

东吴证券（601555）

证券研究报告
2020 年 03 月 05 日

区域资源优势稳固，资本实力显著增强

股东背景雄厚+区域优势稳固，有望显著受益于省内经济实力和发展潜力：作为苏州国资委旗下唯一上市金融公司，公司依托长三角经济发达的优势资源、持续做深做透苏州区域市场，在省内资源优势稳固，有望直接受益于长三角地区的区位优势和发展潜力；**1) 经济实力强**，2019 年前三季度，苏州市 GDP 达 1.4 万亿元，全国排名第六；**2) 企业基础好**，据全国工商联发布报告，苏州共有 23 家企业入围“2019 中国民营企业 500 强”，上榜企业数在全国各城市中排名第三；**3) 上市公司多**，截至 2020 年 3 月 4 日，江苏省共有 A 股上市公司 431 家，总市值合计达到 4.70 万亿元，位列全国前列，基于省内丰富的优质企业资源优势，公司投行、直投、资管、财富管理业务的潜在发展空间广阔；**4) 居民收入高**，2019 年江苏省全体居民人均可支配收入为 41400 元，人均收入水平国内领先。

目前综合规模跻身行业前二十，配股募资后资本实力将显著提升：2014、2016 年公司两次定增后资本实力显著增强，目前综合规模跻身行业前二十。2020 年 1 月，公司配股申请获得证监会通过，募集资金总额预计不超过 65 亿元，扣除发行费用后拟全部用于增加公司资本金，补充营运资金，增强公司的市场竞争力和持续盈利能力。随着通道业务佣金率下降、行业竞争加剧、科创板跟投制度实施，证券公司重资本化转型趋势日益显著，净资本已成为制约公司争先进位、实现战略发展目标的瓶颈，叠加当前行业监管体系以净资本为核心，净资本实力决定了券商未来的发展潜力、业务规模和竞争能力。配股募资后，公司净资本实力有望得到显著提升。

投行/经纪业务深耕苏州、表现稳健，投资业务驱动增长：2019 年公司归母净利润预计为 10 亿元至 11 亿元，同比增速+179.01%至+206.91%，业绩高弹性复苏；**1) 经纪业务：**市场份额小幅回升（市占率 1.22%），佣金率基本保持稳定，积极向财富管理转型；**2) 投行业务：**依托苏州资源优势，股权融资业务行业地位稳步提升，目前公司积极布局科创板业务，有望受益于直接融资发展的红利；**3) 投资业务：**公司优化资产配置结构，提升权益类资产占比，并准确把握市场回暖趋势，积极布局核心资产等价值蓝筹，投资收益大幅改善；**4) 资管业务：**短期规模仍然承压，但积极转型主动管理，后续费率改善有望驱动收入增长；**5) 信用业务：**市场利率下行导致融资成本降低，叠加会计准则变更，业务收入增长显著，其中，股票质押规模仍然平稳收缩，防控风险；两融业务市占率有所回升。

盈利预测与投资评级：公司立足苏州，依托苏州国资实力+稳固区域优势平稳发展，预计配股募资后资本实力将进一步增强，将受益于资本市场直接融资大发展的红利，预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 10.79、14.00、16.82 亿元，目前估值约 1.44 倍 2020PB，处于历史估值中枢下方，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场成交量下滑影响经纪业务收入；股市剧烈波动冲击自营投资收益；资本市场改革进展不及预期；股票质押业务违约风险

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,144.24	4,161.93	5,373.33	5,594.54	6,312.72
增长率（%）	(10.78)	0.43	29.11	4.12	12.84
净利润（百万元）	788.12	358.41	1,078.79	1,400.38	1,682.24
增长率（%）	(47.40)	(54.52)	200.99	29.81	20.13
净利润率	19.02%	8.61%	20.08%	25.03%	26.65%
净资产收益率	3.79%	1.78%	5.14%	4.85%	5.50%
市盈率（倍）	2,605.83	89.23	29.64	22.84	19.01
市净率（倍）	1.54	1.59	1.52	1.44	1.36
每股净利润（元/股）	0.26	0.12	0.36	0.36	0.43
每股净资产（元/股）	6.94	6.72	7.00	7.41	7.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,000.00
流通 A 股股本(百万股)	3,000.00
A 股总市值(百万元)	31,980.00
流通 A 股市值(百万元)	31,980.00
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	78.42
一年内最高/最低(元)	13.09/7.60

作者

夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003	
xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005	
luozuanhui@tfzq.com	
周颖婕	联系人
zhouyingjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况.....	4
1.1. 深耕苏州的区域型券商，区位优势稳固	4
1.2. 综合规模位居行业前列，配股募资后资本实力将显著提升	5
1.3. 业绩深蹲起跳，投资业务驱动增长	6
2. 业务概述.....	8
2.1. 投行业务：依托苏州资源优势，布局科创板打开未来发展空间	8
2.2. 经纪业务：市场份额企稳回升，积极向财富管理转型	9
2.3. 自营业务：市场环境回暖+准确把握市场机遇，盈利大幅改善	9
2.4. 资管业务：积极转型主动管理，后续发展可期	10
2.5. 信用业务：融资成本降低，业绩显著改善	11
3. 盈利预测与估值分析.....	13
3.1. 盈利预测	13
3.2. 投资建议与估值分析	14
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：东吴证券股权结构情况	4
图 2：2019 年前三季度，苏州市 GDP 位列全国第六	5
图 3：2010-2019Q3 东吴证券的净资产和财务杠杆率	7
图 4：2010-2019Q3 东吴证券的归母净利润和 ROE	7
图 5：2012-2019Q3 东吴证券的业务收入结构	7
图 6：2019 年前三季度东吴证券各项业务收入及同比增速	7
图 7：2012-2019Q3 公司投行业务收入及同比增速	8
图 8：2012-2019 年公司 IPO 承销金额及市场份额	8
图 9：2013-2019 年公司定增承销金额及市场份额	8
图 10：2012-2019 年公司债券承销金额及市场份额	8
图 11：2012-2019H 公司经纪业务市场份额	9
图 12：2012-2019H 公司及行业经纪业务佣金率	9
图 13：2012-2019H 公司自营资产规模及同比增速	10
图 14：2012-2019Q3 公司总投资收益及同比增速	10
图 15：2012-2019H 公司自营类资产配置结构	10
图 16：2012-2019H 公司权益类证券及衍生品规模及净资本占比	10
图 17：2012-2019Q3 公司资产管理净收入及同比增速	11
图 18：2012-2019H 公司资产管理规模及同比增速	11
图 19：2013-2019H 公司各项资产管理规模占比	11
图 20：2014~2019H 公司及行业资管业务综合费率	11
图 21：2012-2019Q3 东吴证券的资本中介业务收入情况	11

图 22: 2014/06-2019/06 东吴证券股票质押业务余额及同比增速	12
图 23: 2014/06-2019/06 东吴证券股票质押业务余额及同比增速	12
表 1: 截止 2019 年三季度, 公司前十大股东的持股数量和持股比例	4
表 2: 截至 2019 年上半年, 东吴证券控股子公司的盈利状况	5
表 3: 2014~2019 年上半年东吴证券各项指标行业排名	6
表 4: 公司配股募资使用方案明细	6
表 5: 公司参与的科创板相关项目	9
表 6: 东吴证券的盈利预测拆分及核心假设情况	13
表 7: A 股市场 5 家可比券商的估值情况 (单位: 亿元)	14

