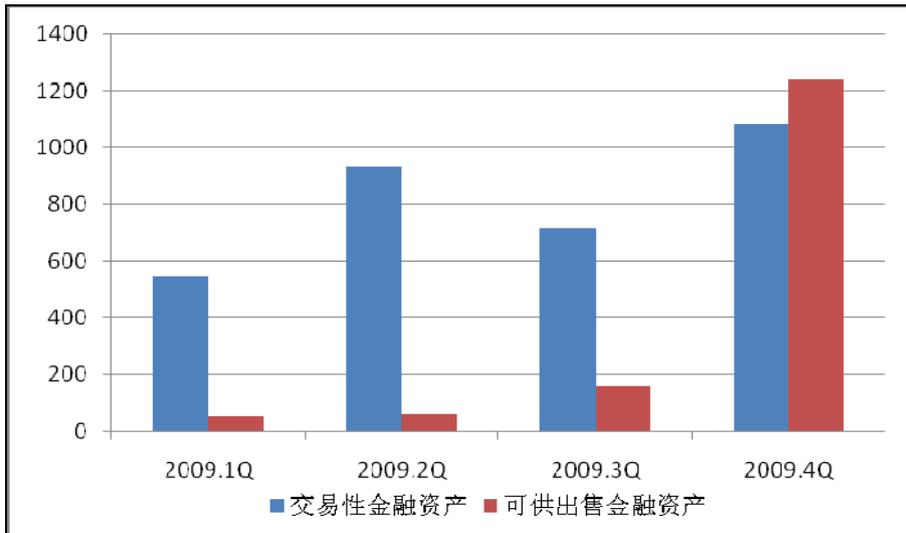


数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

三、2009 年 4 季度权益投资规模大幅增加

公司 2009 年实现自营业务收入 4.32 亿元, 由于 2008 年较低的同比基数, 使得公司的自营业绩大幅增长 2082%。4 季度公司交易性金融资产规模和可供出售金融资产规模均明显增长, 分别从 3 季度末的 8.76 亿元和 7.15 亿元增长到年末的 10.83 亿元和 12.39 亿元, 主要是公司增加了权益投资规模。

图表 4: 东北证券交易性和可供出售金融资产规模季度变动



数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

四、投行业务获得突破 资管业务稳步发展

2009 年公司无任何股票和债券的主承销项目。2010 年公司已经完成 1 单 IPO 项目, 目前还有 1 单 IPO 项目过会待发。2009 年 7 月东北证券 1 号集合理财产品成立, 募集资金 6.1 亿元, 实现净收入 200 万元。

五、盈利预测及估值

在 2010 年日均交易额 2100 亿元和不考虑创新业务贡献的假设下, 保守的估算 2010 年公司将实现净利润 9.63 亿元, 对应的每股收益为 1.51 元, 目前公司股价对应的 PE 为 22 倍, 估值相对较低, 我们维持“买入”的投资评级。

图表 5: 利润表 (单位: 百万元)

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	1,993.07	2068.15	2093.99	2104.86
手续费及佣金净收入	1,445.58	1427.80	1420.86	1397.23
其中: 代理买卖证券业务净收入	1,401.78	1317.67	1291.32	1265.49
证券承销业务净收入	13.40	67.00	73.70	81.07

受托客户资产管理业务净收入	2.10	12.00	21.60	13.00
基金	28.30	31.13	34.24	37.67
利息净收入	101.56	106.64	111.97	117.57
投资净收益	431.96	518.35	544.27	571.48
二、营业支出	802.78	832.84	841.43	849.34
营业税金及附加	92.80	103.41	104.70	105.24
业务及管理费	694.70	729.44	736.73	744.10
三、营业利润	1,190.29	1235.31	1252.57	1255.52
四、利润总额	1,190.21	1235.31	1252.57	1255.52
减：所得税	277.33	271.77	275.56	276.22
五、净利润	912.88	963.54	977.00	979.31

分析师简介

郭懿, SAC 执业证书号: S0640209090103

经济学硕士, 从事证券行业研究, 秉承价值投资理念。

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, 本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。