



证券研究报告·首次公开发行股票投资价值

立足东吴 逐鹿华夏

投资要点

区域优势突出。

依托经济发达、资本市场发展迅速的江苏省，东吴证券经纪等业务具有良好的客户财富基础，投行业务具备高成长、新技术及新兴产业中小企业源源融资需求。在地缘优势下，东吴证券经多年经营，经纪业务市占率在苏州地区稳居第 1，在江苏地区排名第 2；投行业务自股权分置改革新老划断以来在苏州地区 IPO 主承销家数排名第一。

财务指标下公司规模接近国金证券。

东吴证券净资产、净资本迅速扩张，规模介于国金、东北及山西证券之间；其营收水平介于国金与方正证券之间。

经纪业务稳步提升，投行发展快速，自营稳健。

东吴证券经纪业务排名稳步提升，其部均优势在行业中更为突出。其现有营业部 48 家，29 家分布于江苏省；经纪业务市占率在江苏地区第 2，在苏州地区稳居第 1。在股票交易活跃的江苏省保持领先市占率和较高佣金水平不仅说明了公司经纪业务良好的竞争优势，也实在的为公司具备源源现金流提供了保障。

投行业务发展快速。2008-2010 年，东吴证券投资银行业务年均复合增长率达到 397%，成长快速。截至 2011 年上半年，投资银行业务实现营收 31354 万元，已超 2010 年全年水平。

自营稳健。在自营业务方面，东吴证券以稳健经营为原则，最大限度地规避了市场风险。在 2008-2011 年上半年上证指数下跌 48% 的行情中，公司自营业务同期累计收益率为 13%，表现出良好的投资管理及抗风险能力。

盈利预测及估值

由于 2011 年券商业绩出现大幅波动，用 PE 和 PB 估值可能出现较大误差，我们利用总市值法进行估值。我们选择方正证券和国金证券作为参照。考虑到最近市场情况和其他新股发行，我们建议询价区间为 5.7-6.0 元，建议积极参与东吴证券的网下申购。

预测和比率

	2,009E	2,010E	2,011E	2,012E
主营收入（万）	187283.65	180747.81	154706.18	209855.18
主营收入增长率	112.01%	-3.49%	-14.41%	35.65%
净利润（万）	73495.48	57579.48	36841.14	61223.61
净利润增长率	224.38%	-21.66%	-36.02%	66.18%
ROE	21.78%	14.56%	6.31%	7.92%
EPS（元）	0.49	0.38	0.18	0.31
BVPS	2.48	2.79	3.74	3.99

东吴证券 (601555)

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440510120041

发布日期：2011 年 11 月 29 日

询价区间：5.7-6.0 元

发行数据

发行价格（元）	0.00
发行规模（万股）	0.00
发行后总股本（万股）	0.00
发行方式	网下配售,网上发行
发行日期	2011/12/01
上市日期	
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	
苏州国际发展集团有限公司	42.12%

目录

区域优势突出	1
依托经济发达区域，资本市场发展迅速。	1
区域优势突出	1
公司规模接近国金，营收水平介于国金与方正之间	1
净资产、净资本迅速扩张，规模介于国金、东北及山西证券之间。	1
营收水平介于国金与方正证券之间，但波动大于行业水平。	2
经纪业务稳步提升，投行发展快速，自营稳健。	2
扎根江苏布局全国的区域券商，经纪业务排名稳步提升	2
投行业务发展快速	4
自营稳健，收益率靠前	4
资产管理业务双轮驱动	5
创新业务	6
盈利预测	6
估值	6
风险提示	6

