

崛起于东吴的财富家园

——东吴证券（601555）新股定价报告

分析师：齐艳莉

SAC NO: S1150511010015

2011 年 12 月 9 日

证券行业

联系人

陈韶秀

010-68784263

chensx@bhqz.com

预计上市首日价格区间：

7.77—9.62 元

一年期目标价：

10.36 元

发行基本资料

发行后总股本	200,000 万股
发行股本	50,000 万股
发行价格	6.50 元/股
主承销商	中信证券

投资要点：

● 公司概况

公司作为总部在苏州的唯一一家综合性证券公司，公司把握当地经济发达的地域优势，坚持“做熟、做透、做深、做细”苏州市场的方针，在经纪业务与投资银行业务方面形成了较强的区域优势。公司目前控股的公司包括：东吴期货（持股比例 74.5%）、东吴投资（持股比例为 100%）、东吴基金（49%）。在最近公布的证券公司分类评审结果中，东吴证券被评为 A 类 A 级券商。

● 公司扎根苏州，地域优势明显

➤ 经济发达的苏州是公司成长的沃土

➤ 经纪业务：立足苏州，面向全国

经纪业务方面，公司采取“立足苏州，面向全国”的布局策略。截至 2011 年 6 月 30 日，公司有 48 家营业部，江苏省内有 29 家营业部。从经纪业务手续费及佣金净收入的区域占比来看，来源于江苏省内的占比达到 91% 左右。2011 年上半年，公司佣金率约为 0.097%，较行业平均佣金率水平 0.082% 高出 18 个百分点。面对竞争激烈的市场，公司积极推进经纪业务转型，是国内第一批设立财富管理中心的证券公司。

➤ 投行业务：依托苏州，成长性强

2008-2010 年投行收入年均复合增长率达到 397.47%。2010 年以来的股票主承销项目中，位于苏州地区的项目占投行业务收入达 47.1%。

➤ 新三板业务：备战苏州，潜力无限

公司总部所在地已拥有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。公司将充分发挥区位优势，“新三板”业务有望成为未来公司投资银行业务增长的重要来源。

● 自营业务稳健经营，创新业务蓄势待发，盈利结构日益多元化

● 盈利预测

我们认为公司的经营实力及区域优势与上市券商中的兴业、国元、东北、山西、国金比较接近，我们将参考其估值水平。由于熊市中金融行业的 PB 估值更为合理，我们将主要参考 PB 估值，并且考虑公司较小的流通股本可能享有一定溢价空间。我们认为公司上市后合理的市净率区间可取 2.1-2.6 倍，基于预测公司 2011 年 BVPS 3.7 元，认为公司合理估值区间为 7.77-9.62 元。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1873	1808	1469	1851	2130
(+/-)%		-3.5%	-18.7%	26.0%	15.1%
营业利润	985	763	450	793	969
(+/-)%		-22.5%	-41.0%	76.2%	22.2%
净利润	738	581	336	520	639
(+/-)%		-21.3%	-42.2%	54.8%	23.0%
每股净收益（元）	0.37	0.29	0.17	0.26	0.32

目 录

1 公司和发行概况	4
2 公司扎根苏州，地域优势明显	5
2.1 经济发达的苏州是公司成长的沃土	5
2.2 经纪业务：立足苏州，面向全国	5
2.3 投行业务：依托苏州，成长性强	7
2.3 新三板业务：备战苏州，潜力无限	8
3 自营业务稳健经营，创新业务蓄势待发，盈利结构向多元化发展	8
3.1 自营业务：稳健经营	8
3.2 资产管理&东吴基金：苏州财富管理空间广阔	9
3.3 期货业务：发展较快	10
3.4 直投业务：逐渐起步	11
3.5 盈利结构向多元化发展	11
4 盈利预测与估值	11

图 目 录

图 1 公司组织结构图	4
图 2 公司在苏州地区的代理买卖证券交易金额市场占有率.....	6
图 3 经纪业务手续费及佣金净收入中来源于江苏省内的收入占比情况.....	6
图 4 东吴证券及证券行业佣金率	7
图 5 东吴证券投资银行业务收入	7
图 6 上市券商权益类资产占净资本比重	9
图 7 东吴证券盈利结构	11