1. 公司概况

1.1. 深耕苏州的区域型券商，区位优势稳固

苏州国资委旗下唯一上市金融公司，股东背景实力雄厚。东吴证券前身为苏州证券，成立于 1993 年，2002 年更名为东吴证券有限责任公司，2010 年股改完成正式更名为东吴证券股份有限公司，2011 年 12 月在上交所挂牌上市。公司实际控制人为苏州市国资委，第一大股东是苏州国际发展集团有限公司，总计持股比例 27.44%（其中直接持股比例 23.52%，另外通过子公司苏州营财投资集团、苏州信托分别持股 2.15%、1.77%）。大股东国发集团以金融投资为主业，分别控股苏州银行、东吴证券、东吴人寿、苏州信托等金融公司，建立起“银行、证券、保险、信托、担保、创投”六位一体的地方金融体系，作为苏州国资委旗下唯一上市金融平台，公司有望受益股东的区域经济平台优势。

图 1：东吴证券股权结构情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

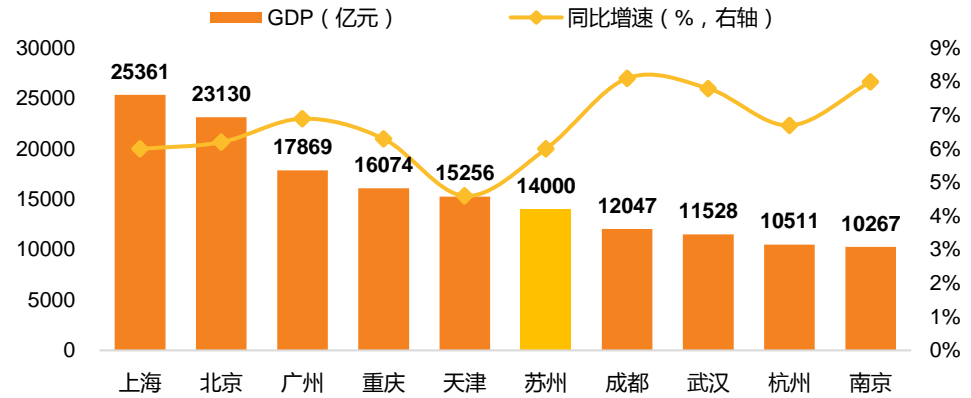
表 1：截止 2019 年三季度，公司前十大股东的持股数量和持股比例

	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
1	苏州国际发展集团有限公司	70,555	23.52
2	中新苏州工业园区城市投资运营有限公司	10,000	3.33
3	张家港市直属公有资产经营有限公司	10,000	3.33
4	中国证券金融股份有限公司	8,970	2.99
5	苏州物资控股(集团)有限责任公司	7,000	2.33
6	苏州高新国有资产经营管理集团有限公司	7,000	2.33
7	苏州营财投资集团有限公司	6,458	2.15
8	苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	6,183	2.06
9	苏州信托有限公司	5,312	1.77
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	4,744	1.58
	Total	136,222	45.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕苏州，区位优势稳固，江苏省内的区域经济优势将为公司各线业务发展提供良好的平台资源支持。2019 年前三季度，江苏省 GDP 为 7.22 万亿元，位列全国第二；苏州市的 GDP 为 1.4 万亿元，位列全国各城市第六。公司业务将充分受益于强劲的区域经济发展：1）公司业务方面，江苏省内尤其是苏州市内优质企业众多，上市公司资源丰富，截至 2020 年 3 月 4 日，江苏省共有 A 股上市公司 431 家，总市值合计达到 4.70 万亿元，在全国居于前列。基于省内丰富的优质企业资源优势，公司投行、直投、资管、财富管理业务的潜在发展空间广阔；2）零售业务方面，江苏省人均收入水平国内领先，2019 年江苏省全体居民人均可支配收入为 41400 元，利好公司经纪业务开拓及未来向财富管理转型升级。

图 2：2019 年前三季度，苏州市 GDP 位列全国第六



资料来源：Wind，天风证券研究所

子公司多元化布局，积极拓展综合证券金融服务。目前公司旗下拥有东吴创业投资、东吴创新资本管理、东吴证券（香港）金融控股 3 家全资子公司，以及东吴基金、东吴期货、东吴中新 3 家控股子公司。近年来在基金、保险、AMC 等业务领域积极布局，致力于打造以证券为核心的多元化综合金融服务平台：

1) 东吴基金：截至 2019 年 6 月底，基金管理资产总规模达 699.24 亿，较年初增加 19.08%，其中公募基金规模 172.65 亿，专户资产规模 485.42 亿元，子公司专项资产规模 30.17 亿元，2019 年 11 月，长江证券前总裁邓晖赴任东吴基金任总经理，引入市场化人才后，经营层面有望开启新一轮的改革，为公司注入新活力；

2) 东吴人寿：2016 年公司 3.43 亿收购东吴人寿 7.725% 股权，2018 年东吴人寿实现保费收入 18.95 亿元，同比-63%，全年亏损约 1.74 亿，短期在行业转型背景下盈利承压，后续有望推动渠道共享与业务协同；

3) 苏州资管：公司 2016 年出资 2.4 亿元参与设立苏州资管，持股 20%，有利于公司分享不良资产管行业的发展红利，进一步深化根据地战略，加大金融创新，丰富盈利模式。

表 2：截至 2019 年上半年，东吴证券控股子公司的盈利状况

	持股比例	净利润（万元）	净资产（亿元）	成立时间
东吴基金	70%	1660.48	4.22	2004 年 9 月
东吴期货	93.80%	1842.77	6.45	1993 年 3 月
东吴创业投资	100%	5411.54	10.12	2010 年 1 月
东吴创新资本	100%	-870.80	38.96	2012 年 6 月
东吴中新（新加坡）	75%	-914.22	0.18	2015 年 8 月
东吴（香港）金融	100%	999.45	7.16	2016 年 6 月

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 综合规模位居行业前列，配股募资后资本实力将显著提升

两次定增后资本实力显著增强，综合规模位居行业前列。公司于 2014 年 8 月、2016 年 1 月分别完成两次定增，规模分别为 51.3 亿元、35.4 亿元，资本实力显著提升。截至 2019 年 9 月，公司总资产 975.9 亿元，净资产 207.2 亿元（2019 年末，预计净资产达 208.3 亿元至 212.3 亿元，较年初增加+3.3%至+5.3%），综合规模位居行业前列。2019 年上半年，公司总资产、净资产、净利润分别位列行业第 20 名、第 21 名、第 20 名。

表 3：2014~2019 年上半年东吴证券各项指标行业排名

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
总资产	21	21	21	20	20	20
净资产	17	22	21	21	22	21
营业收入	25	22	22	25	22	22
净利润	27	21	21	31	32	21
净资本	19	21	19	22	21	26
净资产收益率	80	73	34	55	44	31