图例

图 1：东吴证券净资本净资产走势	1
图 2：上市券商净资本净资产分布	1
图 3：东吴证券净资本净资产走势	2
图 4：上市券商营业收入净利润分布	2
图 5：东吴证券及部均代理买卖证券净收入排名	3
图 6：东吴证券营业部分布	3
图 7：2011Q1-Q3 上市券商股基权交易市占率对比	3
图 8：2011H1 上市券商佣金率对比	3
图 9：2011H1 上市券商证券承销业务净收入对比	4
图 10：2011 年迄今上市券商募集资金规模对比	4
图 11：2011H1 上市券商自营投资规模对比	5
图 12：2011H1 上市券自营收益率对比	5
图 13：2011H1 上市券商受资管业务净收入	5
图 14：上市券集合理财产品最新净值对比	5

表格

表 1：上市券商经纪业务竞争力系数对比	3
表 2：东吴证券盈利预测	6

区域优势突出

依托经济发达区域，资本市场发展迅速。

公司证券业务依托的江苏省综合经济实力、人均 GDP、人均存款等均居于全国前列，且近 10 年保持快速发展势头；经纪及资管等业务具有良好的客户财富基础。同时，自 2008 年苏州市政府提出将苏州打造成与上海国际金融中心互补的功能性金融中心后，出台了一系列推动本地金融业发展的政策，为区域资本市场快速发展带来了契机。随其发展，苏州地区的上市公司数量快速增长。另一方面，苏州地区充满活力的民营经济、快速发展的高新技术产业和新兴产业，造就了一大批具有高成长性中小企业，支撑苏州资本市场的进一步发展。这都为具备地缘优势的东吴证券提供了源源融资需求，助推投行业务近年来快速发展。

区域优势突出

东吴证券系总部在苏州的唯一一家综合性证券公司，多年经营下已在经纪业务与投资银行业务方面形成了较强的区域优势。截至 2011 年中期，其经纪业务市占率在苏州地区稳居第 1，在江苏地区排名第 2；在苏州拥有 22 家证券营业部，占苏州地区证券营业部总数的 37%；2010 年，在苏州地区代理买卖证券交易金额排名前 10 位的证券营业部占据 7 席。在投资银行业务方面，利用本地优势深耕细作，自股权分置改革新老划断以来在苏州地区 IPO 主承销家数排名第一；同时，结合苏州地区民营经济发达的特点，注重对苏州地区具有高成长性的中小企业进行深入挖掘。

公司规模接近国金，营收水平介于国金与方正之间

净资产、净资本迅速扩张，规模介于国金、东北及山西证券之间。

近年来，公司规模快速增长。2007-2010 年，东吴证券净资产由 16.18 亿元增至 41.87 亿元，年均复合增长率达到 37%，大幅领先于行业的 18%；同期，净资本由 12.14 亿元增至 30.17 亿元，年均复合增长率达到 35%，远超行业 15% 的平均水平。

从净资产、净资本分布来看，2011 年中期东吴证券 43.13 亿元净资产、31.28 亿元净资本规模略高于国金、东北证券，略低于山西证券。

图 1：东吴证券净资产净资本走势

单位：亿元

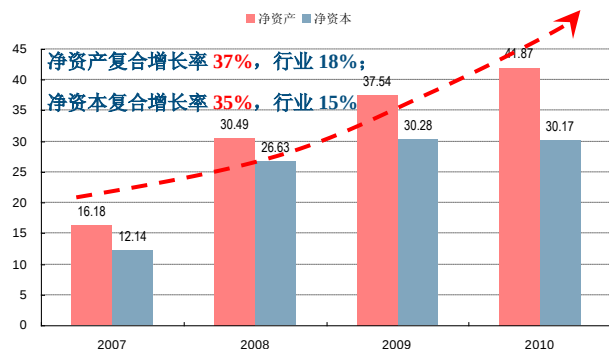
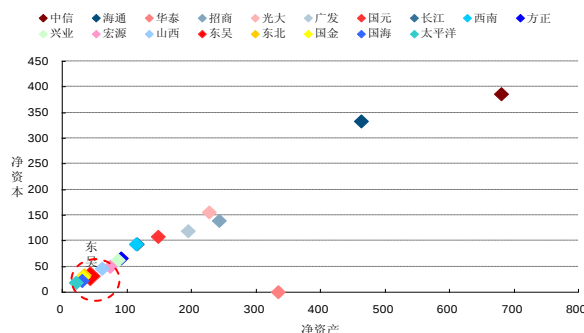


