

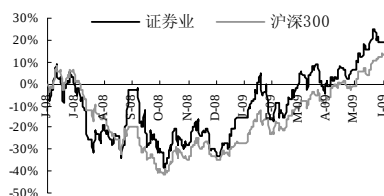


金融服务业 - 证券行业

Financial Services - Securities

2009 年 6 月 30 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
证券业	12.7%	13.9%	19.5%
沪深 300	14.7%	24.3%	13.4%

代码	名称	6m%	YTD	评级
60030	中信证券	58.86	1.15	增持
600837	海通证券	99.01	0.80	增持
000686	东北证券	176.54	2.98	增持
600739	辽宁成大	154.77	1.97	增持
000623	吉林敖东	113.04	1.99	增持

吕丽华、俞冲

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8218

Lvlh@csc.com.cn

Yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，吕丽华、俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

成交量复苏推动行业价值重估

— 证券行业 2009 年下半年投资策略

评级： 强于大市

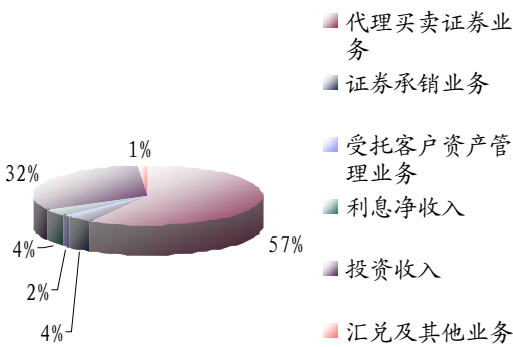
- 在相当长的时间内，国内券商仍将以代理买卖证券通道商和证券机构投资者的身份存在。短期内无论行情好坏，券商业绩都高度依存于“靠天吃饭”的业务。
- 经纪业务方面，上半年日均成交额已经回升接近牛市平均水平，预计佣金率下滑趋势也将停止。但在目前市场条件下，换手率很难回复到 2007 年的水平，在悲观、中性和乐观环境下，我们预测下半年日均成交量分别为 1400 亿元、1600 亿元和 1800 亿元。
- 1 季度大部分上市券商的自营投资都显得较为保守，但考虑到券商自营投资的资金运用灵活，预计 2 季度后会陆续加仓，部分中小券商在自营业务方面更为激进，而大型券商也能凭借投资规模同样分享股价上涨带来的好处。2009 年投资收益率有望超过去年。
- IPO 重启和创业板开通对于不同层次券商而言皆属利好。大型券商对于 IPO 重启的受益程度更为显著。而创业板的成行，则可能为在大型项目处于弱势的中小券商提供一个新的细分市场。
- 从可以预见的几项创新业务的自身性质或推进状况看，大部分低于预期，短期内对券商的盈利模式和收入结构改变不大。
- 以大型券商 25 倍 PE，中小券商 30 倍 PE 作为证券行业估值的安全边际，以净利润/经纪业务收入比例，并保守估计自营收益率假设不变，反推在此估值安全边际下，各券商所隐含的交易量。西南证券与太平洋证券的隐含日均成交额超过 2500 亿，海通证券位于乐观情景的上限、宏源证券与长江证券位于 1700 亿元附近，其余各家券商均在 1700 亿元以下。这表明持续放大的成交额有望促进券商业绩超预期增长，如果进一步把自营投资收益率提升、IPO 重启和创业板引入等其他业绩催化因素考虑在内，券商 2009 年有望迎来整体复苏，调高证券行业 2009 年下半年评级为“强于大市”。
- 在上半年，业绩相对经纪业务弹性较强的部分中小券商已经有了上佳表现，随着成交量稳步高企，IPO 重启等其他积极因素逐一落实、大型券商的走势有望走强；同时伴随着大盘上涨，自营业务超预期增长的公司可能依然有良好的表现。此外，历史经验显示，在券商股牛市中，参股券商类的上市公司涨幅甚至强于券商股本身。建议关注具备规模领先优势的中信证券、海通证券；经营风格积极，业绩增长张力较强的东北证券；以及参股广发证券的辽宁成大和吉林敖东。

券商——通道服务商与机构投资者

在目前国内券商的经营模式下，各证券公司收入状况对股票市场行情的依赖程度很高。我们根据券商各项收入构成的特色将其划分为两类：与市场行情关联度高的，包括代理买卖证券业务收入与投资收益；与市场行情关联度不高的，包括承销业务收入、受托资产管理业务收入、利息收入、汇兑及其他业务收入。

