

投行增收难补经纪自营双降

——东北证券（000686）2010年中报点评——

中性（维持）

内容摘要:

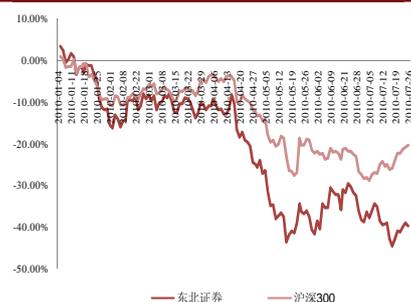
- **上半年营收降 46.29%，净利润降 76.83%。**公司发布 2010 年半年度报告，上半年实现营业收入 5.10 亿元，同比下降 46.29%；归属于上市公司股东的净利润为 1.10 亿元，同比下降 76.83%；基本每股收益 0.17 元；归属于上市公司股东的每股净资产 4.67 元，同比下降 2.30%；加权平均净资产收益率 3.63%，比上年同期下降 15.37 个百分点。
- **投行业务增收，经纪与自营业务双降。**上半年经纪业务净收入 4.94 亿元，同比下降 18.74%；承销与保荐业务净收入 7164.11 万元，同比增长 15.47 倍；投资净收益（含公允价值变动收益、剔除对联营合营企业的投资收益）-1.84 亿元，同比下降 1.82 倍；资产管理业务净收入 903.16 万元，去年同期无此项收入；其他综合收益-8571.76 万元，去年同期为 2412.48 万元。
- **经纪业务市场占有率稳中略升，佣金半年下滑 15.41%。**上半年东北证券股票、债券、基金及权证四项合计交易额 3710.23 亿元，其中股票交易额 3514.79 亿元，股票交易市场占有率 0.781%，环比有所上升。Wind 统计的 102 家券商中，东北证券上半年市场占有率行业排名第 39，在 13 家上市券商中排名第 11。上半年公司平均净佣金 0.1332%，比 2009 年平均水平下降 15.41%，降幅低于行业平均水平且绝对佣金率在上市券商中处于高端。
- **自营规模缩减 61.24%，自营投资风格激进，二级市场交易严重亏损。**期末两项金融资产合计 9.00 亿元，比期初减少 61.24%。其中，交易性金融资产 6.40 亿元，可供出售金融资产 2.61 亿元，分别比期初减少 40.97% 和 78.96%。配置上以股票为主，股票、基金以及集合理财自由部分配置占比分别为 84.11%、3.89% 和 12.01%。激进的投资风格导致上半年交易性金融资产亏损 3.10 亿元。
- **投行业务营收贡献 14.04%，达到历史最高。**上半年，东北证券承销金额合计 21.16 亿元，承销项目 5 个。其中，首发 4 个，增发 1 个。截至 2010 年 7 月 23 日，东北证券承销与保荐金额位于行业第 42 名，承销与保荐数量位于行业 41 名，在上市券商中仅优于太平洋证券。
- **业务及管理费用同比增长 22.13%，管理费用率高达 68.34%。**上半年公司业务及管理费用 3.49 亿元，同比增长 22.13%；业务及管理费用率 68.34%，同比增加 38.28 个百分点，比去年全年上升 33.48 个百分点。
- **自营巨额亏损、经纪业务收入下降、业务及管理费用上升三大因素共同导致公司上半年业绩大幅下降。**截至 2010 年 6 月 30 日，东北证券净资产 20.32 亿元，短期内无法受益于融资融券业务。公司绝对佣金水平处于行业高端，随着竞争加剧，传统经纪业务将继续面临挑战；A 股市场不确定性依旧存在，公司激进的自营投资将继续导致业绩波动；资产管理业务刚刚起步，业绩贡献很有限；投行业务较快增长但业绩贡献相对有限。目前东北证券在券商板块中估值不占优，维持“中性”评级。

研究员

王大力
执业证号：S1250208120167
电话：010-57631183
邮箱：wdl@swsc.com.cn

丁小玲
执业证号：S1250109071097
电话：023-63786043
邮箱：dxling@swsc.com.cn

东北证券及沪深 300 指数运行趋势 (2010 年初至今)

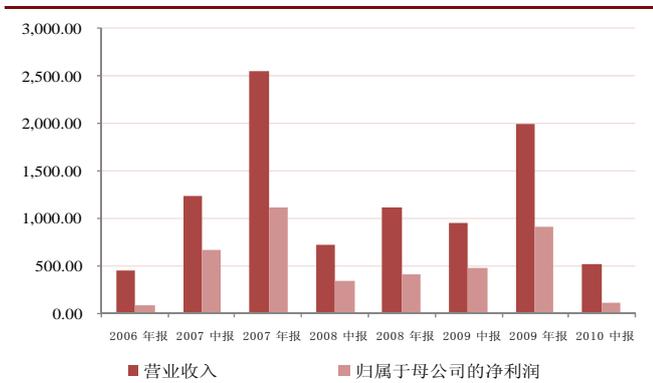


资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

上市券商及行业指数 alpha-beta(2010)

