

2011年9月01日

谢继勇
C0056@capital.com.tw
目标价(元) 33.5

公司基本资讯

产业别	综合
A 股价 (11/08/31)	28.90
深证成分指数 (11/08/31)	2567.34
股价 12 个月高/低	37.22/23.57
总发行股数 (百万)	688.03
A 股数 (百万)	621.74
A 市值 (亿元)	179.68
主要股东	敦化市金诚实业有 限责任公司 (23.78%)
每股净值 (元)	11.05
股价/帐面净值	2.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.58 -0.65 18.03

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

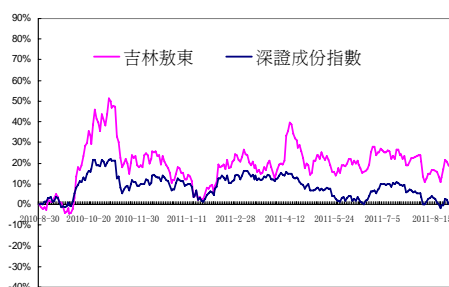
产品组合

中成药	59.44%
化学药	38.43%
其他	2.13%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	0.69%
基金	20.78%
券商	4.67%
一般法人	17.42%

股价相对大盘走势



吉林敖东(000623.SZ)

Buy 买入 (首次)

医药主业发展稳定，人工肝和铁矿盈利前景助推估值提升

结论与建议：

吉林敖东上半年实现营收5.5亿元，YoY增长5.3%；实现净利润4.4亿元，YoY减少21%；EPS为0.64元。业绩下滑的主要原因在于来自广发证券的投资收益减少18%，以及去年同期有1亿元左右股权转让的临时性收益所致。作为券商影子股，证券业务对敖东的贡献依然突出；医药主业增长稳定；而来自医药和铁矿的新项目前景可观，有助于重新打开估值上升空间。公司上半年完成了对生物制药技术—生物人工肝(ELAD)的战略投资；旗下联营企业塔东铁矿年内可望投产。这两项新业务将在两年后明显增厚公司净利润，达产后将大大提升盈利能力。三季度广发证券增发，为公司带来13亿元左右的临时性收入，使得本年度净利润将大幅增长，预计2011年可实现净利润23.48亿元，YoY增长89%。扣除非经常性损益部分，预计公司2011、2012年分别可实现净利润10.5亿元、12.8亿元，YOY分别减少15.3%和增长22%。

- **证券业务贡献突出。**公司联营子公司广发证券运行良好，各项业务都排名行业前列。经纪业务市场份额稳定，投行业务快速增长。广发拥有强大的综合服务能力和均衡的业务结构。本次增发完成资本金的补充后，业绩表现将进一步发力；预计广发 2011、2012 年可实现净利润 37 亿元、45 亿，对敖东的投资收益为 8.3 亿元、9.5 亿元。
- **医药主业发展稳定。**2011 年上半年，公司医药业主营业务收入 5.43 亿元，YoY 增长 7.5%。其中，医药主业中成药收入增长 15.2%。医药主业净利润贡献相对稳定。公司产品质量可靠、口碑良好，未来收入增长仍可望保持稳定。预计 2011-2012 年可分别实现净利润 1.49 亿元、1.63 亿元。
- **塔东铁矿和人工肝项目前景助推估值提升。**参股公司塔东铁矿预计年底可投入试生产，并于两年后完全达产，达产后可为公司贡献 1.5 亿元左右的净利润。上半年新投入的人工肝项目，市场价值空间上百亿元；若进展顺利，也将为公司带来较大的业绩提升。尽管这两个项目对公司短期利润不会造成重要影响，但由于前景可期，有望成为打开估值上升空间的推力。
- **盈利预测和投资建议。**我们根据悲观、中性、乐观三种情况分别对2011年各项业务进行估值分析，公司估值分别为24.56元、33.43元和44.19元。此外，人工肝和铁矿项目的前景预期可为股价做一定支撑。因此我们认为公司目前价值低估，具有较高的安全边际，给予买入投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011E	2012E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	862	1,367	1,238	2,348	1,279
同比增减	%	-56.75%	58.60%	-9.43%	89.48%	-45.52%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.503	2.383	2.159	3.412	1.859
同比增减	%	-56.75%	58.60%	-9.43%	58.07%	-45.52%
市盈率(P/E)	X	19.17	12.08	13.34	8.44	15.49
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.03	0.10	0.20
股息率 (Yield)	%	0.69%	0.69%	0.10%	0.35%	0.69%