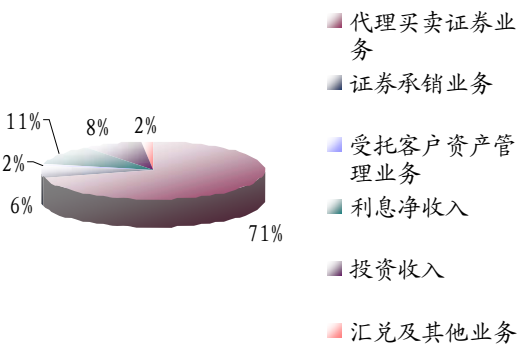
通过对 2007 年和 2008 年的券商收入数据比较，可见无论是在处于牛市或熊市，代理买卖证券和自营投资收益所占比重都超过 75%，券商“靠天吃饭”的程度并不因行情转好而降低，相反，在牛市中的 2007 年，由于自营投资收益暴增，这两项收入占总收入比重甚至超过了熊市，投资银行、资产管理等与行情关联度相对较低的业务尚不能成为收入支柱，在相当长的时间内，国内券商仍将以代理买卖证券通道服务商和证券机构投资者的身份存在。

Figure 1 2007 年券商收入构成



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 2008 年券商收入构成



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 2008 年各上市券商收入构成状况

	代理买卖证券业务	证券承销业务	自营投资业务	资产管理业务	利息净收入	汇兑及其他业务
宏源证券	73.70%	5.50%	0.54%	0.00%	9.89%	4.21%
中信证券	42.11%	10.07%	17.56%	0.85%	9.63%	0.53%
国金证券	25.60%	8.10%	50.27%	0.00%	4.35%	9.96%
海通证券	57.41%	2.40%	14.86%	7.65%	14.31%	0.78%
东北证券	75.10%	7.33%	1.86%	0.00%	8.54%	6.15%
国元证券	72.69%	1.99%	5.97%	2.12%	10.11%	5.97%
长江证券	53.17%	3.53%	29.41%	0.48%	6.35%	5.31%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 2009 年 1 季度各上市券商收入构成状况

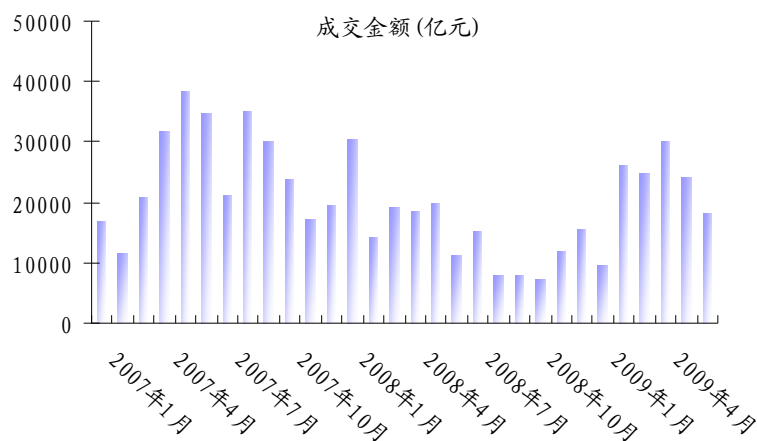
	代理买卖证券业务	证券承销业务	自营投资业务	资产管理业务	利息净收入	汇兑及其他业务
宏源证券	66.06%	1.94%	24.44%	0.00%	5.24%	0.30%
中信证券	60.41%	3.41%	7.71%	0.78%	8.84%	0.45%
国金证券	52.03%	0.58%	31.94%	0.00%	5.60%	7.38%
西南证券	37.33%	6.24%	48.90%	0.00%	5.41%	0.32%
海通证券	67.26%	0.41%	8.78%	5.96%	15.17%	0.05%
太平洋	57.49%	1.44%	33.33%	0.00%	6.84%	0.00%
东北证券	66.83%	0.00%	24.76%	0.00%	5.21%	2.83%
国元证券	91.69%	6.93%	-7.65%	-0.15%	5.18%	1.25%
长江证券	64.67%	0.53%	23.09%	2.24%	5.86%	3.47%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

成交活跃促进经纪业务复苏

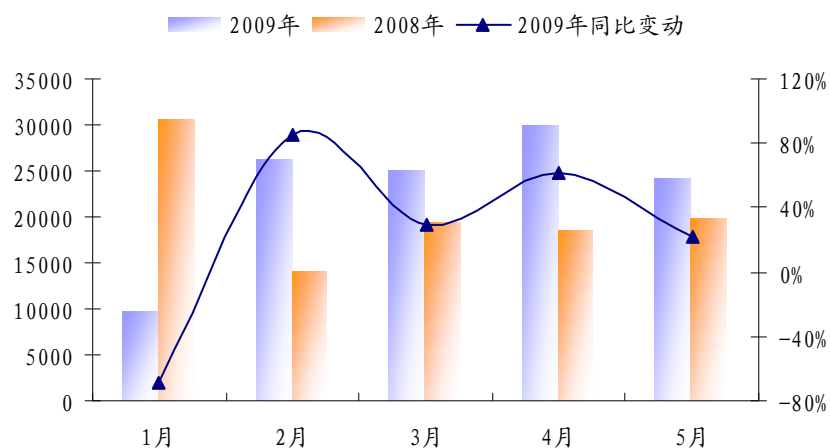
经过了一年的低迷,伴随着 2008 年 10 月以来 A 股市场的见底回升,市场交投重新活跃,2009 年以来 A 股市场日均成交额已回复至 1867.22 亿元,基本与 2007 年牛市期间 1873.56 亿元的水平相当。

