

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

东北证券 (000686)

中性 (首次)

经纪业务增长引擎 承销及创新有待突破

2008年01月21日	金融行业首席研究员	邵子钦	0755-22626592
	证券行业研究助理	田良	0755-22627750

事项

2008年1月19日公司就非公开发行融资事宜发布《东北证券股份有限公司关于向特定对象非公开发行A股募集资金的可行性研究报告》。

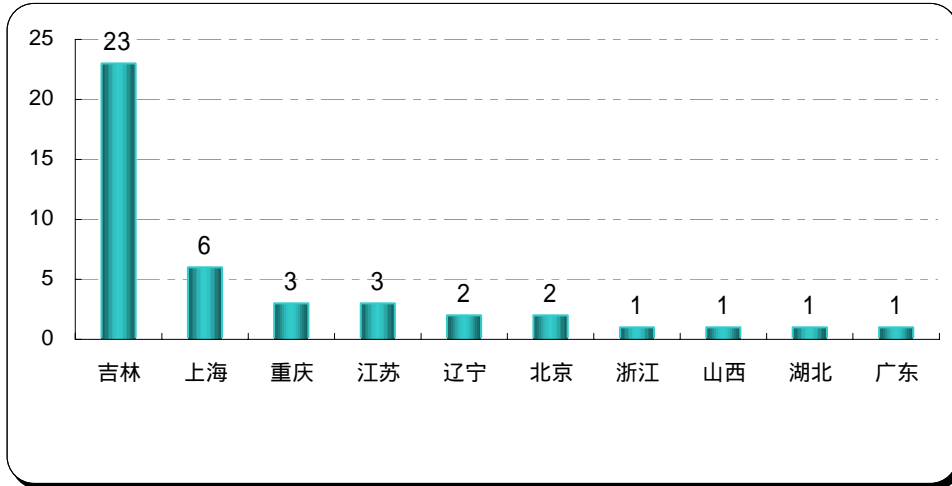
主要观点

1. 经纪业务增长迅速 地域布局有待合理化

经纪业务成为增长引擎。2007年全年股票基金权证日均成交额高达2251亿元，日均换手率达到3.5%，受益于证券市场成交量的放大，公司经纪业务出现爆发式增长。2007年三季报显示公司代理买卖证券业务净收入为13.72亿，我们预计全年公司代理买卖证券手续费收入将达到17.20亿元，较06年增长360%以上（同期整个市场的股基权证成交量增长389.73%），基本与行业增长保持一致。

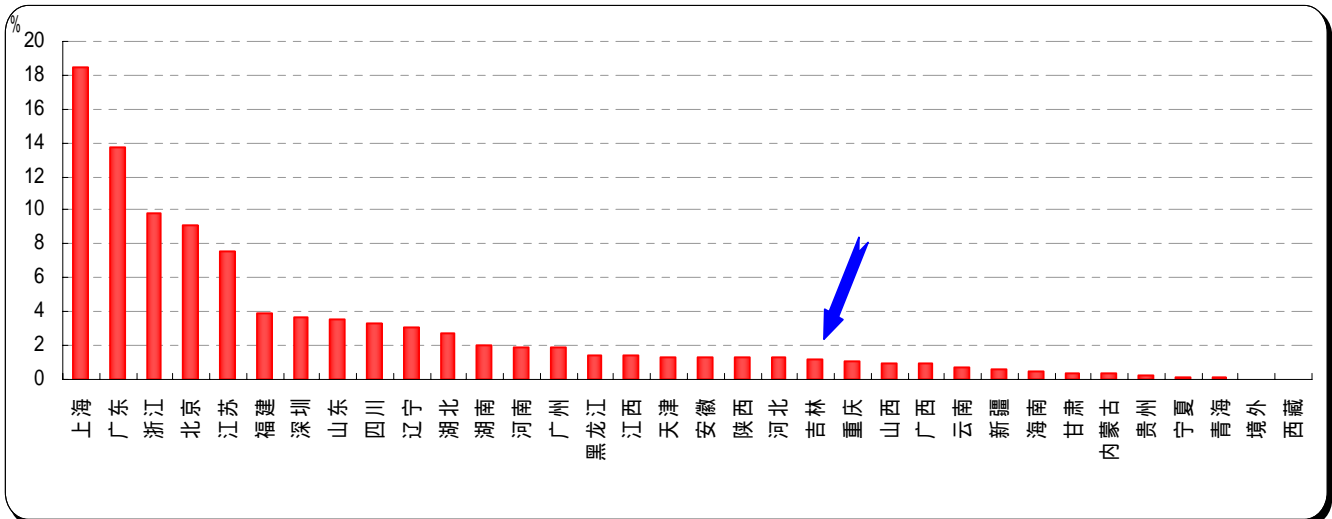
地域分布有待拓展。目前公司在东北地区的营业部数量为25家（其中吉林省23家），超过总数的一半；在经济发达的长三角、珠三角地区营业部数量为11家，约占总数的四分之一。公司经纪业务地域性特征明显，业务经营的状况受东北地区经济发展影响较大。2007年吉林省交易量在全国34个省市中排名22，份额仅为1.17%，导致当年公司在营业部家数行业排名16位的情况下均交易量排名77位，出现了牛市中公司经纪业务市场份额不升反降的情况，按交易量来算公司目前经纪业务的市场占有率仅为0.76%。随着证券行业转入常规监管及此次融资的完成，公司新设营业部成为可能。届时沿海经济发达地区将成为公司布局新营业部的重点地区，公司将择机收购证券类相关资产，提高网点覆盖率，从而进一步优化营业部布局结构，提高经纪业务质量。

