

东吴证券：扎根江苏的区域券商

报告关键点：

- 📖 佣金率降幅较缓
- 📖 投行业务快速崛起
- 📖 自营业务风格稳健

报告摘要：

- **公司及发行概况：**东吴证券的前身是苏州证券，公司目前拥有48家营业部，其中有22家位于苏州，占公司营业部的46%，占苏州地区营业部的37%，雄踞苏州。公司本次拟发行不超过5亿股，占发行后总股本的比例不超过25%；发行后，国发集团实际控制东吴证券36.11%的股份，仍然为公司的控股股东。
- **佣金率降幅较缓。**经纪业务是公司最主要的收入来源，2008年至2011年上半年，公司的经纪业务净收入分别占营业收入的97%、78%、65%和50%。作为扎根于苏州的区域型券商，东吴证券的佣金率下滑速度明显慢于行业平均水平：2009年、2010年及2011年上半年，行业的佣金率平均分别较上年末下滑了20%、32%和16%，但东吴证券分别只下滑了14%、28%和13%。
- **投行业务快速崛起。**2008年至2011年上半年，投行业务收入分别占营业收入的1%、6%、14%和33%，该占比逐年快速提升。2011年上半年，公司的主承销投行收入在上市券商中的占比为3.37%，排名行业第六位，仅次于招商、华泰等大型全国性券商。公司是经济发达的苏州唯一的一家本地券商，享有天然的资源优势，2010年以来的股票主承销项目中，苏州地区项目带来的收入占公司股票承销收入的47%，为公司的投行业务带来了稳定的收入来源。
- **自营业务风格稳健。**2010年和2011年上半年公司的自营收入分别占营业收入的10%和7%，在上市券商中处于较低的水平。据测算，至2011年上半年末公司的权益类资产分别占净资本和净资产的38%和28%，在上市券商中处于中等水平。从收益率来看，2008年至2011年上半年，上证指数下跌了47.54%，而公司的自营业务同期累计实现了正收益，体现了公司较强的投资管理及风险规避能力。
- **首日定价区间为4.7元-5.6元，询价区间为4.3元-5.2元。**我们按照2011年1800亿元的日均交易额假设并考虑到募集资金带来的自营贡献，得出2011年公司的净利润为3.5亿元，全面摊薄后的每股净利润为0.17元。参考上市券商中经纪业务市场份额及净资本与公司较为接近的国元、宏源证券2011年P/E，且考虑2010年以来IPO的兴业、山西以及方正证券的首日上市价格对应的P/E后，我们给予东吴证券2011年27-32倍P/E来定价，对应公司2010年16-19倍P/E（全面摊薄），得到首日定价区间为4.7元-5.6元，给予公司25-30倍P/E得到询价区间为4.3元-5.2元。
- **风险提示：**市场环境大幅变动带来经纪业务和投资业务的大幅波动。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,873	1,807	1,462	1,522	1,667
Growth(%)	112.0%	-3.5%	-19.1%	4.1%	9.5%
净利润	735	576	347	475	557
Growth(%)	224.4%	-21.7%	-39.7%	36.7%	17.3%
每股收益(元)	0.49	0.38	0.17	0.24	0.28
每股净资产(元)	2.5	2.8	3.7	3.8	4.0
市盈率	0	0	0	0	0
市净率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	21.78%	14.56%	6.03%	6.33%	7.09%

建议询价区间：

4.30 - 5.20 元

上市首日定价区间：

4.70 - 5.60 元

报告日期：2011-11-28

发行数据

总股本(万股)	150,000
发行数量(万股)	50,000
网下发行(万股)	25,000
网上发行(万股)	25,000
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2011-12-02
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

苏州国际发展集团有限公司	42.12%
苏州创业投资集团有限公司	8.33%
苏州市营财投资集团公司	4.50%
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	4.31%
昆山市创业控股有限公司	4.17%
苏州信托有限公司	3.54%
江苏隆力奇集团有限公司	2.73%
吴江市东方国有资产经营有限公司	2.50%
苏州市相城区江南化纤集团有限公司	2.40%

杨建海

021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

贺立

021-68767803
heli@essence.com.cn

1. 公司概况

1.1. 发行概况

东吴证券的前身是苏州证券公司，成立于1993年；1998年，公司进行了一轮增资扩股并更名为“苏州证券有限责任公司”；2002年，公司大幅增加了注册资本并更名为“东吴证券有限责任公司”；2010年，公司整体变更为股份公司并更名为“东吴证券股份有限公司”。

公司的控股股东和实际控制人为国发集团，国发集团成立于1995年，是由苏州市人民政府出资设立的国有企业。截至公司招股书签署之日，国发集团直接持有东吴证券42.12%的股份，同时通过子公司间接持有公司8.04%的股份，即国发集团实际控制东吴证券50.16%股权。