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

配股申请获得通过，净资本实力将进一步提升。2020 年 1 月 18 日，公司配股申请获证监会通过，核准公司向原股东配售 8.99 亿股新股，募集资金总额预计不超过 65 亿元，扣除发行费用后拟全部用于增加公司资本金，补充营运资金，增强公司的市场竞争力和持续盈利能力。随着通道业务佣金率下降、行业竞争加剧、科创板跟投制度实施，证券公司重资本化转型趋势日益显著，净资本已成为制约公司争先进位、实现战略发展目标的瓶颈，叠加当前行业监管体系以净资本为核心，净资本实力决定了券商未来的发展潜力、业务规模和竞争能力。配股募资后，公司净资本实力将显著提升。

表 4：公司配股募资使用方案明细

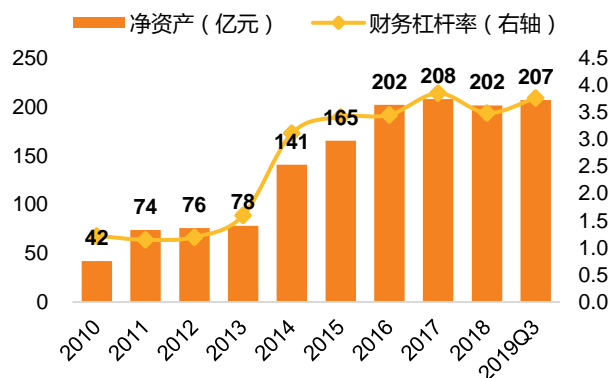
资金投向	金额	具体用途
向境内外全资子公司增资	不超过 10 亿元	1) 发展股权投资业务，拟对东吴创新资本增资及业务优化布局，前瞻布局并扎实推进科创板跟投业务，同时加大对另类投资业务的投入；2) 发展国际业务，拟加大对东吴证券（香港）的投入；3) 发展私募股权投资基金业务，拟对全资子公司东吴创投增资，通过设立私募种子基金、搭建私募孵化平台、提供与私募基金相关的一站式全业务链服务。
发展资本中介业务	不超过 20 亿元	未来，公司仍将继续深耕客户需求，稳健发展融资融券、股票质押业务，提升公司一站式综合服务能力，为零售客户、机构客户及企业客户提供全方位一体化解决方案。
发展投资与交易业务	不超过 30 亿元	募集资金将主要用于固定收益证券的投资，并适度用于权益类证券及证券衍生品的自营投资。公司将继续保持稳健的自营投资风格，通过完善大类资产配置发展全品类、多策略、跨国内外与场内外市场的投资交易模式，提升总体投资收益。
信息技术及风控合规投入	不超过 2 亿元	1) 提高信息技术能力，加大信息技术建设投入；2) 提升合规风控水平，包括聘请外部咨询机构、引进专业人才，加大系统投入，实现合规风控全覆盖。
其他运营资金	不超过 3 亿元	-
合计	不超过 65 亿元	

资料来源：东吴证券《2019 年度配股募集资金使用可行性分析报告》，天风证券研究所

1.3. 业绩深蹲起跳，投资业务驱动增长

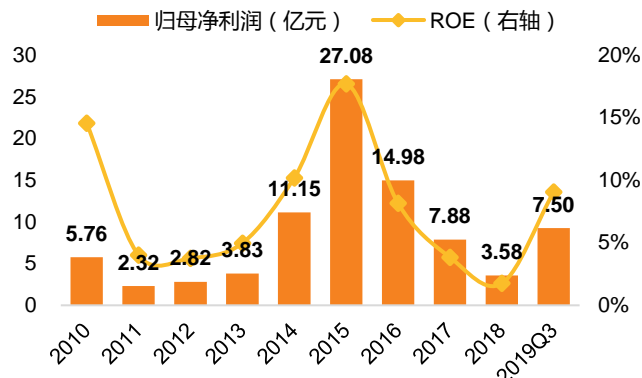
前期业绩承压，2019 年前三季度盈利实现高弹性增长。2018 年，由于股权质押计提减值+市场波动冲击自营业务收入，全年业绩承压，2019 年业务修复后，在低基数下公司盈利呈现高弹性增长。2019 年前三季度，公司实现营业收入 38.93 亿元，同比增长+54.6%，归母净利润 9.26 亿元，同比高增 382.3%（根据公司业绩预增公告，2019 年全年预计实现营业收入 50 亿元至 60 亿元，同比增速+20.14%至+34.55%；实现归母净利润 10 亿元至 11 亿元，同比增速+179.01%至+206.91%）。截止 2019 年 9 月末，公司剔除客户交易保证金后的财务杠杆（3.77 倍）高于行业平均（2.88 倍），年化 ROE 达到 6.0%。

图 3：2010-2019Q3 东吴证券的净资产和财务杠杆率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

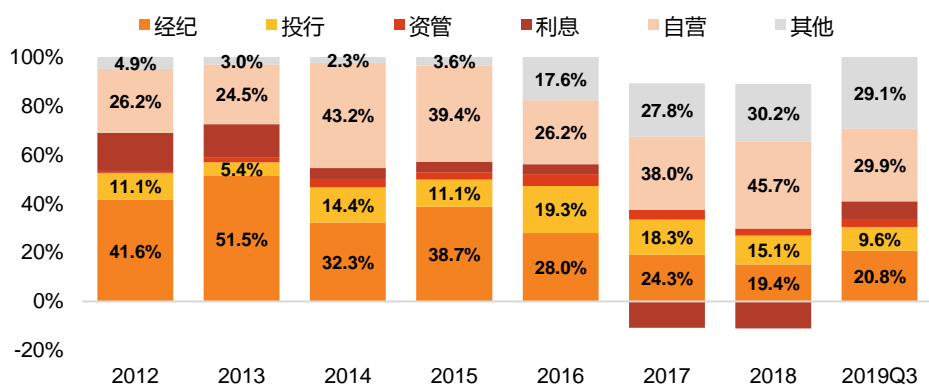
图 4：2010-2019Q3 东吴证券的归母净利润和 ROE



资料来源：公司年报，天风证券研究所

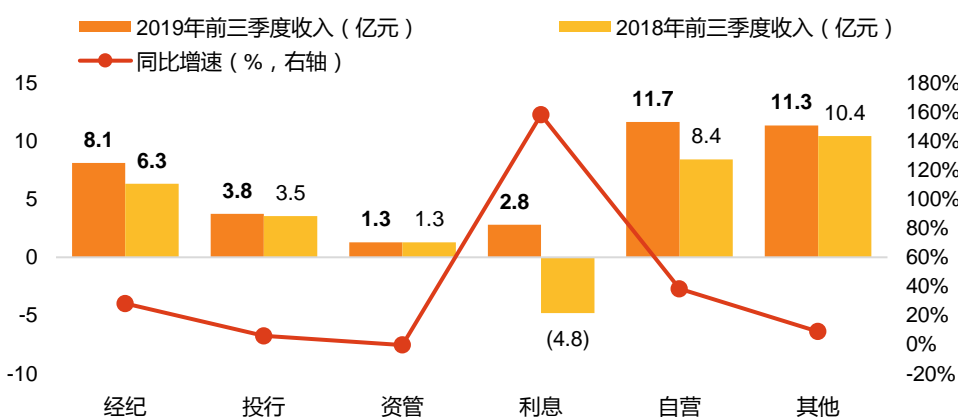
市场环境改善，投资业务驱动增长。2019 年前三季度，公司收入同比+54.6%，分业务结构来看，经纪、投行、资管、自营、利息业务分别实现收入 8.11 亿、3.75 亿、1.28 亿、11.65 亿、2.79 亿、同比增速分别+28.2%、+6.0%、-0.4%、+38.4%、+158.1%，均呈现明显改善。归母净利润在低基数下实现强劲反弹，同比高增+382.3%，主要源于投资、经纪业务在市场环境回暖下高弹性复苏，信用业务扭亏为盈，主要源于实行新会计准则后，债权及其他债权投资持有期间收入从投资收益计入利息收入，此外利率下行降低公司融资成本。