图表1 东北证券营业部分布情况



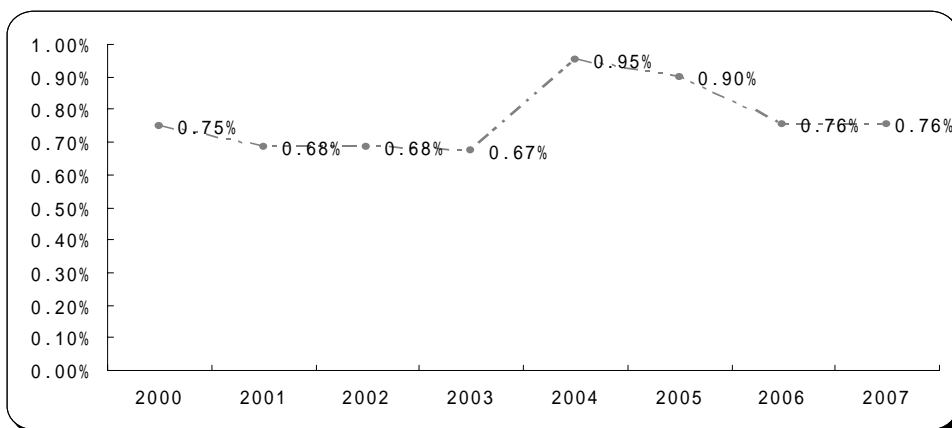
资料来源：伟海证券精英

图表2 2007年各省市交易量份额



资料来源：Wind资讯

图表3 东北证券经纪业务市场份额变化



资料来源：伟海证券精英

2. 自营业务受益于市场行情 规模增长有限

自营业务一直是公司主要的利润来源。2007年上证指数涨幅达到104.92%，三季报显示公司交易性金融资产规模为7.05亿元，仅前三季度自营业务就为公司贡献了4.76亿的收入(含公允价值变动损益)。考虑到四季度市场以震荡为主指数涨幅有限，我们保守的估计全年自营收益维持在4.9亿元左右。

由于自营业务开展仅受资本金规模的限制，与券商其他业务相比不需要开发客户，不需要大量人员和硬件的积累，所以在市场向好的情况下能够在短期内给公司带来惊人的业绩。但是长期来看该项业务对行情的依赖度较大，公司管理层已经认识到了这一点，此次增发后自营业务规模提高程度有限。

3. 承销业务是短板 有待进一步强化

承销业务一直是公司的业务短板。目前市场上的大型承销项目资源不断向规模较大的优质券商集中。公司全年仅完成两家中小板企业梅花伞、万力达的主承销工作，此外公司还担任了吉恩镍业和苏宁环球定向增发的主承销商。我们预计公司全年实现承销收入2229.35万元，较同等规模的其他券商，具有较大的差距。

在A股市场恢复融资功能、资本化程度不断提高的背景下，我们预计08年股票市值占GDP的比重较07年比将有7%的增长。公司公告中称此次融资的重要目的之一便是增加证券承销准备金，增强投资银行承销业务实力。考虑到上市及增发融资完成后，公司在品牌效应和吸引承销保荐人才方面的优势，我们预计未来三年公司承销业务的复合增长率在10%以上。

