

相关研究：

深耕苏州的传统业务型券商

——东吴证券深度报告

投资评级：

增持

投资要点：

市场数据

总股本(百万股)	2000
A 股股本(百万股)	2000
B/H 股股本(百万股)	
A 股流通比例(%)	13.75
12 个月最高/最低(元)	
实际控制人	国发集团
实际控制人持股比例	50.16%
上证综指/沪深 300	

- 传统业务深耕苏州区域市场。**公司把握区域经济发达的优势，经纪业务与投行业务已形成较强的区域市场优势。经纪业务市场占有率在苏州稳居第一。公司拥有 22 家，占苏州营业部总数的 36.67%，远高于第二名华泰证券。2010 年苏州地区股基权交易量十大营业部中公司占据了 7 家。公司在苏州的 IPO 主承销家数名列前茅。
- 证券经纪业务占比高，市场份额回升。**2009 年、2010 年与 2011 年中期公司经纪业务净收入占比分别为 77.90%、64.59%与 49.94%；高于同期行业平均水平。2011 年第 1-3 季度，公司股基权交易量市场份额分别为 0.903%、0.944%与 0.947%。
- 投行业务发展迅速，在中小项目上具有优势。**2009 年与 2010 年分别为 1.09 亿元和 2.48 亿元，增长 127.82%；2011 年 1-6 月为 3.07 亿元，同比增长 285.52%。2009 年至今共主承销 11 单 IPO 项目，其中 8 个项目发行规模在 10 亿元以下。苏州中小企业众多，为公司中小项目承销提供重要保障。
- 自营投资业务操作风格趋于平衡，财务核算风格偏激进。**2009 年以来债券品种占比提高，2011 年 6 月底在自营投资品种结构中债券占 46.55%、股票占 28.29%。交易性金融资产在 2010 年底与 2011 年 6 月底分别占 80.37%与 93.16%。
- 创新业务尚处萌芽期。**资管业务尚未实现盈利，2010 年与 2011 年中期公司资管业务利润分别为-1398.96 万元和-132.30 万元。直投截至 2011 年 6 月底已完成 6 个投资项目，但投资回报尚待时日。融资融券业务在筹办中。东吴基金近年表现不俗。期货经纪业务 2008-2010 年净利润年均复合增长率 741.28%。
- 估值和投资建议。**预计 2011-2013 年公司摊薄 EPS 分别为 0.16 元、0.25 元与 0.27 元。对应当前股价 7.35 元，2011-2013 年公司市盈率分别为 46 倍、29 倍与 27 倍；公司市净率分别为 1.9 倍、1.8 倍与 1.7 倍。考虑目前中小券商的估值，公司流通股较少以及所处的区域优势。我们首次给予“增持”评级。
- 风险提示。**大盘下跌超预期，公司经纪业务市场份额与佣金率下滑超预期，公司投行业务发展低于预期。

分析师：

李晓彬

执业证书编号：

S0500511040003

联系人：

连端清

(8621)68634510-8612

ldq3377@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路958号华能联合大厦5层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,872.84	1,807.48	1,458.62	1,639.60	1,741.74
营业收入增长率	112.01%	-3.49%	-19.30%	12.41%	6.23%
归属母公司净利润（百万元）	734.95	575.79	319.43	505.41	536.90
净利润增长率	224.38%	-21.66%	-44.52%	58.23%	6.23%
摊薄 EPS（元）	0.49	0.38	0.16	0.25	0.27
BVPS（元）	2.48	2.79	3.87	4.07	4.26
P/E	15	19	46	29	27
P/B	3.0	2.6	1.9	1.8	1.7

正文目录

1	公司基本情况	1
2	享区域经济发达之地利，传统业务深耕苏州市场	2
2.1	苏州地区具有发展资本市场的良好经济基础	2
2.2	公司深耕苏州，传统业务雄踞区域市场	2
3	公司以传统业务为主，创新业务尚处萌芽期	5
3.1	证券经纪业务收入占比高，市场份额略有回升，净佣金率高于市场平均水平	6
3.2	投行业务发展迅速，在中小项目上具有优势	8
3.3	自营投资业务风格趋于平衡，财务核算偏激进	9
3.4	创新业务据地利优势，但尚处萌芽期	11
4	盈利预测及估值	15
4.1	基本假设	15
4.2	估值及投资建议	15
5	重点关注事项	15
5.1	股价催化剂（正面）	15
5.2	风险提示（负面）	15
	东吴证券财务预测与估值	16

图表目录

图 1、东吴证券目前的业务架构	1
图 2、东吴证券在苏州地区营业部数量占 45.83%	3
图 3、东吴证券在苏州地区营业部数量远超同业	3
图 4、东吴证券经纪业务市场份额在苏州地区占绝对优势	4
图 5、东吴证券经纪业务市场份额在江苏省居第 2 名	4
图 6、2006-2011 年 11 月东吴证券在苏州地区 IPO 承销 9 家	5
图 7、2008-2011 年中期东吴证券传统业务的收入占比与利润占比	5
图 8、东吴证券经纪业务净收入对营业收入的占比高于行业水平	6
图 9、2009-2011 年 1-6 月东吴证券经纪业务利润占比在 70% 以上	6
图 10、东吴证券股票主承销规模快速增长	7
图 11、东吴证券经纪业务净佣金率高于市场平均水平	7
图 12、东吴证券股票主承销规模快速增长	8
图 13、2008-2011 年 6 月东吴证券证券承销业务净收入	9
图 14、2009-2011 年 6 月东吴证券自营投资业务规模及收益率	10
图 15、2008-2011 年 6 月东吴证券证券自营投资的品种结构	10
图 16、东吴证券证券自营投资中交易性金融资产占比高	11
图 17、2009-2011 年 6 月东吴证券资管业务收入与利润贡献	12
图 18、东吴投资直投项目规模与数量	13
图 19、2008-2011 年 6 月东吴基金盈利情况	14
图 20、2009-2011 年 6 月东吴证券期货经纪业务市场份额与收入情况	14

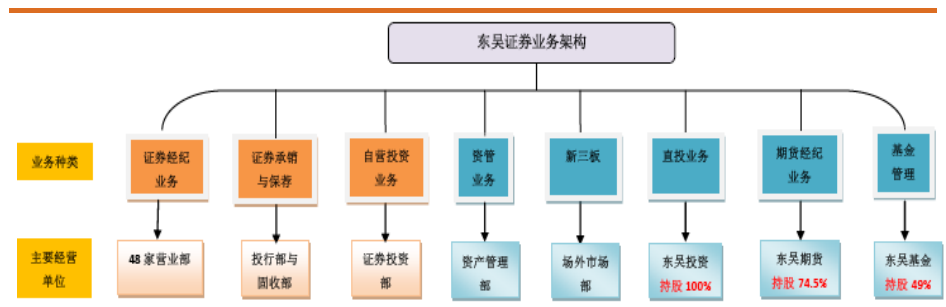
表 1、东吴证券资产规模与盈利水平在 18 家上市券商中的位置.....	1
表 2、2010 年苏州地区前十家营业部中东吴证券占 7 家	4
表 3、2009-2011 年 11 月东吴证券主承销的项目.....	9
表 4、东吴证券发行的集合理财产品.....	12

