

东吴证券(601555)新股定价报告

——区域优势明显

金融/资本市场

定价区间
5.90—6.50 元

发布时间：2011 年 12 月 9 日

投资要点：

- 从资本实力、盈利规模和业务规模而言，东吴证券排在行业 30—40 名左右。
- 与已上市券商相比，东吴证券盈利能力及资产规模处于西南证券和国金证券之间。
- 东吴证券牢牢把握区域经济发达及资本市场快速发展带来的契机，对各项业务进行了针对性布局。经过多年的发展，公司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。在经纪业务方面，公司最近三年及一期经纪业务市场占有率在江苏地区排名第二，在苏州地区稳居第一。
- 根据中国证券业协会公布的数据，2008 年、2009 年及 2010 年，公司代理买卖证券业务净收入分别位列行业第 30 位、27 位和 24 位，排名稳步提升；公司部均代理买卖证券业务净收入分别位列行业第 12 位、15 位和 14 位，稳定保持在较高水平。
- 东吴证券的综合竞争力略好于国金证券，与已上市券商相比，东吴证券盈利能力及资产规模与国金证券类似。目前国金证券的市值规模为 118.1 亿元左右，东吴证券上市后，应该略高于这一规模，按发行后 20 亿总股本计算，合理价格区间为 5.90—6.50 元。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	180,748		57,579.5		0.29			
2011E	189,721	5.0%	49,091.2	-14.7%	0.25			
2012E	207,544	9.4%	67,447.0	37.4%	0.34			
2013E	226,789	9.3%	85,746.1	27.1%	0.43			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	150,000
发行数量 (万股)	50,000
发行价格 (元)	6.50
发行前 EPS (元)	0.38
发行后 EPS (元)	0.29
发行前每股净资产 (元)	2.87
发行日期	2011-12-2
上市日期	2011-12-12
主承销商	中信证券

分析师: 赵新安
执业证书编号: S0550511020009
TEL: (8621)6337 7000-258
FAX: (8621)6337 3209
Email: zhaoxa@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、综合竞争力强

从资本实力、盈利规模和业务规模而言，东吴证券排在行业30—40名左右。

表1、各项指标同行业排名

		2008 年	2009 年	2010 年
盈利规模	营业收入	37	34	30
	净利润	42	36	32
资产规模	净资产	30	30	31
	净资本	28	27	
	总资产	43		35
业务规模	经纪业务	30	27	24
	承销业务	54	30	26
	自营业务	66	49	35

资料来源：公司公告、东北证券

表2、2010年上市券商综合指标对比单位：万元

	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本
宏源证券	330,472	130,638	2,683,410	729,880	507,070
长江证券	319,922	128,299	3,577,264	952,860	748,850
兴业证券	273,751	92,290	3,053,745	874,680	653,553
西南证券	193,647	80,528	2,277,808	1,112,331	912,126
东吴证券	180,748	58,054	1,988,471	424,555	301,445
山西证券	149,580	43,903	1,763,450	653,338	480,239
国金证券	164,456	43,835	1,103,018	302,287	277,946

资料来源：公司公告、东北证券

表3、东吴证券与其它上市券商对比

	东吴/兴业	东吴/宏源	东吴/长江	东吴/西南	东吴/山西	东吴/国金
营业收入	66.0%	54.7%	56.5%	93.3%	120.8%	109.9%
净利润	62.9%	44.4%	45.2%	72.1%	132.2%	132.4%
总资产	65.1%	74.1%	55.6%	87.3%	112.8%	180.3%
净资产	48.5%	58.2%	44.6%	38.2%	65.0%	140.4%
净资本	46.1%	59.4%	40.3%	33.0%	62.8%	108.5%
交易额	52.1%	71.6%	53.9%	116.6%	157.0%	130.5%