Figure 5 2009 年 1-5 月成交额已经接近 2007、2008 年牛市水平



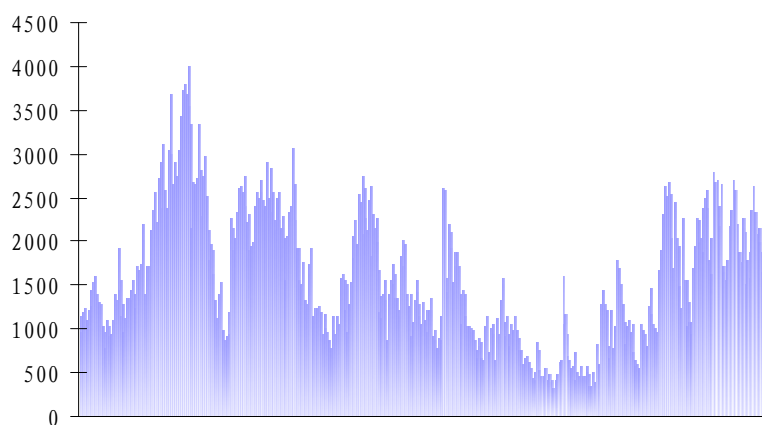
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 2008/2009 年 1-5 月 A 股市场成交额对比



资料来源: Wind 资讯

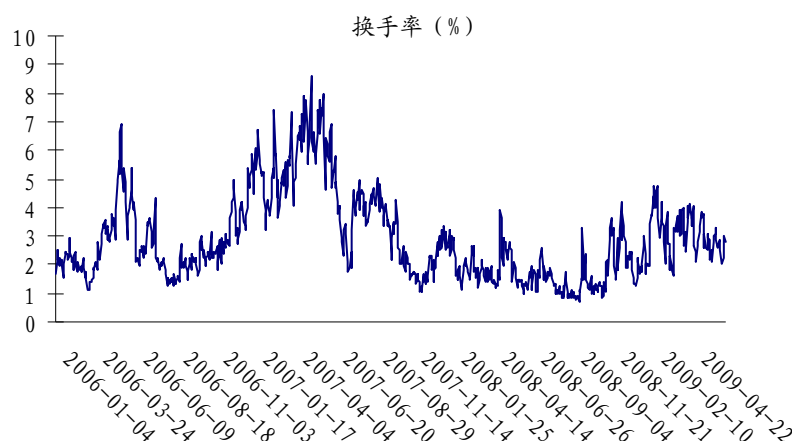
Figure 7 2009 年以来的日均成交量接近 2007 年水平



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

市场活跃程度也高于 2008 年, 特别是今年 2 月份以后市场交投热烈, 年初以来的日均换手率为 2.96%, 较 2008 年的 1.79% 有明显改善, 但距离 2007 年全年 4.19% 的水平仍有较大差距。

Figure 8 2009 年以来 A 股日均换手率显著回升



资料来源: Wind 资讯

由于去年以来限售流通股解禁规模较大,虽然估值水平远低于 2007 年市场顶峰期,但流通市值已经基本与当时最高峰水平相当,因此,要达到当时牛市的成交活跃程度,即使不考虑新解禁限售股、新股发行、估值水平因新增资金进入而上升等因素,仅以目前的流通市值水平推算,也需要超过 3.6 万亿元的增量资金。但从资金供给和股票供求关系相关的几个方面因素考虑,下半年并不具备换手率达到 2007 年高水平的条件。

1、存款定期化的趋势仍未扭转。2007 年高成交量的基础之一是牛市初期股市财富效应带来的存款活期化,但目前 M2 增速仍远超 M1,存款定期化的趋势未改,这表明社会对股票市场的投资意愿仍未完全恢复,在宏观经济环境存在较大不确定性的背景下,人们投资偏好以风险回避为主。但同时也表明,在股市资金增量上,仍有空间。