表 目 录

表 1 发行前后前 10 大股东股本结构变动情况	5
表 2 公司 2010 年股票承销与保荐业务收入.....	8
表 3 公司 2011 年 HY 股票承销与保荐业务收入	8
表 4 公司自营业务情况	9
表 5 上市券商集合理财产品统计概况	10
表 6 东吴期货业务情况	10
表 7 东吴证券各项业务排名情况	12
表 8 上市券商估值情况	12

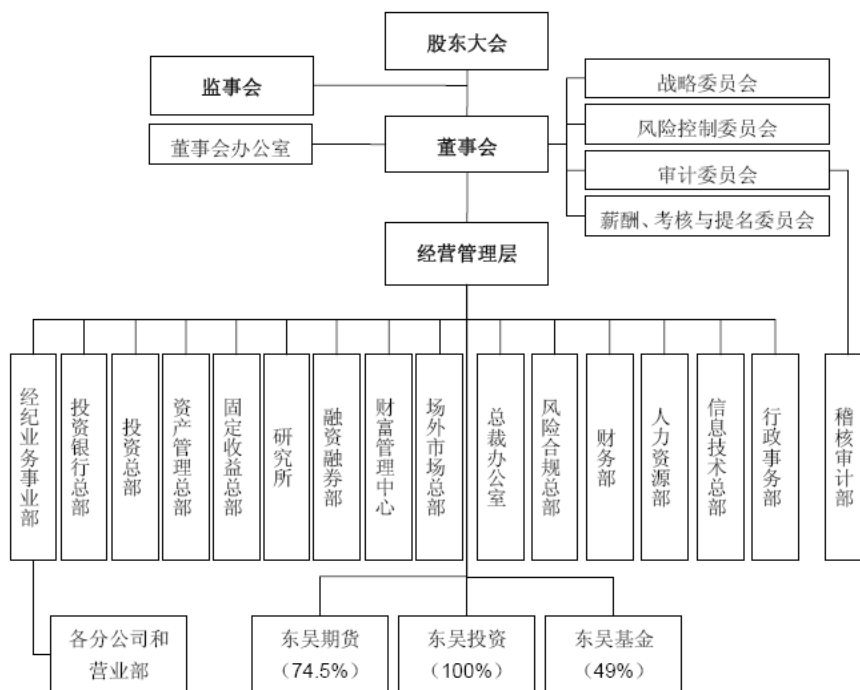
1 公司和发行概况

东吴证券系由东吴有限整体变更设立，东吴有限的前身为苏州证券公司成立于 1993 年。1998 年公司进行了脱钩改制以及增资扩股，并更名为“苏州证券有限责任公司”。其后，公司经历了增资扩股、多起股权转让，并在 2010 年更名为东吴证券股份有限公司。

公司作为总部在苏州的唯一一家综合性证券公司，公司把握当地经济发达的地域优势，坚持“做熟、做透、做深、做细”苏州市场的方针，在经纪业务与投资银行业务方面形成了较强的区域优势。公司目前控股的公司包括：东吴期货（持股比例 74.5%）、东吴投资（持股比例为 100%）、东吴基金（49%）。在最近公布的证券公司分类评审结果中，东吴证券被评为 A 类 A 级券商。

从公司的整体实力来看，截至到 2011 年 6 月，公司净资产 43.13 亿元；实现营业收入 9.22 亿元、归属母公司净利润 2.25 亿元，在上市券商中规模、业绩处于中下水平。

图 1 公司组织结构图



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

本次公司发行 5 亿股，上市后，公司总股本为 20 亿股、流通股本 2.75 亿股。
发行前后前 10 大股东股本结构变动情况如下。

表 1 发行前后前 10 大股东股本结构变动情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	国发集团	631,750,000	42.12	604,407,433	30.22
2	苏州创投	125,000,000	8.33	119,589,916	5.98
3	营财投资	67,500,000	4.5	64,578,554	3.23
4	园区国控	64,630,000	4.31	61,832,770	3.09
5	昆山创业	62,500,000	4.17	59,794,958	2.99
6	苏州信托	53,120,000	3.54	53,120,000	2.66
7	隆力奇集团	41,000,000	2.73	41,000,000	2.05
8	吴江东方	37,500,000	2.5	35,876,975	1.79
9	江南化纤	36,000,000	2.4	36,000,000	1.8
10	攀华集团	26,000,000	1.73	26,000,000	1.3
10	丰立集团	26,000,000	1.73	26,000,000	1.3
10	苏盛热电	26,000,000	1.73	26,000,000	1.3
10	无锡瑞银	26,000,000	1.73	26,000,000	1.3
	合计	1223000000	81.52	1180200606	59.01