资料来源：公司公告、东北证券

表4、上市券商综合竞争力对比单位：万元

公司名称	兴业	宏源	长江	西南	东吴	山西	国金
ROE	10.6%	17.9%	13.5%	7.2%	13.7%	6.7%	14.5%
净资产	874680	729880	952860	1112331	424555	653338	302287
净资本	653553	507070	748850	912126	301445	480239	277946
净资本/净资产	74.7%	69.5%	78.6%	82.0%	71.0%	73.5%	91.9%
经纪业务份额	1.43%	1.30%	1.42%	0.63%	0.89%	0.61%	0.69%

资料来源：公司公告、东北证券

从资产质量来看，东吴证券的净资本规模较小，净资本与净资产的比率较低，显示了公司面临较大的风险压力，融资需求强烈。

与已上市券商相比，东吴证券盈利能力及资产规模处于西南证券和国金证券之间。

二、各项业务分析

1、业务收入结构

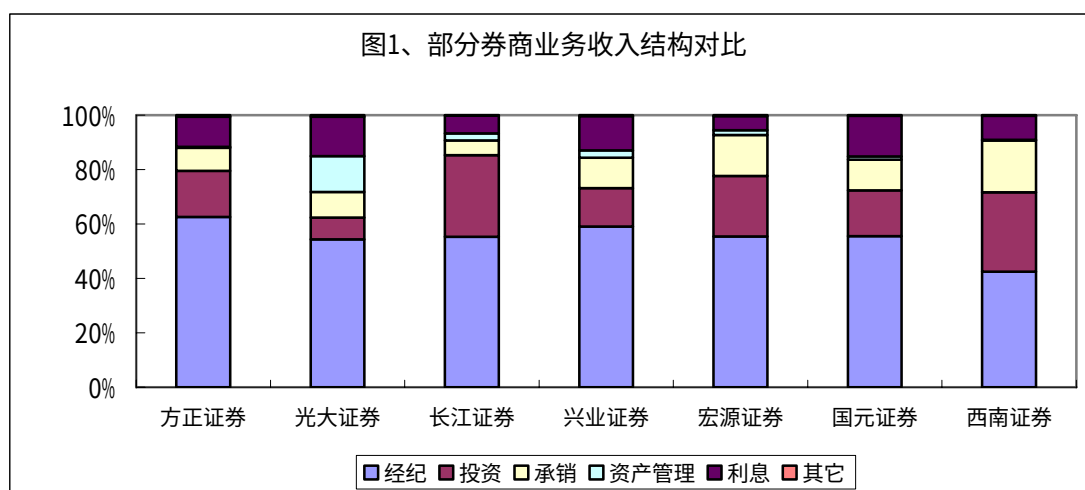
公司业务收入和利润主要来自证券经纪、投资银行及自营业务。2010年，公司的证券经纪、投资银行及自营业务收入分别占公司业务收入的67.83%、14.20%和10.48%；利润总额占比分别为77.82%、8.70%和20.63%。2011年上半年，公司的证券经纪、投资银行及自营业务收入分别占公司业务收入的51.01%、34.01%和6.52%；利润总额占比分别为72.45%、31.92%和15.27%。

从业务收入结构上来说，东吴证券的业务收入大部分来着于经纪业务，经纪业务收入贡献度高于行业总体水平。公司的业务收入受市场波动的影响较大。

表5、东吴证券业务收入结构

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
经纪业务	69.90%	96.70%	77.90%	64.60%	51.01%
承销业务	2.20%	4.20%	5.80%	13.70%	34.01%
资产管理				0.77%	0.43%
自营	21.50%	-17.30%	6.60%	10.90%	6.52%
利息收入	1.50%	0.20%	0.00%	1.70%	1.60%
其它		1.40%	1.60%	1.34%	3.14%

资料来源：公司公告、东北证券



资料来源：公司公告、东北证券

2、经纪业务分析

(1) 经纪业务具有区域优势

苏州市是全国经济、文化、工商业和物流贸易中心城市之一。2010年，苏州实现地方一般预算收入900.6亿元，地区生产总值9,168.91亿元，排名列全国第五；城镇居民人均可支配收入29,219元、农民人均纯收入14,460元，分别高出同期全国平均水平52.91%和144.30%。2010年苏州在全国20个重点城市中，工业总产值排名第2位，出口总额排名第3位。苏州下辖的张家港、常熟、昆山、吴江和太仓等五市的经济实力列全国百强县（市）前十位。2011年上半年苏州实现地方一般预算收入586.04亿元，同比增长25.8%；实现工业总产值1.62万亿元，同比增长20%。