1 公司基本情况

东吴证券的前身可追溯到 1993 年 4 月成立的苏州证券。2002 年 4 月苏州证券更名为东吴证券有限责任公司，2010 年 5 月整体变更为东吴证券股份有限公司（以下简称“东吴证券”）。东吴证券的控股股东和实际控制人为苏州国际发展集团公司（以下简称“国发集团”）；国发集团直接持股比例 42.12%，通过两大子公司营财投资和苏州信托间接持股比例 8.04%，因此，国发集团合计实际控股比例为 50.16%。国发集团是享有苏州市国有资产投资主体地位的国有独资公司，参股或控股苏州银行、苏州信托、东吴人寿等多家企业。

东吴证券业务范围涵盖经纪业务、投行业务、证券自营投资，涉足资产管理业务、直接投资业务、新三板代办股份业务、基金管理业务等。在业务经营战略上，东吴证券深耕苏州地区，积极拓展国内重点区域。

图 1、东吴证券目前的业务架构



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

根据 2011 年中期的财务数据，在 18 家上市券商中，东吴证券总资产与净资产规模分别排在第 13 名与第 14 名，净利润规模与每股收益均排在第 13 名。

表 1、东吴证券资产规模与盈利水平在 18 家上市券商中的位置

证券简称	总资产排名	净资产排名	净利润排名	每股收益排名
中信证券	1	1	1	5
海通证券	2	2	2	7
华泰证券	3	3	6	10
招商证券	4	4	3	4
广发证券	5	6	4	1
光大证券	6	5	5	3
长江证券	7	8	10	11
国元证券	8	7	9	8
宏源证券	9	12	7	2
兴业证券	10	11	8	12
方正证券	11	10	12	17

西南证券	12	9	11	14
东吴证券	13	14	13	13
东北证券	14	15	18	15
国海证券	15	17	15	6
山西证券	16	13	17	18
国金证券	17	16	14	9
太平洋	18	18	16	16

资料来源：公司财报，湘财证券研究所

注：2011 年中期财务数据。

2 享区域经济发展之地利，传统业务深耕苏州市市场

2.1 苏州地区具有发展资本市场的良好经济基础

苏州区域经济发展，民富殷实，是我国最富庶的地市级区域之一。2010 年，苏州地区生产总值达 9,168.91 亿元，排名全国第五；在全国 20 个重点城市中，苏州工业总产值排名第 2 位，出口总额排名第 3 位；城镇居民人均可支配收入 29,219 元，农民人均纯收入 14,460 元，分别比同期全国平均水平高出 52.91% 和 144.30%。苏州市下辖张家港市、常熟市、太仓市、昆山市、吴江市、吴中区、相城区、平江区、沧浪区、金阊区，以及苏州工业园区和苏州高新区。其中，张家港、常熟、昆山、吴江和太仓的经济实力列全国百强县（市）前十位。

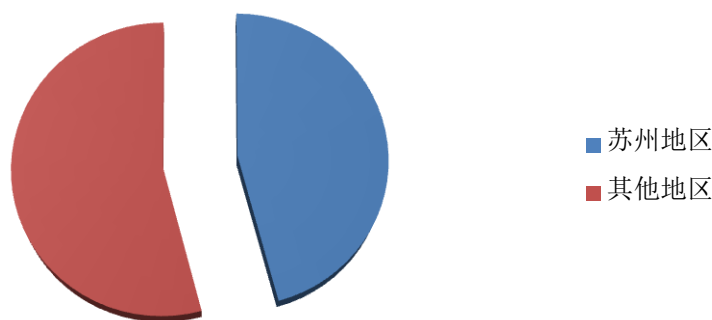
苏州高新技术产业高速增长，新兴产业发展势头强劲，民营经济实力强大。2010 年，苏州高新技术产业实现产值 9,007.89 亿元，较 2009 年增长 27%；新材料、智能电网、物联网、高端装备制造、节能环保、新能源等制造业实现工业产值 7,100.56 亿元，比 2009 年增长 25.5%。截至 2011 年 6 月 30 日，苏州共有私营企业 19.42 万家，累计注册资本 6,480.59 亿元。拥有苏州高新技术产业开发区、苏州工业园区及昆山高新技术产业开发区三大园区。其中，苏州高新区 2010 年底民营企业总数达 11339 家。发达的区域经济为苏州地区资本市场投融资活动以及财富管理等提供了良好的基础。

2.2 公司深耕苏州，传统业务雄踞区域市场

东吴证券总部位于苏州，是苏州唯一一家综合性券商。公司把握区域经济发展的优势，坚持“做熟、做透、做深、做细”苏州市场的方针，公司的经纪业务与投资银行业务已形成较强的区域市场优势。

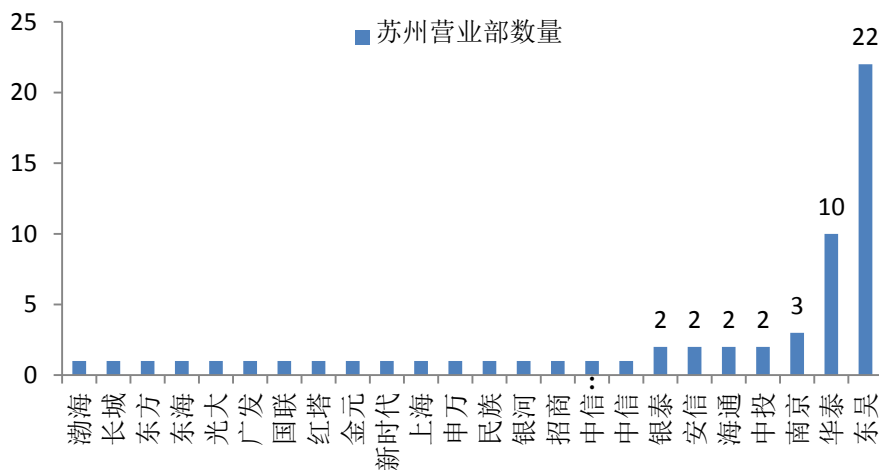
公司在苏州地区构建起强大的业务管理网络，经纪业务网点密集，营业部数量远超同业。公司设立了 9 家分公司管理各区域内的 41 家营业部，其中苏州地区设有 6 家分公司，覆盖苏州地区 5 个县级市与苏州市区。目前，公司拥有 48 家营业部；其中苏州地区 22 家，占营业部总数 45.83%。在苏州地区，公司的营业部数量远超同业。苏州地区 60 家营业部，东吴证券拥有 22 家，占苏州营业部总数的 36.67%，远高于第二名华泰证券。