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2 公司扎根苏州，地域优势明显

2.1 经济发达的苏州是公司成长的沃土

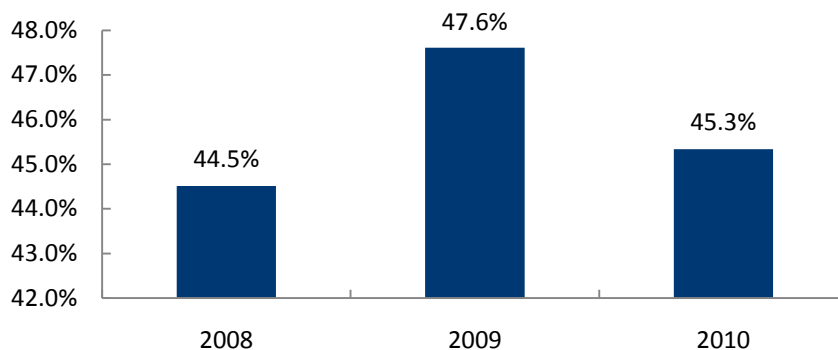
公司总部所在地苏州市是全国经济、文化、工商业和物流贸易中心城市之一。2010 年，苏州地区生产总值 9,168.91 亿元，排名列全国第五。苏州地区高新技术产业发展迅速，新兴产业发展势头强劲，民营经济充满活力。苏州拥有苏州高新技术产业开发区、苏州工业园区及昆山高新技术产业开发区三大园区。2010 年，苏州实现高新技术产业产值 9,007.89 亿元，较 2009 年增长 27%。截至 2011 年 6 月 30 日，苏州共有私营企业 19.42 万家，累计注册资本 6,480.59 亿元。苏州地区的活跃的经济体以及较高的居民收入水平和投资需求的均为公司开展各项业务提供了广阔的空间。

2.2 经纪业务：立足苏州，面向全国

经纪业务方面，公司采取“立足苏州，面向全国”的布局策略。目前，公司已在

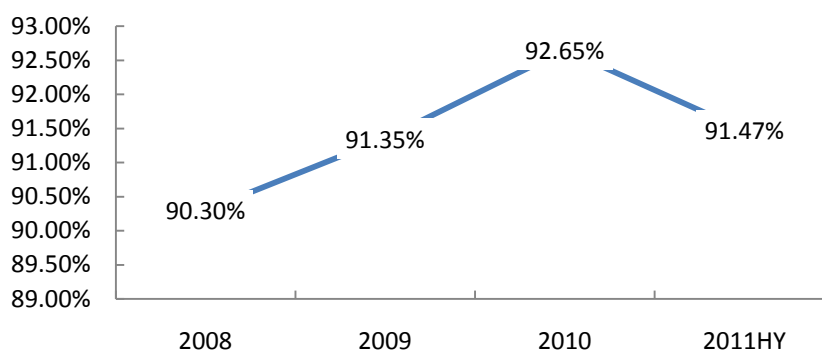
北京、上海、苏州、张家港、昆山、常熟、吴江和太仓设立了 8 家分公司设立了分公司，证券营业部覆盖北京、上海、江苏、广东等经济发达地区。截至 2011 年 6 月 30 日，公司共有 48 家营业部，江苏省内有 29 家证券营业部，其中位于苏州的有 22 家，占苏州地区证券营业部数量的 36.67%。近 3 年来，公司在苏州地区的代理买卖证券交易金额市场占有率保持在 45%左右。从经纪业务手续费及佣金净收入的区域占比来看，来源于江苏省内的占比达到 91%左右。公司的经纪业务高度集中于江苏省内。

图 2 公司在苏州地区的代理买卖证券交易金额市场占有率



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 3 经纪业务手续费及佣金净收入中来源于江苏省内的收入占比情况

