

东吴证券（601555）

扎根苏州，茁壮成长

	梁静		崔晓雁
	021-38676850		021-38674874
	liangjing@gjtas.com		cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	编号	S0880511070001

本报告导读：

东吴为区域性中小型券商，综合实力介于国元、东北之间。得益于苏州经济成长，实力在区域券商中较为突出。

投资要点：

- 东吴证券 IPO 拟发行不超过 5 亿股、约占发行后总股本的 25%，预计募资不超过 27.5 亿元。发行后总股本 20 亿股；2010 年摊薄 EPS 0.29 元，2011 年预计 BVPS 3.43 元。
- 综合实力稳中有升的中小券商。东吴证券综合实力居行业 30 位左右，定位介于国元和东北之间。
- 区域性强，苏州地区竞争优势明显。业务集中于苏州及周边地区；经纪和承销在苏州均具较强竞争力。苏州地区的经济增长也直接推动了其经纪和承销业务的持续增长。
- 对传统业务依赖度高。经纪/承销/自营收入贡献占比 90% 左右，创新业务牌照不全、规模较小、贡献度低。承销业务发展迅速，使其对经纪业务依赖度有所降低。
- 经纪业务区域特征突出。苏州地区贡献公司经纪交易额的 82%。公司在苏州地区的市场份额达到 45%，处于垄断地位。虽然区内份额有所下降，但依托于区域经济增长，经纪份额仍稳步增长。
- 承销业务增长显著。公司承销收入近两年平均增速 101%，依托于苏州民营企业资源、大力拓展中小企业融资，是承销业务飞跃的根本原因。这也将继续驱动承销、乃至新三板及直投等业务的快速成长。
- 创新业务起步晚，落后于国元/兴业/东北等，短期内贡献十分有限。
- 在 2011 年日均交易额 1900/2090/2195 亿元，佣金率下滑 20%/10%/5% 的基准假设下，预期公司 11-13 年净利润 3.2 亿元、4.3 亿元以及 5.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.16 元、0.21 元和 0.25 元。
- 综合判断，东吴上市后合理定位为 6.4-7.1 元，静态 PE 22-25 倍，对应发行后 PB1.8-2.0 倍。建议询价区间 5.4-6.0 元。此外，所处区域的经济活力将使得东吴证券在估值上可享受有一定溢价。

建议询价区间

5.40-6.00

上市首日定价区间

6.40-7.10

2011.11.28

发行上市资料

前总股本（万股）	150,000
发行量（万股）	50,000
发行日期	2011.12.01
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.84
净资产收益率（%）	5.3%
资产负债率（%）	71.9%

主要股东和持股比例

苏州国际集团有限公司	42.12%
苏州创业投资有限公司	8.33%
苏州市营财投资集团公司	4.50%
苏州工业园区国有资产	4.31%
昆山市创业控股有限公司	4.17%
苏州信托有限公司	3.54%
江苏隆力奇集团有限公司	2.73%
吴江市东方国有资产	2.50%
苏州市相城区江南化纤	2.40%

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,873	1,807	1,429	1,757	1,943
(+/-)%		-3.5%	-20.9%	22.9%	10.6%
经营利润（EBIT）	985	763	427	578	678
(+/-)%		-22.5%	-44.0%	35.2%	17.3%
净利润	735	576	317	429	504
(+/-)%		-21.7%	-44.9%	35.3%	17.3%
每股净收益（元）	0.37	0.29	0.16	0.21	0.25
每股股利（元）			0.05	0.07	0.08

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 基本情况与发行概况

1.1. 基本情况

东吴证券前身苏州证券，成立于 1992 年，2002 年 4 月更名为东吴证券。目前注册资本 15 亿元，发行前，共有股东 34 名，实际控制人国发集团直接及间接持有公司股份 50.16%，无上市公司股东。

目前，拥有经纪、自营、承销、**资产管理、期货、IB、直投业务**等牌照；控股东吴期货(74.50%)、东吴基金(49%)和东吴投资(100%)。在 13 个省市拥有 48 家营业网点，其中 22 家集中在苏州地区。

东吴证券为区域性中小型券商，近年来业务发展较好，行业排名 30 位左右。2011 年，分类评级为 A 类 A 级，东吴期货分类评价为 B 类 BB 级。

1.2. 发行概况

本次计划发行不超过 5 亿股、不超过发行后总股本的 25%。上市后，公司总股本为 20 亿股，流通股本 5 亿股，受限流通股股东 34 家。发行后的股本规模居上市证券公司第 12 位，介于兴业、国元之间。

表 1：东吴证券发行后主要股东持股量及比例

序号	股东名称	持股数(万股)	持股比例
1	苏州国际发展集团有限公司	63,175	32%
2	苏州创业投资集团有限公司	12,500	6%
3	苏州市营财投资集团公司	6,750	3%
4	苏州工业园区国有资产控股	6,463	3%
5	昆山市创业控股有限公司	6,250	3%
6	苏州信托有限公司	5,312	3%
7	江苏隆力奇集团有限公司	4,100	2%
8	吴江市东方国有资产经营有限公司	3,750	2%
9	苏州市相城区江南化纤集团有限公司	3,600	2%
10	攀华集团有限公司	2,600	1%
前 10 大股东合计		114,500	57%
其他非流通股股东		35,500	18%
新发行流通股股东		50,000	25%
合计		200,000	100%

数据来源：公司招股说明书

1.3. 主要经营指标及经营特征

东吴证券近三年的经营情况主要表现以下特征：

- (1)**承销业务进步显著**：最近三年承销收入由 0.02 亿元，增长至 2.48 亿元，2011 上半年已实现 3.07 亿元，增长显著；
- (2)**传统业务为主**：经纪、承销、自营三项业务收入贡献近 90%，创新业务牌照不全，起步较晚，业绩贡献小；

本次发行完成后，东吴证券的 EPS 和 ROE(2010)分别摊薄至 0.29 元和 13.8%，每股净资产约为 3.34 元。

表 2：东吴证券历年来主要经营指标(百万元)

	2008	2009	2010	2011.1H
营业收入	883	1,873	1,807	922
(+/-) %		112%	-3%	36%
其中: 经纪佣金	854	1,459	1,167	460
承销收入	2	109	248	307
自营投资	-153	123	197	64
(经纪+承销+自营) / 营业收入	80%	90%	89%	90%
业务及管理费	496	833	949	579
业务及管理费率	56%	44%	53%	63%
净利润	227	735	576	225
(+/-) %		224%	-22%	20%
净利润率	26%	39%	32%	24%
净资本	2,663	3,028	3,017	3,176
交易性+可供出售资产	814	1,508	1,280	3,116
净资产	3,023	3,725	4,187	4,258
自营证券比例	27%	40%	31%	73%
股基交易份额	0.90%	0.86%	0.87%	0.92%
佣金率	0.172%	0.154%	0.109%	0.90%
ROE	7.5%	19.7%	13.8%	5.3%
EPS(摊薄, 元)	0.11	0.37	0.29	0.11
BPS(摊薄, 元)	1.51	1.86	3.34	3.50

数据来源：公司招股说明书

2. 行业地位及优劣分析

2.1. 综合实力居中游水平

东吴证券目前综合实力在行业 30 名左右，盈利能力近年来不断提升，净利润规模三年来提升 10 个名次。

表 3：东吴证券历年指标在业内排名

	2008	2009	2010	2011.1H
盈利规模				
营业收入	37	34	30	23
净利润	42	36	32	27
资产规模				
净资产	30	30	31	34
净资本	28	29	35	27
总资产	36	27	27	33
业务规模				
股票基金交易额	29	32	32	31
股票承销份额	61	28	40	20