营运分析

证券业务分析和估值

吉林敖东药业股份有限公司持有广发证券 6.22 亿股股份，占广发总股本的 24.82%（三季度增发后降至 21%），是广发证券的第二大股东，按照吉林敖东 6.88 亿股本计算，每股吉林敖东包含广发证券 0.9 股股权。作为券商影子股，对广发证券的投资收益一直以来都是敖东的主要利润来源。2009、2010 年敖东对广发的投资收益占税后净利润的比例高达 88%、81%。2011 年上半年，来源于广发的投资收益占比 75.2%，同比提升 2.5 个百分点，依然稳定在较高水准。因此公司盈利直接与广发证券挂钩。

■ 广发经纪业务市场份额保持稳定

广发证券是完全通过市场化竞争而成长起来的优质券商代表。广发业务结构均衡，经纪、承销、基金管理等主营业务稳居行业前列。

广发经纪业务市场份额呈逐年上升趋势。2011 年上半年广发共实现代理股票买卖市场份额 4.17%，基本与去年持平，行业排名第 5。

图 1、广发经纪业务市场份额逐年上升

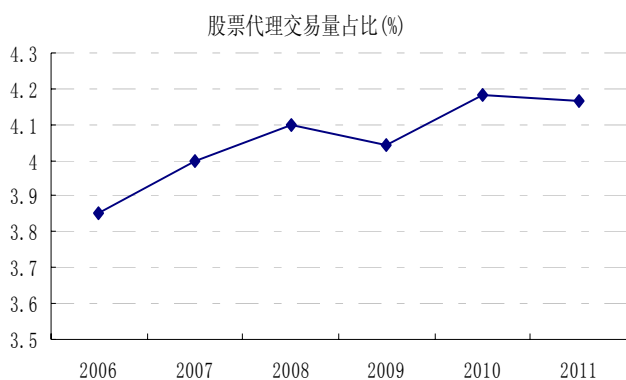
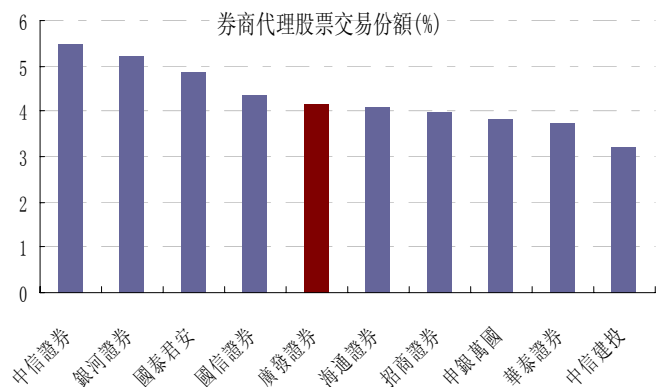


图 2、各券商股票代理成交市场份额对比



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

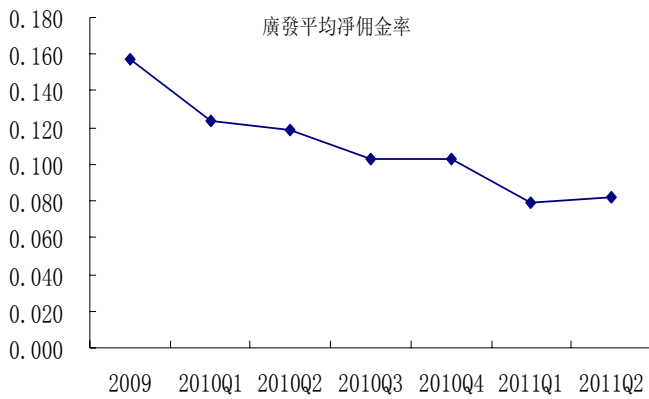
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

■ 佣金费率企稳回升

2009 年以来，受到行业佣金费率激烈竞争的影响，广发的佣金费率持续下滑，尤其是在京、沪等发达城市，佣金费率的竞争更加激烈。2011 年第二季度，受监管部门针对佣金率恶性竞争的限制，证券业佣金率开始有企稳迹象。二季度广发的平均季度佣金率 0.082%，相较一季度的 0.079% 已现企稳回升。广东地区仍是公司大本营，代理成交收入超过公司代理总量的 5 成；由于广东地区佣金新政贯彻力度较强，从而使得公司经纪业务佣金率率先企稳。