公司本次拟发行不超过5亿股，占发行后总股本的比例不超过25%。此次募集资金扣除发行费用后将全部用于补充公司资本金。本次发行后，国发集团仍将实际控制东吴证券36.11%的股份，为公司的控股股东。

表 1 公司 IPO 前后的 10 大股东情况

序号	股东	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	4.50	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	2.50	35,876,975	1.79
9	江南化纤	36,000,000	2.40	36,000,000	1.80
10	攀华集团	26,000,000	1.73	26,000,000	1.30
公司总股本		1,500,000,000	100.00	2,000,000,000	100.00

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 主要经营指标排名行业中上

从公司的主要经营数据来看，东吴证券在行业中处于中等偏上的位置。东吴证券过去三年的净资产均排名行业30名左右，在上市券商中居于山西证券和东北证券之间；2010年公司的净利润排名行业第32位，位于兴业证券（第26名）和东北证券（36名）之间；2010年公司的经纪业务净收入位于行业第24位，同样处在兴业证券（第23名）和东北证券（28名）之间。在各项指标中，**东吴证券的营业部均经纪业务收入较为突出，2008年-2010年其排名分别为行业第12名、第15名和第14名，远远高出其他指标的行业排名，显示出公司较好的经营效率。**

经纪业务和投行业务的公司的两大收入支柱。2008年-2010年及2011年上半年，公司的经纪业务收入占营业收入的比例分别为108%、83%、68%和51%，是公司收入的最主要来源。公司的投行业务收入近两年迅速崛起，其投行业务收入占营业收入的比重由2008年的1%逐年提升至2011年上半年的33%。

2011年上半年，与其他上市公司相比，东吴证券的投行业务收入占营业收入的比重最高，经纪业务占营业收入的比重与上市公司的平均水平大致相当，但除投行及经纪业务以外的其他业务收入占比较低。

至2011年上半年末，东吴证券的净资本为32亿元，在上市券商中仅高于国金证

券 (29 亿元), 也低于行业平均的净资本水平 (40 亿元)。本次公司 IPO 后, 我们预计公司的净资本将提升至 60 亿元左右, 净资本实力将有明显的改善, 但在上市券商中仍将处于中等靠后的位置。

表 2 公司主要经营数据在行业中排名中等

项目	2008	2009	2010
净资产	30	30	31
净利润	42	36	32
经纪业务净收入 (合并口径)	30	27	24
部均经纪业务净收入 (合并口径)	12	15	14
投行业务的净收入 (合并口径)	54	30	26

数据来源: 中国证券业协会, 安信证券研究中心

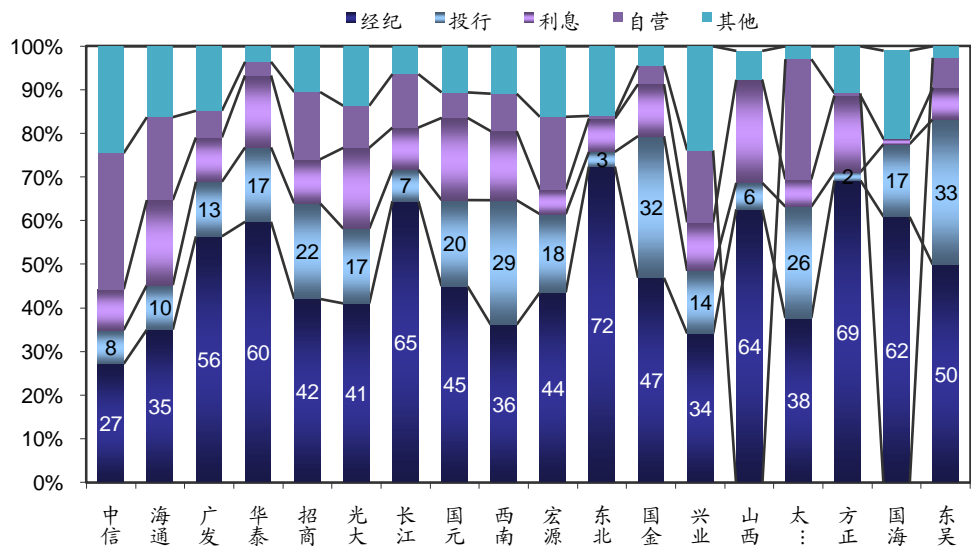
表 3 公司各项业务收入构成情况

	2008		2009		2010		2011H	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
证券经纪业务	95,761	108%	154,507	83%	122,606	68%	47,031	51%
投资银行业务	1,037	1%	11,466	6%	25,671	14%	31,354	34%
自营投资业务	-11,748	-13%	11,795	6%	18,947	10%	6,007	7%
受托资产管理业务	-	-	1	0%	742	0%	393	0%
期货经纪业务	2,030	2%	6,509	3%	10,370	6%	4,518	5%
其他	1,258	1%	3,006	2%	2,413	1%	2,891	3%
合计	88,339	100%	187,284	100%	180,748	100%	92,194	100%

