

研究员: 贾津生 执业证书编号: S0570511080003

☎ 025-83290953 ✉ jason1884@gmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4045

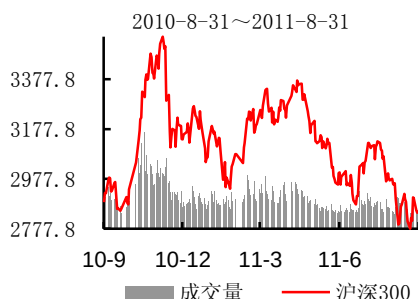
佣金率下滑趋缓, 静待行业春天

——8月证券行业月度跟踪

行业评级: 增持

证券 II

市场走势图



相关研究

- 1《西南证券(600369):上半年业绩大幅提升,整合预期支撑公司股价》2011.7
- 2《证券 II(301503):山穷水尽疑无路,柳暗花明又一村》2011.6
- 3《中信证券(600030):创新业务快速发展,传统业务风采依旧》2011.4
- 4《证券 II(301503):创新业务铿锵有力,传统业务稳中有升》2011.4
- 5《宏源证券(000562):10年业绩逆市上涨》2011.3

投资要点:

- ◆ **8月份行业走势依旧较为疲软。**截至8月28日,证券行业指数较月初下跌2.13%,同期沪深300跌幅为2.38%,行业表现略好于市场。两市成交量3.24万亿元,环比下滑22.6%,日均1621.35亿元。
- ◆ **月度业绩环比下滑。**除了中信证券和国金证券7月分别实现营业收入11.71亿元和1.29亿元,环比增幅分别为80.73%和116.86%外,其余上市券商7月业绩环比均出现了一定程度的下滑。
- ◆ **佣金率下滑趋缓。**二季度上市券商的佣金率水平明显好转,部分券商近年来首次出现了季度佣金率环比增加。上市券商二季度整体佣金率为0.0813%,比一季度小幅增加0.07个百分点。
- ◆ **行业评级和重点公司点评。**从半年报来看,影响券商估值的传统业务正在逐步好转;从行业政策面来看,券商行业近期面临着密集的政策暖环境;我们认为如果市场环境持续转暖,券商股的表现有望超越市场,给予行业“增持”评级。重点推荐:
 - ✓ **中信证券:** 1.估值具备了较好的安全边际; 2.多元化收入结构初步形成; 3.行业政策的直接受益者; 4.佣金率下滑空间有限。
 - ✓ **吉林敖东:** 1.中期利润下降在市场预期之中; 2.传统医药增长有限,积极拓展新药领域; 3.生物医药或将助推公司价值回归。
 - ✓ **辽宁成大:** 1.逐步形成多元化的收入结构; 2.生物医药继续保持较快增速; 3.油页岩项目在曲折中前进; 4.页岩油业绩释放需要等待。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
中信证券	12.17	买入	1.14	0.64	0.75	0.88	10.68	19.02	16.23	13.83
辽宁成大	16.48	买入	1.39	0.86	1.02	1.42	17.79	19.16	16.16	11.61
吉林敖东	28.90	买入	2.16	1.48	1.66	2.10	16.06	19.53	17.41	13.76
广发证券	31.70	推荐	1.62	1.22	1.37	1.53	19.57	25.98	23.14	20.72
海通证券	8.05	推荐	0.45	0.54	0.6	0.69	17.89	14.91	13.42	11.67
ST 汇通	13.85	推荐	0.01	0.5	0.64	0.8	-	27.70	21.64	17.31

目 录

一、8 月行情回顾	3
二、行业月度业绩环比下滑	4
三、行业动态	5
1. 经纪业务环比小幅下滑	5
2. 投行业务保持较高景气度	6
3. 资管业务节奏放缓	8
4. 创新业务快速发展	9
4.1 融资融券助推券商业绩	9
4.2 直投盈利模式行将改变	10
4.3 新三板扩容渐行渐近	11
四、行业评级和重点公司点评	12

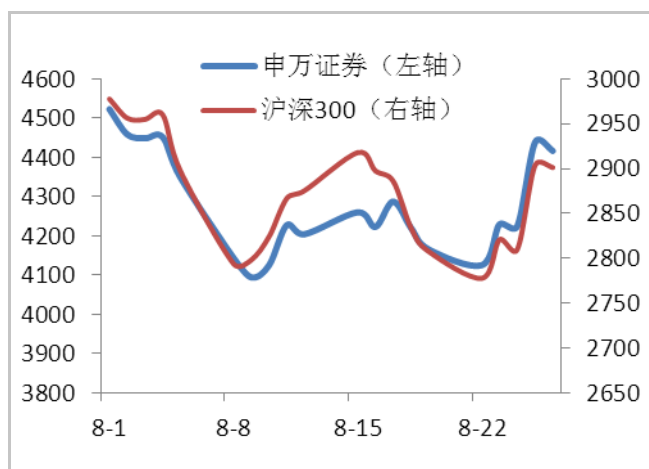
图表目录

图表 1: 8 月市场行情走势	3
图表 2: 8 月上市券商普跌 (%)	3
图表 3: 7 月 A 股新增开户	3
图表 4: 7 月基金新增开户	3
图表 5: 8 月市场换手率再次探底	4
图表 6: 上市券商 7 月业绩	4
图表 7: 市场 AB 股成交额	5
图表 8: 市场月度日均成交额	5
图表 9: 7 月沪市上市券商交易额占比	5
图表 10: 上市券商一、二季度佣金率	6
图表 11: 股权融资募集资金金额 (亿元)	7
图表 12: 首发募集资金金额 (亿元)	7
图表 13: 首发市盈率	7
图表 14: 7 月上市券商主承销项目	8
图表 15: 7 月新增券商理财产品	8
图表 16: 券商集合理财月度规模	9
图表 17: 上市券商集合理财规模	9
图表 18: 8 月上市券商理财产品收益排名	9
图表 19: 融资融券余额	10
图表 20: 融资融券余额占 A 股流通市值比重	10
图表 21: 上市券商融资融券余额市场占比	10
图表 22: 新三板挂牌公司数量	11