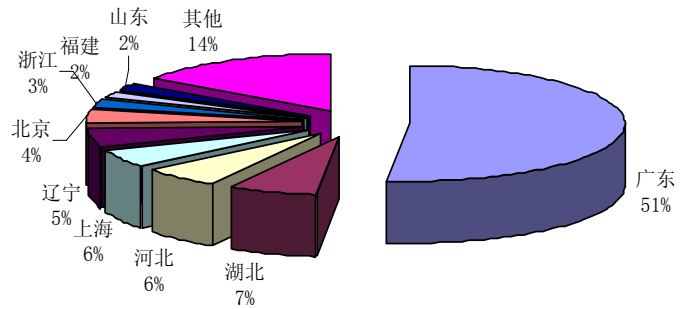
但相比其他一线券商，广发的佣金费率仍略高于一线券商的平均水准。我们认为这主要是因为广发的客户分布在二、三线城市占比较高所致。由于广发证券在广东省内二、三线城市相对垄断地位，加上限制佣金率过度竞争的监管政策指导，我们认为公司未来佣金率将逐步趋于稳定或小幅回升，预计仍能在一线券商中保持一定的佣金率优势。

图 3、广发佣金率止跌企稳



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 4、2011H 各地区成交收入对比



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

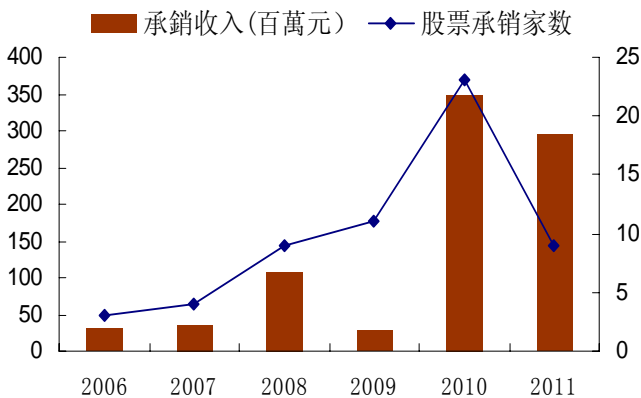
■ 投行业务强劲增长

广发投行业务继续保持强劲增长: 2011年上半年, 广发投行业务继续较快发展, 较好地把握了发行节奏及各类企业对债券融资的需求, 投行业务收入同比增长45.3%。

上半年广发完成了9个股票主承销项目, 承销金额及收入分别为162.77亿元和2.96亿元, 同比大幅增长了186%和611%, 承销金额和收入均创历史新高。投行业务在广发营收中的占比大幅提升, 使得广发的业务结构更加均衡。2011上半年广发证券主承销金额市场份额3.79%, 排名全行业第9位; 承销收入市场份额为3.99%, 排名全行业第8位。从与其他券商的对比来看, 广发承销金额和承销收入上与同为上市券商的中信证券、招商证券还有一定差距。

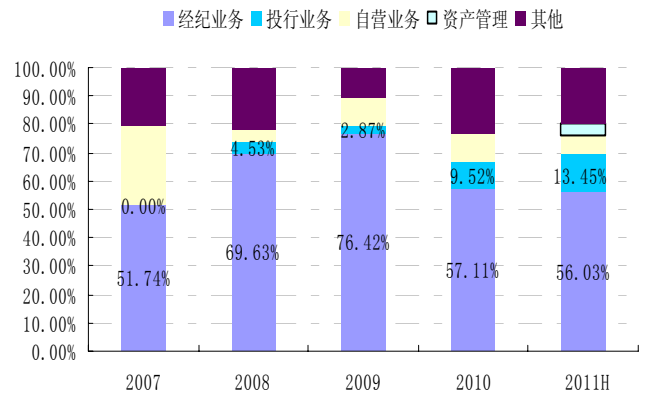
我们认为投行业务仍是目前券商行业的亮点, 在金融脱媒和经济结构转型的大环境下, 投行业务的发展前景值得看好。广发证券综合实力雄厚、具有较强的承销保荐服务能力; 随着公司的发展壮大, 市场地位有望初步提升, 预计未来较长时间内公司投行业务将保持相对稳定的增长。