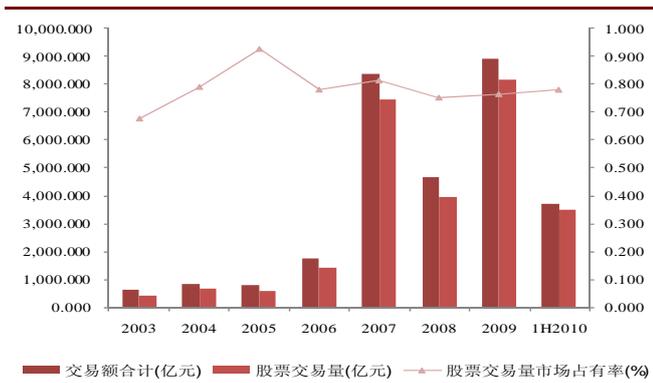
| 证券代码 | 证券公司 | alpha (%) | beta |
|--------|------|-----------|------|
| 600999 | 招商证券 | -2.99 | 1.09 |
| 601688 | 华泰证券 | -16.86 | 1.32 |
| 000562 | 宏源证券 | -18.08 | 1.47 |
| 600369 | 西南证券 | -18.13 | 1.04 |
| 601788 | 光大证券 | -19.40 | 1.38 |
| 601099 | 太平洋 | -19.90 | 1.36 |
| 000783 | 长江证券 | -26.19 | 1.37 |
| 000728 | 国元证券 | -28.79 | 1.32 |
| 600109 | 国金证券 | -32.99 | 1.22 |
| 000686 | 东北证券 | -33.93 | 1.44 |
| 600030 | 中信证券 | -33.94 | 1.17 |
| 000776 | 广发证券 | -44.62 | 1.40 |
| 600837 | 海通证券 | -62.46 | 1.29 |
| | 证券行业 | -32.31 | 1.24 |

图 1: 东北证券历年营业收入及归属于母公司净利润变化趋势 (2006Y-1H2010)



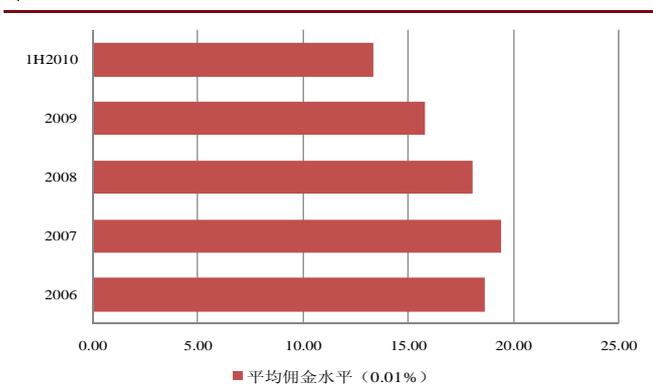
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 3: 上半年经纪业务市场占有率稳中略升 (1H2006-1H2010)



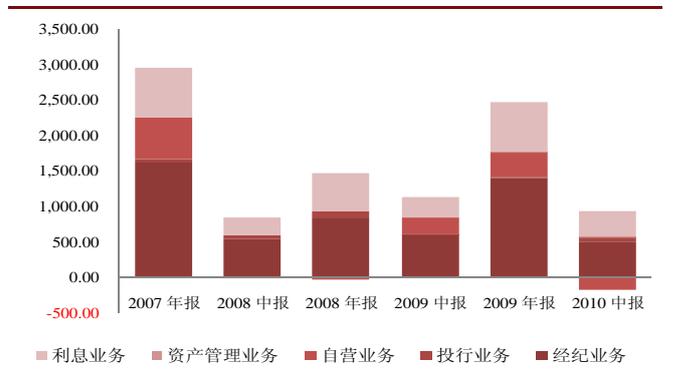
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 5: 东北证券平均净佣金水平 0.1332%, 比 09 年平均水平下降 15.41% (1H2010)



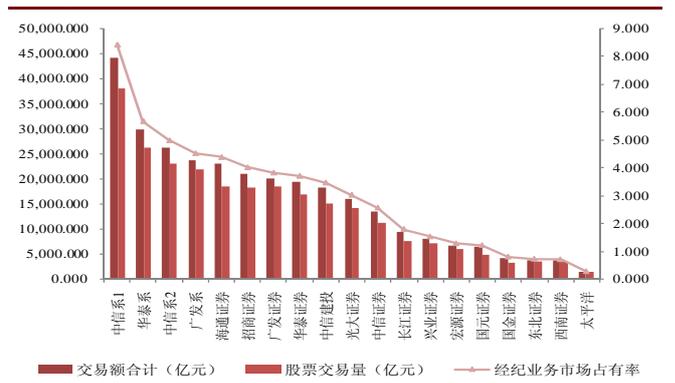
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 2: 东北证券上半年扭转以经纪与自营为主的营收结构 (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 4: 上半年经纪业务成交额及市场占有率在上市相关券商中排名第 11 位 (1H2010)