一、8月行情回顾

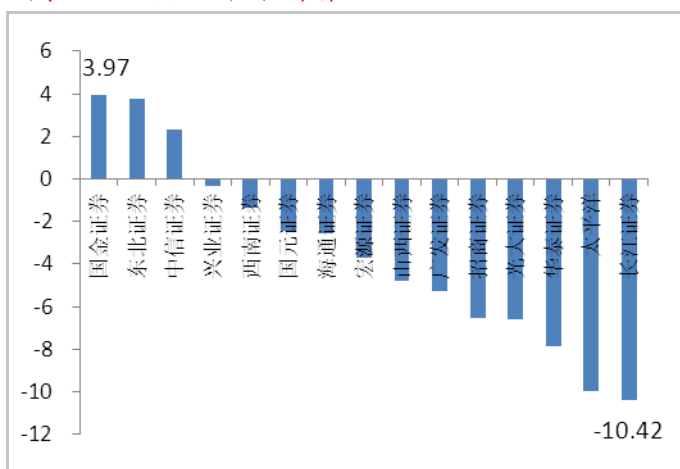
CPI持续走高，PMI指数回落至景气线附近，地方融资平台违约风险不断被放大，以及欧美债务问题，给市场走势蒙上了一层阴影，在此背景下，证券行业8月份走势依旧较为疲软。截至8月28日，证券行业指数较月初下跌2.13%，同期沪深300跌幅为2.38%，行业表现略好于整个市场。从上市券商的具体走势来看，除了新上市的方正证券以及借壳后恢复上市的国海证券获得资金青睐，涨幅可观之外，其他大部分券商股出现普跌状态，仅有国金证券，东北证券以及中信证券出现上涨，月度涨幅分别为3.97%、3.77%以及2.34%。

图表 1：8月市场行情走势



资料来源：Wind、华泰证券

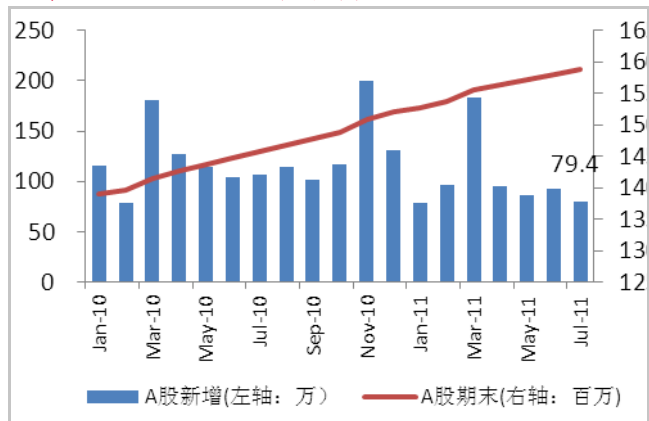
图表 2：8月上市券商普跌 (%)



资料来源：Wind、华泰证券

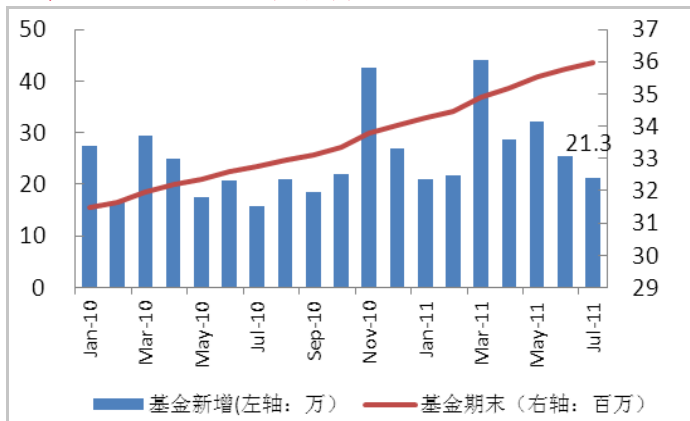
A股市场新增开户数已经连续4个月低迷，7月新增开户数为79.4万户，同比减少25.26%，环比减少14.81%，累计开户数1.59亿户。基金投资者新增21.3万户，同比增加35.49%，环比却连续三个月下滑，累计开户数达到了3273.6万户。

图表 3：7月A股新增开户



资料来源：Wind、华泰证券

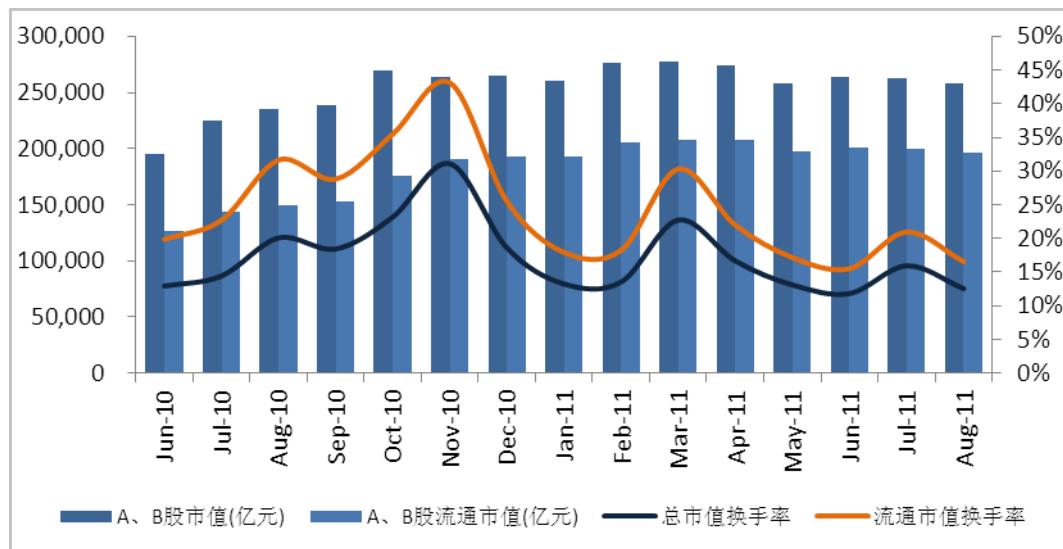
图表 4：7月基金新增开户



资料来源：Wind、华泰证券

截至8月28日，沪深两市总市值25.85万亿元，流通市值19.60亿元，对应换手率分别为12.55%和16.55%，环比有所下滑，已接近一年来的底部。

图表5：8月市场换手率再次探底



资料来源：华泰证券

二、行业月度业绩环比下滑

虽然7月市场成交量环比有一定提高，但由于市场指数下挫，在7月月度业绩中，仅有中信和国金营业收入实现环比正增长，分别实现营业收入11.71亿元和1.29亿元，环比增幅分别为80.73%和116.86%，其余大部分上市券商业绩环比均出现了一定程度的下滑，其中下滑幅度最大的是西南，7月实现营业收入23.66亿元，环比下滑88.69%；7月净利润中，仅有中信，国金以及长江实现净利润的正增长。