图 2：上市券商净资产净资本分布

单位：亿元



资料来源:wind 中信建投研发部

营收水平介于国金与方正证券之间，但波动大于行业水平。

从营业收入、净利润分布来看，2011 年中期东吴证券 9.22 亿元营业收入、2.27 亿元净利润水平略高于国金证券，略低于方正证券。

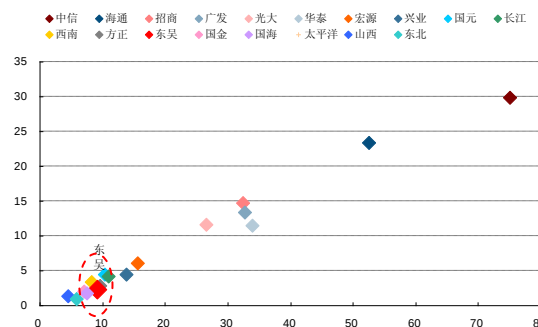
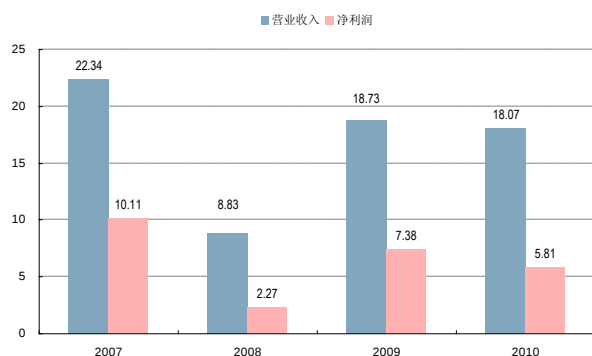
2007-2010 年 4 年间，我国证券市场经历了 2007 年大牛市以来的诸多转变，经营水平波动明显，对券商经营产生较大影响。期间，东吴证券营收水平波动性略大于行业，其营业收入额的变异系数为 0.29，略高于同期行业 0.27 的平均水平；东吴证券净利润额变异系数 0.44，亦高于行业 0.34 的平均水平。

图 3：东吴证券净资产走势

单位：亿元

图 4：上市券商营业收入净利润分布

单位：亿元



资料来源:wind 中信建投研发部

经纪业务稳步提升，投行发展快速，自营稳健。

扎根江苏布局全国的区域券商，经纪业务排名稳步提升

经纪业务排名稳步提升。从经纪业务纵向发展来看，东吴证券 2008-2010 年，代理买卖证券业务净收入行业排名分别为第 30、27 和 24 位，排名稳步提升；其部均优势在行业中更为突出，同期排名分别为第 12、15 和 14 位。

经纪业务贡献占比下滑。经纪业务是公司传统优势业务。2008-2011 年上半年，经纪业务营收贡献比分别为 108%、83%、68%及 51%；利润贡献比达到 183%、88%、78%及 72%。经纪业务占比下滑客观上源于经纪业务佣金率及交易量等因素合力下滑，主观上也来源于公司大力发展其他业务优化营收结构。

经纪业务扎根江苏布局全国。公司现有营业部 48 家，其中 29 家分布于江苏省（2010 年股基权交易总额 8.63 万亿元，居于国内第五）；北京、上海、广东、浙江、辽宁等经济较发达与沿海省及直辖市分别布局营业部 2 家；福建、云南、重庆、湖南、安徽、广西及山东各布局 1 家。在经纪业务方面，公司 2008-2010 年及 2011 年中期经纪业务市场占有率在江苏地区排名第 2，在苏州地区稳居第 1。在经济发达、股票交易活跃的江苏省保持领先市场占有率和较高佣金水平不仅说明了公司经纪业务良好的竞争优势，也实在的为公司具备源源现金流提供了保障。