图 2、东吴证券在苏州地区营业部数量占 45.83%



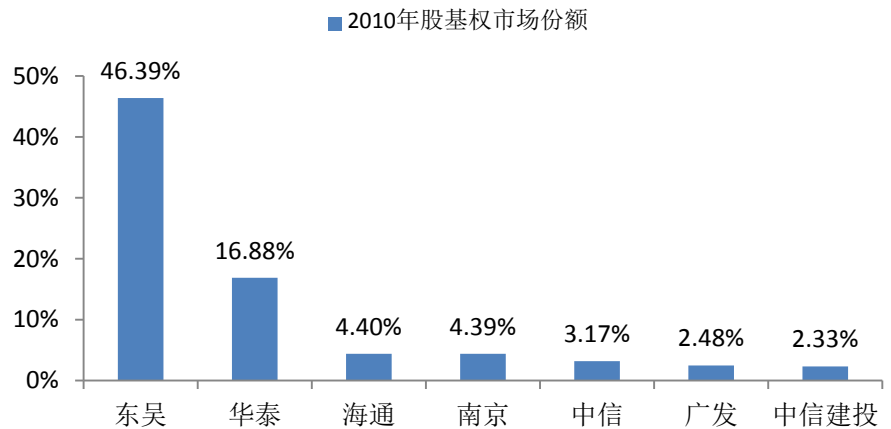
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

图 3、东吴证券在苏州地区营业部数量远超同业

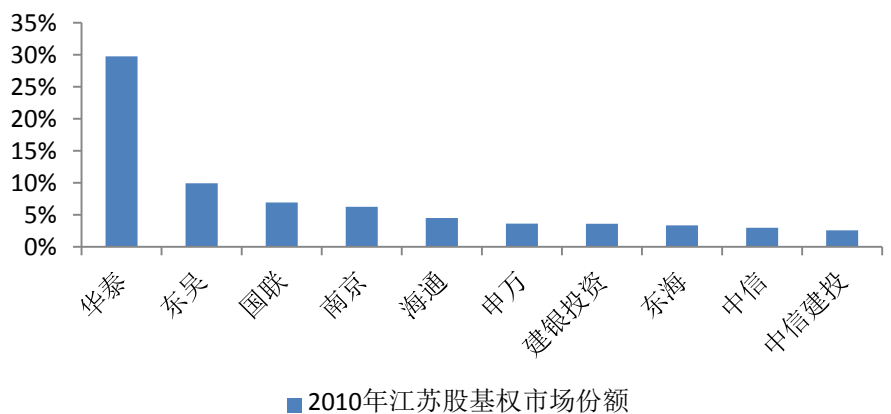


资料来源：同花顺，湘财证券研究所

经纪业务市场占有率在苏州稳居第一，江苏省第二。2010 年东吴证券在苏州地区的股基权交易市场份额为 46.39%，远高于第二名华泰证券 16.88% 的市场份额。2010 年东吴证券在江苏省的股基权交易市场份额居第 2 名，仅次于华泰证券。按股基权交易量，2010 年苏州地区十大营业部中东吴证券占据了 7 家。

图 4、东吴证券经纪业务市场份额在苏州地区占绝对优势


资料来源：同花顺，湘财证券研究所

图 5、东吴证券经纪业务市场份额在江苏省居第 2 名


资料来源：同花顺，湘财证券研究所

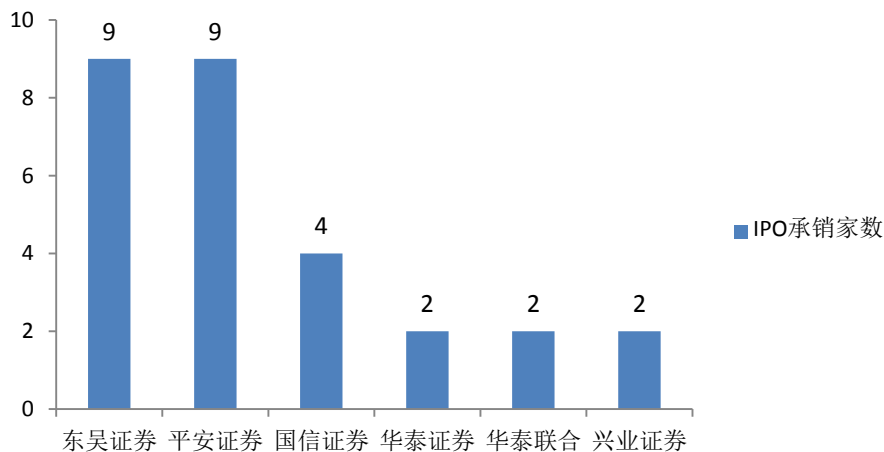
表 2、2010 年苏州地区前十家营业部中东吴证券占 7 家

证券公司	营业部名称	股基权交易额（亿元）
华泰证券	华泰证券股份有限公司苏州人民路证券营业部	935.56
东吴证券	东吴证券股份有限公司昆山前进中路证券营业部	910.11
东吴证券	东吴证券股份有限公司苏州狮山路证券营业部	897.84
东吴证券	东吴证券股份有限公司苏州西北街证券营业部	792.16
东吴证券	东吴证券股份有限公司吴江中山北路证券营业部	750.38
东吴证券	东吴证券股份有限公司常熟阜湖路证券营业部	709.11
东吴证券	东吴证券股份有限公司张家港杨舍证券营业部	678.82
华泰证券	华泰证券股份有限公司张家港杨舍东街证券营业部	670.18
东吴证券	东吴证券股份有限公司苏州工业园区现代大道证券营业部	582.71
中信证券	中信证券股份有限公司苏州中新路证券营业部	538.87