图 5、广发证券承销收入稳步增长



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

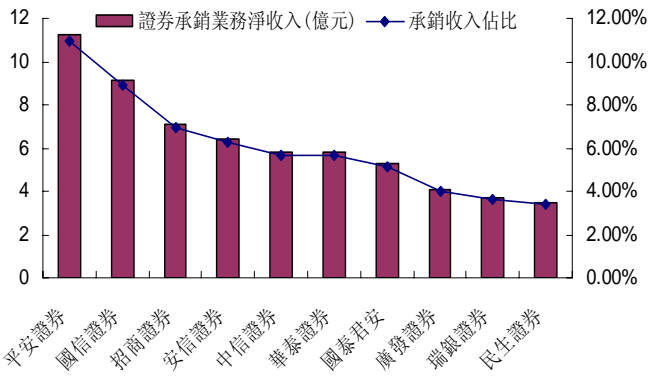
图 6、广发证券投行收入占比提升



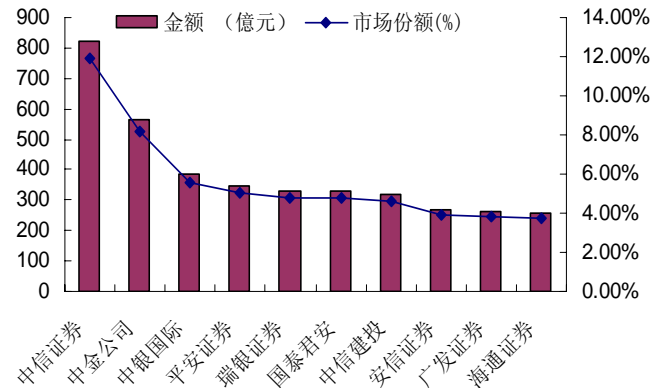
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 7、2011H 广发承销收入与排名

图 8、2011 年券商承销份额排名



资料来源: Wind, 群益證券上海研究部



资料来源: Wind, 群益證券上海研究部

■ 创新业务能力领先，增发弥补资本金短板

广发体制灵活，创新能力行业领先。广发是最早开展集合理财和权证创设的券商之一。目前，广发在基金管理、商品期货等业务上都处于较为领先的位置。广发分别持有广发基金和易方达基金48.33%和25%股权，归属广发的基金净值达946亿，行业内仅次于中信证券；若考虑中信证券出售华夏基金股权，广发证券在基金管理业务的地位将升至行业之首。

广发8月25日公告称，已于8月16日以非公开发行股票方式向10名特定投资者发行了45260万股普通股，发行价格26.91元，扣除发行费用后实际募集资金119.99亿元。本次增发极大地补充了公司的资本实力，增发完成后公司净资产增厚约34%，这将有助于公司创新业务的加速发展。公司将在经纪、融资融券、直投等业务领域全面快速推进，发展驶入快车道。凭借强大的综合实力以及创新能力，直投、融资融券、股指期货等创新业务未来将为广发贡献越来越多的利润。

表 1、主要券商基金管理业务的情况

排名	证券广发	归属券商的基金管理规模(亿元)	对基金广发的持股比例
1	中信证券	1784	华夏(100%)
2	广发证券	946	广发(48.33%)、易方达(25%)
3	招商证券	739	博时(49%)、招商(33.3%)
4	华泰证券	630	南方(45%)、华泰柏瑞(49%)
5	光大证券	417	大成(25%)、光大保德信(55%)

资料来源: wind, 群益證券上海研究部

■ 券商业务盈利与估值

进入 2011 年，股指受到多方面的影响，呈现震荡走势。目前上证综指处于 2550-2650 点附近。由于通胀在 7 月份基本已到年内顶点，政策进一步趋紧的压力有所减缓；同时宏观经济将继续保持相当的增速，企业利润持续增长，我们认为未来股指继续下滑的空间较小。

预计 2011 年全年两市日均成交量为 2100 亿左右，较 2010 年减少 10%；同时预计广发的经纪业务市场份额保持 4.1%；而佣金费率止跌企稳至 0.082% 的水准。综合考虑，预计广发 2011、2012 年可实现净利润 37 亿元、45 亿元。散户对应的投资收益为 8.3 亿、9.5 亿。由于广发的业绩弹性高于其他一线券商，若未来成交量放大，则广发业绩超预期的可能性较大。