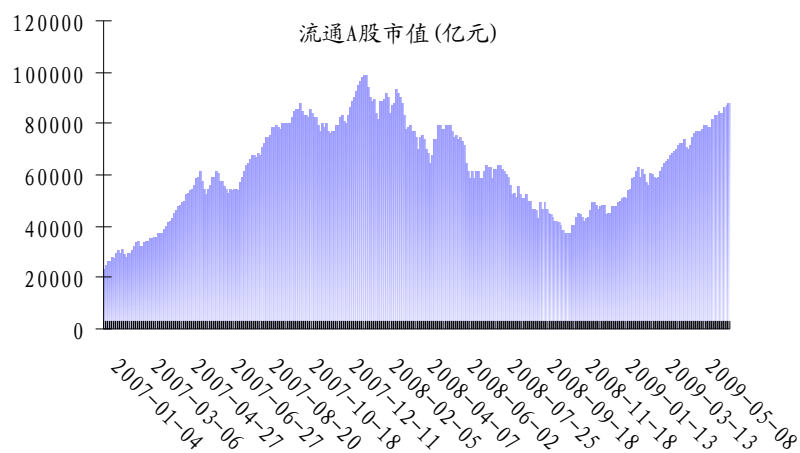
2、偏股型基金发行量远不及 2007 年。2009 年 1、2 季度平均每个季度新发行非债券及货币市场基金份额为 406.11 亿份,而 2007 年的季度平均高达 1421.83 亿份。

3、今年以来月均 A 股新增开户数为 114.17 万户,较 2008 年下半年最低迷时期相比,已经基本稳定在 100 万户以上,但距离历史高位仍有明显差距。

4、此外,随着下半年 IPO 的重启以及巨额限售股开始解禁流通,股票供给会进一步增加。

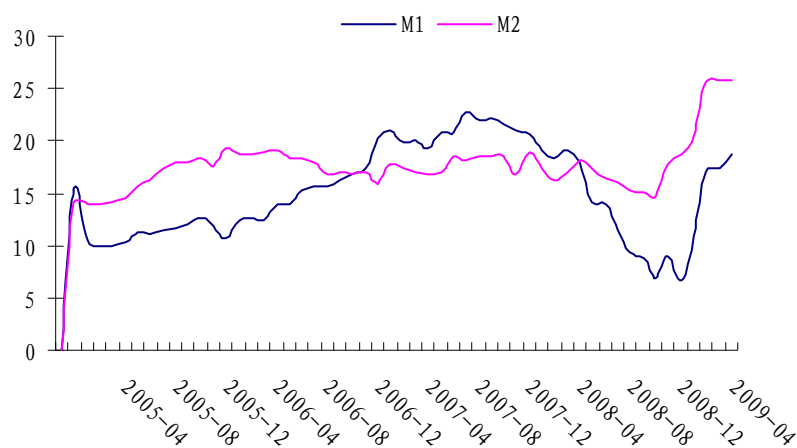
在此基础上,根据我们的预测模型,在悲观、中性和乐观三种不同情景下,下半年市场股基权日均成交额分别对应约 1400 亿元、1600 亿元和 1800 亿元。