债券承销份额	37	48	68	44
资产管理规模		41	38	48

数据来源：公司招股说明书。其中，2011 中期为银行间市场券商成员排名。

2.2. 综合实力：介于中型券商与小型券商之间

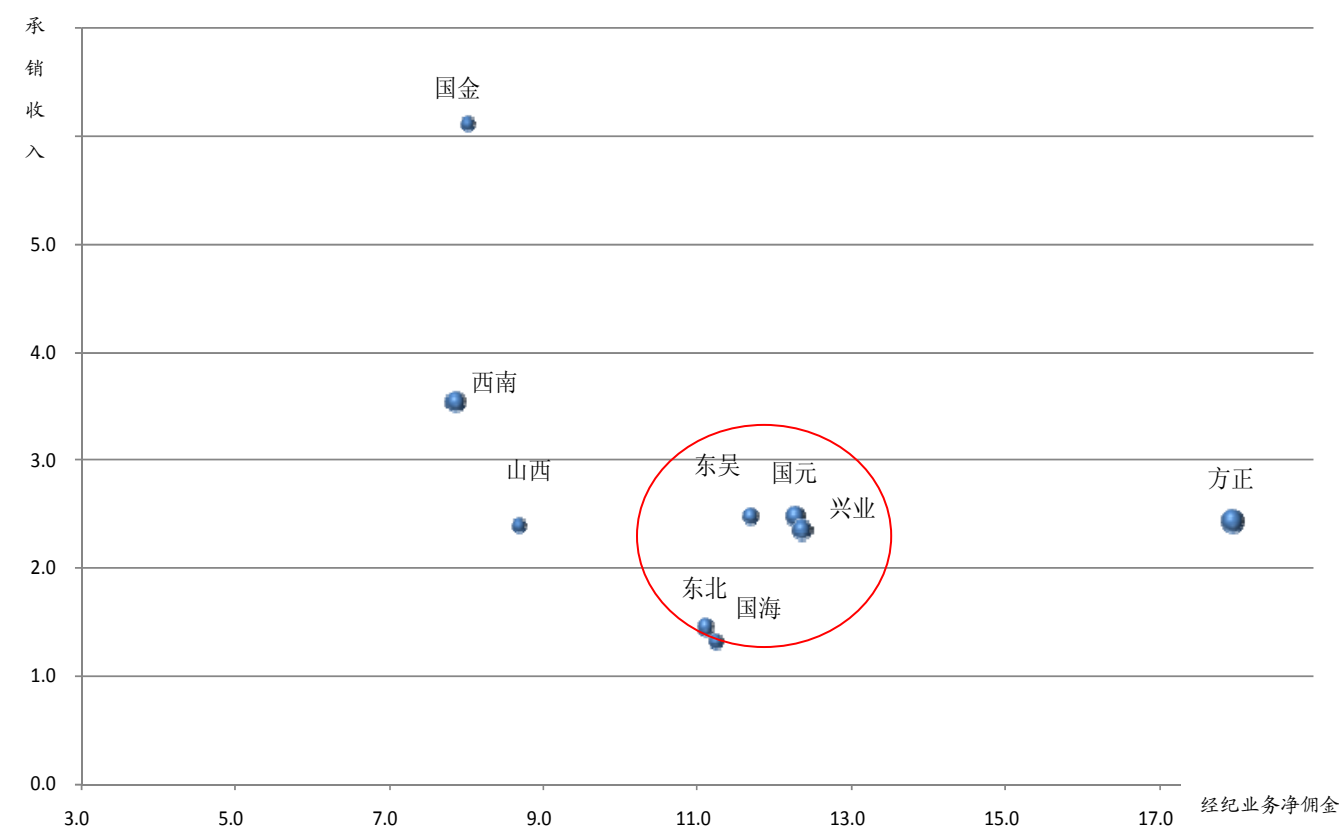
业务能力：传统业务与国元接近、创新业务与东北近似

(1) 经纪业务：东吴证券经纪份额 0.90%左右，与国元 (1.05%) 较为接近，低于兴业，显著高于东北、国海等；

(2) 承销业务：东吴证券近年来承销业务进步显著，2011 上半年股票承销规模 44.4 亿元，与国元 (46 亿元) 十分接近，承销收入 3.07 亿元，高于国元 (2.0 亿元)、兴业 (2.0 亿元) 等；

(3) 创新业务：东吴证券的资管、直投等业务仍处于起步阶段，融资融券、海外业务尚处在申请中，落后于国元、兴业、东北。

图 1 业务规模：东吴证券与国元、兴业相仿 (亿元)



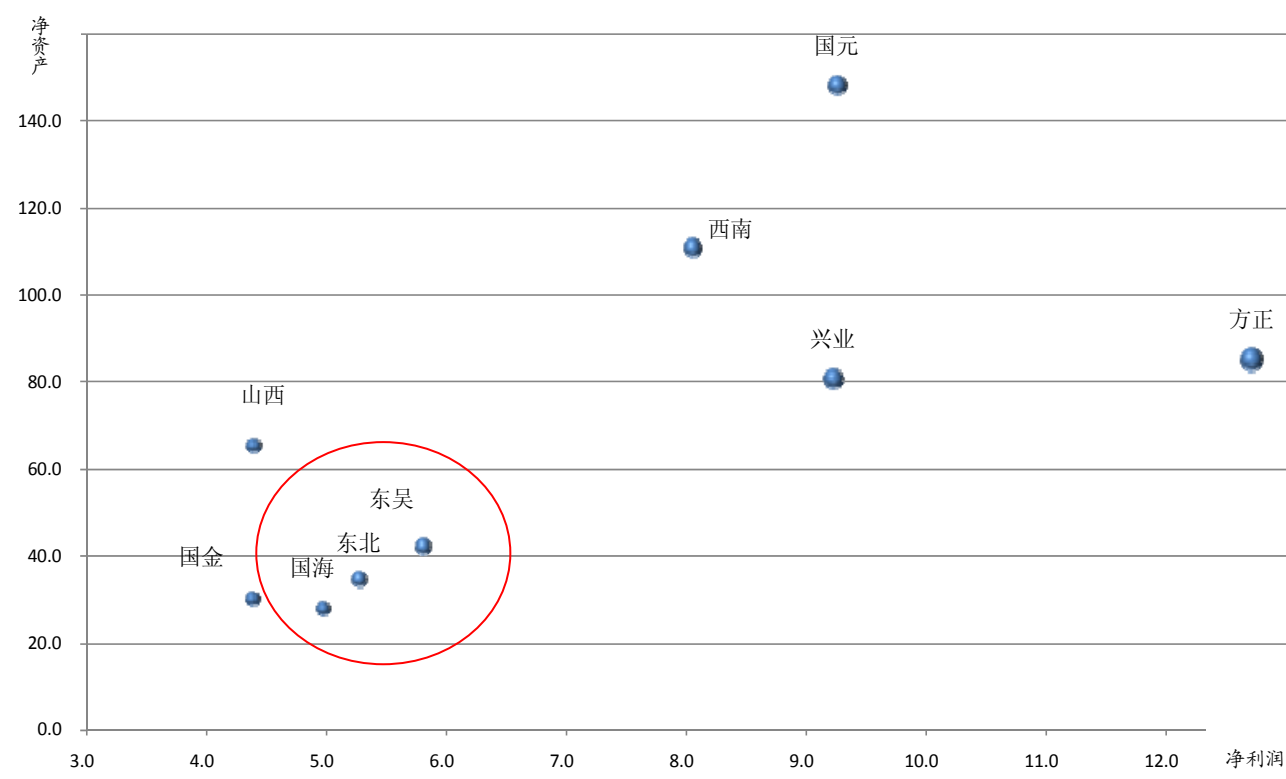
数据来源：券商年报、国泰君安证券研究

资产与盈利规模：18 家上市券商中排名 13

(1) 净资产：2011 年期末，东吴证券净资产 42.58 亿元，如果 IPO 融资规模 25-30 亿元，则 IPO 后净资产约 67-73 亿元，与其他已上市券商相比，略低于宏源，排名 13/18；