图表6：上市券商7月业绩

百万元	营业收入			净利润			净资产		
	Jun-11	Jul-11	环比	Jun-11	Jul-11	环比	Jun-11	Jul-11	环比
中信系	648.33	1171.74	80.73%	211.54	815.85	285.67%	63061.94	63470.62	0.65%
广发证券	516.54	449.37	-13.00%	274.65	201.08	-26.78%	18995.86	19154.18	0.83%
海通证券	838.06	449.52	-46.36%	518.13	132.21	-74.48%	44773.75	44778.15	0.01%
华泰系	536.33	425.12	-20.74%	181.29	117.82	-35.01%	34287.85	34357.06	0.20%
招商证券	356.51	271.70	-23.79%	159.72	98.88	-38.09%	23750.14	23826.79	0.32%
光大证券	691.03	188.70	-72.69%	467.34	59.58	-87.25%	21859.90	21755.40	-0.48%
长江证券	151.00	146.36	-3.07%	26.39	36.89	39.76%	11740.66	11691.93	-0.42%
国元证券	139.06	135.72	-2.40%	59.53	47.98	-19.40%	14691.89	14731.76	0.27%
西南证券	209.16	23.66	-88.69%	107.46	60.27	-43.92%	11457.94	11123.42	-2.92%
宏源证券	256.16	143.89	-43.83%	92.73	49.09	-47.06%	7407.47	7459.06	0.70%
太平洋	70.58	46.35	-34.32%	25.23	13.26	-47.42%	2094.14	2107.40	0.63%
东北证券	138.55	81.19	-41.40%	45.53	7.23	-84.12%	3335.38	3372.31	1.11%

国金证券	59.30	128.60	116.86%	12.24	39.87	225.65%	3219.95	3259.81	1.24%
兴业证券	166.76	95.54	-42.71%	46.65	12.70	-72.76%	8177.67	8180.66	0.04%
山西证券	82.05	64.17	-21.79%	18.88	1.05	-94.44%	6,959.85	6965.13	0.08%

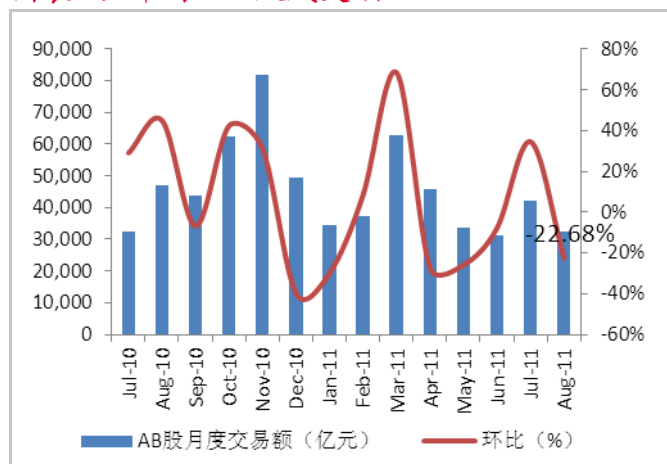
资料来源：公司公告、华泰证券

三、行业动态

1. 经纪业务环比小幅下滑

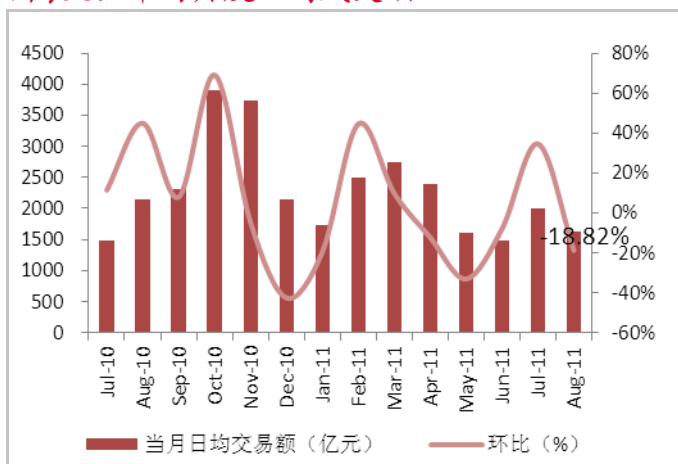
8月市场走势依旧低迷，成交量也有所下降。截至8月28日，两市成交量达到了32426.91亿元，环比下滑22.6%；日均成交量1621.35亿元，环比下滑18.82%。目前市场成交量和换手率已处于近一年内的低位。

图表7：市场AB股成交额



资料来源：Wind、华泰证券

图表8：市场月度日均成交额



资料来源：Wind、华泰证券

从7月份上交所公布的沪市股基交易数据来看，中信证券股基份额为5.603%，居于首位。广发、光大及招商等大型券商7月份份额分别为3.948%、2.934%和3.754%，环比均有所下滑。如果西南证券成功并购国都，那么股基份额由6月的0.769%提升至7月的1.225%。

图表9：7月沪市上市券商交易额占比

会员	交易额合计(万元)	交易额合计占比(%)	股基		权证		债券	
			交易量(万元)	占比(%)	交易量(万元)	占比(%)	交易量(万元)	占比(%)
长江证券	18,829,760	2.179	8,013,580	1.742	104,590	0.856	173,270	2.90
东北证券	4,903,810	0.568	3,478,340	0.756	37,830	0.31	13,110	0.25
方正证券	9,892,480	1.145	7,978,130	1.734	189,240	1.549	11,830	0.42
光大证券	24,374,320	2.821	13,501,800	2.934	410,190	3.357	93,970	2.39
广发证券	31,991,880	3.703	18,166,430	3.948	207,270	1.696	564,450	9.63
国金证券	5,684,020	0.658	2,954,310	0.642	33,180	0.272	25,350	0.81