Figure 9 目前流通市值已接近牛市最高峰水平



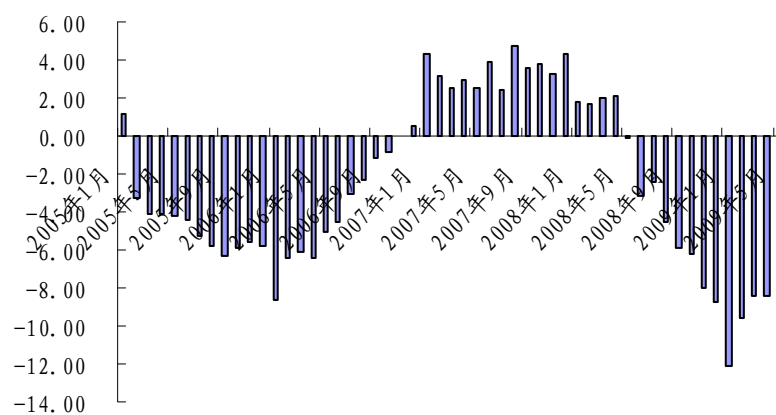
资料来源: Wind 资讯

Figure 10 M1 同比增速仍落后于 M2



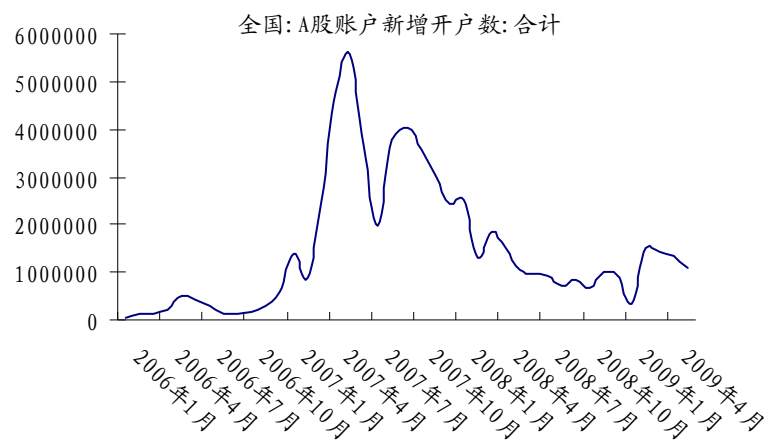
资料来源: Wind 资讯

Figure 11 M1 与 M2 的剪刀差有所缩小, 但仍处于历史低位



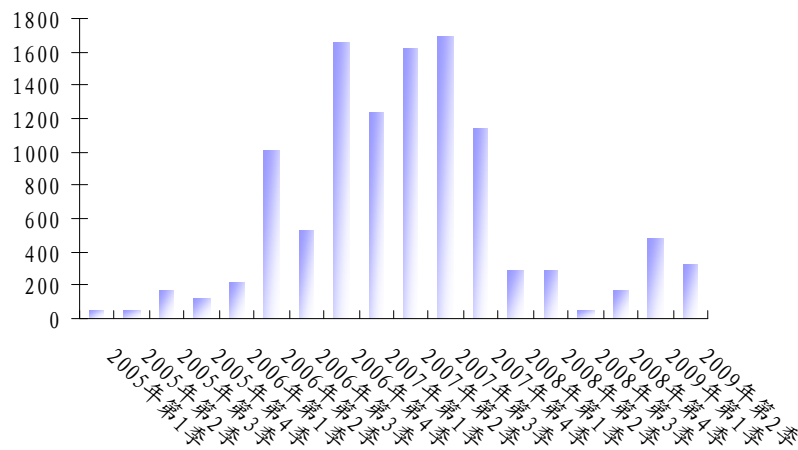
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 2006 年 1 月-2009 年 5 月全国 A 股账户月新增开户数合计



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 2009 年新发行的非债券/货币市场基金份额远不及 2007 年



资料来源: Wind 资讯

从 2007 年以来各上市券商的佣金水平看, 当行情转熊时, 部分原本佣金率较高的券商相继出现了“断崖式”的下滑, 尽管 2009 年是证券行业新设营业部开闸的第一年, “佣金战”可能在部分热点地区更趋激烈, 但各上市券商或是已经初步具备了全国性的规模效应, 如中信证券和海通证券; 或是在特定地域内占据了优势地位, 如东北证券, 因此 2009 年一季度各佣金水平基本保持了 2008 年的平均水平, 未见进一步回落。由于行情较去年已经发生了根本性变化, 券商议价能力较当时有所提升, 加之成本刚性因素存在, 因此我们预计 2009 年全年平均佣金率将保持稳定。

Figure 14 2009 年以来各上市券商佣金率基本保持平稳

佣金率	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
宏源证券	N/A	N/A	N/A	0.17%	0.23%	0.15%	0.13%	0.12%	0.14%
中信证券	0.18%	0.27%	0.24%	0.28%	0.16%	0.15%	0.15%	0.14%	0.14%

国金证券	N/A	N/A	N/A	N/A	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.09%
西南证券	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.13%
海通证券	N/A	0.19%	0.20%	0.08%	0.12%	0.11%	0.10%	0.15%	0.12%
太平洋	0.18%	0.28%	0.32%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.19%	0.18%
东北证券	N/A	N/A	N/A	N/A	0.19%	0.18%	0.19%	0.16%	0.17%
国元证券	N/A	N/A	N/A	N/A	0.15%	0.16%	0.13%	0.12%	0.11%
长江证券	N/A	N/A	N/A	N/A	0.13%	0.11%	0.09%	0.08%	0.09%

资料来源：伟海证券网、Wind 资讯、世纪证券研究所

自营业务偏于滞后，但收益率将有所提升

去年 11 月以来，A 股从见底回升，随后一路上扬，沪深 300 指数较最低位的 1627 点涨幅超过 90%，部分个股走势更是远远跑在了大盘的前面。但在股市高歌猛进的背景下，大部分上市券商的自营投资都显得较为保守，1 季度数据显示，与 2008 年末相比，除东北证券大幅加仓、长江证券谨慎增持外，其余各家券商均调低了交易性金融资产规模。

券商自营投资业务能否扭转 2008 年的颓势，取决于三方面因素：

一、是否已经在 1 季度后重新调整了资产配置。从 1 季报看，绝大部分券商的自营资产配置都滞后于市场变化。但由于券商的自营投资与基金相比，更为灵活，如果能在 2 季度及时调整策略增加股票仓位，券商自营收益率将明显改善。