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

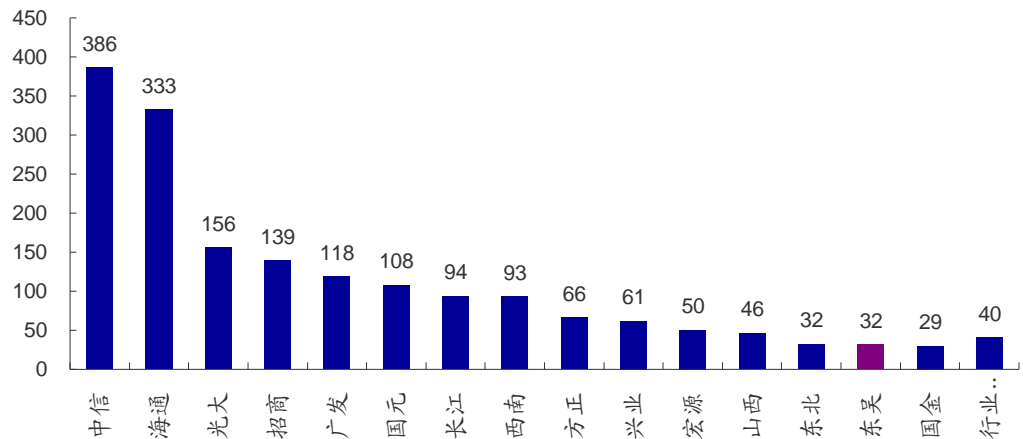
单位: 万元

图 1 各上市公司业务收入结构对比 (2011H)



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

图 2 东吴证券的净资本在上市券商中排名靠后 (2011H, 未考虑此次 IPO)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：1、华泰证券未公布；2、单位为亿元

2. 经纪业务：佣金率降幅较缓

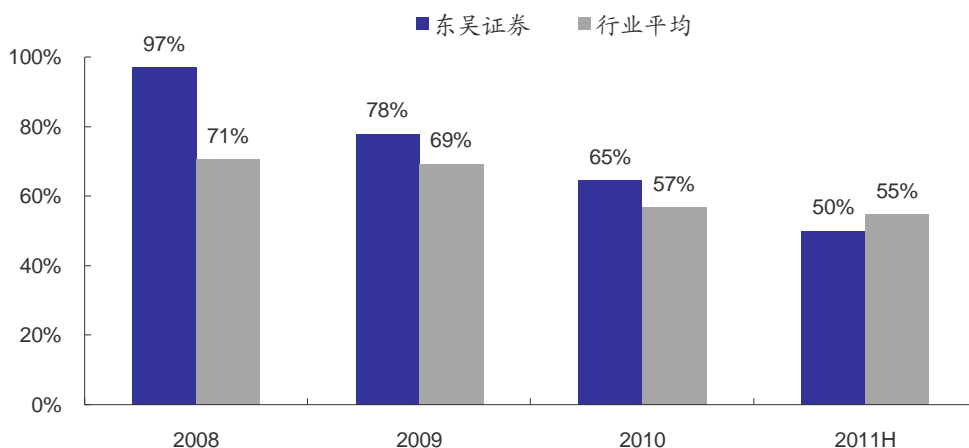
经纪业务是公司最主要的收入来源。2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年上半年，公司的经纪业务净收入分别占营业收入的 97%、78%、65%和 50%，除 2011 年上半年外均高于行业平均水平（2011 年上半年经纪业务占比下降主要是由于投行业务收入占比的快速提升）。

东吴证券目前共拥有 48 家营业部，与上市券商相比营业部数量较少。至 2011 年上半年上市券商中营业部数目最多的华泰证券拥有营业部 230 家，而最少的国金证券为 24 家，东吴证券的营业部数据仅高于西南证券、太平洋证券和国金证券。作为苏州唯一的一家本地券商，公司 48 家营业部中有 22 家位于苏州，占比达到 46%；至 2011 年中期末，苏州各券商的营业部总共为 60 家，东吴证券占据了 37%的比例。公司以苏州地区为根据地，已在北京、上海、江苏、浙江、广东、福建、辽宁、云南、深圳、海南、山东、重庆、湖南等多个地区设立了营业部，为公司经纪业务在未来由区域走向全国打下了坚实基础。