资料来源：WIND，湘财证券研究所

凭借苏州发达的区域经济，公司投资银行业务发展迅速，自 2006 年股权分置改革新老划断以来，公司在苏州地区 IPO 主承销家数名列前茅。

图 6、2006-2011 年 11 月东吴证券在苏州地区 IPO 承销 9 家

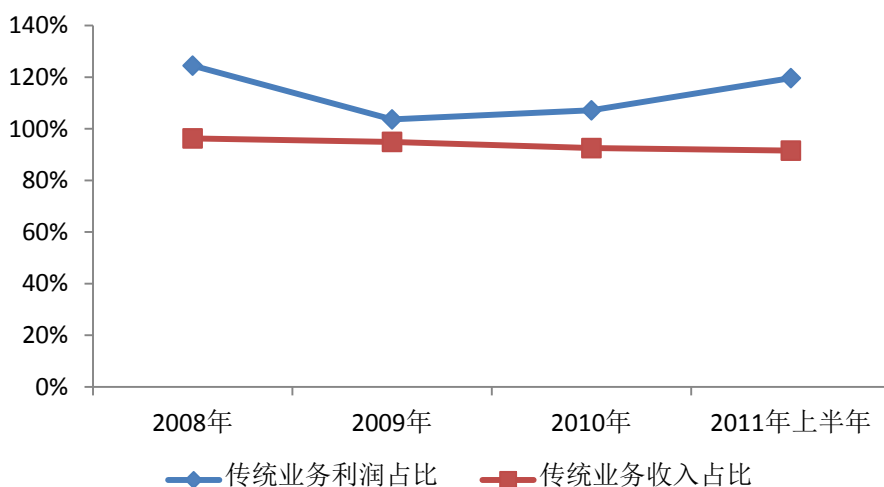


资料来源：WIND，湘财证券研究所

3 公司以传统业务为主，创新业务尚处萌芽期

目前，东吴证券的收入结构与利润结构中，证券经纪业务、投资银行业务与自营投资业务三项传统业务合计贡献了 90%以上的收入以及全部的利润。公司的资管业务、直投业务等创新业务起步较晚，尚处于萌芽期。

图 7、2008-2011 年中期东吴证券传统业务的收入占比与利润占比



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

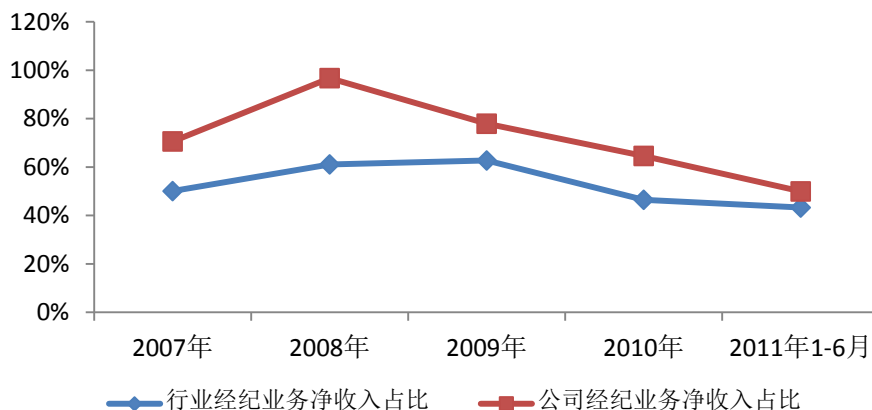
3.1 证券经纪业务收入占比高，市场份额略有回升，净佣金率高于市场平均水平

1、公司证券经纪业务收入占比显著高于行业水平。

随着投资银行业务的发展，近年公司经纪业务收入在营业收入中的占比呈下降趋势，但是 2009 年、2010 年与 2011 年中期公司经纪业务净收入占比分别为 77.90%、64.59%与 49.94%。而同时期，按上市券商财务数据测算的行业经纪业务净收入占比分别为 62.71%、46.48%与 43.28%。

在利润贡献上，公司经纪业务利润占利润总额的比重在 70%以上。

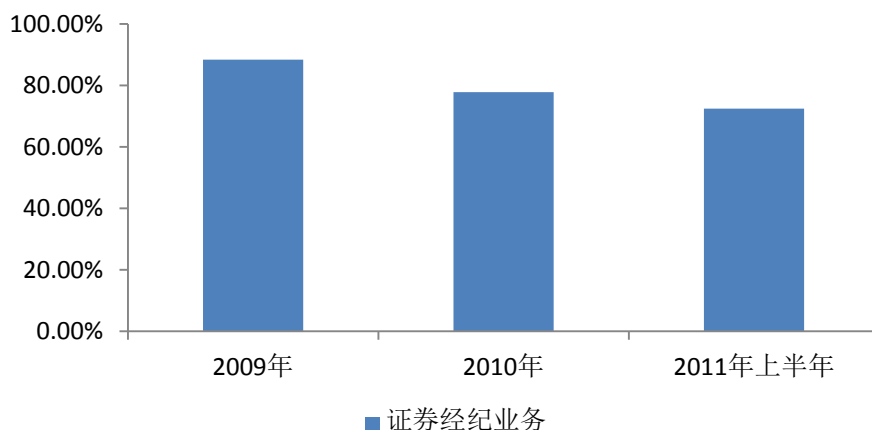
图 8、东吴证券经纪业务净收入对营业收入的占比高于行业水平



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

注：行业经纪业务净收入占比来自上市券商数据统计

图 9、2009-2011 年 1-6 月东吴证券经纪业务利润占比在 70%以上



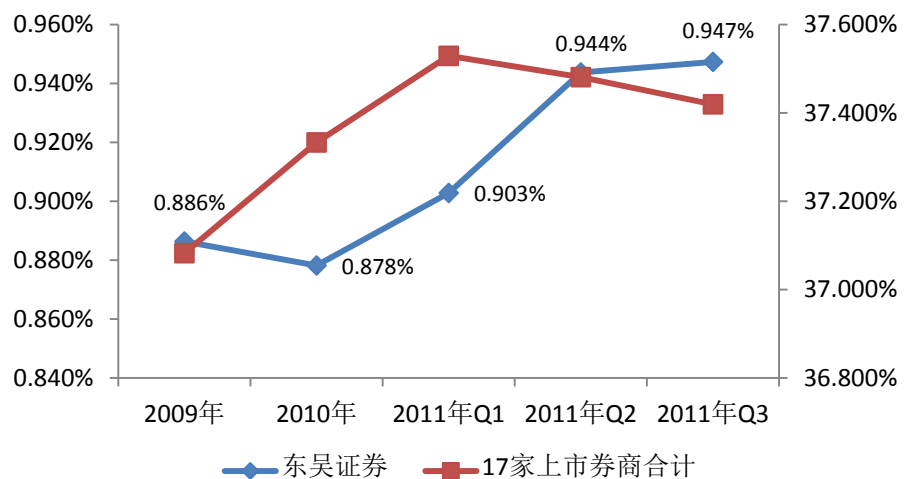
资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

2、公司证券经纪业务市场份额回升。

2011 年 1-3 季度，公司股基权交易量市场份额有所回升，2011 年第 1 季度-第 3 季度，公司股基权交易量市场份额分别为 0.903%、0.944%与 0.947%。同期，17 家上市券商加总市场份额在下滑。

根据中国证券业协会的数据，2008-2010 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，行业排名稳步提升。