表2、部分上市券商估值对比

代码	公司名称	股本	最新价	总市值	EPS			PE Ratio			P/B Ratio	
		(百万股)	(元)	(亿元)	2010	2011(F)	2012(F)	2010	2011(F)	2012(F)	2010	2011(F)
600837.SH	海通证券	8,228	8.35	658	2.52	0.52	0.62	3.31	15.91	13.50	1.48	1.40
000562.SZ	宏源证券	1,461	15.22	212	0.89	0.90	1.00	17.02	16.82	15.21	2.91	2.77
601788.SH	光大证券	3,418	12.02	385	1.51	0.69	0.84	7.98	17.39	14.27	1.69	1.68
600030.SH	中信证券	9,946	12.66	1,201	7.74	0.71	0.82	1.64	17.78	15.44	1.71	1.65
600999.SH	招商证券	4,661	12.56	559	2.21	0.68	0.77	5.68	18.50	16.26	2.33	1.97
601688.SH	华泰证券	5,600	10.77	576	2.34	0.55	0.66	4.59	19.56	16.37	1.75	1.73
000783.SZ	长江证券	2,371	9.19	205	0.88	0.45	0.54	10.47	20.64	16.92	2.16	1.74
000728.SZ	国元证券	1,964	10.44	195	0.63	0.47	0.56	16.49	22.12	18.51	1.30	1.28
600109.SH	国金证券	1,000	13.35	121	0.30	0.53	0.62	44.50	25.05	21.50	4.02	3.79
000686.SZ	东北证券	639	20.22	120	0.36	0.68	0.88	56.05	29.74	23.08	3.46	3.33
000776.SZ	广发证券	2,960	33.44	941	2.76	1.11	1.32	12.13	30.20	25.25	4.85	3.87
600369.SH	西南证券	2,323	11.98	263	0.55	0.39	0.41	21.74	30.48	29.15	2.37	2.32
002500.SZ	山西证券	2,400	8.54	189	0.30	0.23	0.29	28.46	37.95	29.88	3.06	3.54
601377.SH	兴业证券	2,200	16.19	334	0.54	0.41	0.47	30.05	39.45	34.38	3.98	4.05

*注：以2011-8-25号收盘价计算

医药行业分析和估值

吉林敖东医药主业发展多年，形成了中成药为主，兼有化学药品等的综合医药集团。公司1998年曾被国家经贸委认定为国家级技术中心，具备一定的创新能力。主导产品“安神补脑液”是国家首批中药保护产品；其他核心产品包括“血府逐瘀口服液”、“心脑舒通”、“小牛脾提取物注射液”等，此外，公司还生产多种化学药剂和针剂。

■ 医药主业发展稳定

医药主业占据公司主营业务收入的主导地位，是除投资收益以外影响公司业绩最重要的部分。其中，中成药作为传统主导产品，在营收中的贡献突出，约占主营收入的6~7成。

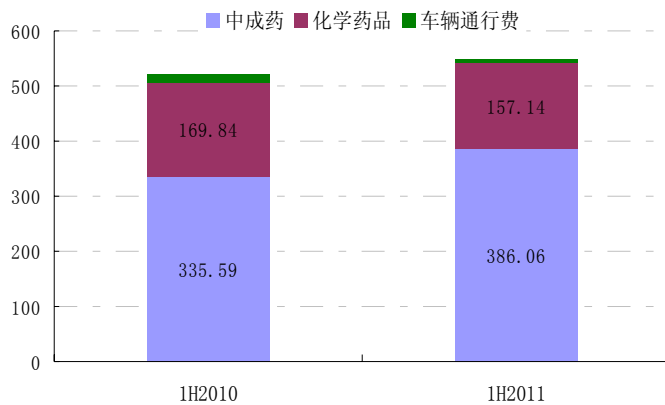
公司医药业务持续保持稳定增长态势，其中营营收近5年的CAGR接近10%，而利润方面由于三项费用的波动起伏较大。不过整体来看，近5年仍录得了6.8%的CAGR增长。

2011年上半年，公司医药业主营业务收入5.43亿元，YoY增长7.5%，趋势稳定；实现主营业务利润8055万元，增幅达到39%，较大的增幅主要是因为2010年同比衰退使得基期较低所致，如果连续两年来看，属于正常增长范畴。

此外，公司通过增持延边药业、加大投入中药提取液等措施，为公司医药主业提升创造条件。公司还充分利用政府支持发展的机遇，在敖东工业园内建设酵素系列项目、人参与中药饮片加工项目、胶囊生产项目及药材示范基地等。公司作为医药重点企业，每年还可获得一定的政府补贴。