国元证券	12,483,580	1.445	5,618,850	1.221	94,430	0.773	32,520	0.82
海通证券	39,447,950	4.566	19,038,880	4.138	250,360	2.049	489,930	17.04
宏源证券	10,033,730	1.161	5,693,290	1.237	131,450	1.076	91,540	1.83
华泰系	39,762,010	4.60	24,953,290	5.423	767,160	6.28	305,070	6.35
华泰证券	27,363,230	3.167	17,149,670	3.727	580,290	4.749	190,850	3.52
华泰联合证券	12,398,780	1.435	7,803,620	1.696	186,870	1.529	114,220	2.82
山西证券	5,020,950	0.581	2,622,950	0.570	41,660	0.341	1,100	0.02
太平洋证券	1,569,010	0.182	1,275,380	0.277	47,390	0.388	13,520	0.21
西南证券（含国都）	8,317,560	0.96	5,636,550	1.225	176,840	1.45	28,080	0.45
兴业证券	15,461,990	1.79	7,674,260	1.668	163,790	1.34	121,400	3.90
招商证券	33,886,490	3.922	17,272,370	3.754	642,480	5.258	259,660	5.01
中信系	50,123,250	5.80	25,779,460	5.603	254,030	2.08	868,980	14.74
中信证券	33,852,650	3.918	13,031,580	2.832	68,090	0.557	831,510	14.14
中信金通证券	11,311,130	1.309	9,378,190	2.038	149,750	1.226	10,010	0.17
中信万通证券	4,959,470	0.574	3,369,690	0.732	36,190	0.296	27,460	0.44

资料来源：上交所、华泰证券

从上市券商已公布半年报来看，虽然各券商上半年佣金率同比下滑幅度较大，但是今年二季度佣金率环比下滑幅度明显减小，部分券商出现了季度佣金率环比增加的情况。目前上市券商中佣金率较高的依然是区域性的证券公司，除去刚上市的方正以及借壳的国海，15家上市券商的二季度佣金率为0.0813%，比一季度的0.0806%小幅增加。

图表 10：上市券商一、二季度佣金率



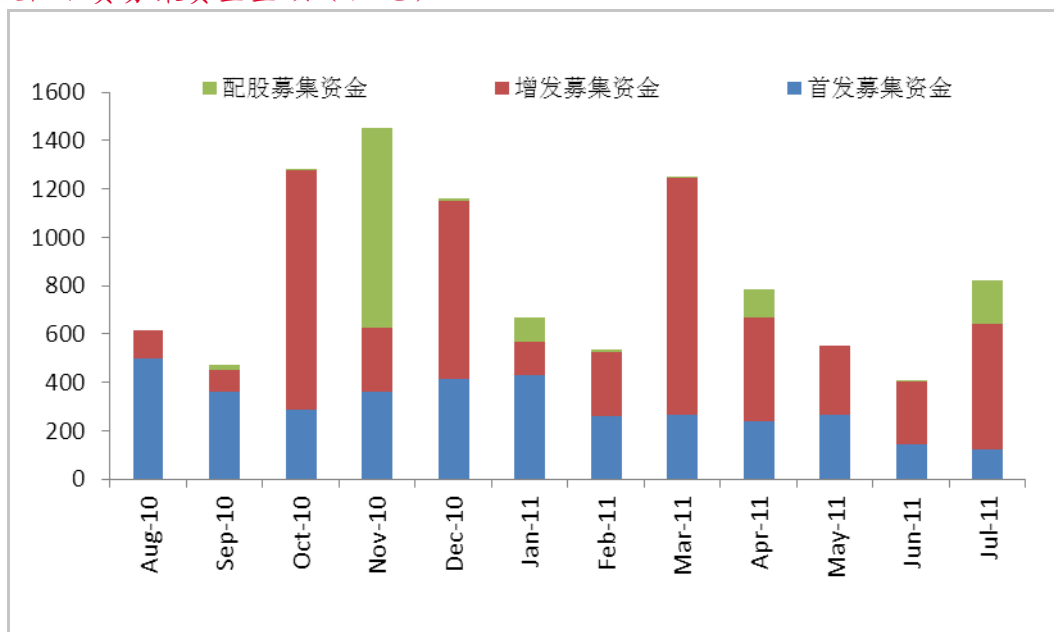
资料来源：公司公告、华泰证券

2. 投行业务保持较高景气度

7月份股权融资募集资金达820.1亿元，环比大幅增加100.72%，主要是由于增发和配股发行的增加。其中增发募集资金共计521.73亿元，环比增加99.57%；配股募集资金175.61亿元，而6月份该金额为3.33

亿。

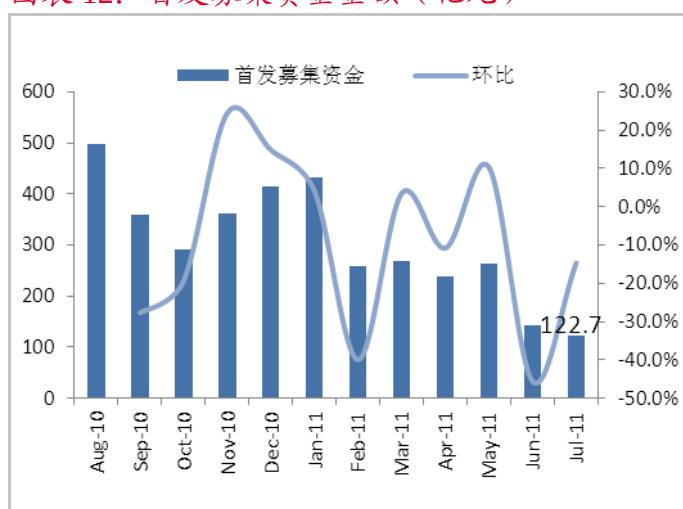
图表 11: 股权融资募集资金金额 (亿元)