图 5：东吴证券及部均代理买卖证券净收入排名 单位：%

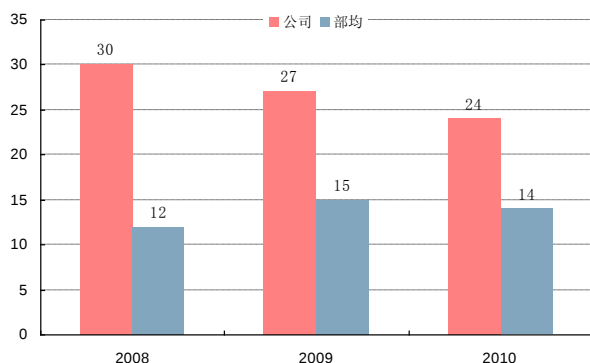
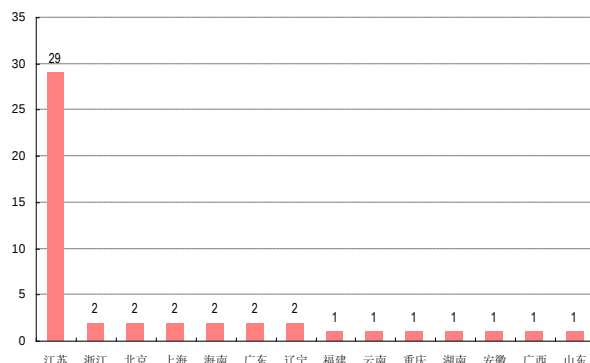


图 6：东吴证券营业部分布 单位：家



资料来源：wind，中信建投研究发展部

经纪业务竞争力介于国金及东北证券之间，在区域券商中较优。横向来看，截至 2011 年 3 季度东吴证券股基权交易市占率 0.92%，居于上市券商第 12 位，介于国元证券与西南证券之间，好于净资产规模接近的国金、东北与山西证券以及营收水平接近的国金证券；佣金率水平上，东吴证券介于国金证券及海通证券之间，在区域性券商中处于较低水平，且由于地处佣金竞争较为激烈的江苏省，后续降佣空间有限，降佣带来利润下滑风险小于同类券商。

图 7：2011Q1-Q3 上市券商股基权交易市占率对比 单位：%

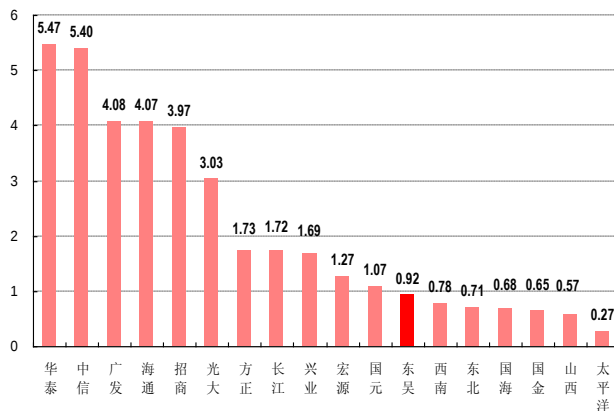
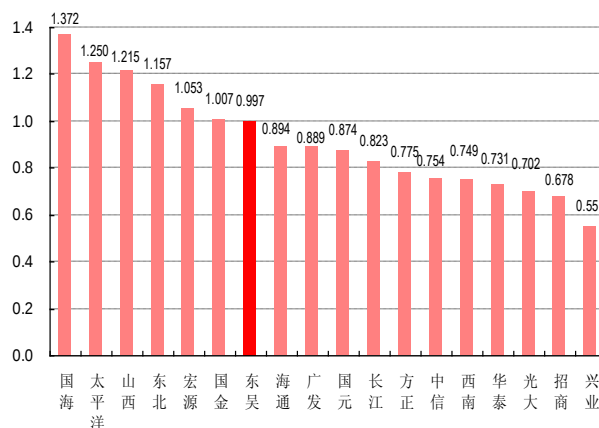