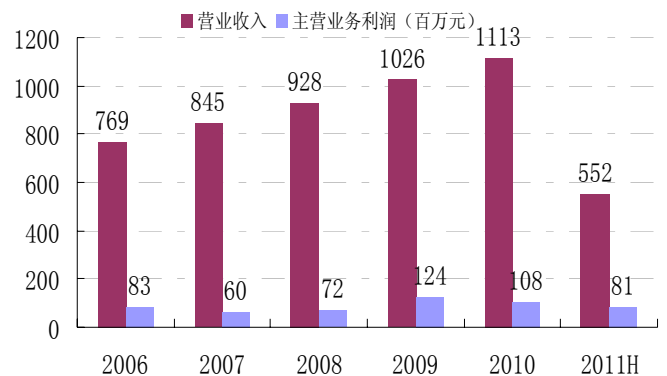
公司不断加强科研技术投入，药品品质安全可靠。2011年7月，延边药业通过了2010版GMP现场验收。产品品质安全的保证有利于公司的长远发展。

图 4、主营收入构成（百万元）



资料来源：中检所，群益证券上海研究部

图 5、医药业利润相对稳定



资料来源：群益证券上海研究部

总体来看，公司医药主业的发展相对稳定。由于公司产品在国内市场的口碑良好、公司医药主业投入不断增加，因此，我们认为，未来公司医药主业仍将保持稳定的发展态势。

■ 医药业务利润预测

预计医药业务 2011-2012 年可分别实现净利润 1.49 亿、1.63 亿元，YOY 分别增长 6%和 9%。

新增项目前景助推估值提升

■ 塔东铁矿盈利前景可观

吉林敖东于2008年5月参股通钢集团敦化塔东矿业有限公司，并收购塔东铁矿30%的股权。塔东铁矿资源基础储量1.3亿吨，规划服务年限为34年，设计年产原矿500万吨，生产品位67%的铁精粉102万吨、副产品硫品味36%的硫精矿28.5万吨，五氧化二磷品味30%的磷精矿15.5万吨。

由于塔东铁矿是以露天开采为主、交通便利，因此，开采和运输成本均可控。目前铁矿仍在进行厂房建设和设备安装调试，年底前基本可实现试生产，预计正式达产仍需要两年左右的时间。完全达产后，若按照每吨铁矿石500元~600元的开采成本初步计算，在当前铁矿石价格下，每吨矿石净利可达350~400元。预计铁矿可为公司贡献权益净利润1.5亿元。

上半年塔东铁矿贡献净利润-57万元；预计短期内不会对公司净利润造成较大影响。我们认为塔东铁矿的完全达产要等到两年以后，但该项目的年底试产将为公司未来业绩带来确定性增长，为公司未来估值提升提供强有力的支撑。如果按照15~30倍的PE给予估值，该块业务市值届时有望达到22.5亿元~45亿元。

■ 人工肝项目等待切入市场

生物人工肝（ELAD）包括体外干细胞培养支持系统、干细胞移植及肝移植，是一种借助生物性装置，暂时或部分替代肝脏功能，从而协助治疗肝脏功能不全或相关疾病的医疗技术。生物人工肝不同于机械性人工肝采用物理手段，而是通

过体外的生物反应器，利用人源性或动物源性干细胞代替体内不能发挥生物功能的肝脏发挥代偿功能。

生物人工肝的潜在市场空间巨大，据统计，美国等待肝脏移植的约1.7万人，3万多人无法治疗；我国是肝病多发国家，每年因肝病病毒疾病死亡的人数多达50万人。国内等待肝移植的病患也有数十万人，而目前的肝移植手术仅能够满足1%左右的需求，因此，生物人工肝将有助于填补这一缺口。目前国内肝移植手术费用大约在10万—40万/次，即使按照肝移植手术费用的较低值计算，我国人工肝市场空间足以达到数百亿元。

吉林敖东投资200万美元购买美国生命治疗公司（英文名：Vital Therapies, Inc.）5.9%的股权，为公司拓展生命科学和生物只要领域创造有利条件，该交易已于2011年5月18日完成交割。此外，美国生命治疗公司授予吉林敖东6个月内追加2500万美元投资的购买权，追加投资后敖东将拥有VTI至少30%的股权。