(2) 净利润：2011 年中报显示，东吴证券实现归属母公司净利润 2.25 亿元，这一利润规模，同样属于中小型券商范畴，排名同样为 13/18。

图 2 资产及盈利规模：东吴证券与东北、国海接近 (亿元)



数据来源: 券商年报、国泰君安证券研究

表 4: 东吴证券与上市公司综合比较 (亿元)

上市券商	2010 年					2011.1H				
	国海	东北	东吴	兴业	国元	国海	东北	东吴	兴业	国元
净资产	25	35	42	84	150	28	34	43	84	149
经纪业务份额	0.67%	0.74%	0.87%	1.63%	1.04%	0.68%	0.72%	0.92%	1.71%	1.06%
净佣金率	0.152%	0.085%	0.119%	0.07%	0.11%	0.138%	0.116%	0.100%	0.06%	0.09%
营业收入	19.0	17.0	18.01	27.4	22.4	7.5	5.8	9.22	13.9	10.4
经纪+息差	11.9	12.1	13.24	15	15.6	4.8	4.6	5.26	6.3	6.6
承销收入	1.3	1.5	2.48	2.3	2.5	1.3	0.2	3.07	2.0	2.0
自营收益	2.2	1.2	1.97	3	2.4	-0.1	0.0	0.64	2.3	0.6
净利润	4.6	5.3	5.76	7.9	9.2	1.6	0.9	2.25	3.8	4.4
ROE	17.9%	15.2%	13.8%	9.40%	6.20%	5.6%	2.7%	5.3%	4.50%	3.00%
EPS(元)	0.64	0.82	0.29	0.36	0.47	0.22	0.14	0.11	0.17	0.22
BPS(元)	3.18	5.42	2.09	3.82	7.63	3.90	5.24	2.13	3.83	7.57

数据来源: 各公司年报、国泰君安证券研究

表 5: 东吴证券创新业务落后于国元、兴业、东北

业务	项目	国海	东吴	东北	兴业	国元
融资融券	取得资格日期				2010 年 11 月	2010 年 11 月
	融资融券余额(亿元)				2.28	1.62
直接投资	取得资格日期		2009 年 9 月	2009 年 9 月	2010 年 5 月	2009 年 7 月
	子公司简称		东吴投资	东证融通	兴业创新	国元直投
	注册资本(亿元)		3.00	1.00	2.00	5.00
资产管理	规模(亿元)	18.42	4.48	41.68	31.67	7.13
	产品数量	4	2	5	6	3

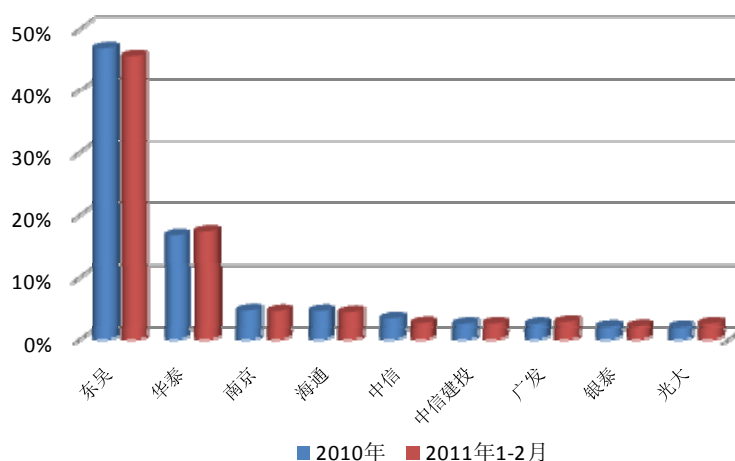
	净收入(百万元)	4.28	3.01	23.93	32.81	8.41
基金管理	基金公司	国海富兰克林	东吴基金	银华\东方	兴业\南方	长盛基金
	持股比例	51%	49%	21%、46%	51%、10%	41%
	权益利润 (百万元)	19.83	6.00	28.93	93.58	65.11
国际业务	公司简称				兴证(香港)	国元(香港)
	设立/获批时间				2011年5月	2006年7月

数据来源：公司中报、招股说明书

2.3. 区域特征明显

苏州地区的垄断型券商。东吴证券前身苏州证券，目前 48 家营业部中的 22 家位于苏州地区，占苏州地区营业部总数的 36.7%，2010 年及 2011 年前 2 个月，东吴证券经纪业务交易额占苏州市场分别达到 47%、45%，垄断优势明显。

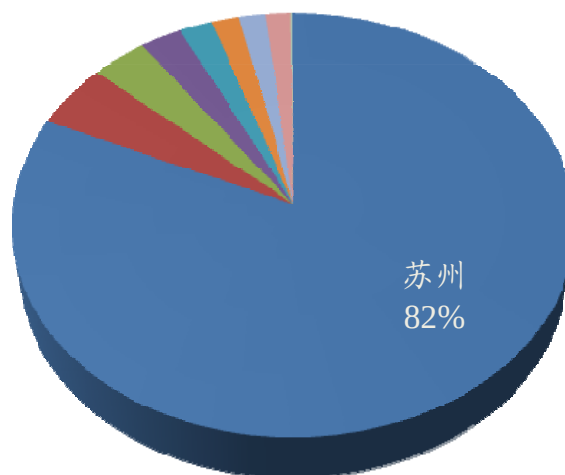
图 3 苏州地区前十大券商经纪业务市占率比较



数据来源：国泰君安证券研究

经纪业务交易额 80%来源于苏州。东吴 48 家营业部虽然分布在江苏、北京、上海等 13 个地区，但 22 家集中于苏州地区，且多为 10 年以上老营业部，80%的交易额来源于苏州地区。

图 4 交易额贡献近 90%来源于苏州



数据来源：国泰君安证券研究

承销项目也集中于苏州地区。2009 年以来，东吴证券共参与主承销项目 14 个，其中 8 家企业注册地为江苏（7 家注册地苏州），募资 48.6 亿元，占全部主承销募资的 45%。

表 6：东吴证券承销项目主要集中于江苏

名称	注册地	发行类型	发行日期	募资金额(亿元)
新宁物流	江苏昆山	首发	2009/10/13	2.34
康力电梯	江苏吴江	首发	2010/3/2	9.08
胜利精密	江苏苏州	首发	2010/5/26	5.61
蓝丰生化	江苏新沂	首发	2010/11/22	8.21
11 太仓恒通债	江苏太仓	债券发行	2011/2/28	5.00
科斯伍德	江苏苏州	首发	2011/3/14	4.22
电科院	江苏苏州	首发	2011/5/3	8.74
飞力达	江苏昆山	首发	2011/6/27	5.40
小计				48.60
全部				107.33