图 8：2011H1 上市券商佣金率对比 单位：‰



资料来源：wind，中信建投研究发展部

按照决定经纪业务营收的两个重要因素佣金率及股基权占比测算的经纪业务竞争力系数显示，东吴证券经纪业务竞争力介于国金证券与东北证券之间。

表 1：上市券商经纪业务竞争力系数对比

券商名称	佣金率 (%)	股基权占比 (%)	经纪业务竞争力系数
中信	0.754	5.40	4.07
华泰	0.731	5.47	4.00
海通	0.894	4.07	3.64
广发	0.889	4.08	3.62
招商	0.678	3.97	2.69

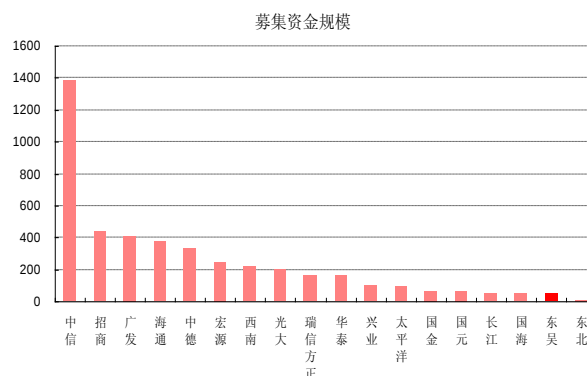
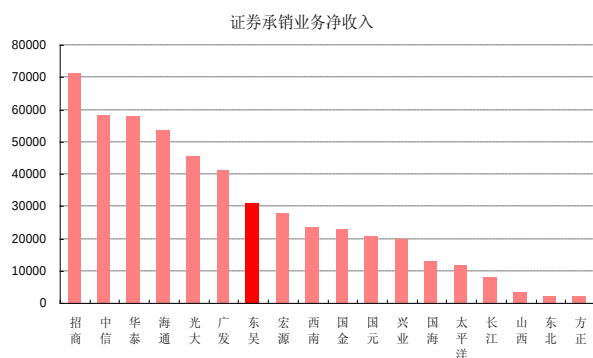
光大	0.702	3.03	2.13
长江	0.823	1.72	1.41
宏源	1.053	1.27	1.34
方正	0.775	1.73	1.34
国元	0.874	1.07	0.94
兴业	0.551	1.69	0.93
国海	1.372	0.68	0.93
国金	1.007	0.92	0.93
东吴	0.997	0.92	0.92
东北	1.157	0.71	0.82
山西	1.215	0.57	0.69
西南	0.749	0.78	0.58
太平洋	1.250	0.27	0.34

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

投行业务发展快速

快速发展的投行。2008-2010 年，东吴证券投资银行业务分别实现营业收入 1037 万元、11466 万元和 25671 万元，年均复合增长率达到 397%，成长快速。同期，公司承销与保荐、并购重组等财务顾问业务的净收入分列行业第 54 位、30 位和 26 位，排名大幅稳步提升。截至 2011 年上半年，投资银行业务实现营收 31354 万元，已超 2010 年全年水平。

图 9：2011H1 上市券商证券承销业务净收入对比 单位:万元 图 10：2011 年迄今上市券商募集资金规模对比 单位：亿元



资料来源：wind，中信建投研究发展部

投行目前规模在上市券商中仅好于东北证券。2011 年至今，公司主承销项目达 6 单；其中股权融资 5 单、债权融资 1 单；总募集资金 46.81 亿元，承销及保荐费用 3.1 亿元，均居于上市券商第 17 位，规模较国金证券低 24%，但好于东北证券。

自营稳健，收益率靠前

自营稳健。在自营业务方面，东吴证券以稳健经营为原则，最大限度地规避了市场风险。在 2008-2011 年上半年上证指数下跌 48% 的行情中，公司自营业务同期累计收益率为 13%，表现出良好的投资管理及抗风险能力。