苏州地区高新技术产业发展迅速，新兴产业发展势头强劲，民营经济充满活力。苏州良好的经济发展环境，培育了一大批具有竞争优势的规模型民营企业。截至2011年6月30日，苏州共有私营企业19.42万家，累计注册资本6,480.59亿元。

东吴证券牢牢把握区域发达及资本市场快速发展带来的契机，对各项业务进行了针对性布局。经过多年的发展，公司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。在经纪业务方面，公司最近三年及一期经纪业务市场占有率在江苏地区排名第二，在苏州地区稳居第一。

截至2011年6月30日，公司在苏州共拥有22家证券营业部，占苏州地区证券营业部数量的36.67%。根据WIND资讯统计，2010年，苏州地区代理买卖证券交易金额排名前10位的证券营业部中有7家属于东吴证券。

根据中国证券业协会公布的数据，2008年、2009年及2010年，公司代理买卖证券业务净收入分别位列行业第30位、27位和24位，排名稳步提升；公司部均代理买卖证券业务净收入分别位列行业第12位、15位和14位，稳定保持在较高水平。

表6、公司前十大营业部情况

排名	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年上半年	
	营业部名称	利润贡献 (%)	营业部名称	利润贡献 (%)	营业部名称	利润贡献 (%)	营业部名称	利润贡献 (%)
1	昆山前进中路证券营业部	14.23	昆山前进中路证券营业部	14.61	昆山前进中路证券营业部	10.52	昆山前进中路证券营业部	14.16
2	吴江中山北路证券营业部	11.77	吴江中山北路证券营业部	12.26	吴江中山北路证券营业部	9.25	苏州狮山路证券营业部	11.2
3	常熟阜湖路证券营业部	11.4	苏州狮山路证券营业部	11.25	张家港杨舍证券营业部	9.19	张家港杨舍证券营业部	11.06
4	苏州狮山路证券营业部	10.93	张家港杨舍证券营业部	10.18	苏州狮山路证券营业部	8.19	吴江中山北路证券营业部	10.66
5	张家港杨舍证券营业部	9.2	常熟阜湖路证券营业部	9.59	常熟阜湖路证券营业部	8.18	常熟阜湖路证券营业部	9.87
6	太仓上海东路证券营业部	8.17	太仓上海东路证券营业部	8.26	苏州西北街证券营业部	5.83	苏州西北街证券营业部	7.87
7	苏州西北街证券营业部	6.77	苏州西北街证券营业部	5.82	太仓上海东路证券营业部	5.32	太仓上海东路证券营业部	6.4
8	苏州石路证券营业部	5.42	苏州石路证券营业部	5.31	苏州石路证券营业部	4.32	苏州石路证券营业部	5.77
9	苏州竹辉路证券营业部	4.75	苏州竹辉路证券营业部	4.24	昆山环城北路证券营业部	3.98	苏州现代大道证券营业部	5.28
10	苏州现代大道证券营业部	4.17	苏州现代大道证券营业部	3.83	苏州竹辉路证券营业部	3.74	昆山环城北路证券营业部	4.87
		86.81		85.34		68.53	合计	87.15

资料来源：公司公告、东北证券

表7、经纪业务市场份额对比单位：万元

序号	会员	总计	市场份额
4	海通证券	483638509	4.06%
6	招商证券	489082228	4.10%
7	广发证券	462272336	3.88%
8	华泰证券	448608669	3.76%
10	光大证券	373612506	3.13%
14	中信证券	283875068	2.38%
15	华泰联合证券	238142805	2.00%
16	方正证券	219307491	1.84%
18	长江证券	168721461	1.42%
19	中信金通证券	191391217	1.61%
20	兴业证券	170221227	1.43%
22	宏源证券	154762726	1.298%
23	国元证券	131607744	1.10%
31	东吴证券	105652506	0.89%
39	中信万通证券	87947536	0.74%
42	国金证券	82836499	0.69%
44	国海证券	79407392	0.67%
47	西南证券	74761490	0.63%