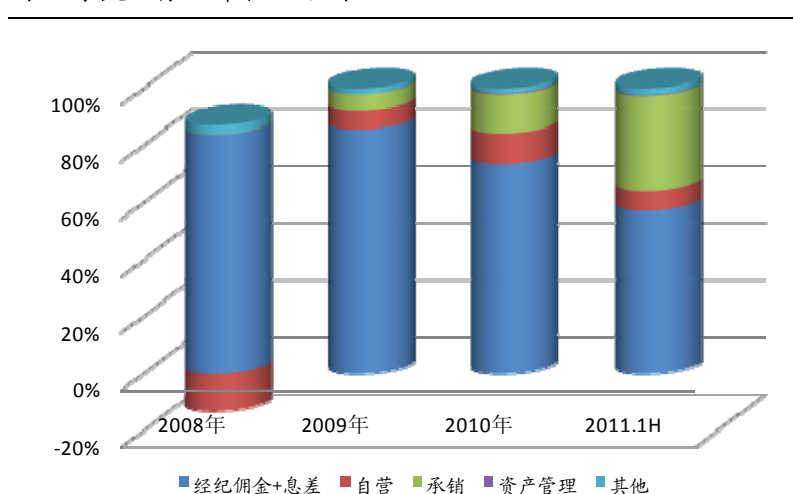
数据来源：国泰君安证券研究

3. 经营情况分析

3.1. 业务结构：承销业务增长显著、收入结构不断优化

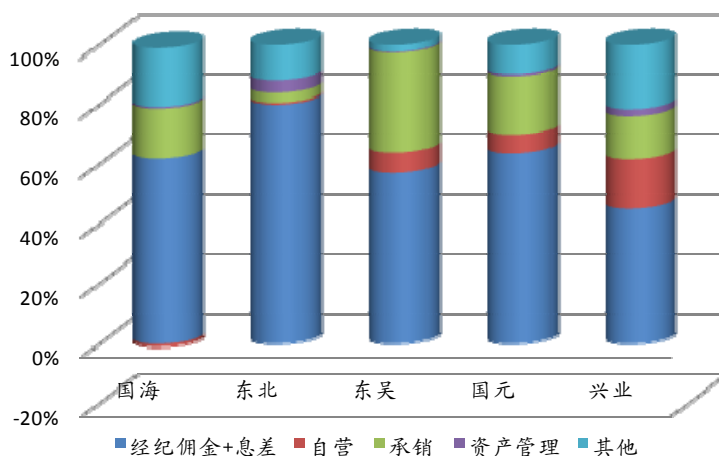
收入结构不断优化。近年来东吴证券各项业务不断发展，尤其承销方面，市场份额、收入贡献均逐年提升，2011 年中期收入占比 33%；受益于承销的增长，东吴证券对经纪业务的依赖度不断降低，2011 年中报显示，经纪业务佣金收入占比已降至 50%。

图 5 东吴证券历年收入结构



数据来源：公司招股说明书

图 6 东吴证券收入结构与上市券商比较 (2011.1H)

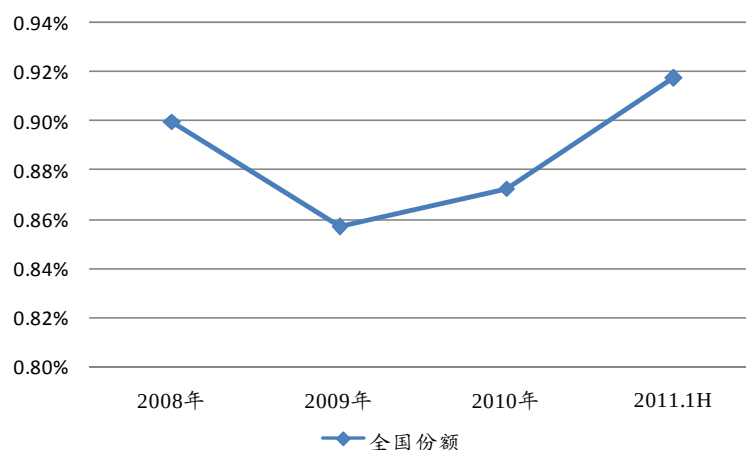


数据来源：公司招股说明书、公司中报、国泰君安证券研究

3.2. 经纪业务：市场份额有所提升、佣金率略显偏高

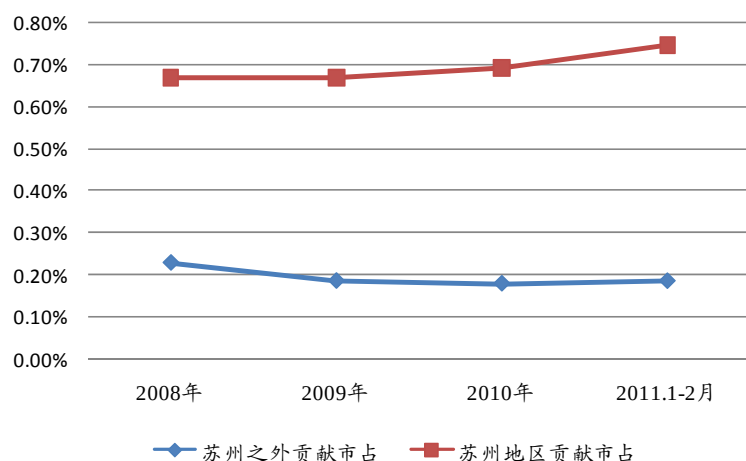
东吴证券扎根苏州，受益于苏州地区经济活力，近年来在江苏及全国范围的市场占有率均有所提升。