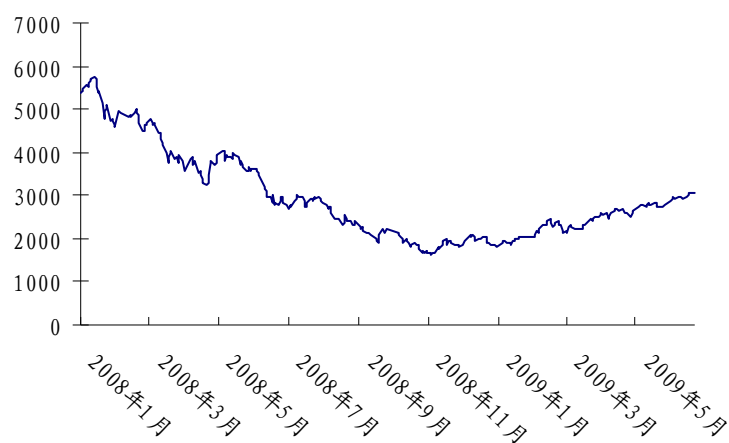
二、投资风格和资产管理能力。目前国内证券公司的投资业务多以自有资金为主，且没有最低仓位比例的限制，因此投资策略更显灵活；同时不同公司之间投资风格差异显著，从交易性金融资产/净资产比率看，以中信为代表的部分大型券商在权益投资上显得稳健，相反中小型券商则更偏好于权益投资。更高的权益投资比例能令公司业绩在股价上涨时拥有更强的张力，同时也对公司资产管理能力提出了更高的要求。而大型券商虽然对权益投资比例控制较为谨慎，但凭借资本规模优势，同样能够获取较为可观的权益投资收益。

三、股市能否持续上涨。在宏观经济环境整体复苏仍存在种种不确定性，而目前市场累计涨幅较高的情况下，对于后续走势，不算高的市场活跃程度表明投资者对此看法并不完全一致。市场正处于一种临界点：如果经济持续性出现复苏信号，企业盈利前景明朗，带动上市公司估值中枢向上移动，从而启动社会投资欲望，令新增资金进入市场，形成股价进一步上涨的良性循环；但反之，市场因缺乏持续可靠的驱动器而掉头向下，资金逐步离场，市场重新步入

调整。

整体而言，在上半年市场走势与 2008 年同期迥异的情况下，我们预计 2009 年自营投资收益率将高于去年。

Figure 15 2008 年 10 月以来，沪深 300 指数见底回升



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 16 各上市公司交易性金融资产/净资产比率

	2006 年	2007Q1	1H2007	2007Q3	2007 年	2008Q1	1H2008	2008Q3	2008 年	2009Q1
宏源证券	6.79%	2.86%	25.58%	31.98%	8.86%	9.86%	8.83%	5.46%	41.93%	36.65%
中信证券	13.97%	13.46%	14.73%	7.08%	5.13%	7.89%	8.01%	8.01%	10.44%	9.89%
国金证券	12.12%	23.29%	18.70%	24.79%	9.86%	2.66%	1.84%	54.26%	65.66%	24.31%
西南证券	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16.79%
海通证券	18.72%	0.04%	27.88%	35.23%	9.36%	4.98%	12.34%	26.17%	25.26%	20.50%
太平洋	36.95%	3.65%	19.86%	N/A	35.78%	50.19%	62.29%	50.41%	27.65%	11.80%
东北证券	10.86%	N/A	N/A	34.41%	19.13%	22.90%	9.17%	2.93%	5.09%	21.82%
国元证券	46.30%	N/A	N/A	N/A	59.89%	34.43%	29.29%	27.73%	32.18%	7.02%
长江证券	54.15%	N/A	N/A	N/A	36.40%	59.00%	56.81%	72.86%	85.04%	88.32%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 17 各上市券商 2008 年以来交易性金融资产规模 单位：亿元

	2008 年 Q1	1H2008 年	2008 年 Q3	2008 年	2009 年 Q1
宏源证券	5.85	4.43	2.69	20.87	20.30
中信证券	43.22	43.18	43.88	60.05	58.93
国金证券	0.71	0.47	13.05	14.24	5.40
西南证券	N/A	N/A	N/A	N/A	6.09
海通证券	18.61	46.57	99.48	97.61	82.10
太平洋	8.91	9.83	7.51	3.82	1.76
东北证券	5.17	2.19	0.69	1.15	5.43
国元证券	15.56	14.01	13.35	15.34	3.45
长江证券	34.16	27.92	35.81	39.15	43.23

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

投行业务将全面启动

随着市场低迷, IPO 暂停, 券商投行在 2009 年业务主要集中在债券承销上, 承销费率较低, 且面临了来自于银行的强大压力。直到 6 月底停顿了近 10 个月的 IPO 重新启动, 创业板的最终推出也箭在弦上, 投行业务萎靡的情况有望得到改善。但考虑到市场接受程度, 管理层会控制新股发行节奏与规模, 如 2007 年期间的超大项目很难在今年重现, 而创业板在年内所能实现上市的市值预计不会超过主板市场 1 个百分点的规模, 且对于绝大部分上市券商而言投行收入占比不高, 因此 IPO 重启对券商业绩直接提升幅度不会十分明显。