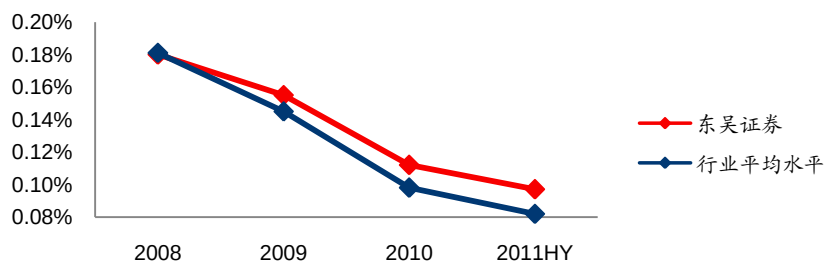


资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

从经纪业务佣金率来看，2008 年至今，公司的佣金率降幅低于行业平均水平，2011 年上半年，公司的佣金率约为 0.097%，较行业平均佣金率水平 0.082%高出 18 个百分点。面对竞争激烈的市场，公司积极推进经纪业务转型，是国内第

一批设立财富管理中心的证券公司。公司通过为客户提供特色化、差异化的产品，深化投资顾问服务等逐步提高经纪业务的附加值。

图 4 东吴证券及证券行业佣金率

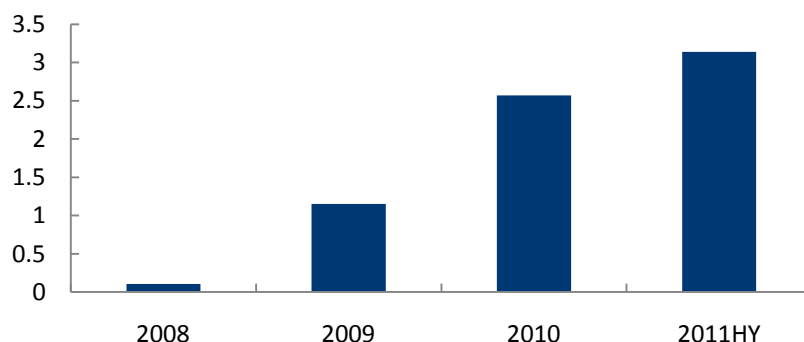


资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2.3 投行业务：依托苏州，成长性强

2008 至今，公司投行业务高速发展，投行收入由 2008 年的 1,037.32 万元、增长到 2010 年的 2.57 亿元，年均复合增长率达到 397.47%。2011 年上半年投行收入达到 3.14 亿元，超过去年全年水平。公司注重对苏州地区区域优势的挖掘，2010 年以来的股票主承销项目中，康力电梯、胜利精密、电科院、科斯伍德和飞力达位于苏州地区，占投行业务收入的 47.1%。在立足苏州地区的同时，公司投行业务的覆盖范围不断扩大，在长三角乃至全国其他地区都已有较多的项目收入并有项目储备，是公司未来股票承销业务的重要增长点之一。

图 5 东吴证券投资银行业务收入



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

表 2 公司 2010 年股票承销与保荐业务收入

序号	客户名称	承销金额	承销保荐收入
1	康力电梯股份有限公司	90,785.00	5,500.00
2	苏州胜利精密制造科技股份有限公司	56,099.90	2,132.00
3	河南雏鹰农牧股份有限公司	117,250.00	7,820.00
4	江苏蓝丰生物化工股份有限公司	82,080.00	5,766.40
5	上海广电电气（集团）股份有限公司	-	3,000.00
6	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	-	100
合计		346,214.90	24,318.40

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

表 3 公司 2011 年 HY 股票承销与保荐业务收入

序号	客户名称	承销金额	承销保荐收入
1	上海广电电气（集团）股份有限公司	199,500.00	10,150.00
2	苏州电器科学研究院股份有限公司	87,400.00	8,242.00
3	江苏飞力达国际物流股份有限公司	54,000.00	5,240.00
4	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	42,217.00	4,299.53
5	西藏旅游股份有限公司	35,000.00	1,900.00
合计		418,117.00	29,831.53

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2.3 新三板业务：备战苏州，潜力无限

新三板业务方面，截至 2011 年 6 月 30 日，公司共推荐挂牌企业 2 家，分别为北京中电达通通信科技股份有限公司和北京意诚信通智能卡股份有限公司。公司总部所在地已拥有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，园区内高新技术及新兴产业优质企业众多。随着中国多层次资本市场体系逐步完善，公司将充分发挥区位优势，“新三板”业务有望成为未来公司投资银行业务增长的重要来源。