图 11: 2011H1 上市券商自营投资规模对比

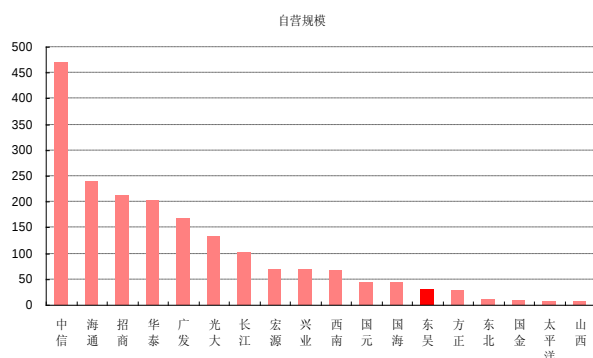
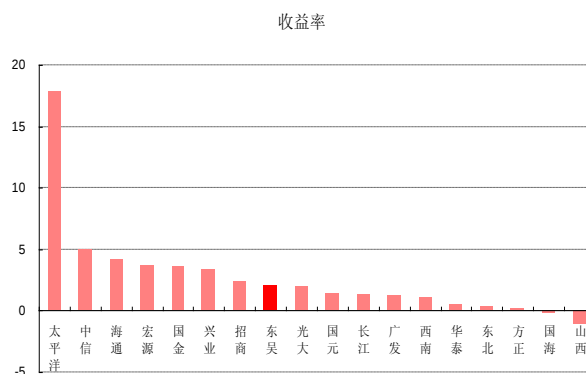


图 12: 2011H1 上市券自营收益率对比

单位: %



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

规模居后, 收益率靠前。公司自营业务收益规模从 2008 年行业第 66 位上升至 2010 年第 35 位, 呈现稳健增长的态势。受制于上市前净资本规模以及公司处于把控风险考虑, 按照交易性金融资产以及可供出售金融资产计算, 公司自营规模 31 亿元, 居与上市券商第 15 位, 略高于方正、东北及国金证券; 但从收益水平来看, 今年上半年, 考虑到公允价值变动及剔除对联营企业投资收益, 东吴证券自营收益率为 2.06%, 居与上市券商第 8 位, 相对靠前。

资产管理业务双轮驱动

券商集合理财产品起步较晚, 规模有待发展。公司于 2009 年底取得资管业务资格, 起步较晚, 规模有待发展。截至 2011 年 11 月 25 日, 旗下两只集合理财产品东吴财富 1 号、东吴财富 2 号最新资产净值 3.94 亿元。居于上市券商第 18 位; 最新单位份额净值亦居于第 18 位。2011 年上半年, 公司受托资产管理业务净收入 301 万元, 居于上市券商第 16 位。

东吴基金收益率行业居前。东吴证券持有东吴基金 49% 股权。2010 年度, 东吴基金营业收入位于行业第 46 位, 旗下所管理的基金产品收益率排名行业第 2 位, 具有较强的市场竞争力。2011 年上半年, 东吴基金营业收入 7734 万元, 净利润 1224 万元。