图 5：2012-2019Q3 东吴证券的业务收入结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：2019 年前三季度东吴证券各项业务收入及同比增速



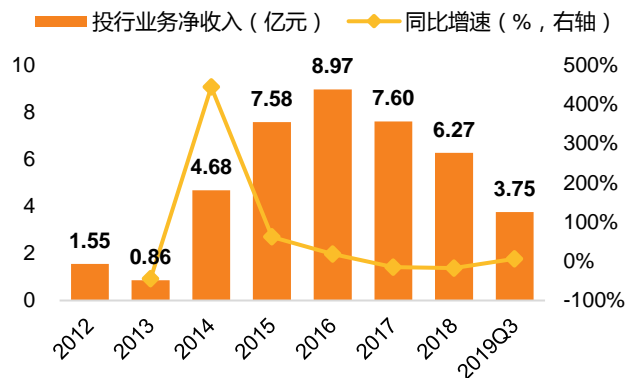
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 业务概述

2.1. 投行业务：依托苏州资源优势，布局科创板打开未来发展空间

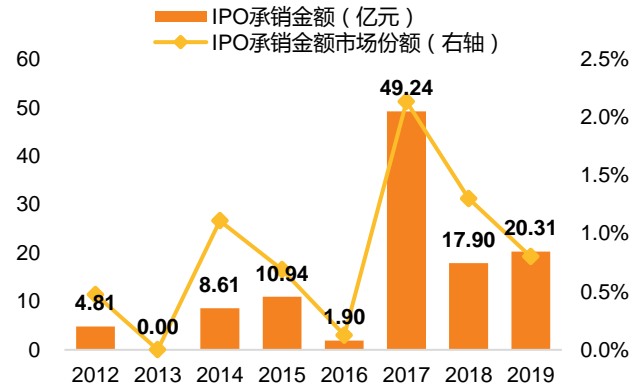
立足江苏省内资源优势，股权融资业务行业地位稳步提升。成立至今，公司承做了电科院、苏宁物流、电科院、中衡设计、天孚通信、苏州苏试等 40 余家 IPO 项目，合计规模超 200 亿元：1) IPO 方面，2019 年公司参与的江苏北人、苏州银行和红花证券已上市（其中江苏北人和苏州银行均为江苏省内企业），保荐项目中泰证券已经过会；2) 定增方面，公司完成 3 单定增项目，合计承销 10.23 亿；3) 债券承销方面，区域优势保持领先，公司债券融资在苏州地区的市占率继续维持高位，品牌影响力不断增强，债券合计承销金额 647.65 亿，市场份额 0.89%。4) 新三板业务方面，截至 2019 年上半年，公司累计挂牌项目数量为 422 家，公司累计挂牌家数市场排名为第 5 名。2019 年公司新增挂牌家数 11 家，市场排名为第 3 名。2019 年公司总共完成新三板挂牌企业非公开发行股票发行 12 次，市场融资次数排名第 6 位，公司做市持仓的天准科技已经成为首批科创板过会项目，持仓的天迈科技已经创业板上市，凌志软件已经过会。

图 7：2012-2019Q3 公司投行业务收入及同比增速



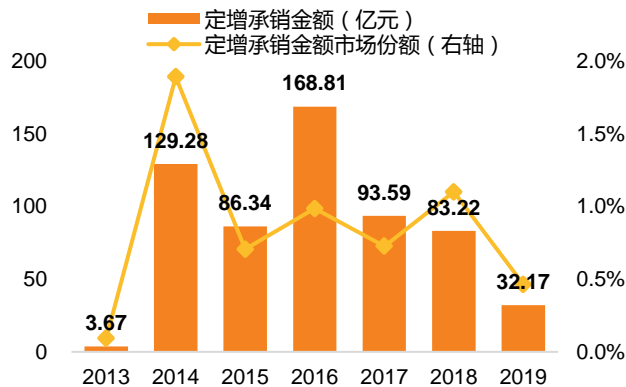
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2012-2019 年公司 IPO 承销金额及市场份额



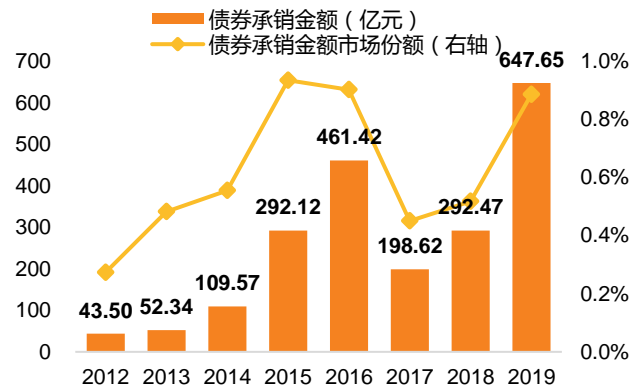
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2013-2019 年公司定增承销金额及市场份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2012-2019 年公司债券承销金额及市场份额



资料来源：Wind，天风证券研究所

积极布局科创板，有望受益于直接融资发展红利。2020 年将是股权融资大年，亦是政策利好转化为业绩的一年，科创板加速推进利好券商投行业务。我们预计 2020 年 160 家科创板企业上市，中性假设下将为证券行业贡献 50.28 亿元的净利润，占 2020 年证券行业净利润的比例约为 3.9%。目前公司积极布局科创板业务，除江苏北人外，泽璟生物已过会，孚能科技已申报，龙腾光电等项目将于近期申报。我们认为，苏州强大的经济实力和良好的企业基础有望助力公司深度受益于资本市场发展下的直接融资红利。

表 5：公司参与的科创板相关项目

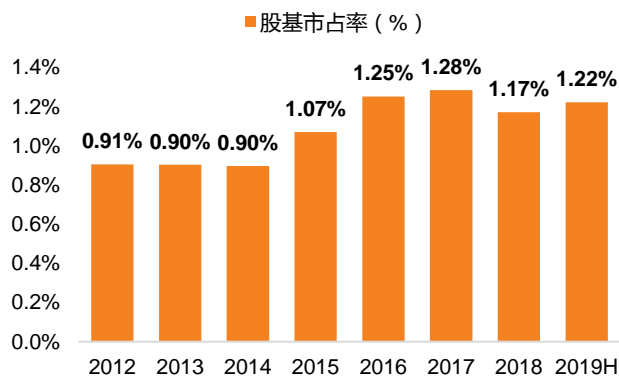
证券简称	最新公告日	审核状态	所属行业	注册地	保荐机构	联席保荐	拟募集资金(亿元)
龙腾光电	2020-02-13	已问询	计算机、通信和其他电子设备制造业	江苏	东吴证券	无	15
孚能科技	2020-03-02	已回复	电气机械和器材制造业	江西	华泰联合	东吴证券、中信证券	34.37
江苏北人	2019-11-18	已发行	专用设备制造业	江苏	东吴证券	无	3.62
泽璟制药	2020-01-06	已发行	生物医药产业	江苏	中金公司	东吴证券	23.84