得益于公司是扎根于苏州的区域型券商，在行业的佣金率快速下滑的过程中东吴证券的佣金率下滑速度明显慢于行业平均水平。2009 年、2010 年及 2011 年上半年，行业的佣金率平均分别较上年末下滑了 20%、32%和 16%，但东吴证券分别只下滑了 14%、28%和 13%，明显低于行业平均水平。

从经纪业务收入的变化情况来看，2010 年公司的经纪业务收入较 2009 年下滑了 20%，在上市券商中下滑的幅度较小；2011 年上半年公司实现的经纪业务收入占 2010 年全年经纪业务收入的 39%，在上市券商中处于较高水平；这都受益于公司更为缓慢的佣金率下降幅度。

图 3 经纪业务净收入占营业收入的比重



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 4 营业部数量 (2011H)

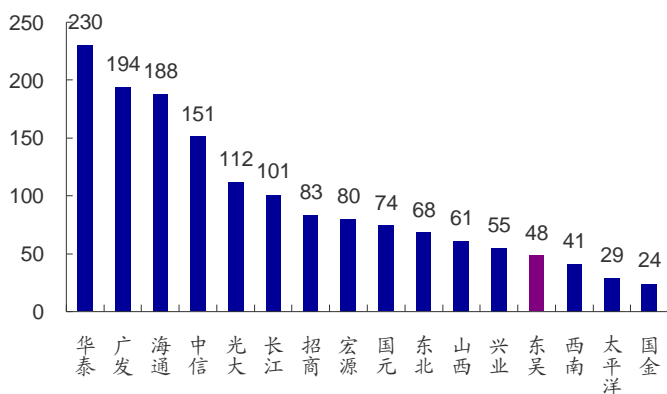
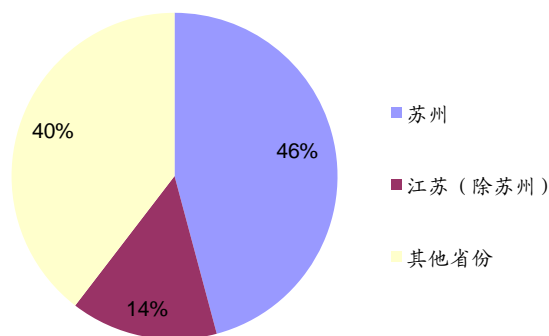


图 5 公司的营业部主要分布

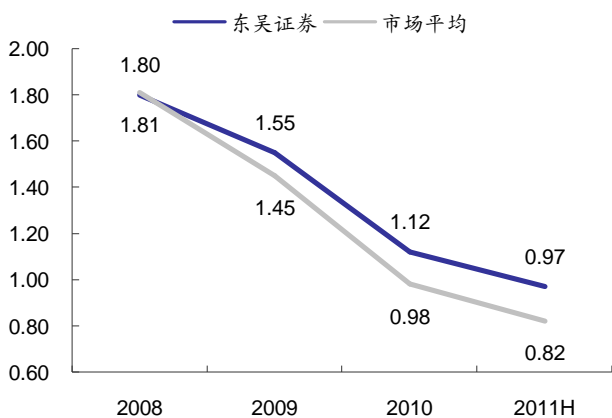


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：东吴证券为截至招股书签署日，缺方正证券

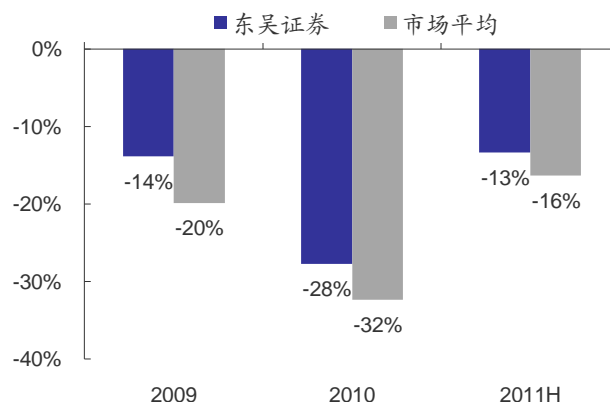
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 6 东吴证券与市场平均的佣金率水平



数据来源：公司资料，证券业协会，安信证券研究中心
单位：%

图 7 东吴证券的佣金率下滑速度低于行业平均水平



数据来源：公司资料，证券业协会，安信证券研究中心

表 4 经纪业务收入下滑幅度在上市券商中较低

证券	2009	2010	YoY	2011H	2011H/2010
西南	895	786	-12%	297	38%
长江	2,047	1,753	-14%	707	40%
国金	978	801	-18%	330	41%
宏源	2,138	1,725	-19%	678	39%
国元	1,539	1,226	-20%	466	38%
东北	1,402	1,110	-21%	419	38%
海通	6,274	4,864	-22%	1,839	38%
光大	3,641	2,748	-25%	1,088	40%
招商	4,793	3,579	-25%	1,366	38%
华泰	7,440	5,516	-26%	2,029	37%
山西	1,175	868	-26%	348	40%
兴业	1,685	1,235	-27%	474	38%
广发	7,453	5,430	-27%	1,846	34%
中信	10,922	7,809	-29%	2,042	26%
方正	2,629	1,793	-32%	669	37%
东吴	1,459	1,167	-20%	460	39%
行业平均	1,419	1,085	-24%	410	38%