资料来源: Wind、华泰证券

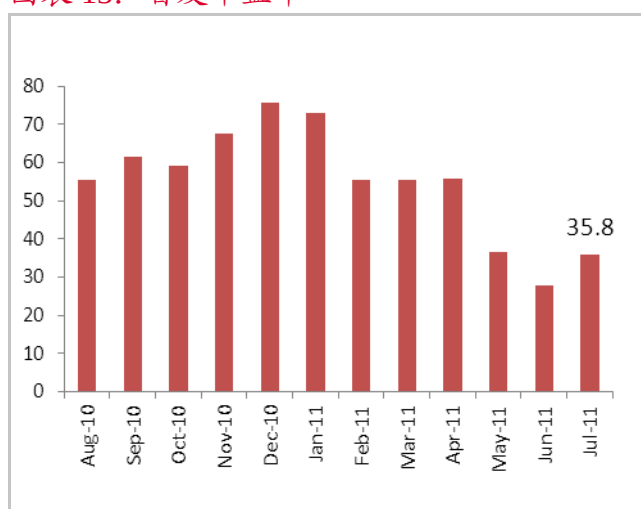
7 月 IPO 共完成项目 20 家, 募集资金 122.76 亿元, 环比下滑 14.64%。由于今年二级市场走势相对较弱, 目前一级市场的发行节奏有所放慢, 避免过快的发行速度给二级市场带来压力。上半年的新股破发也一定程度上抑制了新股投资者的热情, 新股市盈率有所降低。进入 7 月以来, 新股上市无一破发, 从而再次激起打新的热情, 新股市盈率随之水涨船高。6 月首发市盈率达到 27.7x 的新低, 而 7 月份市盈率上升至 35.8x。

图表 12: 首发募集资金金额 (亿元)



资料来源: Wind、华泰证券

图表 13: 首发市盈率



资料来源: Wind、华泰证券

7 月上市券商中仅有海通, 招商以及中信各完成一个 IPO 项目, 共计募集资金 30.7 亿元。债券承销方

面，中信证券依然在债券承销方面具有绝对优势，7月完成债券项目2个，募集资金25亿元。

图表 14: 7月上市券商主承销项目

机构名称	承销数量						募集资金(万元)					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券	总计	首发	增发	配股	可转债	债券
海通证券	4	1	3	0	0	0	426,700.71	49,350	377,350.71	0	0	0
广发证券	3	0	2	0	0	1	225,999.94	0	185,999.94	0	0	40,000
招商证券	3	1	0	0	0	2	162,000.00	33,000	0	0	0	129,000
中信证券	3	1	0	0	0	2	474,640.00	224,640	0	0	0	250,000
光大证券	1	0	1	0	0	0	40,000.00	0	40,000	0	0	0
西南证券	1	0	0	0	0	1	180,000.00	0	0	0	0	180,000
兴业证券	1	0	1	0	0	0	60,799.95	0	60,799.95	0	0	0
宏源证券	1	0	0	0	0	1	100,000.00	0	0	0	0	100,000
国金证券	1	0	1	0	0	0	37,422.00	0	37,422	0	0	0

资料来源: Wind、华泰证券

3. 资管业务节奏放缓

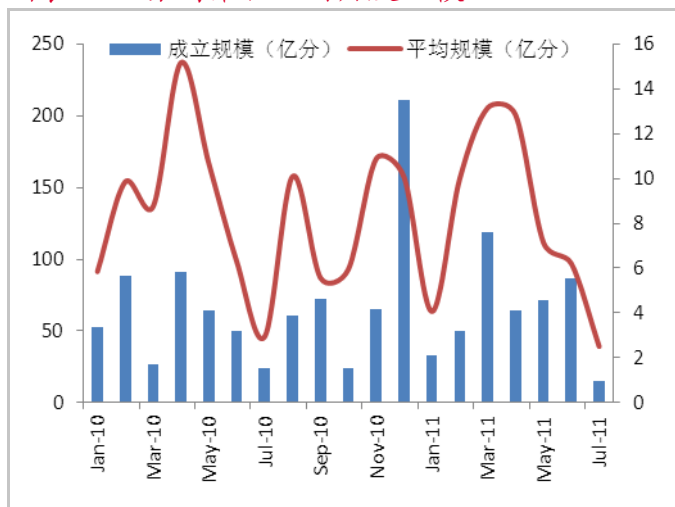
7月共成立券商理财产品6只，成立规模15亿元。国泰君安共设立两只产品，均属于对冲套利产品。另外第一创业、中航证券、中信证券及宏源证券分别新成立一只产品。此外中信、东北均有一只产品处于推广期。

图表 15: 7月新增券商理财产品

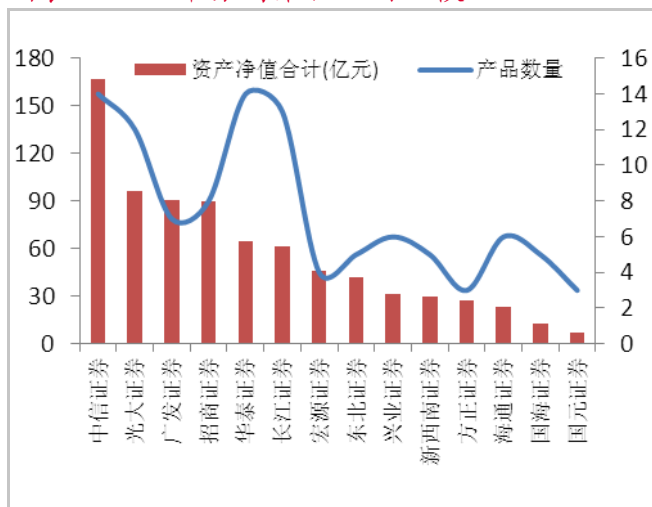
产品简称	目标规模(亿元)	成立规模(亿份)	存续期(年)	所属概念	管理人
创业创金灵活成长1期	10	1.13	3	混合型	第一创业
国泰君安君享套利2号	10	2.86	2	混合型	国泰君安
中航金航3号	10	3.8	3	混合型	中航证券
国泰君安君享套利1号	10	2.63	2	混合型	国泰君安
中信贵宾5号	10	1.02		混合型	中信证券
宏源新兴成长	50	3.56	5	股票型	宏源证券