图 10、东吴证券股基权交易市场份额呈回升态势

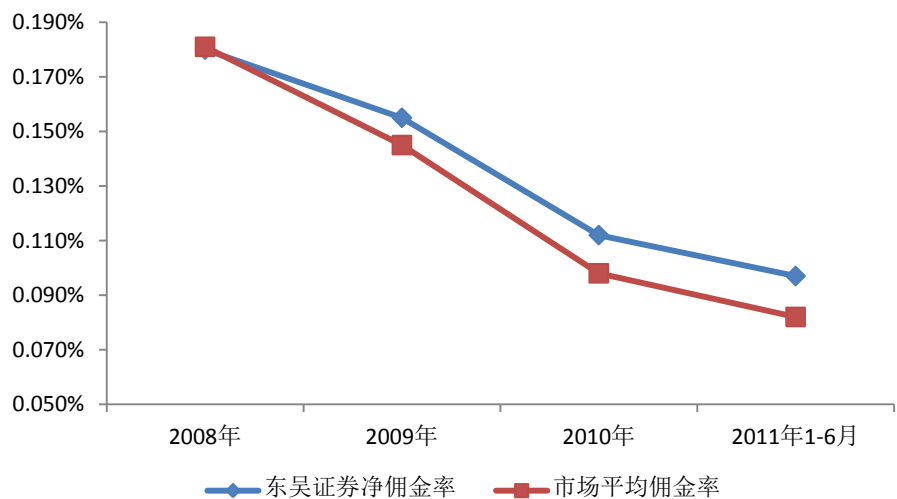


资料来源：同花顺，湘财证券研究所

3、公司证券经纪业务净佣金率高于市场平均水平。

2010 年与 2011 年中期，公司经纪业务佣金率分别为 0.112% 与 0.097%，而市场平均佣金率分别 0.098% 与 0.082%。

图 11、东吴证券经纪业务净佣金率高于市场平均水平



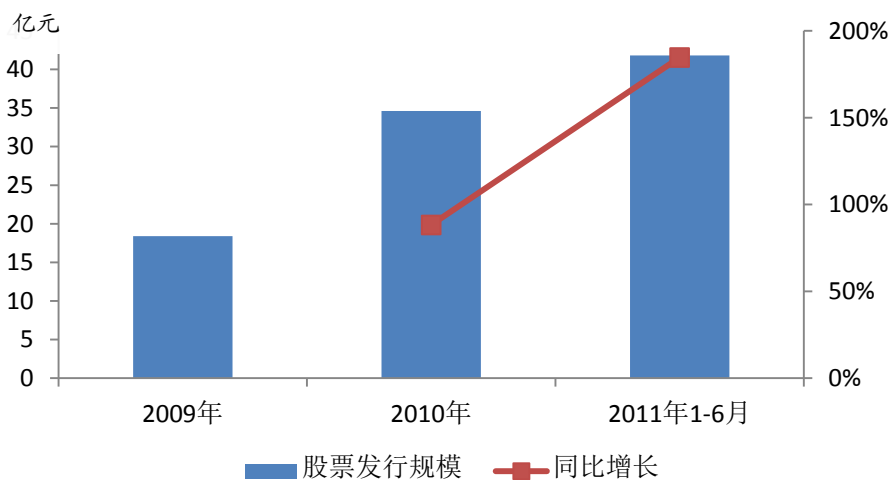
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

3.2 投行业务发展迅速，在中小项目上具有优势

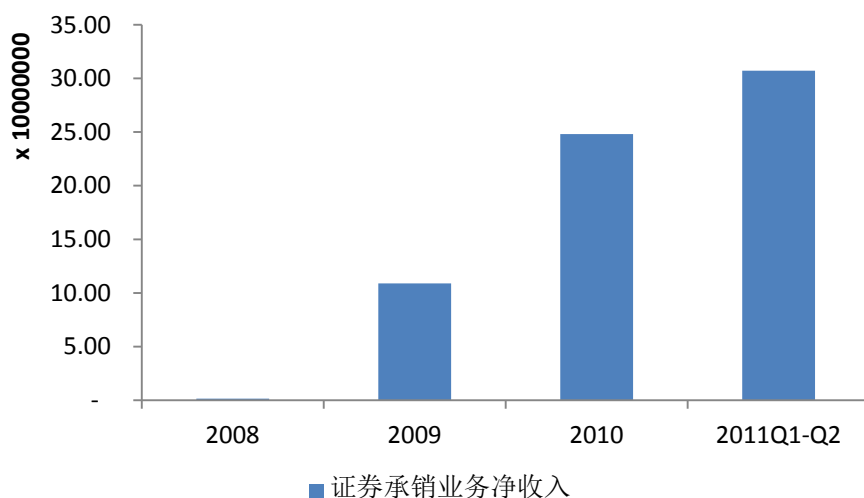
2009 年以来，东吴证券的投资银行业务发展迅速。公司主承销项目的发行规模 2009 年与 2010 年分别为 2.59 亿元和 3.46 亿元，同比增长 33.72%；2011 年 1-11 月为 4.68 亿元，同比增长 35.21%。公司证券承销业务净收入 2009 年与 2010 年分别为 1.09 亿元和 2.48 亿元，增长 127.82%；2011 年 1-6 月为 3.07 亿元，同比增长 285.52%。据中国证券业协会的数据，2008-2010 年，公司投资银行业务的净收入分别位列第 54 位、30 位和 26 位，行业排名快速提升。

2008 年，公司获深交所“2007 年度中小企业版优秀保荐机构”称号。2009 年至今共主承销 11 单 IPO 项目，其中 8 个项目发行规模在 10 亿元以下，3 个项目发行规模在 10 亿元—20 亿元之间。其中，新宁物流、康力电梯、胜利精密等 6 个项目来自于苏州当地。苏州高新技术产业开发区、张家港经济开发区等多个经济开发区与出口加工区，园区内中小企业众多；且公司在苏州地区项目储备较多，为公司在中小企业证券承销业务上提供重要保障。

图 12、东吴证券股票主承销规模快速增长



资料来源：WIND，湘财证券研究所

图 13、2008-2011 年 6 月东吴证券证券承销业务净收入


资料来源：WIND，湘财证券研究所

表 3、2009-2011 年 11 月东吴证券主承销的项目

名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模(万元)
新宁物流	首发	2009/10/13	23,400.00
键桥通讯	首发	2009/11/27	56,400.00
上海凯宝	首发	2009/12/24	104,120.00
09 渝水投	债券发行	2009/2/9	75,000.00
2009 年小计			258,920.00
康力电梯	首发	2010/3/2	90,785.00
胜利精密	首发	2010/5/26	56,099.90
雏鹰农牧	首发	2010/9/1	117,250.00
蓝丰生化	首发	2010/11/22	82,080.00
2010 年小计			346,214.90
广电电气	首发	2011/1/25	199,500.00
11 太仓恒通债	债券发行	2011/2/28	50,000.00
科斯伍德	首发	2011/3/14	42,217.00
电科院	首发	2011/5/3	87,400.00
西藏旅游	增发	2011/4/28	35,000.00
飞力达	首发	2011/6/27	54,000.00
2011 年 1-11 月小计			468,117.00

