

东吴证券(601555)

公司研究/新股定价报告

背靠富庶苏州，明确成长方向

——东吴证券(601555)新股价值分析报告

民生精品---新股定价报告/东吴证券

2011年12月3日

报告摘要:

● 分享苏州发展红利

公司总部所在地苏州同时也是公司证券经纪业务和投资银行业务收入的主要来源地，良好的区位优势为公司经纪业务和投行业务提供了丰富资源。经纪业务方面，公司在苏州的市场份额位列第一，截至2011年6月30日，苏州地区共有证券营业部60家，其中22家为东吴证券所有，占公司营业部总数的46%。投行业务方面，公司在苏州地区IPO主承销家数排名第一，2009-2011年上半年公司完成股票IPO主承销项目中近60%来自苏州。

● 经纪业务核心地位不改

经纪业务是公司盈利主体，2011年上半年，经纪业务收入占比51%，利润贡献占比72%。同时，佣金率高于行业平均，降幅亦小于行业。未来公司经纪业务核心地位不变，并将以轻型营业部为主实现网点倍增。

● 投行业务储备丰富，资源挖掘持续进行

公司投行业务发展迅速，收入排名从2008年第54位提至2010年第26位。目前拥有储备项目约60家，计划2011年12月至2012年上半年间完成项目20个。公司计划未来深入苏州乡镇一级继续挖掘项目资源，并充分利用高新技术园区实现业务持续增长。

● 自营业务运行稳健，资管新品发行在即

公司自营业务从2009年开始大幅调整投资结构，债券比重持续增加，投资风格日趋稳健，投资收益不断提升。投资收益的行业排名由2008年第66位提升至2010年第35位。截至2011年11月25日，自营业务仍保持正收益。资管业务将在现有两款产品基础上，将于2012年继续推出4款产品，最早一只产品将于明年2月发行。

● 盈利预测与投资建议

根据预测，公司2012年每股收益为0.27元，每股净资产为3.66元，根据上市券商平均PE和PB水平，按照20X-24X PE，给出合理价格区间5.40元-6.48元，对应PB1.48X-1.77X。

合理价格：5.40-6.48元

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	1500
首次发行(百万股)	500
发行后总股本(百万股)	2000
大股东持股比例%	38.82
发行占总股本比例%	25.00

财务数据(2011-06-30)

股东权益(亿元)	41.13
每股净资产(元)	2.84
净资产收益率%	5.30
净利润(亿元)	2.27
基本每股收益(元)	0.15

分析师

分析师：李锋
执业证书编号：S0100511010001

联系人：李少君
电话：(8610)85127819
Email：lishaojun@mszq.com

联系人：张丽
电话：(8610)85127819
Email：zhangli_yjs@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,807	1,592	1,942	2,201
增长率(%)	-3.5	-11.9	22.0	13.3
净利润(百万元)	581	372	531	636
增长率(%)	-21.3	-35.9	42.6	19.9
每股收益(元)	0.38	0.25	0.27	0.32

资料来源：民生证券研究所

目 录

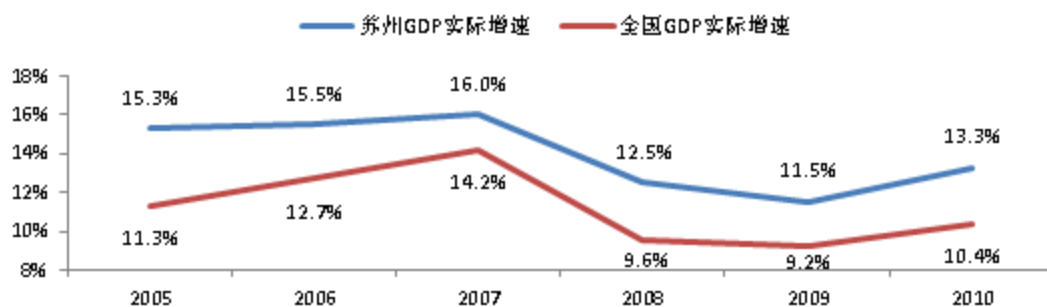
一、乘风苏州发展，业务收入快增	3
二、继续坚持经纪业务核心地位	5
三、投行业务储备丰富，深入乡镇挖掘资源	5
四、自营风格以稳健称，资管新品发行在即	6
五、合理估值	7
插图目录	9
表格目录	9