数据来源：Wind 资讯，公司资料，证券业协会，安信证券研究中心
单位：百万元

3. 投行业务：快速崛起

投行业务是公司除经纪业务以外的主要收入支柱。2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年上半年，公司的投行业务收入分别占营业收入的 1%、6%、14%和 33%，投行业务收入占比逐年快速提升。2010 年公司的投行业务收入占营业收入的比重在上市券商中已经处于中等水平，至 2011 年上半年该比重在上市公司中为最高值。2011 年上半年，公司的主承销投行收入在上市券商中的占比为 3.37%，排名行业第六位，仅次于招商、华泰、海通、中信及光大这些大型全国性券商。

公司作为苏州唯一的一家本地券商，在经济发达的苏州享有天然的资源优势，同时，公司也非常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、新宁物流、电科院、科斯伍德和飞力达位于苏州地区，这六个项目带来的收入占公司 2010 年及 2011 年上半年合计股票承销收入的 47%，为公司的投行业务带来了稳定的收入来源。

图 8 投行收入在营业收入中的占比（2010 年）

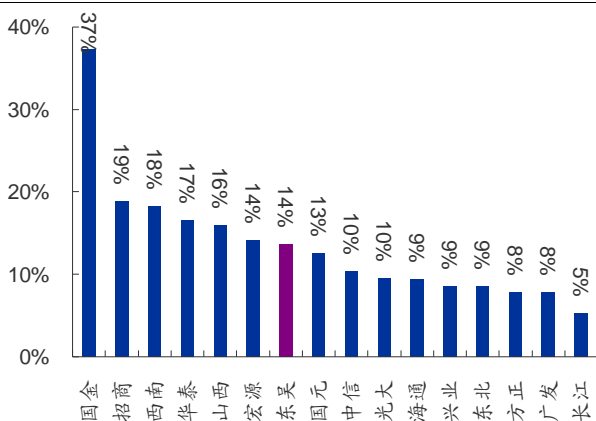
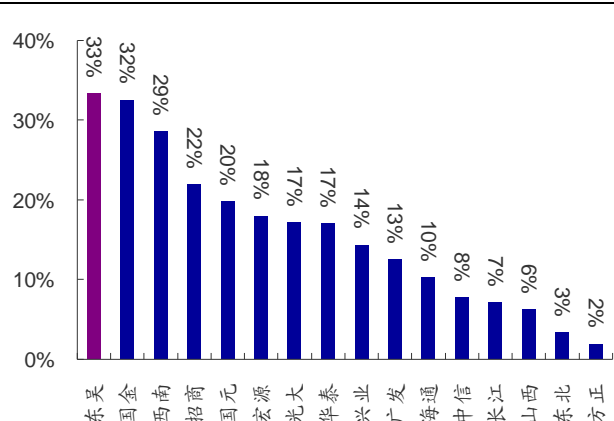


图 9 投行收入在营业收入中的占比（2011H）



数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

数据来源：公司资料，Wind 资讯，安信证券研究中心

表 5 东吴证券在上市券商中的投行业务收入份额较高

	2009		2010		2011H	
	收入	份额 (%)	收入	份额 (%)	收入	份额 (%)
招商	31,389	5.60	98,112	5.36	65,662	7.12
华泰	32,468	5.79	134,293	7.33	47,133	5.11
海通	15,203	2.71	69,889	3.82	45,253	4.91
中信	99,951	17.82	184,875	10.09	37,907	4.11
光大	11,679	2.08	37,477	2.05	34,069	3.69
东吴	9,827	1.75	21,218	1.16	31,112	3.37
西南	0	0.00	36,435	1.99	29,567	3.21
国元	8,831	1.57	27,986	1.53	22,489	2.44
国金	6,055	1.08	53,813	2.94	21,053	2.28
广发	10,492	1.87	74,582	4.07	20,500	2.22
兴业	2,848	0.51	15,728	0.86	15,565	1.69
宏源	2,800	0.50	34,816	1.90	14,405	1.56
中德	4,300	0.77	29,064	1.59	6,419	0.70
长江	0	0.00	6,973	0.38	5,808	0.63
瑞信方正	0	0.00	14,848	0.81	1,747	0.19
东北	0	0.00	10,318	0.56	0	0.00