资料来源：WIND，湘财证券研究所

3.3 自营投资业务风格趋于平衡，财务核算偏激进

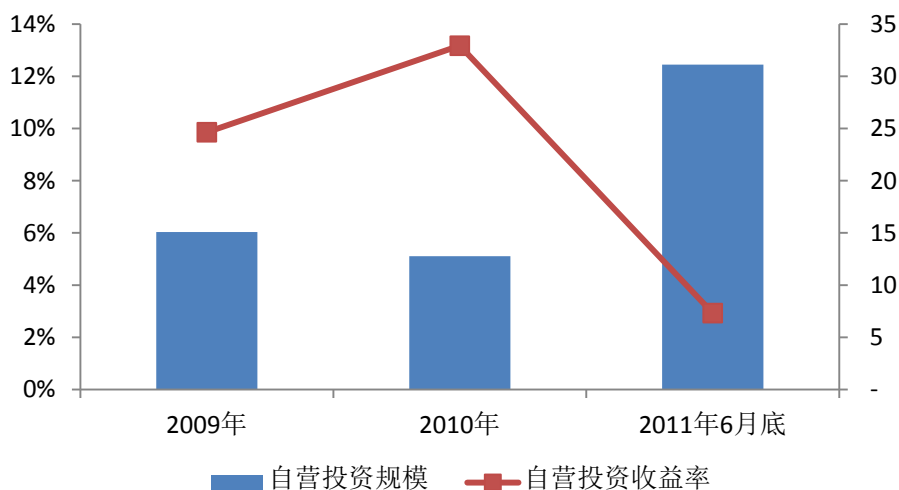
2011 年 6 月末，公司自营投资规模为 31.12 亿元，比年初增加了 18.36

亿元,主要系交易性金融资产增加 18.73 所致。其中,交易性权益工具增加 5.39 亿元,交易性债券投资增加 7.82 亿元,基金等其他交易性投资增加 5.51 亿元。

从投资结构看,业务操作风格趋于平衡。2009 年以来债券品种占比提高,2011 年 6 月底在自营投资品种结构中债券占 46.55%、股票占 28.29%、基金占 16.76%。

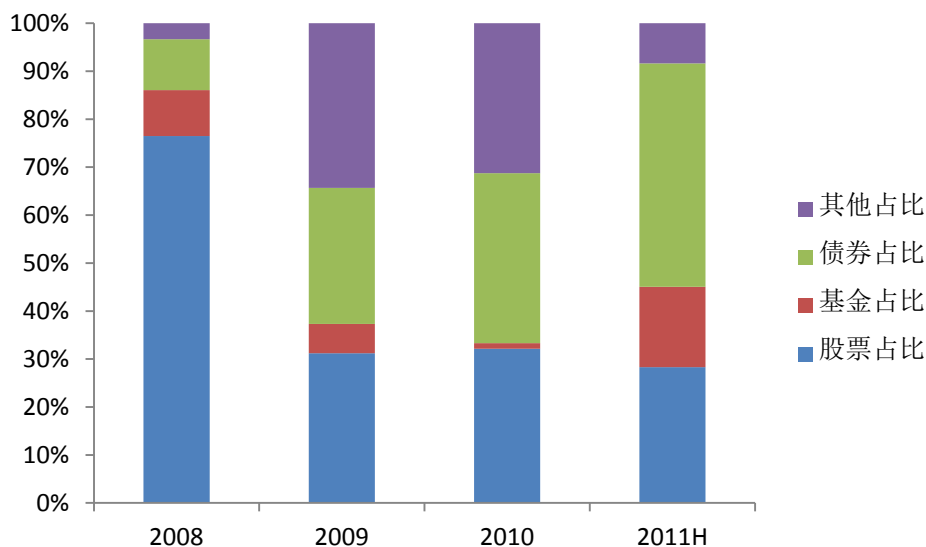
从会计分类上看,自营投资的财务核算风格偏激进。交易性金融资产在 2010 年底与 2011 年 6 月底分别占 80.37%与 93.16%,市场波动对会计确认的自营投资收益冲击较大。

图 14、2009-2011 年 6 月东吴证券自营投资业务规模及收益率

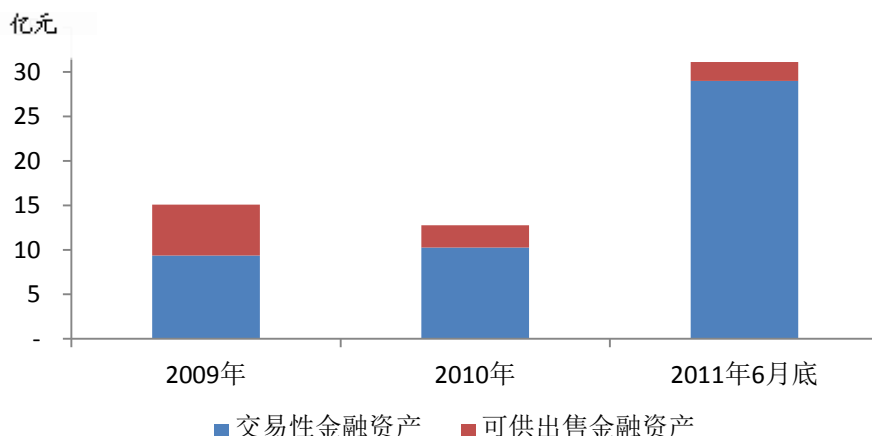


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

图 15、2008-2011 年 6 月东吴证券证券自营投资的品种结构



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

图 16、东吴证券证券自营投资中交易性金融资产占比高


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

3.4 创新业务据地利优势，但尚处萌芽期

江苏与苏州的人均财富、经济增长，高新园区企业众多不仅是公司经纪业务与投行业务发展之地利，也是公司发展资管业务、直投业务、新三板业务等创新业务的地利优势。公司在苏州众多的网点可提供便利的销售渠道，股东背景也可为公司创新业务提供运作实力。但是，公司的创新业务开展总体上相对滞后，创新业务发展尚处萌芽期。

1、资管业务规模小，尚未进入盈利期。

公司于 2009 年获得资管业务资格，2009 年 12 月运作第一单定向资产管理业务，募集资金规模为 1 千万元。2010 年开展集合理财产品运作，2010 年 2 月成立东吴财富 1 号，成立规模 7.65 亿份；2010 年 12 月成立东吴财富 2 号，成立规模 2.59 亿份。目前，公司的资产净值为 3.94 亿元，在 57 家集合理财产品管理人中位居第 42 名，