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 经纪业务：市场份额企稳回升，积极向财富管理转型

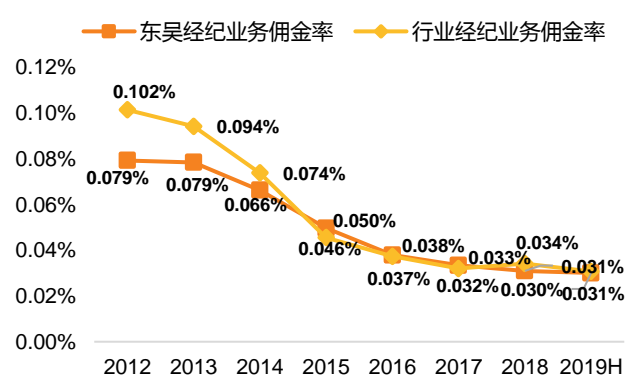
经纪业务市场份额企稳回升，佣金率基本保持稳定。目前公司下属有 18 家分公司，134 家证券营业部，其中江苏省内营业部共 88 家，在省内的营业部数量仅次于华泰，位居第二，苏州市内共 34 家营业部，位列第一。2019 年上半年公司代理买卖业务交易量（A 股+基金）18027.93 亿元，同比增长 36.65%，前三季度经纪业务收入 8.11 亿，同比+20.84%，具体而言：1）市占率方面：截至 2019 年 6 月，公司 A 股及基金交易市占率 1.22%，相较于年初上升 5 个基点，呈现企稳回升态势；2）佣金率方面：2019 年上半年公司股基交易佣金率 0.031%，基本维持稳定，且与行业均值持平，预计后续进一步下滑空间有限。

图 11：2012-2019H 公司经纪业务市场份额



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2012-2019H 公司及行业经纪业务佣金率



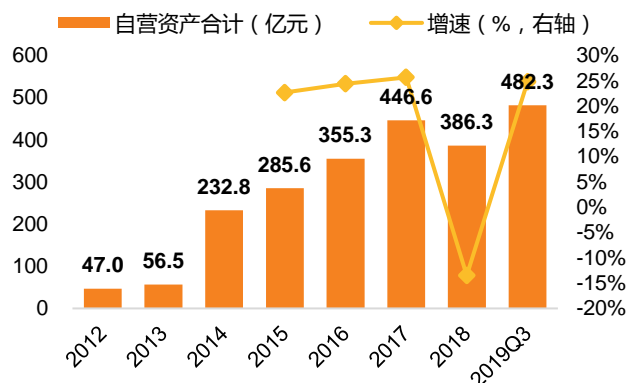
资料来源：公司年报，天风证券研究所

完善经纪业务组织架构，积极拓展财富管理业务。2019 年，公司成立经纪业务管理委员会，建立以客户为中心的组织架构，下设零售客户部、财富管理部、机构业务部和运营管理部四个部门，以强化盈利考核为管理手段，优化资源配置和网点布局。服务层面，为客户提供涵盖证券投资类金融产品的经纪服务、融资服务、代销服务以及各类金融产品的托管及外包服务；产品层面，持续丰富产品货架，产品体系涵盖了现金管理类固定收益类、权益类、另类投资等四大类产品，并与国内顶级私募建立了产品销售联系。2019 年上半年，代销金融产品销售规模、销售收入分别为 121.40 亿元、211.25 万元。

2.3. 自营业务：市场环境回暖+准确把握市场机遇，盈利大幅改善

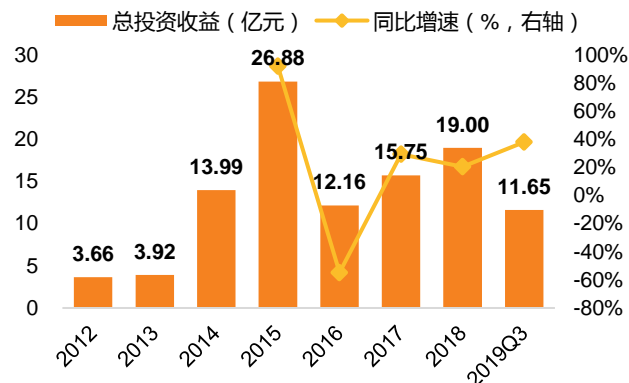
市场环境回暖下积极把握机遇，自营业绩迎来高弹性增长。截至 2019 年 9 月末，公司自营规模合计 482 亿，较年初增长 24.8%，前三季度总投资收益同比增长+38.4%至 11.65 亿，主要源于上半年证券市场环境回暖，公司股权投资业务准确把握市场趋势，积极抓住投资机遇，提升投资收益；固定收益方面，公司债券投资业务以防风险为主基调，稳定投资收益，整体业绩实现大幅改善。

图 13：2012-2019H 公司自营资产规模及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

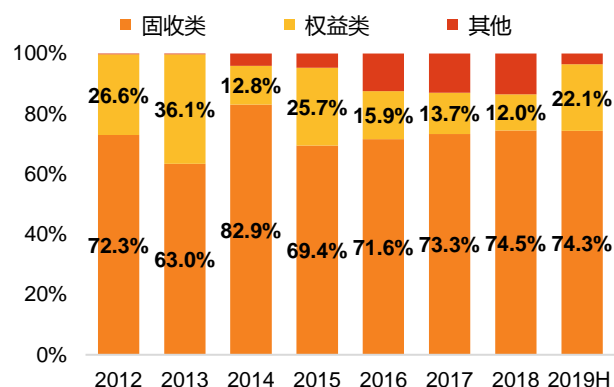
图 14：2012-2019Q3 公司总投资收益及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

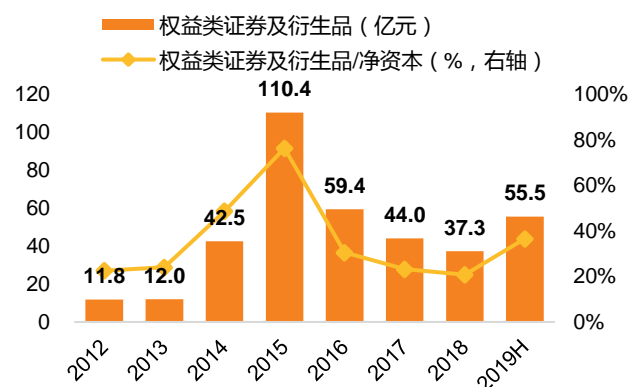
资产配置结构优化，权益类资产占比有所提升。公司在保持总体稳健的投资风格下，积极优化资产配置，提升资金运用能力，提高投资收益率水平。2019 年上半年，固收类资产较年初+13.9%至 263 亿，占比 74.4%，整体保持稳定；权益类资产同比高增+140.2%至 57.5 亿，占比提升 10.1pct.至 22.1%，母公司权益类证券及衍生品占净资产的比例从 20.8%提升至 36.6%，预计主要布局核心资产投资，通过深入研究调研、首席集中路演的方式，在大金融、大消费等领域深入挖掘抗风险能力强的价值蓝筹。未来，预计公司将持续优化资产配置结构、分散投资风险，拓展多元化投资盈利模式，并通过加强投研框架体系和投研人才队伍；改进委外投资管理方式，优选管理人；加大对可转债投资、量化投资等低风险稳定收益资产和套利机会的挖掘等方式，不断提升投资能力和风险管理水平。