图 13: 2011H1 上市券商受资管业务净收入 单位: 万元

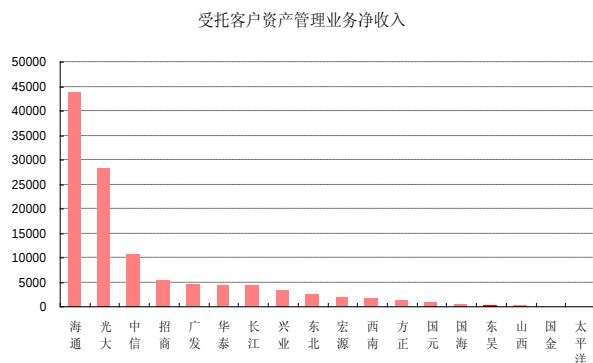
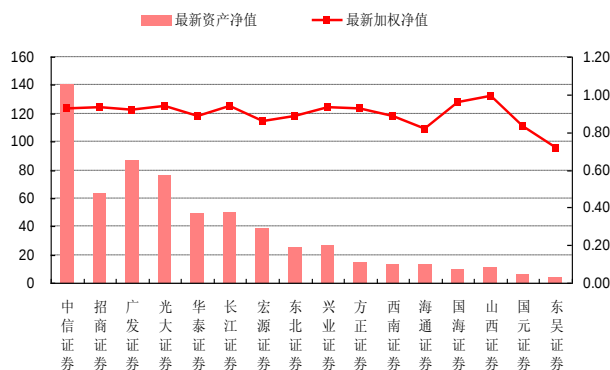


图 14: 上市券集合理财产品最新净值对比 单位: 亿元



资料来源: wind, 中信建投研究发展部



创新业务

直投业务平台已建。东吴证券持有直投平台东吴投资 100% 股权，东吴投资是使用自有资金对境内企业进行股权投资及财务咨询服务的全资直投子公司。2010 年以来，东吴投资完成投资项目 3 个，合计投资 3552 万元；2011 年上半年新投资项目 3 单，合计投资 3850 万元；同期实现营业收入 800 万元，净利润 311.8 万元。

东吴期货规模及盈利水平处于行业中上游。东吴证券持有东吴期货 74.5% 股权，为其控股股东。2010 年，东吴期货实现营收 1.04 亿元，净利润 1860 万元；2011 年上半年实现营收 4518 万元，净利润 605 万元。吴期货业务规模及盈利水平在行业排名中位于中上游水平。2011 年，东吴期货分类评价结果为 B 类 BB 级，排名在行业前三分之一左右。

融资融券静待放闸。东吴证券于 2006 年开始跟踪研究融资融券，已经具备开展融资融券业务的硬件需求，公司已完成了融资融券业务的申报，静待融资融券放闸。

盈利预测

表 2: 东吴证券盈利预测

	2,009E	2,010E	2,011E	2,012E
主营收入（万）	187283.65	180747.81	154706.18	209855.18
主营收入增长率	112.01%	-3.49%	-14.41%	35.65%
净利润（万）	73495.48	57579.48	36841.14	61223.61
净利润增长率	224.38%	-21.66%	-36.02%	66.18%
ROE	21.78%	14.56%	6.31%	7.92%
EPS（元）	0.49	0.38	0.18	0.31
BVPS	2.48	2.79	3.74	3.99

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

估值

由于 2011 年券商业绩出现大幅波动，用 PE 和 PB 估值可能出现较大误差，我们利用总市值法进行估值：

◆ 我们选择方正证券和国金证券作为参照：

（1）方正证券：经纪业务市占率 1.73%，而东吴为 0.92%，目前方正总市值为 335 亿元，按照可比关系，则东吴的市值应该为 178 亿元；

（2）国金证券，经纪业务市占率 0.65%，而东吴为 0.92%，目前国金总市值为 118 亿元，按照可比关系，则东吴的市值应该为 167 亿元；

我们取均值 172 亿元，则按照东吴证券发行后的总股本（20 亿股），我们认为东吴证券上市后的合理价（按照目前的券商估值水平）应为 8.5 元左右。

◆ 询价区间：

如果按照方正发行时的 29% 的发行折价，则发行价为 6.13 元；如果按照方正发行后的 PB 水平，则东吴发行价应该为 6 元。考虑到最近市场情况和其他新股发行，我们建议询价区间为 5.7-6.0 元。我们建议积极参与东吴证券的网下申购。

风险提示

交易量持续大幅下滑；佣金率管制放松。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业首席分析师，金融地产组组长。11 年经济工作经验，4 年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁也等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

报告贡献人

曾羽 010-85156333 zengyu@csc.com.cn

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010