资料来源：公司公告、东北证券

(2) 佣金费率变动情况

近年来，随着证券公司同质化竞争的加剧以及网上委托等非现场交易方式的发展，证券行业佣金费率水平持续下滑。2008年、2009年、2010年和2011年上半年，市场平均佣金费率水平分别为1.81‰、1.45‰、0.98‰和0.82‰，公司平均佣金费率水平分别为1.80‰、1.55‰、1.12‰和0.97‰。公司佣金费率水平略高于行业平均水平。2010年1月至2011年6月，公司老客户佣金费率水平及公司平均佣金费率水平逐月下降，但下降趋势渐趋平缓，截至目前已趋于稳定。同时，由于中国证券业协会对证券公司经纪业务佣金费率的指导以及公司增值服务的提升，公司新客户佣金费率水平从2010年四季度开始逐渐稳定并略有回升。

表8、佣金率变化趋势

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年上半年
市场平均佣金费率水平	1.81‰	1.45‰	0.98‰	0.82‰
东吴证券平均佣金费率水平	1.80‰	1.55‰	1.12‰	0.97‰
公司股票基金交易量（亿元）	4,738	9,176	9,797	4,376
市场股票基金交易量（亿元）	485,862	984,845	1,101,375	500,631
市场份额	0.98%	0.93%	0.89%	0.87%

资料来源：公司公告，东北证券

(3) 网上交易情况

报告期内，公司经纪业务网上交易占经纪业务交易总额比例显著上升。2010年，公司网上交易金额为8,299.06亿元，占公司经纪业务交易总额的85.37%。2011年上半年，公司网上交易金额为4,140.82亿元，占公司经纪业务交易总额的87.80%。网上交易等非现场交易方式的发展降低了公司营业网点的运营成本，在一定程度上缓解了佣金率下降的压力。

表9、网上交易情况单位：亿元

	2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
网上交易额	4,140.82	8,299.06	7,481.62	3,668.37
占总交易额比例	85.74%	85.37%	72.28%	54.02%

资料来源：公司公告，东北证券

2、承销业务分析

东吴证券牢牢把握区域经济发达及资本市场快速发展带来的契机，对投行业务进行针对性布局。经过多年的发展，公司已在投资银行业务方面形成了较强的区域优势。自股权分置改革以来，公司在苏州地区IPO主承销家数排名第一。

近年来，公司的投资银行业务发展迅速，股票、债券承销金额及承销收入迅速增长。2008年至2010年，公司投资银行业务收入年均复合增长率达到397.47。2011年上半年，公司实现投资银行业务收入31,354.3万元，已超过2010年全年水平。

表10、公司承销业务发展状况单位：万元

		2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
首发	次数	4 单	4 单	3 单	-
	主承销金额	383,117.00	346,214.90	183,920.00	-
	保荐及主承销收入	27,931.53	24,318.40	9,884.10	150
再融资	次数	1 单	-	-	-
	主承销金额	35,000.00	-	-	-
	保荐及主承销收入	1,900.00	-	-	-

资料来源：公司公告，东北证券

3、自营业务

公司自营业务经营稳健。2008至2011年上半年，上证指数下跌47.54%，公司自营业务同期累计收益率为13.27%，体现了良好的投资管理能力和抗风险能力。同时，根据中国证券业协会相关统计数据，在全行业排名中，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，保持了稳健增长的态势。