目前投行业务领域已经呈现出垄断竞争的格局, 少数领先券商已经基本确立优势地位, 占据了大部分的市场份额, 因此 IPO 重启, 大型券商的受益程度更为显著。而创业板的成行, 则可能为在大型项目处于弱势的中小券商提供一个新的细分市场。

Figure 18 2009 年承销规模排名前 20 的券商

机构名称	承销家数						募资金额/发行规模	
	总计	首发 IPO	增发	配股	可转债	债券发行	总计 (万元)	市场占有率
中信证券	25	0	1	0	0	24	10581819.2	17.18%
中金公司	20	0	0	0	0	20	17970000	29.18%
银行证券	12	0	0	0	0	12	2930000	4.76%
国泰君安	11	0	3	0	0	8	1852578.941	3.01%
华林证券	10	0	1	0	0	9	2792060	4.53%
中信建投	8	0	0	0	0	8	2493000	4.05%
平安证券	7	0	1	0	0	6	1814640	2.95%
中国建投	7	0	0	0	0	7	1226000	1.99%
瑞银证券	6	0	0	0	0	6	2800000	4.55%
国信证券	6	0	3	0	0	3	1822000	2.96%
西南证券	5	0	4	0	0	1	597311.4997	0.97%
海通证券	5	0	2	0	0	3	992999.99	1.61%
招商证券	4	1	0	0	0	3	941080	1.53%
长江证券承 销保荐	4	0	2	0	0	2	1998168.01	3.24%
瑞信方正	3	0	0	0	0	3	460000	0.75%
广发证券	3	0	2	0	0	1	160442	0.26%
南京证券	3	0	0	0	0	3	930000	1.51%
国元证券	3	0	0	0	0	3	500000	0.81%
安信证券	3	0	2	0	0	1	535474.4186	0.87%
国海证券	2	0	1	0	0	1	218926.8	0.36%
国联证券	2	0	0	0	0	2	180000	0.29%

资料来源: Wind 资讯

新业务短期内不能改变券商的收入模式

业务创新是证券业未来发展的重要趋势。目前国内券商已经开始实施或正在逐步推进的新业务主要包括创业板、融资融券、股指期货、PE、新型受托客户资产管理等。从这几项业务的自身性质或推进状况看，低于预期，短期内对券商的盈利模式和收入结构改变不大。

预计管理费用率略有降低

从 2006 年以来各年度数据显示，大型券商的费用率基本保持在 30%-40%，而中小券商的费用率则差异明显，波动较大。与市场关联度方面，在牛市中由于营业收入增速会快于管理费用支出增速，因此费率往往会比较低；而由于券商管理费用支出具有一定刚性，调整也具有一定滞后性，因此尽管在熊市初期券商都会努力开源节流，但费率反而会相对较高。由于在 2008 年各上市券商已经通过各自途径降低费用支出，而在收入有望超预期增长的情况下，我们预计 2009 年各家券商管理费用率将低于 2008 年。

Figure 19 各上市券商管理费用率统计

	2006 年	2007 年	2008 年	1Q2009 年
宏源证券	33.86%	19.14%	46.93%	27.56%
中信证券	36.39%	30.87%	37.60%	37.83%
国金证券	30.22%	24.65%	30.79%	46.72%
西南证券	132.14%	33.24%	66.60%	29.01%
海通证券	41.07%	29.01%	42.14%	23.65%
太平洋	40.80%	23.75%	N/A	34.07%
东北证券	64.33%	27.75%	48.29%	27.79%
国元证券	28.59%	18.50%	45.00%	38.45%
长江证券	33.83%	26.61%	41.66%	37.70%

资料来源：公司报告、世纪证券研究所

估值、投资评级和策略

作为一直以来 beta 值大于 1 的券商股，在半年多来的这一轮大盘强烈上涨中，虽然有个别股票表现较强，但整体走势与上一轮牛市相比逊色甚多。但如果按照调整前的估值水平看，目前券商股价却又已经步入了高位，这种背离现象，究竟是目前股价已经确实反映了券商的盈利

前景，还是原有的预期过于保守而抑制了股价？

Figure 20 调整前的券商股估值

	收盘价	EPS			PE		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
宏源证券	20.60	0.37	0.55	0.64	55.68	37.35	32.08
中信证券	27.94	1.10	1.13	1.32	25.40	24.71	21.14
国金证券	22.44	1.51	0.50	0.58	29.68	45.33	39.00
西南证券	17.30	0.22	0.21	0.26	79.72	81.18	65.63
海通证券	16.32	0.40	0.45	0.53	40.80	36.49	30.93
太平洋	17.51	-0.43	0.23	0.32	-40.82	76.40	54.53
东北证券	29.21	0.71	0.85	0.97	41.14	34.42	30.24
国元证券	18.42	0.36	0.43	0.51	51.17	42.60	36.45
长江证券	17.64	0.42	0.46	0.70	42.00	38.14	25.23
辽宁成大	32.48	1.05	1.11	1.58	31.03	29.33	20.51
吉林敖东	39.68	1.50	1.29	1.85	26.45	30.65	21.43