图 7 东吴经纪业务市场份额 2009 年以来不断增长



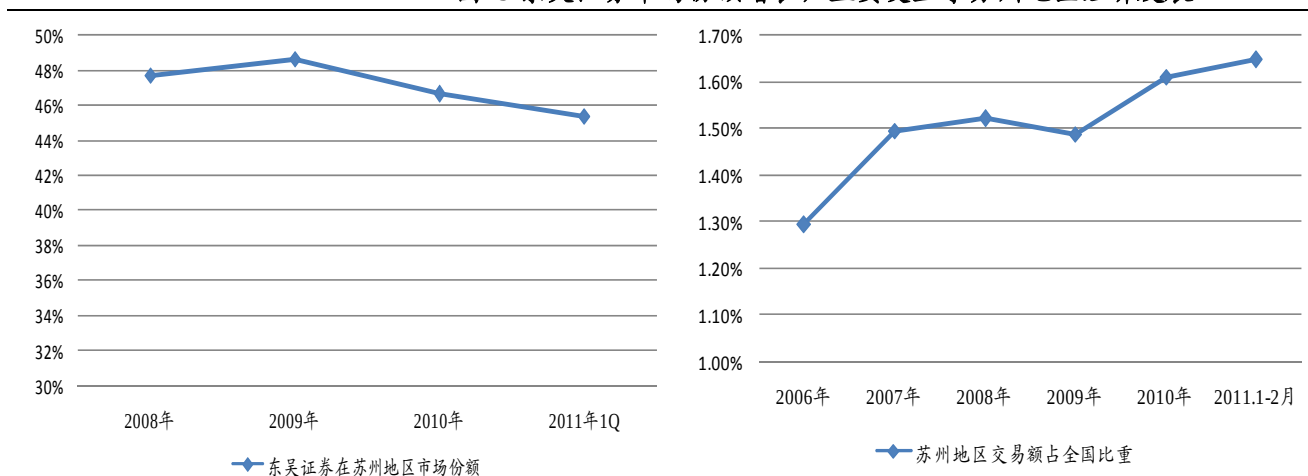
数据来源：国泰君安证券研究

图 8 东吴经纪市场份额增长，主要来源于苏州地区市场份额增长



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 9 东吴证券市场份额增长，主要受益于苏州地区经济发展

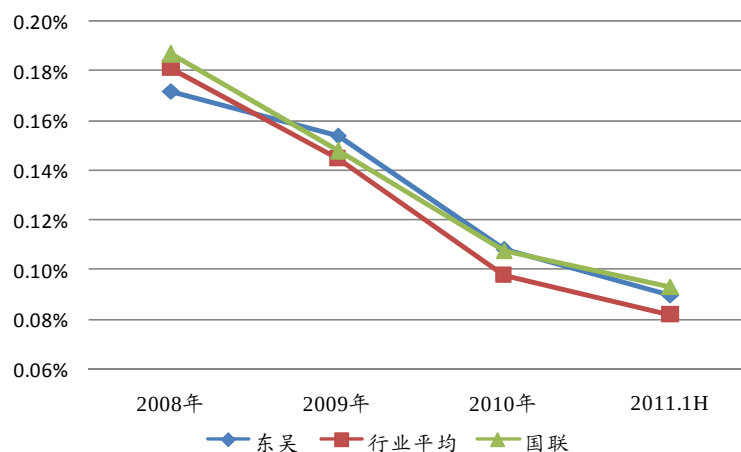


数据来源：wind，国泰君安证券研究

佣金率下滑幅度与行业平均大致相当，东吴证券目前净佣金率 0.09%，虽略高于行业平均水平，基于以下原因，我们认为未来佣金率降幅保持行业平均水平：

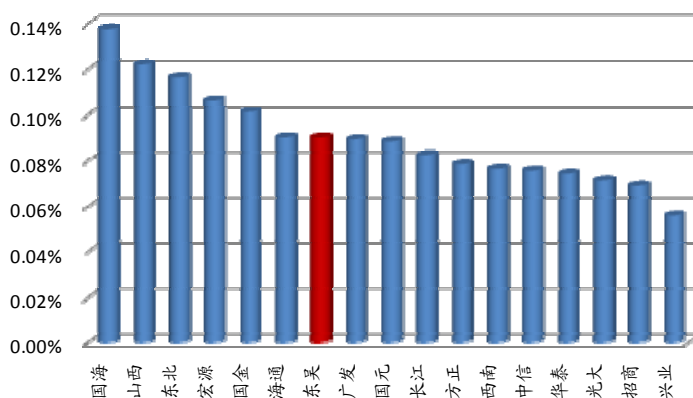
- (1) 江苏省最低佣金率指导线为 0.10%，新增营业部给予 6 个月 0.08% 的优惠期，且具了解，执行较严格；
- (2) 将东吴证券（80% 交易集中于苏州）与国联证券（80% 交易量集中于无锡）比较，可发现东吴与国联目前净佣金率均保持在 0.09%，虽高于行业平均，但已明显低于三四线城市的平均佣金率水平；
- (3) 从佣金率列年降幅趋势看，东吴证券佣金率降幅与国联、行业平均大致相当；
- (4) 目前苏州地区营业部数量 60 家，从历年新增情况看，也没有超越行业平均的明显增幅。

图 10 东吴证券净佣金率下降幅度与行业大致相当



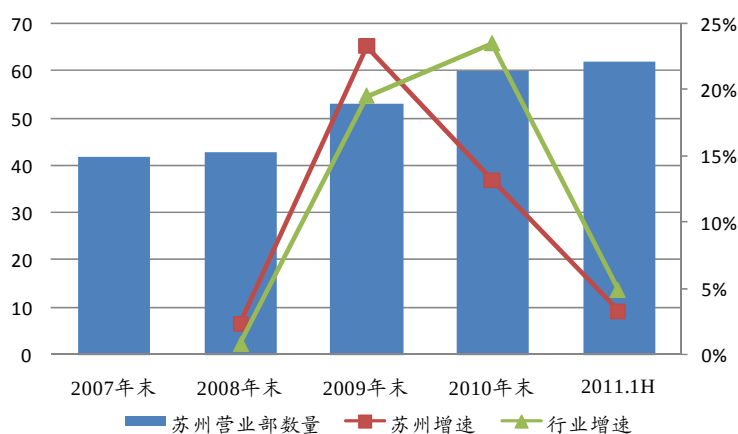
数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

图 11 东吴证券净佣金率 0.09%，在上市券商中居于中上游水平



数据来源：公司招股说明书、公司公告、国泰君安证券研究

图 12 苏州地区营业部增速与行业平均大致相当

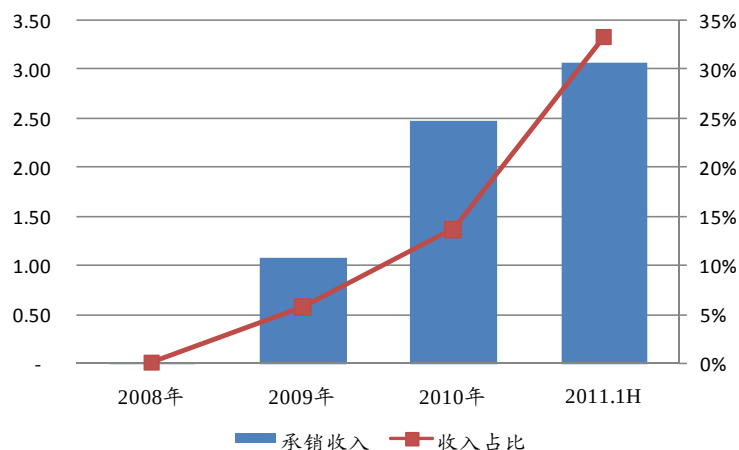


数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

3.3. 承销业务：背靠苏州民营经济、项目资源丰富

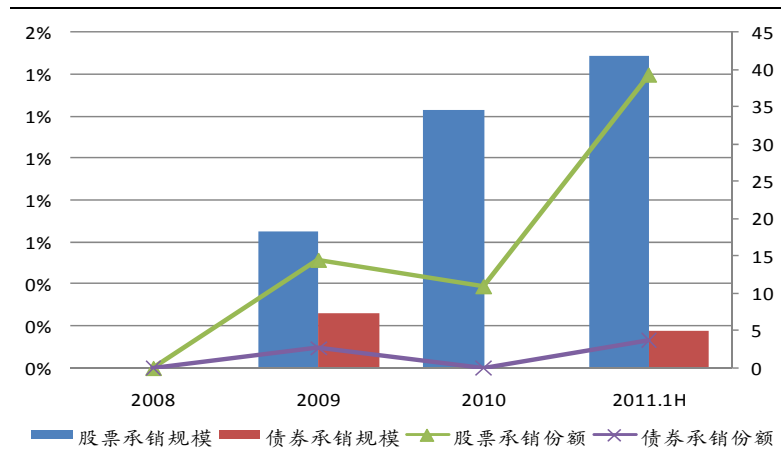
承销业务是东吴证券近年来最引人注目的亮点，不但收入金额、市场份额连创新高，最近三年复合增长率 650%，最近两年平均增速 101%。

图 13 东吴证券近年来承销收入及收入占比 (亿元)



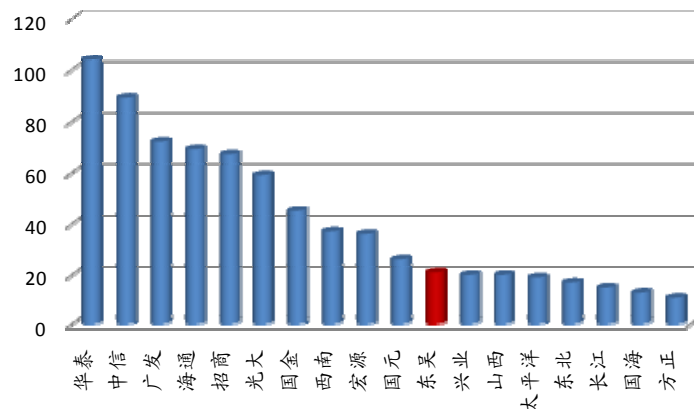
数据来源：国泰君安证券研究

图 14 承销收入的增长得益于股票承销业务的壮大



数据来源：国泰君安证券研究

图 15 目前东吴共拥有保荐人 21 人，国元、兴业大致相仿



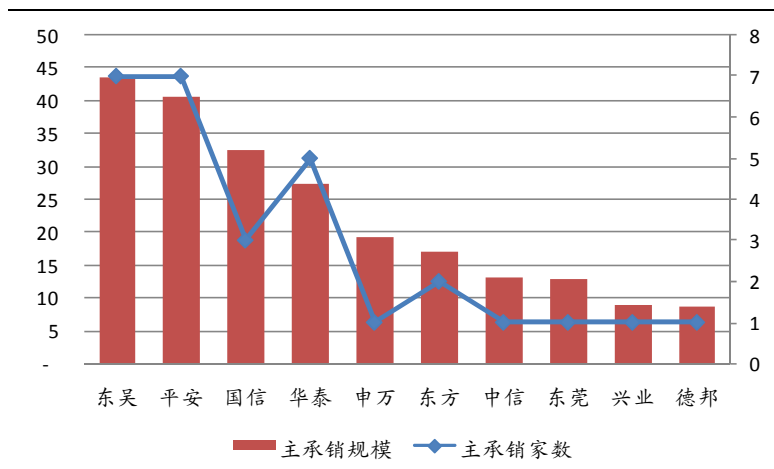
数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究