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

单位：万元

表 6 公司近两年的股票承销项目及收入

2010 年	客户名称	承销金额	承销收入	费率
1	康力电梯股份有限公司	908	55	6%
2	苏州胜利精密制造科技股份有限公司	561	21	4%
3	河南雏鹰农牧股份有限公司	1,173	78	7%
4	江苏蓝丰生物化工股份有限公司	821	58	7%
5	上海广电电气（集团）股份有限公司	-	30	
6	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	-	1	
合计		3,462	243	7%
2011 年 H	客户名称	承销金额	承销收入	
1	上海广电电气（集团）股份有限公司	1,995	102	5%
2	苏州电器科学研究院股份有限公司	874	82	9%
3	江苏飞力达国际物流股份有限公司	540	52	10%
4	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	422	43	10%
5	西藏旅游股份有限公司	350	19	5%
合计		4,181	298	7%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：百万元

4. 自营业务：风格稳健

公司的自营业务有着较为稳健的经营风格和投资策略，始终坚持以“实现绝对收益”为核心投资理念。自营业务收入在公司营业收入中的占比并不高，2010 年和 2011 年上半年的占比分别为 10%和 7%，在上市券商中处于较低的水平。

公司的权益类资产占比不高也显示出其稳健的自营风格。据我们测算，至 2011

年上半年末,公司的权益类资产占净资本和净资产的比例分别为 38%和 28% (此处将基金资产全部当成权益类资产,对权益类资产占比略有高估),在上市券商中处于中等水平。从收益率来看,2008 年至 2011 年上半年,公司的自营业务收益率分别为-23.2%、9.7%、9.3%和 2.3%。2008 年至 2011 年上半年,上证指数下跌了 47.54%,而公司的自营业务同期累计实现了正的收益,体现了公司较强的投资管理及风险规避能力。

图 10 自营收入在营业收入中的占比 (2010 年)

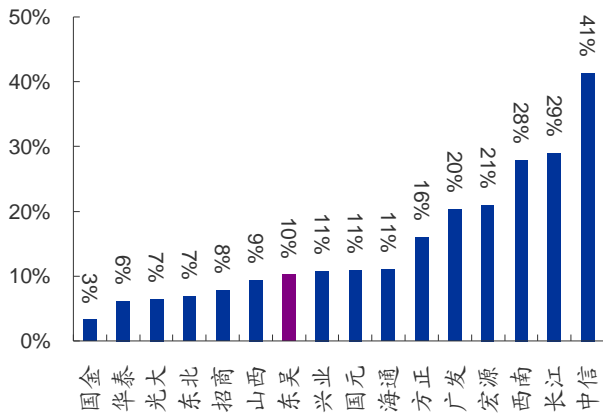
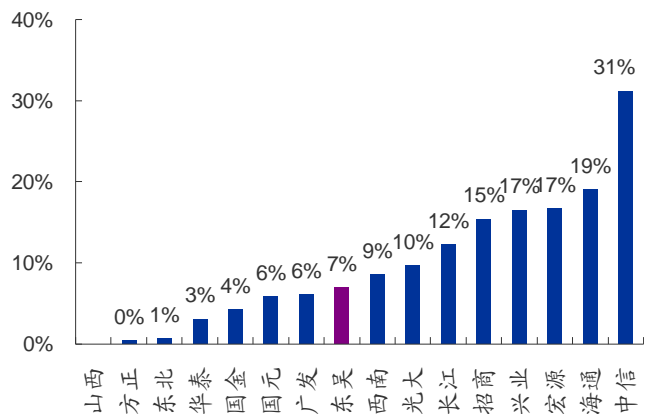


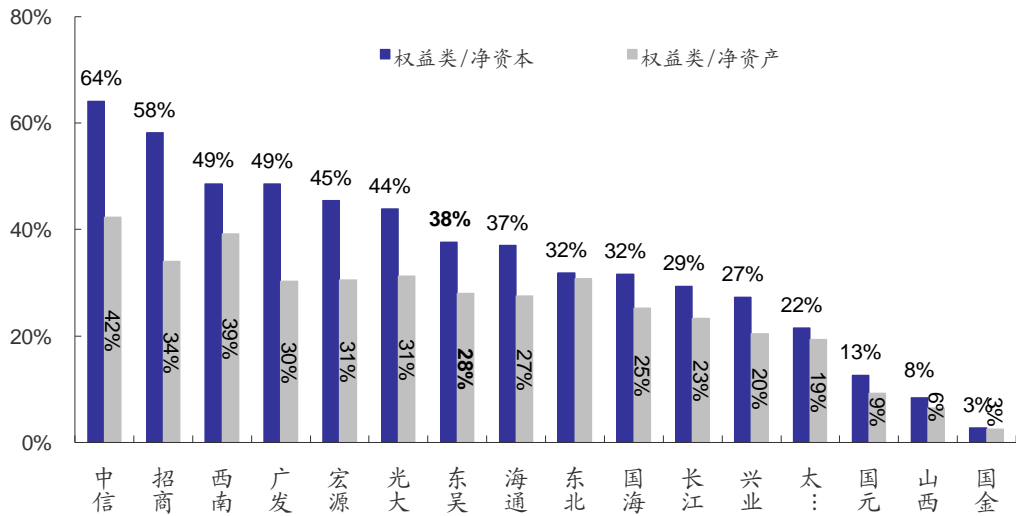
图 11 自营收入在营业收入中的占比 (2011H)