图 15：2012-2019H 公司自营类资产配置结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 16：2012-2019H 公司权益类证券及衍生品规模及净资产占比

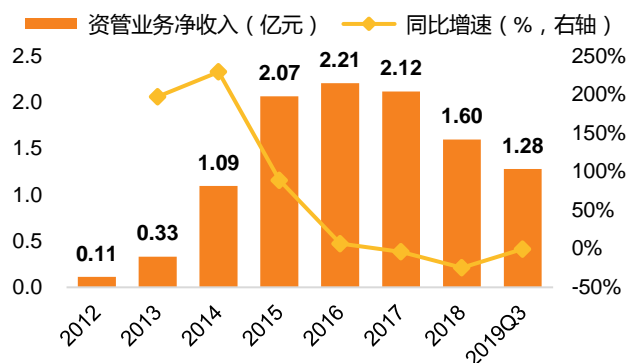


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.4. 资管业务：积极转型主动管理，后续发展可期

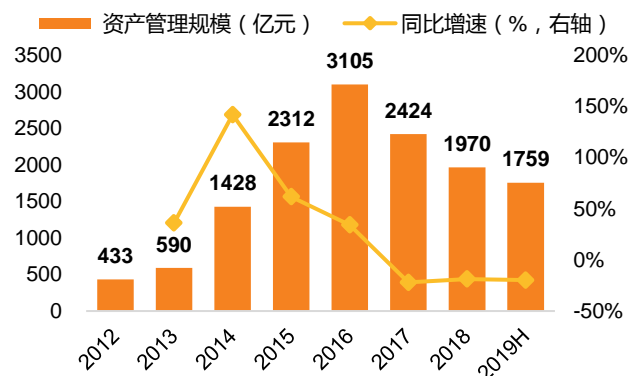
资管业务规模收缩影响收入，积极转型主动管理，后续发展可期。随着资管新规、银行理财子公司等监管政策落地，资产管理行业积极向主动管理转型。截至 2019 年 6 月，公司受托管理总规模为 1759 亿元，同比-19.83%，其中集合、定向、专项资管规模分别为 116、1090、553 亿，同比分别-37.30%、-30.57%、+25.97%，主要源于公司主动去通道，收缩整顿定向通道类业务，导致规模短期有所下降。2019 年前三季度，资管业务实现收入 1.28 亿元，同比-0.40%，目前公司各项资管业务费率低于行业平均，随着公司向主动管理转型，积极提升主动投资管理能力，努力做大做强主动管理型产品，产品结构更加合理，管理费率提升有望驱动收入增长。

图 17：2012-2019Q3 公司资产管理净收入及同比增速



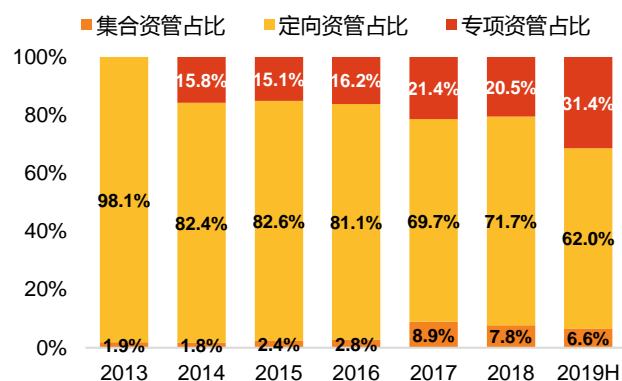
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 18：2012-2019H 公司资产管理规模及同比增速



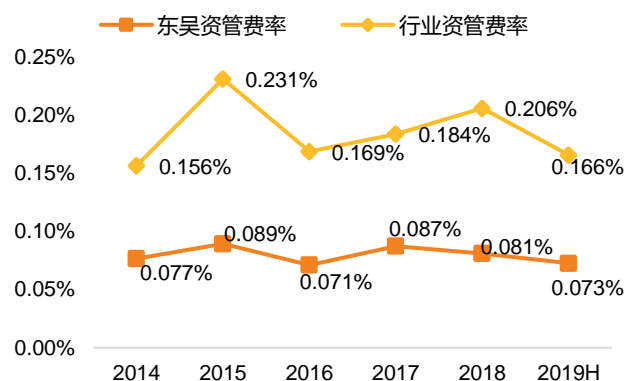
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 19：2013-2019H 公司各项资产管理规模占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：2014-2019H 公司及行业资管业务综合费率

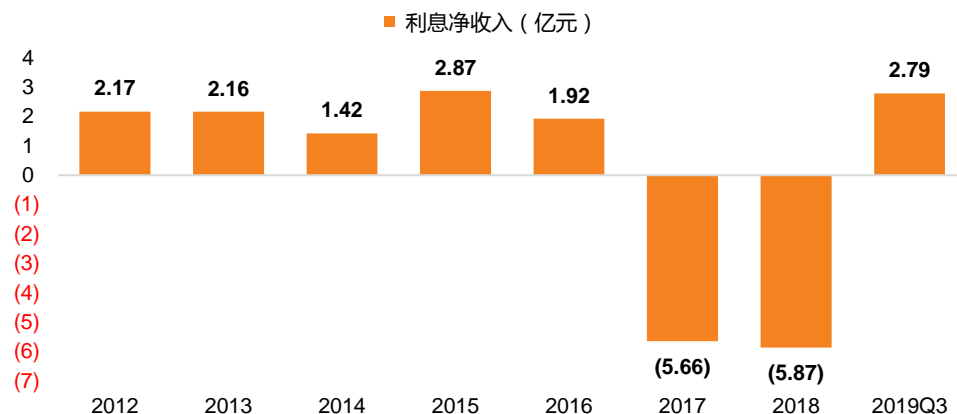


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.5. 信用业务：融资成本降低，业绩显著改善

融资成本降低+会计准则变更，信用业务同比增长显著。2019 年前三季度，公司利息净收入扭亏为盈，实现 2.79 亿元盈利（去年同期亏损 4.8 亿元），主要源于：1）实行新会计准则后，债权及其他债权投资持有期间的收入从原先的投资收益计入利息收入；2）2019 年以来，十年期国债收益率整体震荡下行，降低公司融资成本，利息支出显著好转。