一、乘风苏州发展，业务收入快增

(一) 苏州地区经济实力与证券业务同步快增

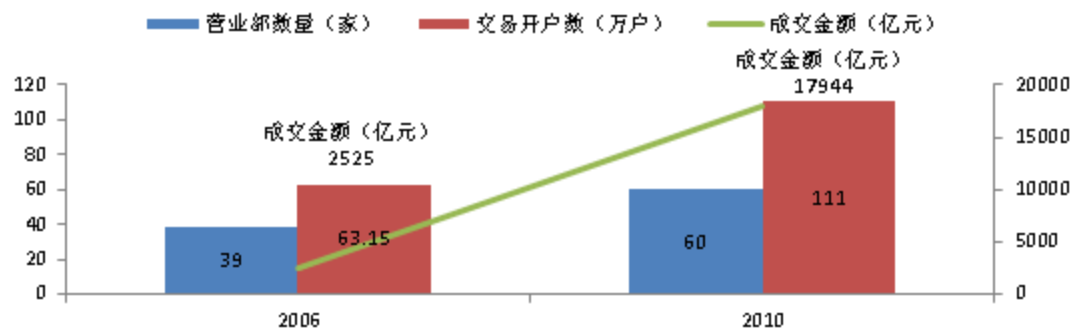
公司总部所在地苏州是公司证券经纪业务和投资银行业务收入的主要来源地，苏州自身经济金融的快速发展为公司提供了良好的市场环境：整体经济实力不断提升，GDP 保持较高增速；同时，证券业务也增长迅速，2006-2010 年期间，营业部数量增加 54%、证券交易客户数增加 76%、股票基金权证成交金额增长近 6 倍。

图 1：苏州 GDP 增速持续多年高于全国水平



资料来源：苏州统计局，民生证券研究所

图 2：苏州地区证券业务增长迅速



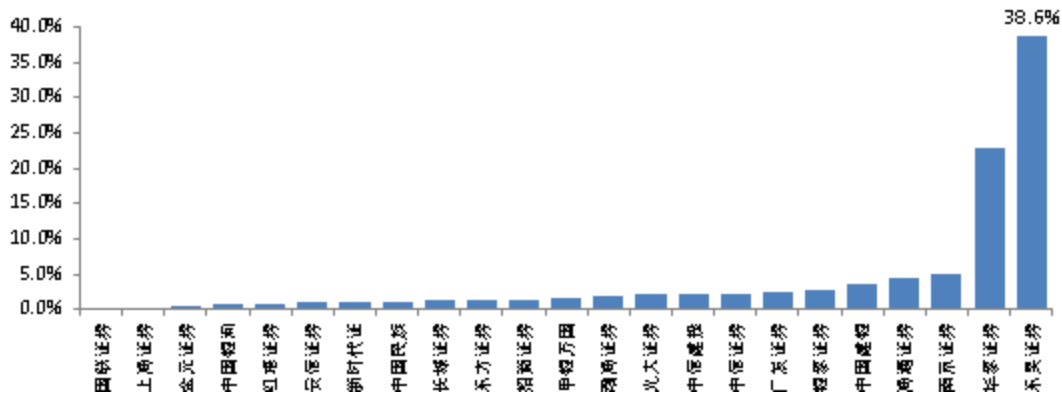
资料来源：苏州统计局，民生证券研究所

(二) 区位优势提供丰富业务资源

公司的区位优势为经纪业务和投行业务提供了丰富资源和有力支撑。

第一、经纪业务方面，以股基权证交易额计，公司在苏州的市场份额位列第一。截至 2011 年 6 月 30 日，苏州地区共有证券营业部 60 家，其中 22 家为东吴证券所有，占公司营业部总数的 46%。