数据来源: Wind 资讯, 公司资料, 安信证券研究中心

数据来源: Wind 资讯, 公司资料, 安信证券研究中心

图 12 权益类资产占比 (2011H)



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表 7 自营的规模及收益率情况

规模	2011H	2010	2009	2008
股票	74,945	62,543	35,062	52,055
基金	44,403	2,259	6,859	6,533
债券	123,319	68,968	31,904	7,207
其他	22,222	60,864	38,570	2,277
合计	264,888	194,633	112,394	68,072
收益率	2011H	2010	2009	2008
股票	2.7%	16.9%	18.9%	-30.0%
基金	-2.7%	-35.1%	33.5%	-61.9%

债券	3.5%	9.7%	5.8%	53.3%
其他	4.0%	2.8%	0.2%	0.7%
合计	2.3%	9.3%	9.7%	-23.2%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：万元

5. 其他业务逐渐起步

公司的资产管理业务尚处于起步。公司于 2009 年获得了资产管理业务资格，目前发行了东吴财富 1 号、东吴财富 2 号两只集合理财产品，截至目前其资产净值约为 4 亿元，排名行业第 50 名。

公司对融资融券、股指期货、备兑权证、投资顾问、房地产信托投资基金等创新业务进行了前瞻性布局，公司在 2010 年成立了东吴投资有限公司从事直投业务，融资融券业务资格目前正在积极争取中。公司此次融资扩充净资本实力后，相信在创新业务方面将有所开拓。

表 8 资产管理业务

排名	管理人	产品数量	资产净值(亿元)	排名	管理人	产品数量	资产净值(亿元)
1	中信证券	15	141.6	26	渤海证券	1	14.6
2	国泰君安	20	124.0	27	西南证券	1	13.8
3	东方证券	17	91.3	28	中航证券	4	12.5
4	光大证券	13	88.5	29	中原证券	1	11.5
5	广发证券	6	86.3	30	国都证券	4	11.4
6	东海证券	9	76.1	31	中投证券	4	10.4
7	招商证券	8	63.6	32	山西证券	2	10.3
8	华泰证券	14	58.6	33	财通证券	2	9.6
9	长江证券	13	58.5	34	信达证券	2	8.7
10	国信证券	8	40.8	35	恒泰证券	1	7.6
11	宏源证券	4	38.9	36	民生证券	2	7.5
12	东北证券	5	36.5	37	东莞证券	3	7.4
13	兴业证券	6	34.6	38	东兴证券	2	6.7
14	浙商证券	8	29.7	39	南京证券	2	6.5
15	中金公司	9	27.2	40	瑞银证券	1	6.5
16	海通证券	7	25.6	41	国元证券	3	6.4
17	安信证券	4	23.0	42	华安证券	1	6.1
18	方正证券	3	22.7	43	中信建投	2	6.1
19	齐鲁证券	3	21.8	44	平安证券	4	5.5
20	银河证券	5	18.2	45	长城证券	1	5.3
21	华西证券	3	16.9	46	国联证券	3	5.1
22	中银国际	4	16.6	47	华融证券	1	4.9
23	第一创业	7	16.4	48	世纪证券	1	4.8
24	申银万国	4	15.9	49	红塔证券	1	4.3
25	国海证券	5	15.8	50	东吴证券	2	3.9

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：统计日期为 2011-11-26

6. 估值

我们按照 2011 年 1800 亿元的日均交易额假设,考虑到募集资金带来的自营贡献,得出 2011 年公司的净利润为 3.5 亿元,全面摊薄后的每股净利润为 0.17 元。在上市券商中我们选取经纪业务市场份额、净资产均与公司较为接近的国元证券以及宏源证券作为参照系来给予相应的市盈率,目前国元证券以及宏源证券 2011 年的市盈率分别约为 27 倍和 24 倍。

此外,2010 年以来 IPO 的三家券商——兴业证券、山西证券以及方正证券的首日上市价格分别为 10 元、7.8 元和 3.9 元,兴业证券和山西证券对应的 2009 年市盈率分别为 20 倍和 32 倍,方正证券对应的 2010 年市盈率为 20 倍。