资料来源: 华泰证券

受市场不景气影响，目前理财产品平均规模上逐渐缩小，7月理财产品平均规模为2.5亿元，环比下降了60%。从资产净值规模来看，中信、光大、广发分别达到了166.69亿元、95.53亿元和90.42亿元，环比小幅下滑，依旧稳居上市券商三甲。从月回报率来看，东北证券1号月回报达4.36%在上市券商中排名第一，在全部券商产品中，仅次于浙商证券的系列理财产品。而曾经保持领先优势的中信理财产品却在同类产品排名中排名靠后，而国海证券有4只产品进入前10，其中国海债券1号月回报达1.35%，在债券型产品中月回报排名第一。

图表 16: 券商集合理财月度规模


资料来源: Wind、华泰证券

图表 17: 上市券商集合理财规模


资料来源: Wind、华泰证券

图表 18: 8月上市券商理财产品收益排名

简称	单位净值	累计单位净值	月回报 (%)	半年回报 (%)	最新资产净值 (亿元)	所属概念
东北证券 1 号	1.006	1.1775	4.36	0.7	2.1865	混合型
光大阳光内需动力	0.9716	0.9716	1.83	-1.4	8.5125	混合型
国海债券 1 号	0.9995	1.0995	1.35	0.07	3.8006	债券型
光大阳光 6 号	0.9725	1.0525	0.51	-8.9	6.7282	混合型
招商智远成长	1.026	1.106	0.49	-0.14	1.2684	股票型
国都 3 号安心成长	0.9108	0.9108	0.45	-8.04	5.8881	混合型
华泰紫金现金管家	1.029	1.068	0.39	-0.05	3.0701	货币市场型
国海内需增长	0.9838	1.0238	0.38	-0.94	1.5643	混合型
国海收益精选	0.906	0.906	0.37	-3.42	1.5184	混合型
国海金贝壳 4 号	1.0004	1.0004	0.3		5.6924	混合型
招商智远稳健 4 号	1.023	1.023	0.29	1.89	1.0476	混合型
长江灵活配置	0.9245	1.1345	0.29	-10.82	3.5915	混合型
长江超越理财核心成长	0.958	0.958	0.27	-5.21	10.911	混合型
长江超越理财经典策略	0.9985	0.9985	0.21		12.341	混合型
海通海蓝消费精选	1.0021	1.0021	0.21		5.521	混合型

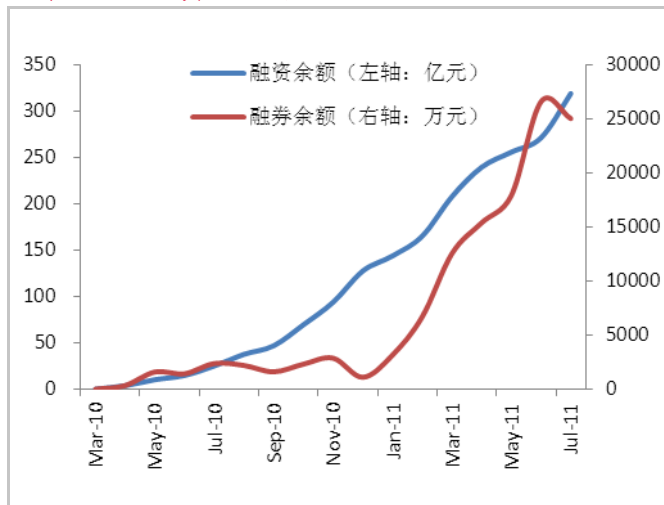
资料来源: Wind、华泰证券

4. 创新业务快速发展

◆ 4.1 融资融券助推券商业绩

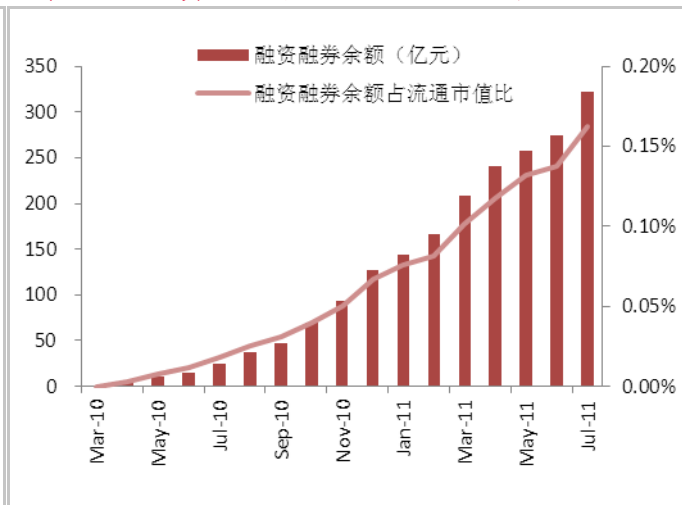
7月两市融资融券余额为321.56亿元，占A股流通市值的0.162%。其中融资余额为319.06亿元，环比增长17.59%，融券余额为2.5亿元，环比下滑5.93%。期间买入额317.9亿元，环比大涨41.34%；期间偿还额270.26亿元，环比涨29%。

图表 19: 融资融券余额



资料来源: 华泰证券

图表 20: 融资融券余额占 A 股流通市值比重



资料来源: 华泰证券

上市券商中, 海通、光大以及招商的融资融券余额的市场份额分别为 11.57%、7.49% 以及 7.79%, 依然稳居上市券商前列。但是除海通市场份额有所上升外, 光大、招商市场份额环比均有小幅下滑。西南证券如果合并国都证券, 市场份额将由 6 月的 0.58% 增至 7 月的 1.196%。

图表 21: 上市券商融资融券余额市场占比

	融资买入额 (百万)	融资余额 (百万)	融券余额 (百万)	融资融券余额 (百万)	市场份额
海通证券	5934.822	3602.115	117.8711	3719.986	11.568%
光大证券	1742.285	2392.035	17.18325	2409.218	7.492%
招商证券	2547.496	2503.378	0.09943	2503.477	7.785%
华泰证券	2809.157	2386.384	34.78681	2421.171	7.529%
中信证券	1440.106	2142.07	13.36265	2155.433	6.703%
广发证券	2078.76	1996.695	4.952927	2001.648	6.225%
宏源证券	447.8764	639.19	0	639.19	1.988%
长江证券	429.8568	583.2669	0.01242	583.2794	1.814%
国元证券	317.8658	490.7465	0.062426	490.809	1.526%
西南 (含国都)	448.6401	384.0896	0.350706	384.4403	1.196%