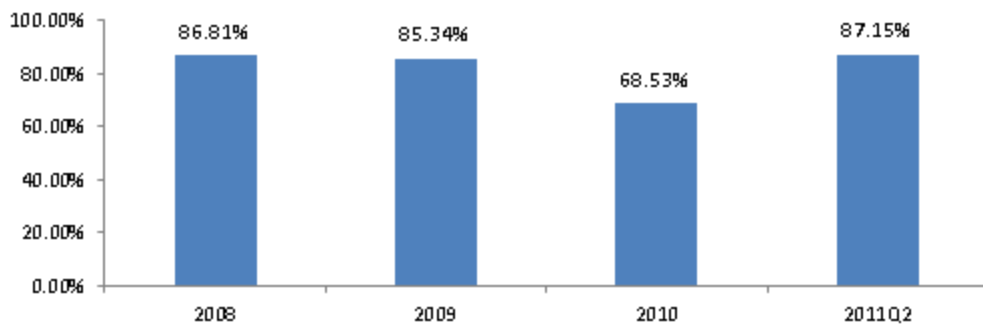
图 3: 东吴证券苏州地区经纪业务市场份额位列第一¹



资料来源: wind, 民生证券研究所

同时，以利润贡献计，公司前十大证券营业部均位于苏州地区，2008-2011 年上半年前十大营业部利润贡献占比持续超过 68%。

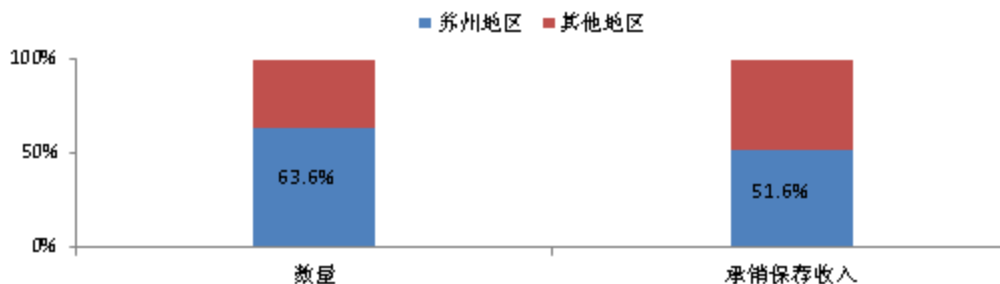
图 4: 公司前十大营业部均在苏州, 利润贡献占比超过 68%



资料来源：公司公告，民生证券研究所

第二，投行业务方面，招股意向书披露，自从股权分置改革以来，公司在苏州地区 IPO 主承销家数排名第一，2009-2011 年上半年公司完成的位于苏州地区的 IPO 主承销项目包括：康力电梯、胜利精密、新宁物流、蓝丰生化、科斯伍德、电科院、飞力达，数量占比超过 60%，承销收入占比超过 50%。