图表4 东北证券2007年主承销项目

代码	名称	发行方式	发行费用(万元)	募集资金(亿元)
002180.SZ	万力达	公开发行	1482.57	1.79
002174.SZ	梅花伞	公开发行	1286.85	1.06
600432.SH	吉恩镍业	定向发行	-	3.62
000718.SZ	苏宁环球	定向发行	257.00	4.09

资料来源：Wind资讯

4. 创新业务是公司未来发展方向 短期内较难跻身行业前列

股权投资收益丰厚。公司进行了多项股权投资，投资大多集中在金融领域，受益于资本市场的高速发展，公司参股的基金公司盈利出现大幅度增长，从2007年三季报公布的数据显示公司当期股权投资收益达到5906.48万元。目前公司已经控股渤海期货，但尚未获得IB业务牌照。

创新业务零的起步。公司目前仍然是规范类券商，净资本较低和营运资金不足致使公司很多创新业务无法开展。权证创设业务使资本充足的公司在2007年中取得了丰厚的收益，集合委托理财业务、直接股权投资业务和代办股份转让主办券商业务都将成为证券公司新的利润增长点。受净资本的限制，东北证券目前尚未取得上述业务资格，严重地制约了公司业务的发展。此次增资完成后公司各项创新业务资格将会获批，届时公司的

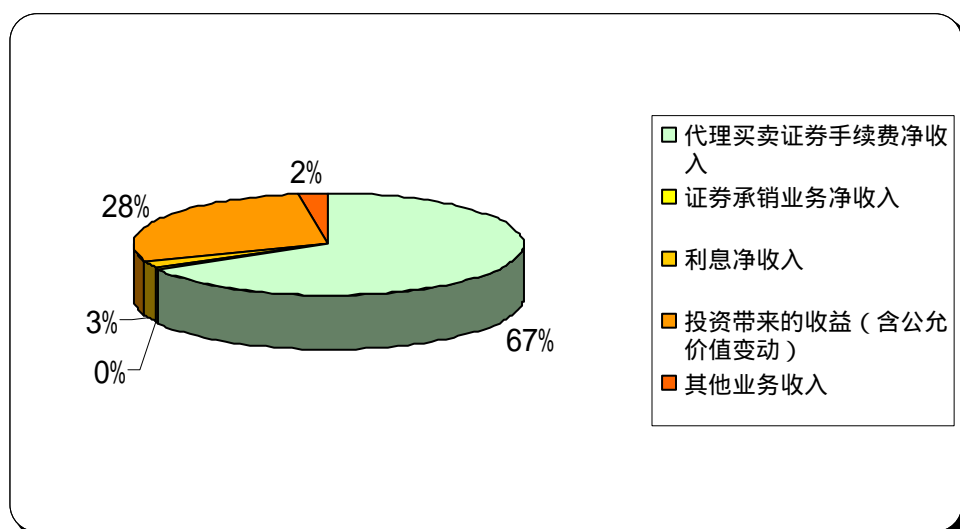
收入结构将趋于合理，有利于公司持续快速发展，但考虑到公司目前的创新业务发展程度，短期内创新业务很难跻身行业前列。

图表5 东北证券股权投资情况

所持对象名称	初始投资额 (百万元)	占该公司 股权比例	2007 三季度末账 面值(百万元)	截至2007 三季度当期损益 (百万元)
东方基金管理公司	46.00	46%	50.97	25.34
银华基金管理公司	21.00	21%	148.15	37.08
渤海期货经纪有限公司	96.00	96%	92.64	-3.36
合计	163.00		291.76	59.06

资料来源：2007公司三季报

图表6 东北证券业务结构



资料来源：2007公司三季报

图表7 公司盈利预测(增发前)

年度	营业收入 (百万元)	净利润(百 万元)	净利润增 长率	每股盈利 (元)	每股净资 产(元)	市盈率	市净率
2006	513.61	120.99	307.12%	-	-	-	-
2007E	2374.71	1303.09	977.02%	2.24	3.41	24.25	15.95
2008E	2713.61	1472.97	13.04%	2.53	5.75	21.49	9.46
2009E	3105.56	1689.64	14.71%	2.91	8.78	18.71	6.19

资料来源：平安证券研究所

由于增发价格及融资额有待确定，在不考虑增发因素的情况下，我们预计公司07年每股收益将达到2.24元，08年每股收益达到2.53元，结合公司的行业地位和业务结构情况，我们给予公司07年20倍的PE，08年23倍PE，据此计算公司07年合理股价应该在44.8元左右，08年在58.19元左右。增发后公司每股收益将被摊薄，市盈率水平将会提升，考虑到公司目前的股价，我们给予“中性”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257