背靠苏州民营经济、项目资源丰富：东吴证券今年来承销业务的快速增长，究其原因，受益于苏州地区民营经济的发达，特别是中小板、创业板的上市，以下以 IPO 为列说明：

- (1) 苏州企业借助中小板、创业板上市众多：2008 年至今，全国 IPO 项目共 767 个，其中苏州地区 36 家，列深圳、北京、上海之后居第四位；东吴证券主承销 36 家中的 7 家，承销规模 43.60 亿元，承销家数及承销规模均居地区第一名。
- (2) 股东背景、品牌效应等天然优势：东吴证券实际控制人苏州国资委，上市前入股的 34 家股东中又有 24 家民营企业；此外，扎根苏州多年，具备一定的品牌优势也是原因之一；另一优势则在于，东吴证券总部落户于苏州工业园区，对于园区内企业有近水楼台的距离优势。
- (3) 前景无比广阔：苏州高新技术产业开发区、苏州工业园区及昆山高新技术产业开发区，是苏州地区的三大产业园区，园区内高新技术及新兴产业优质企业众多。据统计截止 2011 年中期末，苏州共有民营企业 19.42 万家，项目资源丰富程度不言而喻。

目前中小板、创业板上市企业仍源源不断，此外，新三板扩容方案即将推出，苏州及周边丰富的高新技术企业资源，必将为东吴证券承销、新三板、直投等业务带来源源不断的效益。

图 16 苏州地区承销业务的龙头券商



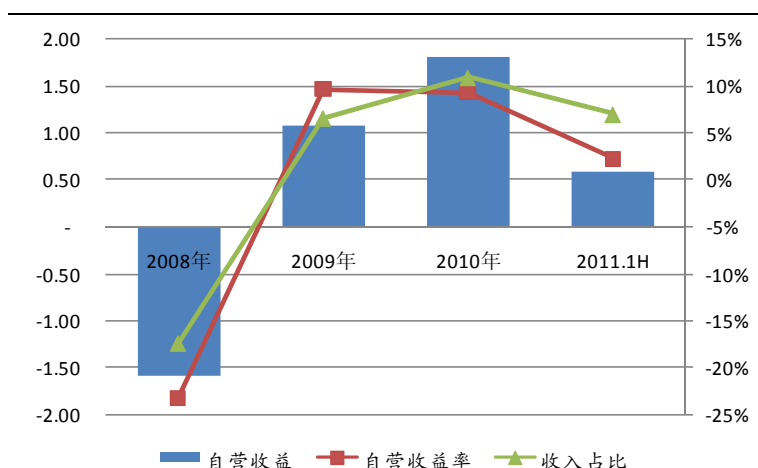
数据来源：证券业协会，国泰君安证券研究

3.4. 自营业务：投资风格较稳健

东吴 2011 年中期末，自营规模为 31.16 亿元、占净资产比例为 73%；其中 93%计入交易性金融资产；主要投资于债券、基金。

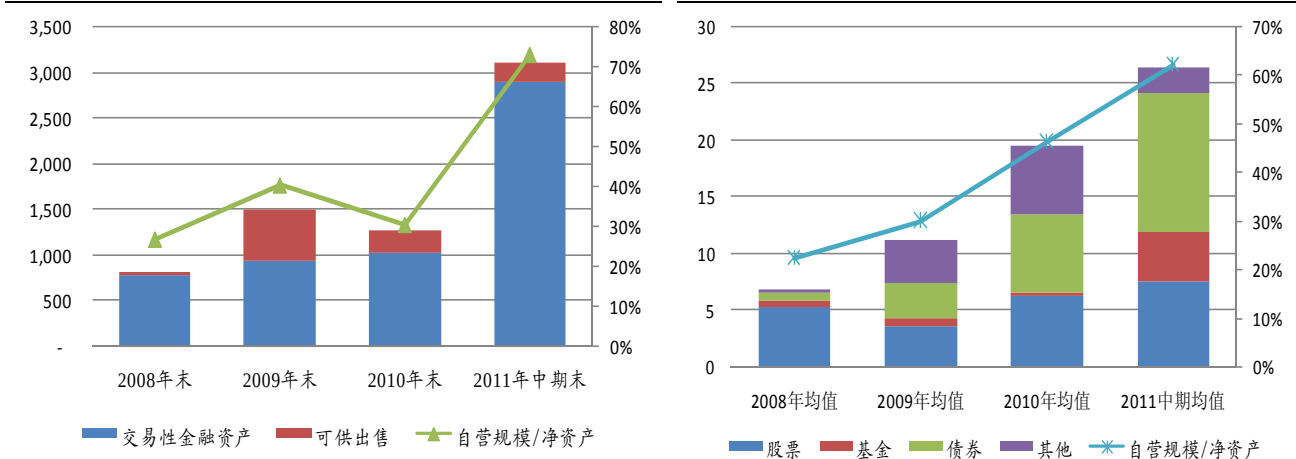
- (1) **自营规模不断增长**，2008 年至今，东吴证券自营规模由 8.14 亿元，增长至 30 余亿元，相对于净资产比例由 20%左右，不断攀升至 70%甚至以上；
- (2) **投资额处上市券商中游水平**，东吴证券自营规模占净资产比例约 60%左右，与其他上市券商相比，大致处中游水平，四家可比券商中，与兴业大致相当，高于东北、国元，低于国海；
- (3) **目前投资主要集中于债券、基金**，2011 年中期末，东吴自营持仓中债券 49%，基金占比 22%，股票持仓 29%。

图 17 自营规模较大，投资能力尚难判断



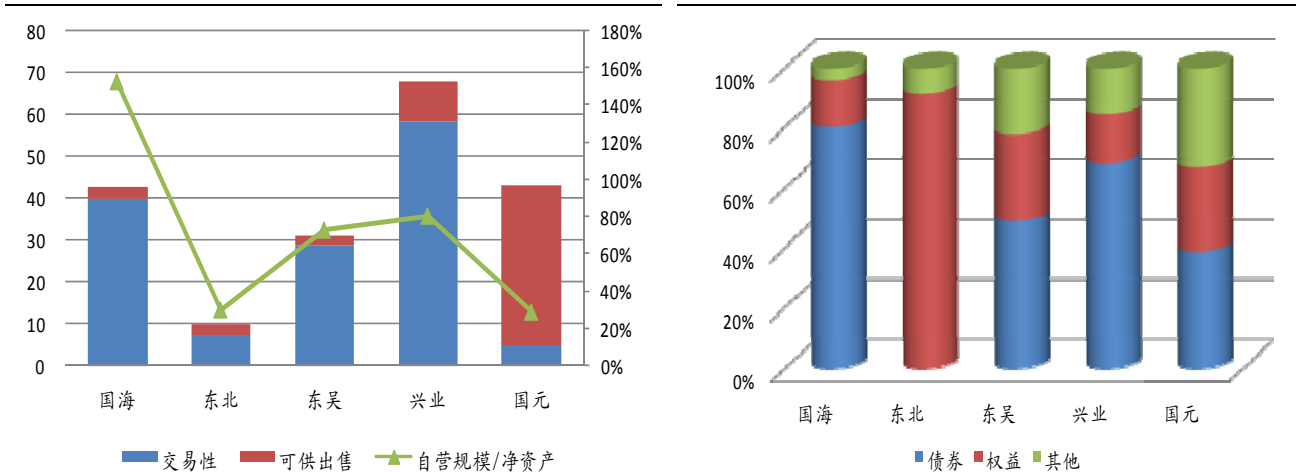
数据来源：公司招股说明书

图 18 自营业务：2010 年增幅较大，2011.1H 表现欠佳



数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 自营规模均值 = 报告期自营证券占用成本累计日积数/报告期天数