图 5: 2009-2011 年上半年, 公司 IPO 主承销项目中苏州地区项目数量、收入占比均超 50%



资料来源：公司公告，民生证券研究所

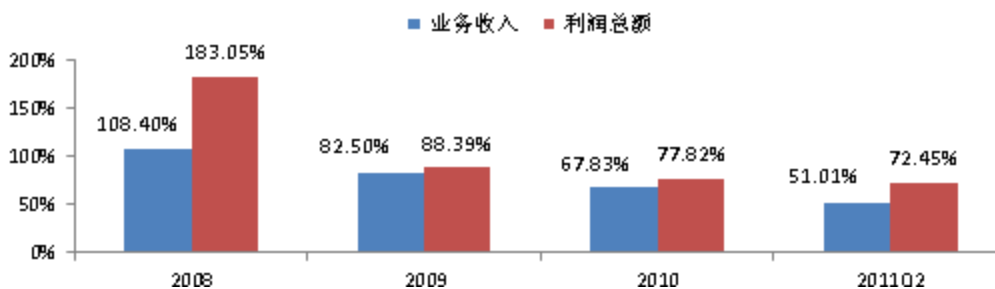
¹ 此市场份额为根据 wind 统计 2011 年 1-2 月累计数据计算

二、继续坚持经纪业务核心地位

(一) 经纪业务为公司盈收主体

从历史经营情况来看, 与同业结构一致, 公司经纪业务收入、利润贡献占比居各项业务之首, 2008、2009 年经纪业务收入比重达 80% 以上, 2010 至今由于投行业务发展较快, 经纪业务占比有所下降, 但仍然超过 50%。

图 6: 公司经纪业务收入占比超过 50%、利润占比超过 70%

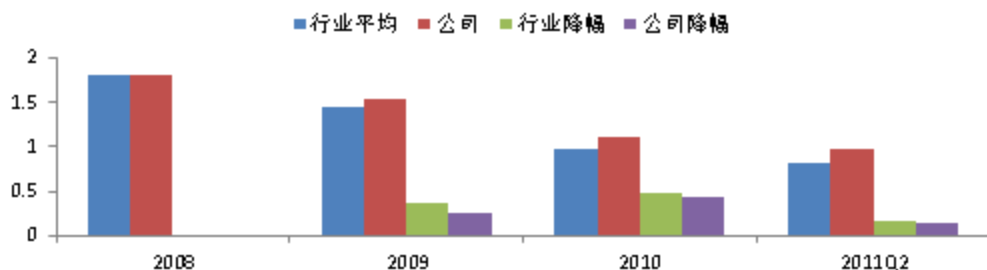


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(二) 佣金率高于行业, 降幅低于行业

根据招股意向书披露, 公司 2008-2011 年上半年平均佣金率高于行业平均水平, 并且在佣金率持续下滑过程中, 降幅始终小于行业。

图 7: 公司佣金率高于行业, 降幅低于行业



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(三) 计划网点倍增, 保持核心地位

对于未来, 公司管理层表示, 经纪业务核心地位仍然不变, 并提出以轻型营业部形式为主的网点倍增计划: 第一、占领苏州乡镇市场; 第二、布局省内其余 5 市; 第三、覆盖长三角地区。

三、投行业务储备丰富, 深入乡镇挖掘资源

公司投行业务近年发展迅速, 2008-2010 年业务收入复合增长率达到 397.47%, 净收入排名从第 54 位提升至第 26 位, 2011 年继续快速发展, 上半年业务收入超过 2010 年全年。公司管理层表示: 目前, 公司投行业务拥有储备项目 60 余家, 其中三分之一为创业板项目; 计划 2011 年 12 月至 2012 年上半年之间完成 20 家项目, 其中包括 3 家再融资、4 家债券项

目。同时，公司投行业务人员稳定性良好，预计储备项目将得到良好保留。

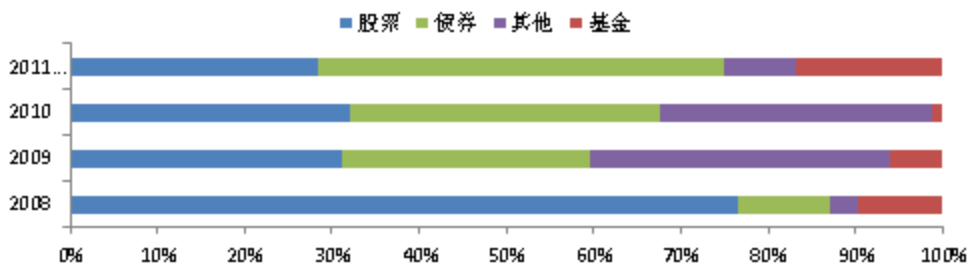
基于苏州地区民营企业发达现状，公司计划未来深入乡镇一级发掘项目资源，依托苏州高新技术园区实现投行业务的继续增长。