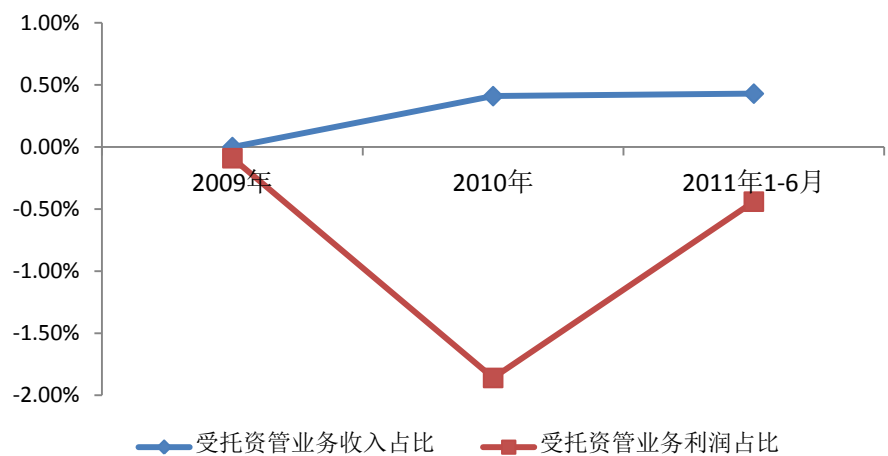
目前，代客资管业务对公司的收入贡献微小，尚未实现盈利。2010 年与 2011 年中期公司资管业务收入分别 741.59 万元与 393.09 万元，占当期营业收入的比重分别为 0.41%与 0.43%。2010 年与 2011 年中期公司资管业务利润分别为-1398.96 万元和-132.30 万元。

表 4、东吴证券发行的集合理财产品

产品简称	截至日期	份额净值	截至日期	资产净值	投资类型	成立日期	到期日期	存续期(年)	成立规模(亿份)
东吴财富 1 号	2011/12/7	0.66	2011-9-30	2.5513	平衡混合型基金	2010-2-11	2013-2-10	3.00	7.65
东吴财富 2 号	2011/12/7	0.84	2011-9-30	1.3837	偏股混合型基金	2010-12-15	2015-12-14	5.00	2.59

资料来源：湘财证券研究所

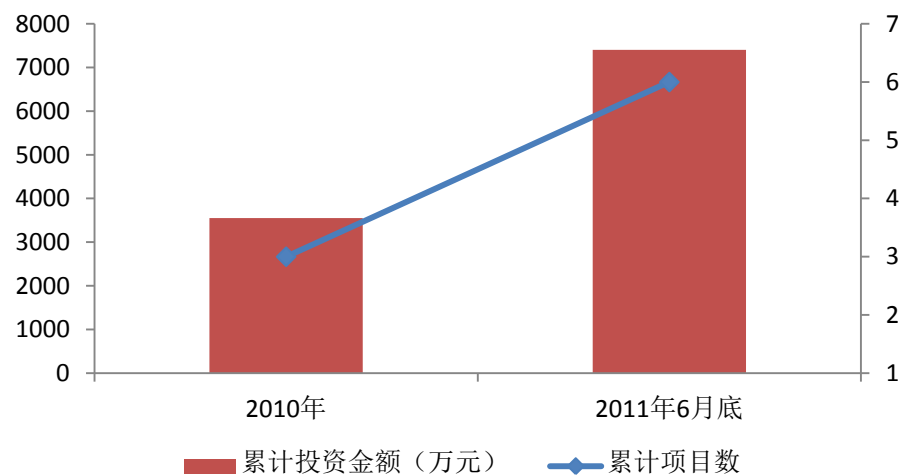
图 17、2009-2011 年 6 月东吴证券资管业务收入与利润贡献



资料来源：同花顺，湘财证券研究所

2、直投业务回报尚待时日。

2009 年 9 月，东吴证券取得直投业务试点资格，2010 年 1 月成立全资直投子公司——东吴投资，注册资本 3 亿元。东吴投资 2010 年完成 3 个投资项目，投资金额 3552 万元；2011 年上半年完成 3 个投资项目，投资金额 3850 万元。截至 2011 年 6 月底，东吴投资完成 6 个投资项目，合计投资额 7402 万元；但投资回报尚待时日。

图 18、东吴投资直投项目规模与数量


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

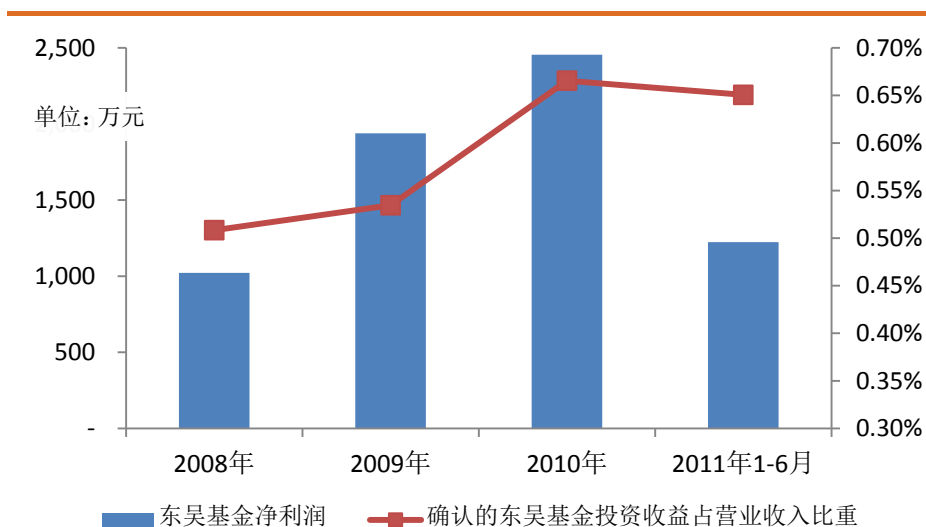
3、新三板业务有潜力。

公司是“新三板”主办券商之一，并且设有场外市场总部专门从事“新三板”市场业务。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技术股份有限公司和北京意诚信通智能卡股份有限公司。苏州拥有三大国家级园区以及多个经济技术开发区，中小企业众多，加上公司总部位于苏州所获得的区域优势，未来新三板扩容后，公司在新三板业务上将富有潜力。

3、旗下东吴基金近年业绩表现不凡。

公司是东吴基金的第一大股东。东吴基金成立于 2003 年 6 月，注册资本 1 亿元。其中，东吴证券出资 4900 万元，出资比例为 49%。据 WIND 资讯，东吴基金 2010 年营业收入位于行业第 46 位，旗下管理的基金产品收益率排名行业第 2 位，保持较强的市场竞争力。