资料来源: 华泰证券

近日证监会计划将融资融券业务转为券商常规业务, 并对该项业务管理办法公开征求意见。由此降低了券商的门槛, 大部分券商将符合开展融资融券业务的资格。此外, 证监会也就转融通业务公开征求意见, 预计年末有望推出。转融通业务的推出将有效解决当前融资融券面临的供给困局, 明显提高投资者参与融券业务的积极性, 进而提升市场换手率, 对券商佣金和利息收入贡献将更为突出。

◆ 4.2 直投盈利模式行将改变

下半年以来, 有三家券商直投或产业基金参与的新股上市。其中广发信德分别持有海南瑞泽、林洋电子股票数量为 500 万和 300 万, 持股比例分别达到了 3.73% 和 1.03%; 中信证券参股的绵阳科技城产业基金

持有江河幕墙 4000 万股，持股比例达到了 7.14%。

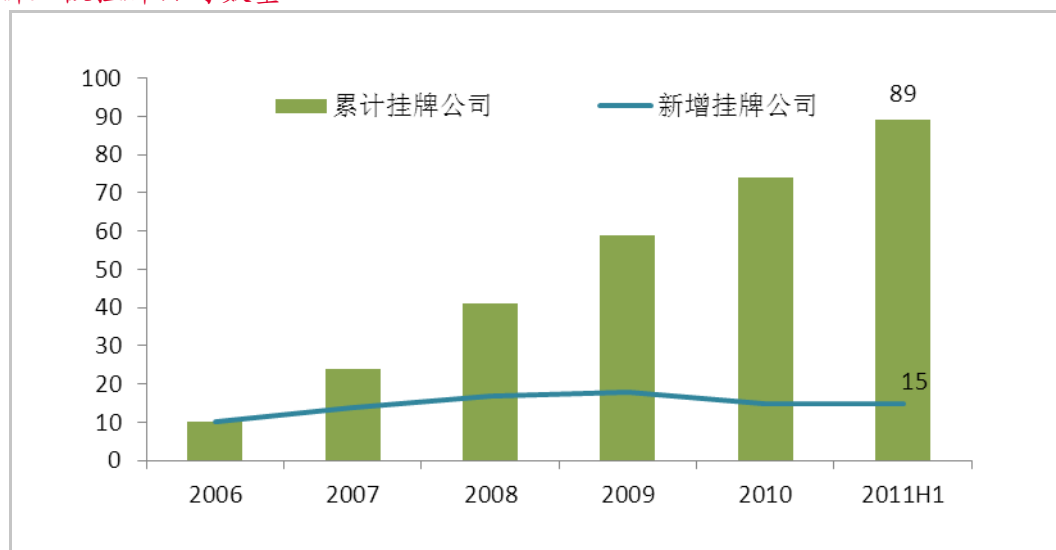
尽管《证券公司直接投资业务监管指引》已经明确券商直投不得投资本券商已保荐的拟上市公司，但是对于“直投+保荐”的模式却没有明确限制。然而这并不意味着该模式的丰厚回报能够继续得以维持。根据《指引》，券商开展直投业务的门槛明显降低，包括“公司分类评级达到 B 类 B 及以上”，“最近 12 个月净资本不低于 15 亿元”，以及“最近 3 个会计年度担任股票及可转债主承销的项目在 5 个以上，或股票、可转债主承销金额达 100 亿元”等等。根据上述指引要求，仍有近 20 家证券公司可以开展直投业务。随着越来越多的券商加入到直投业务竞争中，参与企业 Pre-IPO 的初始成本也逐渐提高，预计直投业务的盈利水平或有一定的下降。

如果单纯依靠公司资本金来开展直投业务，则存在上限 15% 净资本的发展瓶颈。因此，《指引》明确了直投子公司可以设立直投基金，以非公开方式募集并管理客户资金。通过这种方式可以扩大资金规模，同时也可以通过分散投资降低风险，同时也可以通过担任一般合伙人（General Partner），获得管理基金收入和业绩提成。

◆ 4.3 新三板扩容渐行渐近

下半年以来，共有 4 家公司在代办股份转让系统挂牌交易，分别是掌上通、确安科技、航星股份、和航天宏达。今年以来共有 6 家券商获得代办系统主办券商资格，累计共有 50 家券商获得主办券商资格。在新三板成立的五年里，共有近 90 家公司挂牌交易，今年上半年挂牌公司就已等于去年全年挂牌公司数量。从披露 10 年年报的 81 家公司业绩来看，平均营业收入同比增长率达到了 28%，扣除非经常性损益后母公司股东净利润同比平均增幅达到了 41%；其中符合创业板上市条件的公司共有 36 家，净利润达到了 3000 万以上的共有 10 家。目前已成功转板上市的公司有世纪瑞尔、久其软件、北陆药业、佳讯飞鸿，而今年紫光华宇也已经过会。因此新三板的扩容将给园区公司、券商以及投资者都将带了更大的机遇。

图表 22：新三板挂牌公司数量



资料来源：华泰证券

有关新三板的制度变革也是市场的焦点之一。例如做市商制度，券商通过双向实时报价的形式，与投

投资者进行对手交易；此外，方案中还要求为同一个挂牌公司做市的做市商不低于 2 家且需公开身份，并要求做市商持仓水平保持在 3%-10%，同时要求做市商在其报价水平上与任意投资者成交，这在一定程度上保护了投资者的利益。为了增加交易量，提升二级市场的活跃程度，预计交易门槛将会低于市场预期。而之前市场猜测的直接转板机制或将演变成了加速审批速度的“绿色通道”，这在一定程度上可以缩短新三板企业转板上市的时间，另一方面也能有效保证证券市场的公平。但是这样折中的转板机制却有可能挫伤新三板对拟挂牌公司的吸引力，存在再度被边缘化的可能。此外，15 人以上的主办团队的要求，也增加了券商的人力成本。因此短期之内部分券商在该项业务投入还会有限，但是随着新三板制度的不断完善，投资者数量逐渐增加，带动二级市场的活跃进而推动一级市场发展，预计长期将逐渐为主办券商提供新的利润来源。