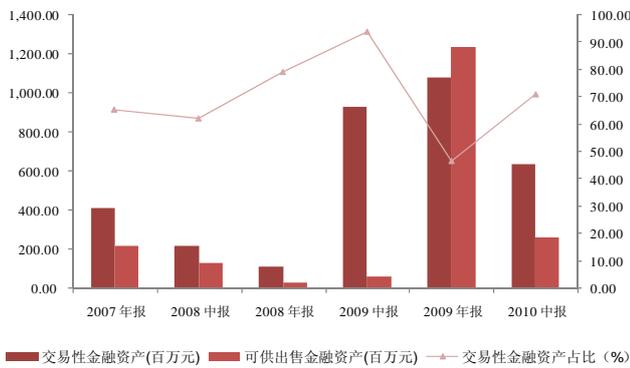
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

备注: 中信系1——含中信建投; 中信系2——不含中信建投

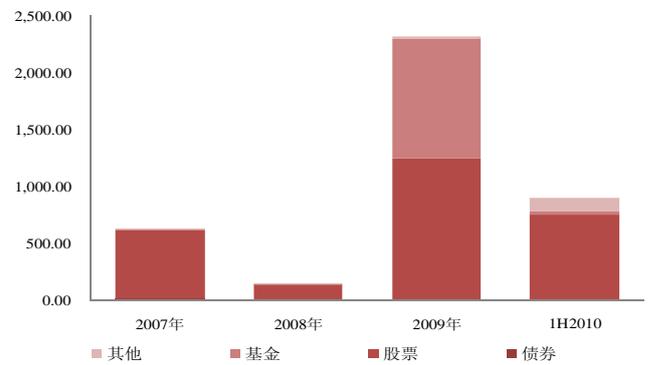
图 6: 东北证券投行业绩剧增, 同比增长 15.47 倍 (2010 年初至今)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 7: 自营持仓规模比期初减少 61.24% (2007Y-1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 8: 自营投资风格相对激进, 以股票投资为主(2007Y-1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 9: 业务及管理费用同比增长 22.13%, 管理费用率高达 68.34% (1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

表 1: 券商板块盈利预测与估值情况表

| 证券代码 | 证券名称 | 每股收益 | | 最近一期末每股净资产 | 7 月 30 日收盘价 | PE | | PB | 评级 |
|-----------|------|--------|--------|------------|-------------|--------|--------|------|-----|
| | | 2008 年 | 2009 年 | | | 2008 年 | 2009 年 | | |
| 000562.SZ | 宏源证券 | 0.37 | 0.79 | 4.72 | 16.86 | 45.57 | 21.34 | 3.57 | 中性 |
| 000686.SZ | 东北证券 | 0.71 | 1.43 | 4.67 | 24.11 | 33.96 | 16.86 | 5.16 | 中性 |
| 000728.SZ | 国元证券 | 0.36 | 0.69 | 6.83 | 13.18 | 36.61 | 19.10 | 1.93 | 增持 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 1.26 | 1.87 | 6.46 | 31.86 | 25.29 | 17.04 | 4.93 | 中性 |
| 000783.SZ | 长江证券 | 0.42 | 0.80 | 4.01 | 12.13 | 28.88 | 15.16 | 3.02 | 中性 |
| 600030.SH | 中信证券 | 0.73 | 0.90 | 6.03 | 12.82 | 17.56 | 14.24 | 2.13 | 中性 |
| 600109.SH | 国金证券 | 0.76 | 0.52 | 2.69 | 15.04 | 19.79 | 28.92 | 5.59 | 中性 |
| 600837.SH | 海通证券 | 0.4 | 0.55 | 5.24 | 10.19 | 25.48 | 18.53 | 1.94 | 增持 |
| 600999.SH | 招商证券 | 0.63 | 1.14 | 6.00 | 22.47 | 35.67 | 19.71 | 3.75 | 中性 |
| 601099.SH | 太平洋 | -0.43 | 0.27 | 1.21 | 11.94 | — | 44.22 | 9.87 | 无评级 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 0.28 | 0.82 | 5.41 | 14.87 | 53.11 | 18.13 | 2.75 | 中性 |
| 601788.SH | 光大证券 | 0.47 | 0.92 | 6.17 | 17.18 | 36.55 | 18.67 | 2.78 | 中性 |

资料来源: wind 资讯, 公司公告, 维赛特财经, 大智慧, 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>