四、自营风格以稳健称，资管新品发行在即

（一）自营风格趋于稳健，投资收益显著提升

公司自营业务资产配置在 2008 年仍以股票投资为主，投资规模占比达到 76.5%，从 2009 年开始做出大幅调整，债券投资所占比重持续增加，投资风格日趋稳健。截至 2011 年上半年，债券投资规模占比增至 46.6%，基金投资比重达到 16.8%，较以往有较大提升，股票投资占比 28.3%。

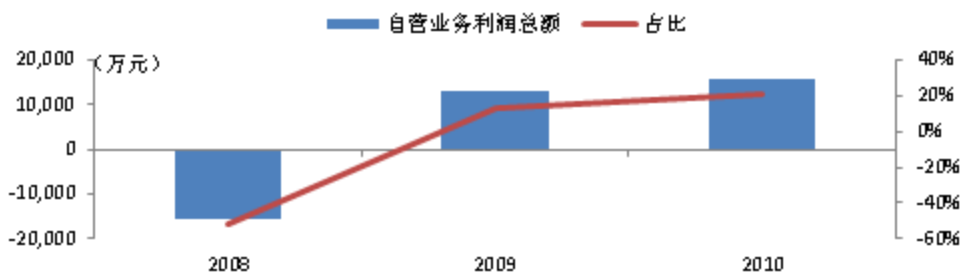
图 8：2009 年开始债券投资比重持续提升，投资风格趋于稳健



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司自营业务投资收益不断提升，根据招股意向书披露，2008、2009、2010 年公司自营业务收益分别排名第 66 位、49 位、35 位。同时，自营业务利润及其占比也持续增长。管理层表示，截至 2011 年 11 月 25 日公司自营业务仍然保持正收益。

图 9：2008-2010 年，自营业务利润及占比持续增长



资料来源：公司公告，民生证券研究所

（二）资产管理业务新产品发行已在计划中

公司从 2009 年开始经营资产管理业务，截至当前，已经发行东吴财富 1 号、东吴财富 2 号两款理财产品，均属于中高风险等级，前者为混合型，后者为 FOF 型。

管理层表示，下一款理财产品东吴财富 3 号已于 10 月底获批，发行时点选择在 2012 年 2 月。此外，还有 3 款理财产品将于 2012 年发行，其中至少一款为债券型产品。

五、合理估值

根据预测, 公司 2012 年每股收益为 0.27 元, 每股净资产为 3.66 元, 根据上市券商平均 PE 和 PB 水平, 按照 20X-24X PE, 给出合理价格区间 5.40 元-6.48 元, 对应 PB1.48X-1.77X。

表 1: 上市券商盈利预测与估值水平

单位: 元	EPS (11E)	EPS (12E)	BVPS (11E)	BVPS (12E)	PE-12E	PB-12E
宏源证券	0.70	0.83	5.39	5.90	16.39	2.30
东北证券	0.32	0.53	5.46	6.01	28.38	2.52
国元证券	0.39	0.49	7.75	8.22	18.93	1.14
广发证券	0.89	1.11	9.82	10.56	24.24	2.54
长江证券	0.29	0.43	5.02	5.35	18.47	1.48
山西证券	0.15	0.20	2.20	2.40	39.89	3.25
中信证券	0.59	0.63	7.33	7.55	17.32	1.45
国金证券	0.42	0.48	3.40	3.89	23.30	2.89
西南证券	0.28	0.35	5.31	5.56	24.56	1.56
海通证券	0.45	0.53	5.89	6.33	15.49	1.30
招商证券	0.61	0.73	5.48	5.96	15.49	1.89
太平洋	0.10	0.11	1.42	1.49	67.07	4.88
兴业证券	0.39	0.45	4.09	4.48	23.11	2.34
华泰证券	0.47	0.56	6.10	6.48	16.08	1.39
光大证券	0.58	0.70	6.81	7.37	15.95	1.52
方正证券	0.14	0.18	2.43	2.57	28.84	2.00
平均 ¹					20.47	1.88