3 自营业务稳健经营，创新业务蓄势待发，盈利结构向多元化发展

3.1 自营业务：稳健经营

公司自营业务坚持稳健的经营风格，始终坚持以“实现绝对收益”为核心投资理念。公司是行业内较早获得股指期货套期保值业务资格的证券公司，通过套期保值大幅降低了自营业务的波动性。2011 年上半年，公司投资收益率达到 2.27%，

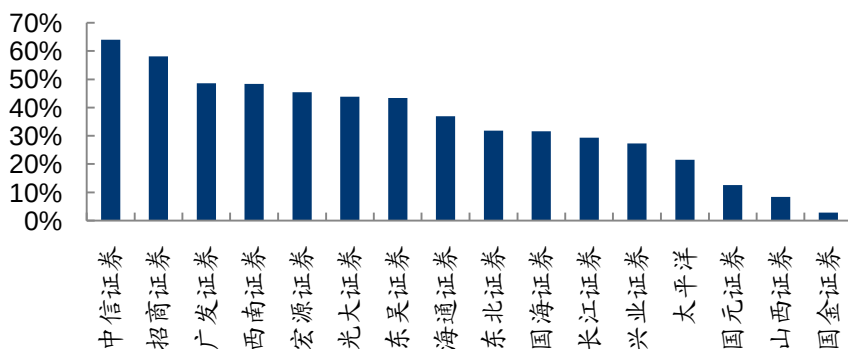
跑赢同期上证指数。东吴证券的权益类资产占净资本的比重在上市券商中处于中等水平。

表 4 公司自营业务情况

序号		2011HY	2010	2009	2008
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：招股说明书，渤海证券研究所

图 6 上市券商权益类资产占净资本比重



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

3.2 资产管理&东吴基金：苏州财富管理空间广阔

公司于 2009 年获得资产管理业务资格，并于 2010 年发行了东吴财富 1 号、东吴财富 2 号两只产品，截至最近两只产品的资产净值在 4 亿元左右，在上市券商

中排名较为靠后，发展空间较大。

表 5 上市券商集合理财产品统计概况

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计(亿元)
中信证券	15	153	142
光大证券	13	95	88
广发证券	6	96	86
招商证券	8	69	64
华泰证券	14	65	59
长江证券	13	63	58
宏源证券	4	46	39
兴业证券	7	39	37
东北证券	5	41	37
海通证券	7	29	26
方正证券	3	24	23
国海证券	5	17	16
西南证券	1	16	14
山西证券	2	11	10
国元证券	3	8	6
东吴证券	2	5	4

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

截至 2011 年 6 月 30 日，东吴基金管理资产规模 137.78 亿元，旗下共管理基金 9 只。2010 年，东吴基金表现卓越，旗下积极偏股基金整体表现在国内基金管理公司中位列三甲。2011 年上半年东吴基金营业总收入 7,734.19 万元，净利润 1,224.08 万元。

3.3 期货业务：发展较快

东吴期货市场占有率由 2008 年的 0.61% 上涨到 1.11%，截至 2011 年 6 月 30 日，东吴期货总资产为 136,798.61 万元，所有者权益为 21,720.09 万元；2011 年上半年营业总收入 4,517.59 万元，净利润 604.72 万元。

表 6 东吴期货业务情况

	2011HY	2010	2009	2008
成交金额（亿元）	14,833.27	34,311.95	10,093.78	4,378.09
成交金额市场占有率（%）	1.11	1.11	0.78	0.61
总营业收入（万元）	4,517.59	10,369.97	6,508.83	2,030.09
净利润（万元）	604.72	1,860.03	1,204.66	33.85

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

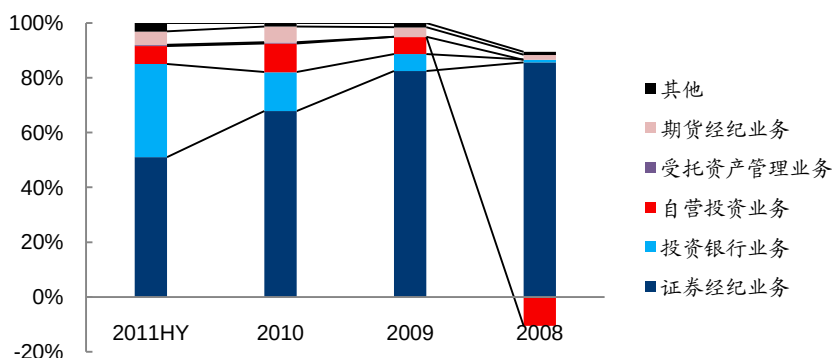
3.4 直投业务：逐渐起步

2010 年，东吴创投共完成投资项目 3 个，投资额共计 3,552 万元；2011 年上半年新增 3 单投资项目，投资额合计 3,850 万元。预期在公司进一步充实资本实力后将会在直接投资业务方面有更大投入。