表11、投资收益状况单位:万元

		2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
股票	规模	74,945.41	62,542.89	35,062.06	52,054.57
	收益总额	2,023.46	10,551.72	6,632.98	-15,598.85
	收益率	2.70%	16.87%	18.92%	-29.97%
基金	规模	44,402.55	2,259.06	6,858.58	6,533.35
	收益总额	-1,179.98	-793.09	2,296.33	-4,046.72
	收益率	-2.66%	-35.11%	33.48%	-61.94%
债券	规模	123,318.77	68,967.61	31,903.99	7,207.21

	收益总额	4,282.75	6,699.98	1,854.29	3,843.97
	收益率	3.47%	9.71%	5.81%	53.34%
其他	规模	22,221.69	60,863.54	38,569.54	2,276.71
	收益总额	880.77	1,726.13	57.91	16.32
	收益率	3.96%	2.84%	0.15%	0.72%
合计	规模	264,888.42	194,633.11	112,394.17	68,071.83
	收益总额	6,007.00	18,184.74	10,841.50	-15,785.28
	收益率	2.27%	9.34%	9.65%	-23.19%

资料来源：公司公告，东北证券

三、赢利预测

预计2011年及2012年，东吴证券归属母公司所有者的净利润将达到4.90亿元和6.70亿元，每股收益分别为0.25和0.34元。

表12、赢利预测单位：元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业收入	1,807,478,101	1,897,210,635	2,075,441,957	2,267,886,310
经纪业务	1,167,450,666	1,050,705,599	1,155,776,159	1,248,238,252
承销业务	248,087,338	496,174,676	595,409,611	714,491,533
资产管理业务	7,125,935	7,410,972	7,707,411	8,015,707
利息净收入	157,421,315	163,718,168	170,266,894	177,077,570
投资收益	208,788,476	167,030,781	133,624,625	106,899,700
公允价值变动损益	-11,661,669	-12,128,136	-12,613,261	-13,117,792
其他业务收入	23,364,015	24,298,576	25,270,519	26,281,339
二、营业支出	1,044,608,804	1,244,704,815	1,182,469,575	1,135,170,792
营业税金及附加	91,529,416	99,767,063	94,778,710	90,987,561
业务及管理费	948,937,769	1,138,725,322	1,081,789,056	1,038,517,494
资产减值损失	4,141,620	6,212,430	5,901,809	5,665,736
三、营业利润	762,869,297	652,505,820	892,972,383	1,132,715,518
加：营业外收入	3,418,540	3,555,281	3,697,492	3,845,392
减：营业外支出	13,534,256	14,075,626	14,638,651	15,224,197
四、利润总额	752,753,581	641,985,475	882,031,224	1,121,336,713
减：所得税费用	172,215,674	147,014,674	201,985,150	256,786,107
五、净利润	580,537,907	494,970,801	680,046,074	864,550,606
归属于母公司股东的净利润	575,794,820	490,912,040	674,469,696	857,461,291
六、每股收益（摊薄）	0.29	0.25	0.34	0.43

四、估值分析

东吴证券的综合竞争力略好于国金证券，与已上市券商相比，东吴证券盈利能力及资产规模与国金证券类似。目前国金证券的市值规模为118.1亿元左右，东吴证券上市后，应该略高于这一规模，按发行后20亿总股本计算，合理价格区间为5.90—6.50元。

表13、估值比较

证券简称	总市值(亿元)	市盈率	市净率
中信证券	1221.8	11.5	1.6
广发证券	834.0	29.3	2.6
海通证券	660.7	18.0	1.5
华泰证券	532.0	22.6	1.6
招商证券	529.5	17.5	2.2
光大证券	391.4	17.9	1.8
方正证券	334.9	44.0	2.3
西南证券	244.3	40.5	2.5
兴业证券	244.2	40.5	2.9
宏源证券	205.9	23.9	2.8
长江证券	200.6	30.0	1.8
辽宁成大	194.6	8.1	2.1
山西证券	192.5	70.6	3.2
国元证券	189.7	26.7	1.3
吉林敖东	181.5	8.1	2.0
国金证券	118.1	34.7	3.6
太平洋	116.2	65.6	5.6
国海证券	95.0	292.9	3.6

资料来源：WIND、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。