生物人工肝（ELAD）项目是目前为止世界首创的以人体肝细胞为主的生物人工肝。美国生命治疗公司已经成功地完成了6个阶段的临床试验，其在中国完成了最后阶段临床试验，尚需获得药监部门批准。

根据公司公告称，由于生物人工肝（ELAD）项目获批时间以及获批后亦存在定价、推广、销售等诸多不确定性因素，预计该项目2011年不会对公司的利润产生影响。

考虑到生物人工肝可观的市场前景，并可望在2013年投入市场，我们预计人工肝项目有可能在2013—2014年为公司创造利润。

分业务利润预测与估值

根据上文分析，通过分业务估算利润的方法，我们可以得到吉林敖东的净利润预估。预计公司2011、2012年可实现净利润10.48亿、12.79亿元。

表3、吉林敖东分业务净利润预测表

(单位：百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
证券业务	811	1208	999	827	950
医药	168	128	140	149	163
铁矿石	0	0	0	(1)	30
公路	2	4	(2)	(3)	(1)
净利润合计	862	1367	1238	1048	1279
EPS (元)	1.50	2.38	2.16	1.52	1.86

资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

由于铁矿和人工肝项目对今明两年内的净利润几乎不会产生影响，因此，我们在进行估值分析时仅考虑证券业务和医药。

公司医药主业增长相对稳定，由于中成药发展已经较为成熟，因此利润贡献并不具备高成长性。我们以10~20倍的PE给予估值。证券行业伴随着佣金率的企稳回升以及市场流通市值的持续扩大，拐点已经悄然而至，加之创新业务不断推出，未来有望重新回到增长轨道之中，因此我们以20~30倍的PE给予估值。

我们根据悲观、中性、乐观三种情况对2011年各项业务分别估值分析，从而得到吉林敖东的每股预期价值。在中性的预期下，公司价值为33.43元；即使在悲观的情况下，公司股价估值也有24.6元。

此外，铁矿和人工肝项目等的未来盈利前景将对公司股价做出一定支撑，有

助于估值水准提升。因此我们认为公司目前股价低估，且具有较高的安全边际。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.52 元、1.86 元，目前股价对应 2011、2012 年 PE 为 19 倍、15.5 倍，给予买入的投资建议。

表 4、吉林敖东分业务估值表

2011E		悲观	中性	乐观
证券业务	广发投资收益（亿元）	7.8	8.3	9
	PE 倍数	20	25	30
	敖东持股市值	156	207.5	270
医药	净利润（亿元）	1.3	1.5	1.7
	PE 倍数	10	15	20
	对应市值	13	22.5	34
合计	吉林敖东市值	169	230	304
	对应股价	24.56	33.43	44.19

资料来源：群益证券上海研究部

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

 强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	928	1026	1113	1200	1413
经营成本	856	902	1005	1078	1320
营业税金及附加	14	15	14	16	17
销售费用	345	359	458	479	541
管理费用	145	162	162	185	207
财务费用	13	-15	-11	-14	-16
资产减值损失	-5	23	26	7	8
投资收益	807	1268	1117	896	1030
营业利润	869	1403	1226	985	1163
营业外收入	49	22	78	1439	175
营业外支出	10	14	15	-1	16
利润总额	909	1411	1289	2425	1323
所得税	23	26	34	68	37
少数股东损益	25	19	18	10	10
归属于母公司所有者的净利润	862	1367	1238	2348	1279

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	633	1007	981	1069	1166
应收账款	173	143	160	176	194
存货	149	153	194	218	244
流动资产合计	1294	1628	1806	1899	1996
长期股权投资	3423	4531	5122	5947	7047
固定资产	818	771	686	748	816
在建工程	7	5	72	83	89
非流动资产合计	4484	5534	6092	7086	8242
资产总计	5778	7162	7898	8985	10238
流动负债合计	615	581	632	497	401
非流动负债合计	20	21	21	15	13
负债合计	635	602	652	512	414
少数股东权益	299	302	68	75	83
归属母公司股东权益合计	4844	6258	7177	8397	9741
负债及股东权益合计	5778	7162	7898	8985	10238

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流量净额	96	337	381	421	473
投资活动产生的现金流量净额	275	-377	-475	-406	-467
筹资活动产生的现金流量净额	-181	91	186	153	127
现金及现金等价物净增加额	186	50	92	168	133

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。