¹ 剔除了山西证券、太平洋

公司财务报表数据预测汇总

表 2: 公司财务报表数据预测

人民币百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	人民币百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债表					利润表				
货币资金	16,090	13,033	15,118	16,479	营业收入	1,807	1,592	1,942	2,201
结算备付金	843	1,004	1,214	1,348	手续费及佣金净收入	1,451	1,350	1,538	1,738
交易性金融资产	1,026	2,872	3,389	3,795	其中: 代理买卖证券 业务净收入	1,167	877	923	1,043
应收利息	11	37	68	123	证券承销业务净收入	248	467	609	688
存出保证金	895	922	1,088	1,219	受托客户资产管理业 务净收入	7	5	6	7
可供出售金融资产	255	254	300	335	利息净收入	157	101	117	132
持有至到期投资	110	110	120	130	投资净收益	209	135	284	324
长期股权投资	114	120	130	140	其他业务收入	2	6	2	6
固定资产	298	330	350	380	营业支出	1,045	1,098	1,261	1,364
其他资产	123	705	323	140	营业税金及附加	92	93	105	112
资产总计	19,885	19,386	22,100	24,089	管理费用	949	1,004	1,154	1,251
卖出回购金融资产款	362	364	404	433	营业利润	763	494	681	836
代理买卖证券款	14,765	12,151	14,059	15,886	加: 营业外收入	3	3	9	3
应付职工薪酬	324	469	507	562	减: 营业外支出	14	14	1	14
其他负债	93	90	92	138	利润总额	753	483	689	826
负债合计	15,639	13,692	15,061	17,019	减: 所得税	172	111	159	190
股本	1,500	2,000	2,000	2,000	净利润	581	372	531	636
资本公积金	1,619	3,415	3,517	3,587	减: 少数股东损益	5	3	4	4
盈余公积金	80	155	261	388	归属于母公司所有者 的净利润	576	370	527	632
未分配利润	582	880	1,304	1,813	每股指标 (元)				
一般风险准备	406	495	570	632	基本每股收益	0.38	0.25	0.27	0.32
少数股东权益	59	89	94	102	稀释每股收益	0.38	0.25	0.27	0.32
所有者权益合计	4,246	6,944	7,319	7,978	每股净资产	2.88	3.47	3.66	3.99
主要财务比率 (%)									
营业收入增长率	-3.5	-11.9	22.0	13.3	总资产增长率	3.8	-2.5	14.0	9.0
净利润增长率	-21.3	-35.9	42.6	19.9	净资产增长率	13.1	63.6	5.4	9.0

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 苏州 GDP 增速持续多年高于全国水平	3
图 2: 苏州地区证券业务增长迅速	3
图 3: 东吴证券苏州地区经纪业务市场份额位列第一	4
图 4: 公司前十大营业部均在苏州, 利润贡献占比超过 68%	4
图 5: 2009-2011 年上半年, 公司 IPO 主承销项目中苏州地区项目数量、收入占比均超 50%	4
图 6: 公司经纪业务收入占比超过 50%、利润占比超过 70%	5
图 7: 公司佣金率高于行业, 降幅低于行业	5
图 8: 2009 年开始债券投资比重持续提升, 投资风格趋于稳健	6
图 9: 2008-2010 年, 自营业务利润及占比持续增长	6

表格目录

表 1: 上市券商盈利预测与估值水平	7
表 2: 公司财务报表数据预测	8

分析师简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深300指数下跌10以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5~5之间
	回避	相对沪深300指数下跌5以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。