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

我们将下半年日均成交额预测中值上调至 1600 亿元，则全年日均成交额为 1700 亿元。我们给予中信证券、海通证券这两家大型券商 25 倍 PE，其余中小券商 30 倍 PE 作为证券行业估值的安全边际，以行业平均净利润/经纪业务收入比例为基准，并保守估计自营收益率假设不变，反推在此估值安全边际下，各券商所隐含的交易量。可见西南证券与太平洋证券的隐含日均成交额超过 2500 亿，海通证券位于我们乐观情景的上限、宏源证券与长江证券位于 1700 亿元附近，其余各家券商均在 1700 亿元以下。这表明持续放大的成交额有望促进券商业绩超预期增长，如果进一步把自营投资收益率提升、IPO 重启和创业板引入等其他业绩催化因素考虑在内，券商 2009 年有望迎来整体复苏，调高证券行业 2009 年下半年评级为“强于大市”。

在上半年，业绩相对经纪业务弹性较强的部分中小券商已经有了较好的表现，随着成交量稳步高企，IPO 重启等其他积极因素逐一落实、大型券商的走势有望走强；同时伴随着大盘上涨，自营业务超预期增长的公司可能依然有良好的表现。此外，历史经验显示，在券商股牛市中，参股券商类的上市公司涨幅甚至强于券商股本身。建议关注具有一定规模领先优势的中信证券、海通证券、经营风格积极，业绩增长张力较强的东北证券、以及参股广发证券的辽宁成大和吉林敖东。

行业风险因素分析

在经纪业务和自营业务占收入比重超过 75%的情况下，目前券商主要的行业风险依然来自于股票市场本身，即成交量重新转向萎缩，以及市场出现较大幅度的下跌，而自营投资未能准确把握买卖时点。

重点公司

中信证券

中信证券在完成增发后，已经成为国内资本规模最大的证券公司，经纪业务方面，凭借整合了中信建投、中信金通、中信万通，已经拥有了最多的营业网点，最大的市场份额，且今年 2 季度以来，市场份额下降的趋势开始扭转，佣金率保持平稳；投行业务方面，公司已经奠定了国内领先的地位；自营投资方面，公司较为谨慎，但凭借投资规模，在市场上涨时依然有望获得较好的收益；创新业务方面，公司已经在国际业务、直投业务上全面布局，并凭借资本优势有望在其他创新业务推出时占据先发优势，我们提升公司 2009-2010 年预测 EPS 为 1.20、1.40 元，给予公司“增持”投资评级。

海通证券

公司目前在国内资本规模排名第二，在整合了多家网点后，经纪业务开始向第一梯队靠拢；公司自有资金丰富，自营业务扩张潜力较大；投行业务中等，但参股和控股了多家基金公司，且在直投业务方面具备了先发优势，因此能够一定程度提高公司抗风险能力。目前公司估值偏高，但考虑到公司在自营业务方面的张力、直投业务的优势以及受益于上海国际金融中心建设，给予公司“增持”投资评级。

东北证券

经纪业务方面，公司只能算是区域性券商，但在吉林省占据了绝对的地域优势，因此佣金率面临的竞争压力相对较小；公司在自营业务方面较为积极进取，因而在年初较好地把握住了买入时机，此外公司控股了东方基金，参股了银华基金，一定程度能够缓解自营业务风险积聚程度高的压力。我们预测公司 2009-2010 年每股收益为 1.40 元和 1.75 元，给予“增持”投资评级。

辽宁成大、吉林敖东

辽宁成大与吉林敖东作为广发证券的“影子股”，随着广发上市预期的逐渐明朗，有望从中显著受益。且参股的广发证券本身质地优良、盈利能力较强。两家公司每股含广发证券股票（发行前）0.58 股和 0.90 股，能够分享市场转暖给广发带来的业绩提升，获得可观的投资受益。我们预测这两家公司 2009-2010 年每股收益分别为 1.32、1.50 元和 1.90、2.20 元，均给予“增持”投资评级。

Figure 21 重点公司股票池

		EPS			PE		
	评级	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
中信证券	增持	1.10	1.20	1.40	25.40	23.28	19.96
海通证券	增持	0.40	0.45	0.53	40.80	36.49	30.93
东北证券	增持	0.71	1.40	1.75	41.14	20.86	16.69
辽宁成大	增持	1.05	1.32	1.90	31.03	24.61	17.09
吉林敖东	增持	1.50	1.50	2.20	26.45	26.45	18.04

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.