图 19 与其他上市券商相比，投资规模、持仓品种均较稳健



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.5. 创新业务：起步较晚，贡献有限

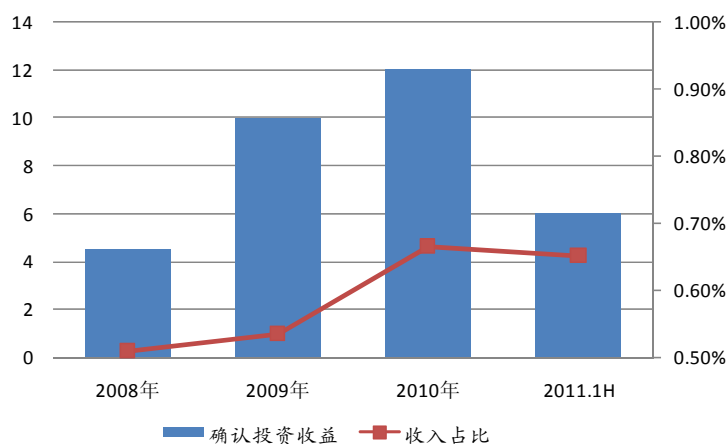
公司目前拥有基金管理、资产管理、股指期货、IB、直投等多项创新业务牌照，融资融券、海外业务尚在申请阶段；起步相对较晚，各项业务规模较小，整体上落后于国元、兴业、东北等上市券商。

3.5.1. 东吴基金

东吴证券旗下基金公司为东吴基金，持股比例 49%，采取权益法核算。

东吴基金成立于 2004 年 9 月，注册资本 1 亿元，管理资产规模 126 亿元，在 62 家基金公司中排名 47，属中小型基金公司，2011 年上半年营业收入 7,734 万元，净利润 1,224 万元，计入东吴证券投资收益约 600 万元，仅占东吴证券营业收入的 0.65%。

图 20 东吴基金贡献投资收益仅占总收入的 0.6% 左右



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

表 7 主要证券公司基金管理业务规模及份额 (2011.1H)

证券公司	控参股的基金公司	权益规模 (亿元)	权益份额
中信	华夏(49%)	1,085	4.65%
广发	广发(48.33%)、易方达(25%)	849	3.64%
招商	博时(49%)、招商(33.3%)	655	2.81%
华泰	友邦华泰(49%)、南方(45%)	619	2.66%
光大	光大保德信(67%)、大成(25%)	405	1.74%
海通	海富通(51%)、富国(27.775%)	375	1.61%
兴业	兴业 (51%) 、 南方 (10%)	294	1.26%
西南	银华 (29%)	212	0.91%
东北	东方 (46%) 、 银华 (21%)	195	0.84%
国元	长盛 (41%)	164	0.70%
国海	国海富兰克林 (51%)	88	0.38%
东吴	东吴 (49%)	62	0.27%

数据来源：国泰君安证券研究

3.5.2. 资管业务

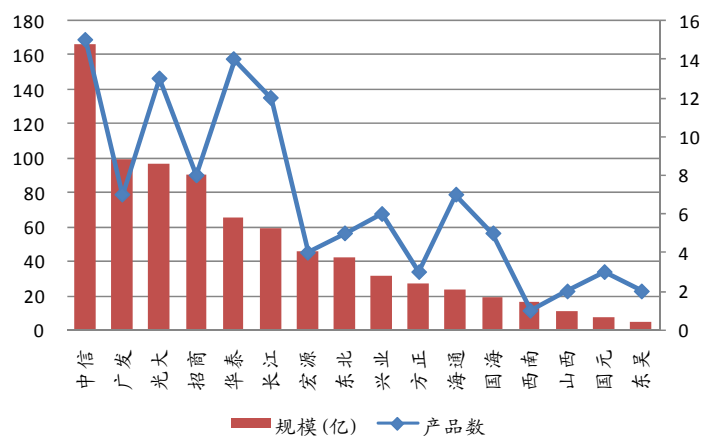
东吴证券 2009 年获得资产管理业务资格。2009 年 12 月，开始运作第一单定向资产管理产品，规模 1000 万元；2010 年正式开展集合资产管理业务，迄今发行东吴财富 1 号、东吴财富 2 号两只产品，截至 2011 年中期末，资产规模 4.49 亿元，在 55 家开展资管业务的券商中排名 47 位。

表 8: 存续期集合理财产品

产品简称	类型	资产净值 (亿元, 201106)	管理费率 %	成立日期	到期日期
东吴财富 1 号	平衡混合	2.87	1.20	2010-2-11	2013-2-10
东吴财富 1 号	偏股混合	1.62	1.20	2010-12-15	2015-12-14

数据来源：公司招股说明书

图 21 东吴证券资管业务规模较小，落后与国元等中小型券商

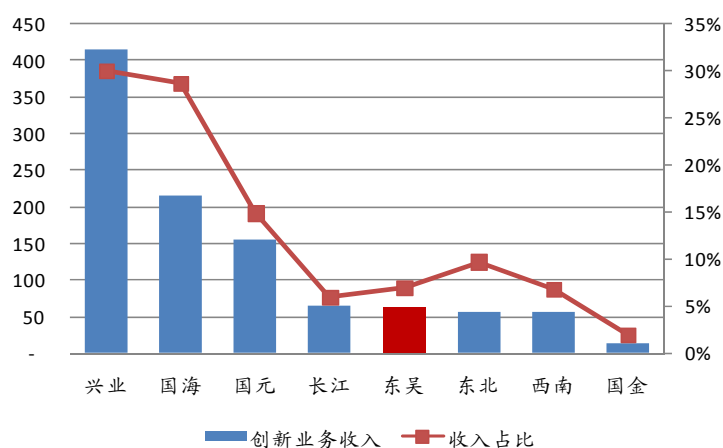


数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

3.5.3. 创新业务：起步晚、规模小

2011 年上半年，东吴证券各项创新业务（包括基金管理、资产管理、期货等）贡献净收入 6,386 万元、收入贡献度 6.93%，收入贡献度低于兴业、国海、国元、东北等可比券商。

图 22 东吴证券与其他上市券商创新业务贡献度比较



数据来源：公司招股说明书、公司公告、国泰君安证券研究

表 9：东吴证券的创新业务尚未全面展开，业绩贡献较少

创新业务	进展情况	对业绩的贡献
基金管理	控股东吴基金 49% 股权，权益基金管理规模 62 亿元。东吴基金 2011 年上半年营业总收入 7,734 万元，净利润 1,224 万元。	2011 中报贡献净收入 600 万元，收入占比 0.65%
资产管理	2009 年获得资产管理业务资格，集合资产管理业务，2010 年正式开展，迄今共发行东吴财富 1 号、东吴财富 2 号两只产品，截至 2011 年中期末，资产规模 4.49 亿元，55 家从事资管业务的券商中排名 47。	2011 中报贡献净收入 301 万元，收入占比 0.33%
金融期货	2007 年收购国民期货，更名东吴期货，同年增资，持股比例达到 74.5%。东吴期货目前注册资本 2 亿元人民币，营业部 12 家，员工 206 人，2010 年营业收入 1.04 亿元，2011 上半年营业收入 0.45 亿元。	2011 中报贡献净收入 4,518 万元，收入占比 4.90%
IB 业务	2010 年 3 月取得 IB 业务资格，截至 2011 年中期末，共 15 家营业部完成了 IB 业务资格验收。2010 年，实现手续费收入 1,109 万元，2011 年上半年，实现手续费收入 167 万元。	2011 中报贡献净收入 167 万元，收入占比 0.18%
直接投资	2009 年 9 月获得直投业务资格；东吴投资 2010 年 1 月成立，已投资	2011 中报贡献净收入 800 万元，收入占