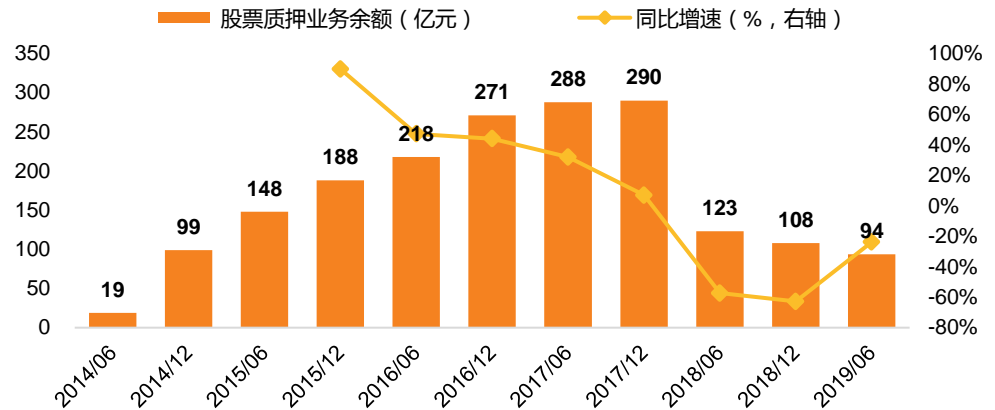
图 21：2012-2019Q3 东吴证券的资本中介业务收入情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

股票质押规模继续平稳下降，注重风险管控。截止 2019 年 6 月末，公司股票质押业务(包括表内自有资金及表外资管通道)规模继续平稳收缩，相较于年初下降 13.2%至 93.75 亿元，前三季度股票质押计提的信用减值损失 0.36 亿元(去年全年买入返售金融资产计提减值 4.75 亿元)，总量风险明显收缩。目前，公司股票质押业务已经逐步形成管控加强、管理稳健、规模平稳下降的趋势，自有资金的股票质押平均履约保障比例持续提升。

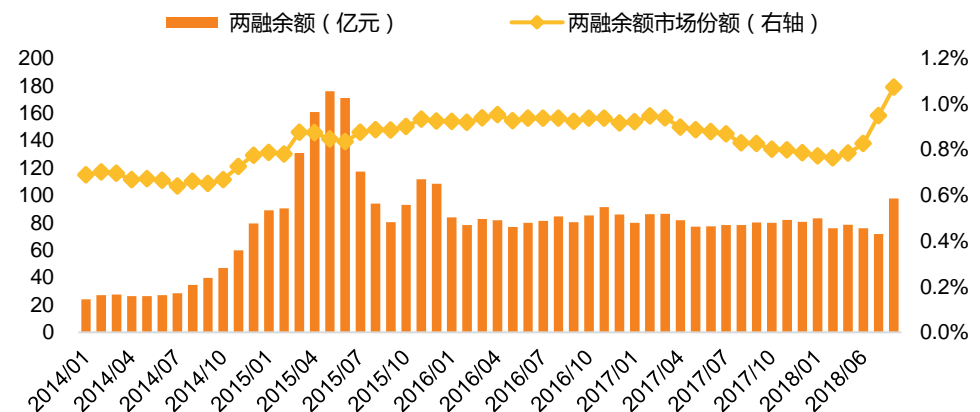
图 22：2014/06-2019/06 东吴证券股票质押业务余额及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

融资融券业务市占率小幅上行。自 2018 年以来，公司两融业务市场份额小幅上行，截止 2019 年 6 月末，公司两融业务规模达到 97.7 亿元，市场份额从年初的 0.95% 上升至 1.07% 左右。

图 23：2014/06-2019/06 东吴证券股票质押业务余额及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值分析

3.1. 盈利预测

我们预计 2019-2021 年东吴证券的营业收入为 53.73 亿元、55.95 亿元和 63.13 亿元，同比增长+29.1%、+4.1%和+12.8%；归母净利润为 10.79 亿元、14.00 亿元和 16.82 亿元，同比增长+201.0%、+29.8%和+20.1%，预计 EPS 分别为 0.36 元、0.36 元、0.43 元，BVPS 分别为 7.00 元、7.41 元、7.84 元。盈利预测的核心假设如下：

经纪业务：预计 2020 年沪深两市股基交易额 6000 亿元，经纪业务市占率维持 1.22%，行业佣金率维持在万三的水平，公司的综合佣金率亦维持在万三的水平，预计经纪业务的收入为 10.99 亿元，同比增长 3.4%。

投行业务：科创板持续扩容，创业板改革推进，新三板改革+分拆上市+再融资+并购重组政策均已于 2019 年落地，2020 年将成为股权融资大年，证券行业的投行业务收入有望同比+20%至 662 亿，东吴证券立足江苏省内资源，逐步向全能投行延伸，股权融资、债券融资等业务均稳步提升，预计 2020 年的投行业务收入为 9.37 亿元，同比增长 21%。

资产管理业务：公司资管业务将不断提升主动投资管理能力和投资业绩，持续巩固市场地位和品牌价值，严格落实资管新规要求。我们预计 2020 年公司集合、定向和专项资管计划的规模增速分别为-30%、-20%和+10%，资管业务的费率维持不变。

信用业务：2019 年上半年，东吴证券两融的市占率为 1.07%，我们预计 2020-2021 年市场日均两融余额将维持在 1-1.1 万亿之间，我们预计公司的市占率有望逐步提升，利率则随行就市。股票质押业务公司领先市场控制规模，我们判断该业务规模已经触底，买入返售金融资产规模预计将维持在 25 亿元-27 亿元水平。

自营业务：预计公司的自营投资规模将维持增长，权益类投资布局核心资产，强调绝对收益，收益稳健性将逐步加强，自营业务的收益稳定性将逐步增强。

表 6：东吴证券的盈利预测拆分及核心假设情况

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
经纪业务收入	806.58	1062.81	1099.35	1121.33
两市日均成交额	413853	557942	600000	600000
经纪业务市占率	1.18%	1.22%	1.22%	1.22%
投行业务收入	626.62	772.98	936.95	1023.22
信用业务收入	-587.23	316.81	208.34	335.66
资管业务收入	159.64	150.04	130.60	135.21
投资收益	1131.28	1954.87	1991.90	2347.15
营业收入	4161.93	5373.33	5594.54	6312.72
归母净利润	358.41	1078.79	1400.38	1682.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 投资建议与估值分析

外部环境：中央支持鼓励资本市场发展，资本市场深化改革为证券行业带来政策红利。2019 年至今，中央层面和多个金融监管部门已经出台多项鼓励金融支持实体的政策，支持利用资本市场直接融资。资本市场对外开放，有利于引入成熟市场的先进理念、机制、创新和管理经验；科创板超预期推进，证券法修订后创业板注册制改革有望后续落地；两融松绑，促进券商两融业务发展；并购重组新规落地、再融资松绑，投行市场有望扩容；期货品种范围扩大、沪深 300 股指期货落地，提升市场流动性和稳定性；新三板改革全面深化，投资机会进一步凸显；上市公司再融资新规发布，提升券商投行再融资业务收入，以及机构参与定增积极性增加所带来的经纪、资管等业务收入。

行业趋势：监管推动打造航母级券商，资本实力重要性日益凸显。目前证券行业进入高质量快速发展期，监管积极推动打造航母级券商，积极支持各类国有资本通过多种方式注资证券公司，推动证券行业做大做强。公司配股申请已经通过，未来资本实力将进一步提升，补充资本金完善系统和扩展业务将提升其运营效率和业务规模，提升风险抵御能力。