综合考虑上述情况及目前的市场情况,我们给予东吴证券 2011 年 27-32 倍 P/E 来定价,对应公司 2010 年 16-19 倍 P/E (全面摊薄),得到首日定价区间为 4.7 元-5.6 元,给予公司 25-30 倍 P/E 得到询价区间为 4.3 元-5.2 元。

表 9 上市券商的估值表

代码	公司	股价 元	总市值 百万元	EPS		P/E		BVPS		P/B	
				2010	2011E	2010	2011E	2010	2011E	2010	2011E
600030	中信证券	11.09	122,178	1.14	0.88	9.75	12.59	7.08	6.89	1.57	1.61
600837	海通证券	8.03	66,069	0.45	0.42	17.92	19.27	5.40	5.88	1.49	1.37
000776	广发证券	28.18	83,403	1.61	0.66	17.54	42.67	7.74	11.07	3.64	2.55
601688	华泰证券	9.50	53,200	0.61	0.30	15.53	31.20	5.87	6.09	1.62	1.56
600999	招商证券	11.36	52,950	0.90	0.48	12.61	23.63	6.69	5.48	1.70	2.07
601788	光大证券	11.45	39,136	0.64	0.53	17.79	21.58	6.65	7.02	1.72	1.63
000783	长江证券	8.46	20,061	0.59	0.21	14.32	40.95	4.39	5.25	1.93	1.61
000728	国元证券	9.66	18,973	0.47	0.36	20.51	26.96	7.63	8.04	1.27	1.20
600369	西南证券	10.52	24,433	0.35	0.16	30.34	66.14	4.79	4.92	2.20	2.14
000562	宏源证券	14.09	20,588	0.89	0.59	15.76	23.95	5.00	5.50	2.82	2.56
000686	东北证券	16.70	10,677	0.82	0.09	20.25	185.44	5.42	5.50	3.08	3.04
600109	国金证券	11.81	11,813	0.44	0.31	26.95	38.67	3.02	3.28	3.91	3.61
601377	兴业证券	11.10	24,420	0.36	0.24	31.02	45.87	3.82	4.01	2.91	2.76
601901	方正证券	5.49	33,489	0.27	0.05	20.23	109.61	1.88	2.29	2.92	2.40
000750	国海证券	13.26	9,505	0.57	0.21	23.23	63.88	3.18	3.75	4.17	3.54
002500	山西证券	8.02	19,246	0.18	0.10	43.89	83.01	2.58	2.64	3.11	3.03

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

股价日为 2011 年 11 月 26 日

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-11-25

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,873	1,807	1,462	1,522	1,667	货币资金	15,918	16,090	12,336	13,569	14,926
手续费净收入	1,603	1,451	1,222	1,107	1,156	结算备付与保证金	711	843	660	726	799
代理买卖证券业务净收入	1,459	1,167	801	842	886	交易性金融资产	936	1,026	3,937	4,331	4,764
证券承销业务净收入	109	248	382	223	223	买入返售金融资产	0	0	489	538	591
资产管理业务净收入	0	7	8	9	9	可供出售金融资产	572	255	295	324	357
利息净收入	145	157	134	147	162	其他资产	99	123	175	193	212
投资收益及公允价值变动	123	197	104	265	347	资产总计	19,152	19,885	20,879	22,967	25,264
其他业务收入	2	2	2	2	2	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	888	1,045	994	883	917	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	91	92	80	71	73	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	833	949	914	812	843	卖出回购金融资产款	240	362	987	1,086	1,195
营业利润	985	763	468	639	750	代理买卖证券款	14,648	14,765	11,335	12,869	14,532
营业外收支	-1	-10	0	0	0	其他负债	108	93	133	146	160
利润总额	983	753	468	639	750	负债合计	15,398	15,639	13,474	15,222	17,121
所得税	245	172	117	160	187	股本	1,500	1,500	2,000	2,000	2,000
净利润	738	581	351	479	562	归属母公司所有者权益	3,725	4,187	7,330	7,662	8,052
归属母公司所有者净利润	735	576	347	475	557	少数股东权益	29	59	75	83	91
少数股东损益	3	5	4	5	6	所有者权益合计	3,754	4,246	7,405	7,745	8,143
经营指标						风险指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	5.2%	3.0%	1.7%	2.2%	2.3%	净资本					
平均净资产收益率	21.8%	14.6%	6.0%	6.3%	7.1%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	44.5%	52.5%	62.6%	53.4%	50.6%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	9.8%	9.1%	7.0%	6.6%	6.6%	权益自营规模/净资本					
每股数据(元)						估值					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.49	0.38	0.17	0.24	0.28	市盈率					
每股净资产	2.5	2.8	3.7	3.8	4.0	市净率					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034