四、行业评级和重点公司点评

从券商公布的半年报业绩来看，影响券商估值的传统业务正在逐步好转，二季度佣金率下滑趋势明显减缓，部分大型券商二季度佣金率近年来首次出现环比正增长；从行业政策面来看，券商行业近期面临着密集的政策暖环境，例如港股 ETF 的推出预期、RQFII 的准入、转融通方案、新三板方案、资产管理备案制等，将成为券商股相对活跃的重要因素。我们认为，证券行业传统业务最坏的时候已经逐渐过去，创新业务的业绩贡献也初露端倪，而行业政策利好将进一步优化券商的收入结构。如果市场环境持续转暖，券商股的表现有望超越市场，给予行业“增持”评级，重点推荐中信证券、吉林敖东和辽宁成大。

中信证券（600030）

1. 估值具备了较好的安全边际。截至到 2011 年中期，公司 BVPS 6.8 元，预计 11 年 BVPS 7.11 元，对应 PB 1.71x。如果进一步考虑华夏基金股权出售（拟出售 51%，其中 31%已完成挂牌），以及 H 股的发行（拟发行不超过 11.45 亿股），预计 11 年 BVPS 8.18 元，目前股价对应的 11 年 PB 1.49x，这对于基本上以公允价值计价、而且有进入壁垒的证券行业已经具备了较好的安全边际。

2. 多元化的收入结构初步形成。公司确立了“卖方业务积累资源，买方业务实现收入，二者循环促进”新的商业模式，以金石投资、产业基金为平台，多渠道发展投资业务。2011 年上半年，公司净利润 29.7 亿元，同比增长 13.1%，其中投资收益和资产管理收益（基金管理和客户资产管理）占到营业收入的 51.7%。买方业务的迅速崛起将有效熨平行业业绩的波动性，摆脱过度依赖通道业务收入带来的行业困局。

3. 行业政策的直接受益者。2011 年下半年，券商行业面临着密集的政策暖环境。从历史经验看，无论哪一种方案的推出，都会有一个从试点到推广的过程，而试点的标准通常对券商的净资本、分类评价、创新型有严格的要求，公司作为行业龙头，将是行业政策的直接受益者。

4. 佣金率的下滑空间有限。佣金率下滑已经成为影响券商业绩和估值的阿喀琉斯之踵。2008Q3-2010Q2，公司佣金率下滑幅度达到 70.9%。2011Q2 公司佣金率 0.76‰，环比上升 2.2%，这是近年来公司佣金率的首次环比上升。与此同时，公司二季度股基市场份额 5.5%，环比上升 1.8%。佣金率和市场份额的同步上升，标志着公司传统业务走出下滑的泥潭。

吉林敖东 (000623)

1. 中期利润下降在市场预期之中。公司 2011 年上半年实现营业收入 5.52 亿元，比上年同期增加 0.28 亿元，同比增长 5.34%；实现利润总额 4.56 亿元，同比下降 21.49%；归属母公司股东净利润 4.43 亿元，同比下降 20.96%；EPS 0.64 元，BVPS 11.05 元。净利润下降的主要原因是公司参股的广发证券投资收益下降，以及对子公司延边公路的会计处理，影响公司上半年业绩的因素均处于市场预期之中。

2. 传统医药增长有限，积极拓展新药领域。上半年公司医药业务实现收入 5.43 亿元，同比增长 7.47%，毛利率 66.39%。公司的传统医药在过去几年表现平稳，增速有限。因此，公司积极投资于新药领域，例如上半年投资购买了美国生命治疗公司 5.90% 的股权。美国生命治疗公司的生物人工肝 (ELAD) 项目是世界上首例以人体肝细胞为基础的生物人工肝，目前已向国家药监局递交了市场准入的申请，如果获得批准，公司将进一步增大投资比例。

3. 生物医药或将助推公司价值回归。预计公司 11 年传统医药贡献的 EPS 0.26 元，市值 36 亿元，参股 30% 塔东铁矿的贡献市值 20 亿元，另外广发证券的增发将为公司带来 EPS 1.98 元的一次性收益。公司目前股价所隐含的广发证券价值相对其市值折价 30% 以上，处于明显低估状态。我们认为人工肝项目的良好预期给公司的估值回归带来了较好的契机，给予公司“买入”评级。

辽宁成大 (600739)

1. 逐步形成多元化的收入结构。公司 2011 年上半年实现营业收入 34.70 亿元，同比增长 62%；归属于母公司所有者的净利润 5.14 亿元，同比下降 1.62%；EPS 0.377 元，BVPS 5.87 元；净利润主要影响因素是生物制药和国内外贸易业务的增长，及对广发证券投资收益同比下降。

2. 生物医药继续保持较快增速。公司生物医药实现营业收入 4.83 亿元，同比增长 24.74%，毛利率 86.92%。成大生物实现销售狂犬病疫苗 381 万人份，同比增长 33.68%，市场占有率在行业内继续保持第一；乙脑疫苗的研发和基地建设工作按期进行。

3. 油页岩项目在曲折中前进。桦甸油页岩矿原有矿区可采量 3000 万吨，新探明的两个勘探区可采量为 1.4 亿吨左右，二矿采矿许可证办理完毕，铁路压矿问题的解决也在有效推进之中；成大弘晟 2、3 组干馏炉上半年生产页岩油 10327 吨，略低于我们之前的预期，1、4 组干馏炉和加热炉下半年将开始点火调试，预计在 2012 年达产；新疆宝明油页岩项目储量 10 亿吨以上，露天开采，含油率在 7% 左右，正在进行前期准备工作，完成了首采区---石长沟矿区精勘工作，一期设计产能设计在 40 万吨左右，预计 2013 年开始试生产出油。

4. 页岩油业绩释放需要等待。预计公司 11 年生物医药贡献 EPS 0.26 元，贡献市值 90 亿元，成大弘晟贡献市值约为 30 亿元，另外广发证券的增发将为公司带来 EPS 1 元的一次性收益。在不考虑新疆宝明的情况下，目前股价所隐含的广发证券价值相对其市值折价 50% 以上，处于明显低估状态。公司油页岩项目的业绩释放要等到 2013 年之后，给予公司“买入”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。