	项目 6 个, 投资成本 7,402 万元。	比 0.87%
新三板	具有代办股份转让主办券商业务资格和报价转让业务资格 背靠苏州高新技术产业开发区、苏州工业园区及昆山高新技术产业开发区三大园区, 高新技术及新兴产业优质企业资源丰富。已成立场外市场总部, 与园区内企业建立紧密联系	

数据来源: 公司招股说明书、国泰君安证券研究

4. 资金募集运用

伴随着传统业务的逐步萎缩以及融资融券、直投等创新业务的快速增长, 证券行业资本密集型的特征将日益凸显。东吴证券 IPO 上市将快速提升公司资本实力, 预计发行完成后公司净资产将增厚 25 亿元左右。

公司对募集资金的投向, 主要用于补充公司资本金, 我们认为, 短期 ROE 将被摊薄, 但有利于提升公司资本实力、扩大业务规模。

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测假设及预测

经纪业务: 假设 2011 年全年股基日均成交额 1900 亿元; 东吴证券市场份额保持平稳增长的态势, 佣金率下滑幅度与行业平均水平相当。

承销业务: 东吴证券近年来承销业务增长显著, 假设其股票承销市场份额保持快速增长, 企业债市场份额稳定。

自营业务: 2011 年证券投资市场环境不佳, 股票自营收入显著减少的概率较大, 但鉴于公司稳健的投资风格及持仓结构, 维持正投资收益率。

表 10: 2011-2013 年主要业务份额及费率假设

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经纪	市场份额 (股基)	0.86%	0.87%	0.89%	0.90%	0.91%
	佣金率	0.154%	0.109%	0.087%	0.074%	0.070%
承销	承销份额					
	股票融资	0.48%	0.39%	0.70%	0.85%	0.86%
	企业债	0.15%	0.00%	0.20%	0.20%	0.20%
	承销费率					
	IPO	5.34%	6.13%	5.00%	5.00%	5.00%
	企业债	1.42%	0.00%	0.08%	0.08%	0.08%
资管	资产管理份额	0.01%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%
	费率	0.12%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
	基金规模(亿元)	34	62	74	82	90
	费率	0.00%	1.43%	1.10%	1.10%	1.10%
息差	保证金余额增速	0%	45%	13%	18%	12%
	保证金利差	1.10%	0.92%	1.02%	1.01%	1.01%
	自有资金增速	2%	11%	65%	59%	12%

	自有资金利息率	1.50%	1.26%	1.36%	1.36%	1.36%
自营	证券/净资产	40%	19%	60%	77%	79%
	自营投资收益率	9.7%	13.2%	1.7%	5.7%	7.7%
新业务	直投/净资产	0.0%	0.6%	1.5%	2.1%	2.7%
	两融余额/净资产	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%

数据来源：国泰君安证券研究

表 11：2011-2013 年费率及税率假设

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
业务及管理费用率	44.5%	52.5%	64.0%	62.0%	60.0%
营业税率	4.8%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
所得税率	24.9%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：国泰君安证券研究

受制于交易水平、市场指数以及佣金率的下滑，东吴证券 2011 年业绩将面临快速下滑压力，我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 3.2 亿元、4.3 亿元以及 5.0 亿元，增速分别达-45%、35%以及 17%，对应每股收益分别为 0.16 元、0.21 元和 0.25 元。

表 12：2011-2013 年东吴证券盈利预测表(百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1,873	1,807	1,429	1,757	1,943
手续费及佣金净收入	1,603	1,451	1,242	1,319	1,338
其中：经纪业务	1,459	794	794	810	826
承销业务	109	248	383	435	429
资管业务	0	7	8	13	16
自营收益	113	185	157	235	264
利息净收入	145	157	28	195	324
其他业务收入	12	14	2	8	17
二、营业支出	888	1,045	1,002	1,179	1,265
营业税金及附加	91	92	73	90	99
业务及管理费	833	949	929	1,089	1,166
三、营业利润	983	753	427	578	678
五、母公司净利润	735	576	317	429	504
EPS(元)	0.37	0.29	0.16	0.21	0.25
BPS(元)	1.86	2.09	3.55	3.66	3.78

数据来源：国泰君安证券研究

5.2. 估值，询价区间 5.4-6.0 元，合理定价 6.4-7.1 元

目前已上市的中小券商已达 10 家之多，而新近 IPO 上市的中小券商也日渐增多，因此，我们分别根据上市中小券商的估值、以及新近上市中小券商发行价对东吴证券的估值和发行价做出讨论。

目前 17 家上市券商 2010 年 PE 平均为 21.5 倍、2011 年对应于 (1900/2600) 预期，平均 PE 42.6 倍，静态 PB 2.4 倍。其中，10 家中小型券商的静态 PE 23.6 倍、PB 2.61 倍，动态 PE 38.8 倍（山西、东北估值过高，予以

剔除)。

按照可比公司的静态估值, 东吴证券二级市场的合理定价应分别在 6.84 元/8.71 元/6.60 元, 平均值 7.38 元。按照分部估值, 东吴证券的合理市值在 120 亿元左右, 对应每股股价 6.05 元。

表 13: 东吴证券分业务估值

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经纪业务					
净收益(亿元)	6	5	3	2	2
PE 倍数	20	20	20	20	20
价值(亿元)	123	96	53	50	49
自营业务					
自营规模(亿元)	15	13	30	40	42
PB 倍数	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05
价值(亿元)	16	13	31	42	44
承销业务					
净收益(亿元)	0	0	1	1	1
PE 倍数	25	25	25	25	25
价值(亿元)	4	12	22	24	24
资产管理					
集合理财规模(亿元)	0	4	7	11	14
基金管理规模(亿元)	34	62	74	82	90
Price/Aum	7%	7%	7%	7%	7%
价值(亿元)	2	5	6	6	7
现金价值(亿元)	23	27	16	19	21
创新溢价	0%	0%	0%	1%	2%
合理价值(亿元)	168	153	128	142	148
每股价值(元)	8.39	7.65	6.40	7.11	7.41

数据来源: 国泰君安证券研究

近期 IPO 上市的券商——兴业证券、山西证券、方正证券, 发行价格对应平均 PE(2010) 约 19.1 倍, 平均 PB(2010) 1.6 倍, 东吴对应首发价格 5.54/5.34 元, 平均值 5.44 元。

综上, 我们判断, 东吴证券的二级市场估值在 6.4-7.1 元, 建议询价区间 5.4-6.0 元。

表 14: 最近 IPO 上市券商发行情况统计

券商	上市时间	发行价	PE (2009)	PB(2009)	PE (2010)	PB(2010)
兴业	2010-10-13	10.0	19.0	2.9		
山西	2010-11-15	7.8	30.3	3.0		
方正	2011-08-10	3.9			19.1	1.6
平均			24.7	2.95	19.1	1.6

数据来源: 国泰君安证券研究

表 15: 中小型上市券商估值水平比较

	EPS(元)		PE		PB	总市值 (亿元)
	2010	2011E	2010	2011		
方正证券	0.20	0.06	28	92	2.36	337
兴业证券	0.36	0.29	31	39	2.94	247
西南证券	0.35	0.17	30	62	2.48	246
山西证券	0.18	0.07	46	117	3.33	197
宏源证券	0.89	0.56	16	25	2.82	207
长江证券	0.54	0.26	16	33	1.78	203
国元证券	0.47	0.30	21	33	1.30	192
国海证券	0.64	0.26	21	52	3.68	98
国金证券	0.44	0.31	27	38	3.66	119
东北证券	0.82	0.16	21	106	3.31	108

数据来源: 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		