3.5 盈利结构向多元化发展

公司近年来盈利结构呈现出明显的多元化趋势，经纪业务业务收入占比由 2008 年的 108.4%逐步下降到 2011 年上半年的 51.01%，投资银行业务收入占比则由 1.17%上升到 2011 年上半年的 34.01%。盈利结构的多元化有利于公司降低由于市场波动对业绩的造成的影响。

图 7 东吴证券盈利结构



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

4 盈利预测与估值

鉴于公司在行业中各项业务的经营情况排名汇总如下，我们认为公司的经营实力及区域优势与上市券商中的兴业、国元、东北、山西、国金比较接近，我们将参考其估值水平。由于熊市中金融行业的 PB 估值更为合理，我们将主要参考 PB 估值，并且考虑公司较小的流通股本可能享有一定溢价空间。我们认为公司上市后合理的市净率区间可取 2.1-2.6 倍，基于预测公司 2011 年 BVPS 3.7 元，认为公司合理估值区间为 7.77-9.62 元/股。

表 7 东吴证券各项业务排名情况

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
净资产	31	30	30
营业收入	30	34	37
净利润	32	36	42
代理买卖证券业务净收入（合并口径）	24	27	30
代理买卖证券业务净收入增长率（合并口径）	35	40	49
部均代理买卖证券业务净收入（合并口径）	14	15	12
承销、保荐及并购重组等财务顾问业务的净收入（合并口径）	26	30	54
承销、保荐及并购重组等财务顾问业务的净收入增长率（合并口径）	32	6	-
资产管理业务净收入增长率（合并口径）	2	-	-
受托客户资产管理业务规模（合并口径）	38	41	-
受托客户资产管理业务净收入（合并口径）	37	39	-
自营业务收益（合并口径）	35	49	66
基金规模	43	50	43
基金收入	46	48	45
基金收益率	2	55	42

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

表 8 上市券商估值情况

代码	简称	收盘价	EPS		PE		PB
		2011-09-05	11E	12E	11E	12E	最新
600030.SH	中信证券	11.07	0.59	0.63	18.87	17.51	1.57
000776.SZ	广发证券	26.71	0.89	1.11	30.17	24.13	2.46
600837.SH	海通证券	8.43	0.45	0.52	18.70	16.16	1.53
601688.SH	华泰证券	8.98	0.47	0.56	19.10	16.00	1.51
600999.SH	招商证券	11.41	0.61	0.73	18.75	15.71	2.16
601788.SH	光大证券	11.55	0.57	0.69	20.10	16.74	1.80
000562.SZ	宏源证券	13.18	0.70	0.83	18.92	15.90	2.57
000783.SZ	长江证券	8.02	0.29	0.43	27.78	18.68	1.65
601901.SH	方正证券	4.85	0.14	0.18	34.20	27.22	2.01
000728.SZ	国元证券	9.38	0.39	0.49	23.90	19.01	1.24
601377.SH	兴业证券	9.78	0.39	0.45	24.99	21.52	2.46
600369.SH	西南证券	8.79	0.28	0.35	30.95	24.96	2.05
000686.SZ	东北证券	14.72	0.32	0.53	45.83	27.58	2.86
002500.SZ	山西证券	7.89	0.15	0.20	52.15	40.40	3.19
600109.SH	国金证券	11.19	0.42	0.48	26.95	23.22	3.41
601099.SH	太平洋	7.12	0.10	0.11	73.78	65.68	5.16
000750.SZ	国海证券	12.89	0.42	0.58	30.49	22.05	3.49
可比公司估值平均					34.76	26.35	2.42
算术平均					30.33	24.26	2.63

资料来源：Wind 渤海证券研究所整理

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队**朱艳君**

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所**天津**

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分