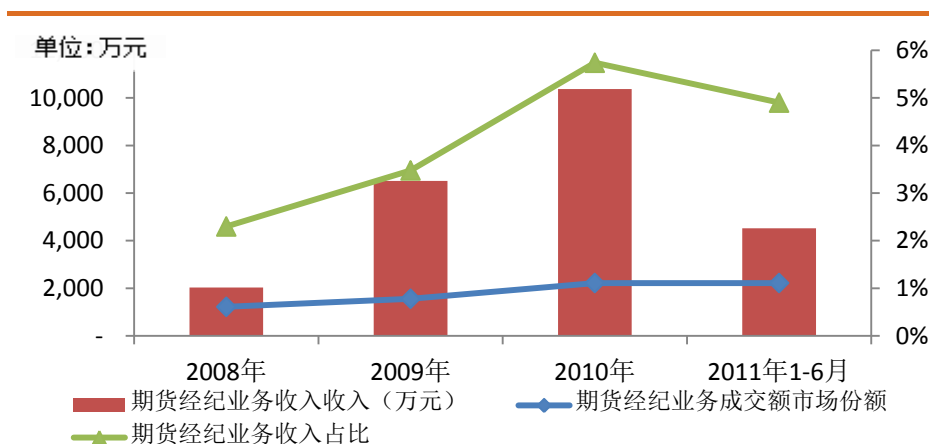
东吴基金近年业绩表现良好。2010 年东吴基金旗下积极偏股型基金整体表现在国内基金公司中位列三甲。东吴基金 2008 年至 2010 年分别实现净利润 1021.37 万元、1938.16 万元、2454.88 万元，2009-2010 年同比增长分别为 89.76%与 26.66%；2011 年上半年实现净利润 1224.08 万元。

图 19、2008-2011 年 6 月东吴基金盈利情况


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

4、期货经纪业务增长较快。

公司目前持有东吴期货 74.5% 股权。东吴期货在苏州、上海等地开设了 12 家期货营业部。2008-2010 年东吴期货实现了快速发展，营业收入由 2008 年的 2030.09 万元增加至 2010 年的 10369.97 万元，年均复合增长率 226.01%；净利润由 2008 年的 33.85 万元增加至 2010 年的 1860.03 万元，年均复合增长率 741.28%；市场占有率从 2008 年的 0.61% 增加至 2010 年的 1.11%。2011 年上半年，受行业监管等因素影响，行业期货交易量与经纪业务收入均出现下滑，公司经营也出现下滑，但公司的市场占有率保持稳定。

图 20、2009-2011 年 6 月东吴证券期货经纪业务市场份额与收入情况


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

5、融资融券业务在积极筹办中。

公司已设立融资融券业务部负责融资融券业务筹备管理工作。融资融券业务交易及管理系统已能满足业务开展需求。现在公司已完成融资融券业务资格申报工作，业务的开展指日可待。

4 盈利预测及估值

4.1 基本假设

市场股基权日均成交额：2011 年为 1917 亿元，2012 年为 2300 亿元，2013 年为 2415 亿元。公司股基权市场份额：2011 年为 0.92%，2012 年为 0.93%，2013 年为 0.94%。公司代理买卖证券净佣金率：2011 年为 0.095%，2012 年为 0.086%，2013 年为 0.81%。

4.2 估值及投资建议

在假设前提下，我们预计 2011 年、2012 年与 2013 年公司摊薄 EPS 分别为 0.16 元、0.25 元与 0.27 元。对应当前股价 7.35 元，2011 年、2012 年与 2013 年公司的市盈率分别为 46 倍、29 倍与 27 倍；公司的市净率分别为 1.9 倍、1.8 倍与 1.7 倍。目前，中小券商平均市盈率 42 倍左右。考虑公司目前流通股仅 2.75 股，在 18 家上市券商中公司目前的流通盘仅大于国海证券，存在一定的市场弹性空间；以及公司占据苏州的区域优势。我们首次给予“增持”评级。

5 重点关注事项

5.1 股价催化剂（正面）

大盘超预期反弹，公司创新业务发展提速，行业创新政策推出加快。

5.2 风险提示（负面）

大盘下跌超预期，公司经纪业务市场份额与佣金率下滑超预期，公司投行业务发展低于预期，市场下滑超预期等因素使公司自营投资大幅亏损。

东吴证券财务预测与估值

每股盈利及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.38	0.16	0.25	0.27
BVPS	2.79	3.87	4.07	4.26
PE	19	46	29	27
PB	2.6	1.9	1.8	1.7

盈利能力

净利率	31.86%	21.90%	30.83%	30.83%
ROE（加权平均）	17.28%	7.35%	6.33%	6.39%

资产负债表摘要（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	16,090	11,311	12,867	14,366
交易性金融资产	1,026	1,008	1,028	1,078
可供出售金融资产	255	213	196	215
长期股权投资	114	162	172	182
固定资产	298	298	370	413
资产总计	19,885	14,433	16,285	18,003
代理买卖证券款	14,765	5,200	6,622	7,851
应付职工薪酬	324	459	428	455
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	300	300	300
负债合计	15,639	6,639	8,085	9,404
股本	1,500	2,000	2,000	2,000
公积金	1,699	4,607	4,650	4,712
风险准备	406	470	571	678
未分配利润	582	656	914	1,138
归属于母公司股东权益	4,187	7,733	8,135	8,528
股东权益	4,246	7,794	8,200	8,599
负债及股东权益	19,885	14,433	16,285	18,003

年增长率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	-3.49%	-19.30%	12.41%	6.23%
手续费及佣金净收入	-9.45%	-17.61%	11.14%	5.60%
其中：代理买卖证券业务净收入	-19.98%	-30.84%	9.08%	0.75%
证券承销业务净收入	127.82%	42.80%	15.50%	15.50%
客户资产管理业务净收入		38.66%	23.50%	23.50%
营业成本	17.62%	-2.26%	-6.86%	6.23%
业务及管理费	13.92%	-0.09%	-8.34%	6.23%
净利润	-21.34%	-44.52%	58.23%	6.23%
归属于母公司股东净利润	-21.66%	-44.52%	58.23%	6.23%

利润表摘要（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,807	1,459	1,640	1,742
手续费及佣金净收入	1,451	1,196	1,329	1,403
其中：代理买卖证券业务净收入	1,167	807	881	887
证券承销业务净收入	248	354	409	473
客户资产管理业务净收入	7	10	12	15
净利息收入	157	150	167	184
投资收益	209	112	124	121
公允价值变动净损益	-12	-9	11	24
营业成本	1,045	1,021	951	1,010
营业税金及附加	92	73	82	87
业务及管理费	949	948	869	923
营业利润	763	438	689	732
利润总额	753	429	679	722
净利润	581	322	510	541
归属于母公司股东净利润	576	319	505	537

数据来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。