公司亮点：区域资源优势稳固，资本实力将显著增强。作为苏州国资委旗下唯一上市金融公司，公司依托长三角经济发达的优势资源、持续做深做透苏州区域市场，在省内资源优势稳固，综合规模位列行业前二十。投行业务依托苏州资源优势，股权融资排名稳步提升，积极布局科创板打开未来发展空间；经纪业务市场份额企稳回升，佣金率基本保持稳定，向全方位的财富管理服务转型；投资业务积极把握市场机遇，优化配置结构，盈利大幅改善；资管短期规模仍然承压，但积极转型主动管理，后续发展可期。

我们统计上市以来东吴证券的历史 PB 估值情况，其 1/4 分位点为 1.49 倍 PB，中位数估值为 1.97 倍 PB，平均值为 2.12 倍 PB。从可比公司来看，6 家可比券商对应 2020 年估值倍数均值为 1.48XPB，考虑公司具有资本金增厚+区域资源优势稳固+盈利改善显著等积极因素，估值有望持续提升，我们给予公司 2020 年 1.6XPB 的估值，结合预测公司 2020 年每股净资产（7.84 元），给予公司 12.54 元/股的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：A 股市场 5 家可比券商的估值情况（单位：亿元）

证券公司	净资产-2019Q3	ROE-2019	PB-2018	PB-2019	PB-2020
方正证券	344.07	6.96	1.47	1.43	1.37
西部证券	386.57	3.73	1.71	1.65	1.60
长江证券	277.94	7.45	1.56	1.42	1.36
国金证券	203.18	5.89	1.68	1.57	1.48
兴业证券	202.06	7.45	1.82	1.66	1.55
西南证券	191.71	4.73	1.64	1.59	1.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所（ROE-2019 为前三季度 ROE 年化值）

4. 风险提示

1) 市场成交量下滑影响经纪业务收入，市场波动、交易量等证券市场固有风险因素可能会对公司的业务（如经纪业务等）产生影响，继而影响公司的估值水平。

2) 股市剧烈波动冲击自营投资收益，若股票市场大幅下滑，将冲击公司股权投资收益和公允价值变动情况。

3) 资本市场改革进展不及预期，因国家宏观调控措施，与证券行业相关的法律法、监管政策以及交易规则等变动，都将对公司的经营产生不利的政策性风险。

4) 股票质押业务违约风险，因股票价格的波动而引起的公司资产产生损失的风险。

财务预测摘要

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	13,328.82	13,935.73	19,969.74	20,389.17	20,398.88	营业收入	4,144.24	4,161.93	5,373.33	5,594.54	6,312.72
其中: 客户资金存款	10,765.51	10,921.33	17,273.42	17,233.11	17,223.03	手续费及佣金净收入					
结算备付金	3,527.28	2,749.18	4,348.54	4,351.26	4,379.82	其中: 代理买卖证券业务	1,009.01	806.58	1,062.81	1,099.35	1,121.33
其中: 客户备付金	2,922.99	2,402.36	3,917.14	3,917.14	3,917.14	证券承销业务净收入	759.77	626.62	772.98	936.95	1,023.22
融出资金	8,055.11	7,056.56	9,827.00	10,339.93	10,878.50	资产管理业务净收入	211.74	159.64	150.04	130.60	135.21
交易性金融资产	30,500.77	25,642.82	31,688.07	34,598.26	36,858.01	利息净收入	(566.36)	(587.23)	316.81	208.34	335.66
衍生金融资产	1.82	1.23	1.74	2.00	2.07	投资净收益	1,617.82	1,916.50	1,954.87	1,991.90	2,347.15
买入返售金融资产	19,738.61	16,494.89	15,076.63	14,481.89	16,176.90	其他业务收入	1,112.26	1,239.81	1,115.82	1,227.41	1,350.15
可供出售金融资产	14,160.01	12,990.90	14,851.04	15,194.41	16,480.91	营业支出	3,062.77	3,779.33	4,200.74	4,072.32	4,484.09
持有至到期投资	6.51	6.49	5.37	4.81	5.30	营业税金及附加	35.10	34.75	48.36	50.35	56.81
长期股权投资	729.92	1,114.29	998.48	1,205.99	1,214.67	管理费用	1,798.29	1,932.97	2,422.11	2,667.14	2,936.97
应收利息	949.14	903.71	688.33	663.57	749.24	资产减值损失	359.84	785.23	498.61	0.00	0.00
存出保证金	1,022.66	1,118.23	1,985.81	2,081.96	2,076.29	其他业务成本	869.54	1,026.39	1,231.66	1,354.83	1,490.31
固定资产	737.11	674.38	743.74	783.15	834.59	营业利润	1,081.47	382.60	1,172.58	1,522.22	1,828.63
无形资产	191.90	192.92	203.67	218.18	230.83	加: 营业外收入	0.95	0.87	0.92	0.96	1.09
其他资产	1,187.53	731.00	200.07	6,924.37	6,029.41	减: 营业外支出	8.53	7.40	0.59	0.61	0.69
总资产	94,360.45	84,209.08	100,707.93	111,062.59	118,434.46	利润总额	1,073.89	376.06	1,172.92	1,522.57	1,829.02
短期借款	11.35	353.44	353.03	352.93	352.90	减: 所得税	263.13	28.63	89.30	115.91	139.24
拆入资金	124.00	30.00	918.00	710.22	943.28	净利润	810.76	347.43	1,083.63	1,406.65	1,689.78
交易性金融负债	0.00	86.01	6,776.28	7,050.04	7,334.86	减: 少数股东损益	22.64	(10.98)	4.84	6.28	7.54
衍生金融负债	1.20	1.39	4.09	4.09	4.09	归属于母公司所有者的净	788.12	358.41	1,078.79	1,400.38	1,682.24
卖出回购金融资产款	9,493.68	8,669.68	10,934.68	10,852.86	13,086.45						
代理买卖证券款	14,062.32	13,818.61	22,059.88	22,059.88	22,059.88						
代理承销证券款	0.00	4.55	0.00	0.00	0.00						
应付职工薪酬	673.16	641.28	803.56	884.85	974.37	基本比率和每股指标					
应付债券	30,144.38	21,146.55	26,367.20	26,367.20	26,367.20	净利率	19.02%	8.61%	20.08%	25.03%	26.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	0.84%	0.43%	1.07%	1.26%	1.42%
总负债	73,304.87	63,783.09	79,471.15	81,834.57	87,504.86	净资产收益率	3.79%	1.78%	5.14%	4.85%	5.50%
总股本	3,000.00	3,000.00	3,000.00	3,899.13	3,899.13	市盈率 (倍)	40.58	89.23	29.64	22.84	19.01
所有者权益合计	21,055.59	20,425.99	21,236.78	29,228.02	30,929.60	市净率 (倍)	1.54	1.59	1.52	1.44	1.36
少数股东权益	235.29	265.71	241.45	332.30	351.65	每股净利润 (元/股)	0.26	0.12	0.36	0.36	0.43
归属于母公司所有者权	20,820.30	20,160.27	20,995.34	28,895.71	30,577.95	每股净资产 (元/股)	6.94	6.72	7.00	7.41	7.84

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com