



华泰联合证券  
2011-11-29  
金融/证券



华泰联合证券  
证券研究报告  
公司研究 / 新股定价



## 东吴证券 (601555)

无评级

建议询价区间: RMB5.05~6.02

### 分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.hthsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.hthsc.com.cn

丁文韬

SAC 执业证书编号:S1000511090006

021-50106410

dingwentao@mail.hthsc.com.cn

### 联系人

华莎

(021)6849 8507

huasha@mail.hthsc.com.cn

### 基础数据

总股本 (百万股)	2,000
流通 A 股 (百万股)	500
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	0
流通 A 股市值 (百万元)	N.A.

### 最近 52 周股价走势图

# 吴越之地 孕育成长

## ——东吴证券新股定价报告

- 坐拥区域优势，经纪业务发展迅速。1) 区域资源优势：繁荣的证券交易市场环境。苏州地区经济活跃，资本市场发达，折股交易份额近三年分别达到 1.44%、1.42% 和 1.58%，相当于安徽、江西等中等省份水平。2) 公司经纪业务为区域龙头，当地份额、佣金率双高。公司在苏州地区的代理买卖交易额占有率稳居第一，近三年分别为 44.51%、47.61% 和 45.34%；公司佣金率 2008-10 年分别为 0.15%、0.15% 和 0.12%，均高于行业平均水平，由于苏州地区已划为饱和地区限制新设营业部以及监管层的限佣政策等，公司经纪业务在苏州地区的量价双高的优势仍有延续。
- 深掘区位资源，投行业务潜力巨大。1) 区域资源优势：民营经济发达，优质企业林立，园区经济领先。苏州地区经济发达，企业总数达到 53.9 万户，排在全国前列；苏州地区有 3 个高新技术和经济技术开发区，也处在全国前列（全国合计 55 个高新区）。2) 公司投行有能力深掘区域资源，未来潜力巨大。公司投行依托本土优势，在苏州地区的项目承销数量和金额都排在前列，具有较强的项目挖掘能力，未来潜力无限。3) 新三板业务有望借力领先。“新三板”试点范围扩大在即，公司有望凭借苏州地区发的园区经济，在未来“新三板”业务浪潮中取得领先地位。
- 建议询价区间：**5.05~6.02 元/股**。我们预测公司 2011~13 年归属母公司综合收益为 2.94、4.72 和 4.98 亿元，每股综合收益 0.15、0.24 和 0.25 元。综合考虑绝对估值和相对估值结果，我们建议询价区间为【5.05,6.02】元/股，对应东吴证券 2008-2010(跨越牛、熊、震荡周期)综合收益均值 4.81 亿元的 21-25 倍 PE 水平 (二级市场中小券商平均为 31 倍)。
- 投资建议：考虑到东吴证券 IPO 之后 3 个月内流通市值较小，预计股价表现将有望超过以上询价区间，我们建议在【5.05,6.02】元区间内积极参与网下申购，持股周期 3 个月至 1 年。
- 风险提示：公司在苏州以外地区扩张所面临较大竞争压力。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,807	1,537	1,900	2,086
(+/-%)	-3%	18%	-19%	-9%
归属母公司综合收益(百万元)	462	294	472	498
(+/-%)	-46%	-36%	61%	6%
EPS(综合收益口径, 元)	0.31	0.15	0.24	0.25
P/E(倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>坐拥区域优势，经纪业务发展迅速 .....</b>	<b>4</b>
区域资源优势：繁荣的证券交易市场环境.....	4
公司经纪业务为区域龙头，当地份额、佣金率双高 .....	5
<b>深掘区位资源，投行业务潜力巨大 .....</b>	<b>6</b>
区域资源优势：优质企业林立，园区数量领先 .....	6
公司投行有能力深掘区域资源，未来潜力巨大 .....	6
新三板业务有望借力领先.....	7
<b>公司概况 .....</b>	<b>7</b>
公司简介 .....	7
发行简介 .....	8
业务介绍 .....	9
经纪业务 .....	10
投行业务 .....	11
资管业务 .....	11
自营业务 .....	12
期货业务 .....	12
<b>盈利预测与估值 .....</b>	<b>13</b>
关键指标假设 .....	13
盈利预测 .....	13
建议询价区间：【5.05,6.02】 .....	14
绝对估值法 .....	14
相对估值法 .....	15
<b>投资建议 .....</b>	<b>16</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司经纪业务在江苏省份额具有绝对优势 .....	5
图 2: 公司经济业务占全国的折股份额有回升趋势 .....	5
图 3: 公司佣金率水平维持在行业平均水平之上 .....	5
图 4: 苏州地区民营经济发达，企业数量众多 .....	6
图 5: 苏州地区 2007~2009 年财政收入 .....	6
图 6: 东吴证券发行前股权结构图示 .....	8
图 7: 公司的主要收入来源于经纪业务 .....	9
图 8: 公司经济业务收入占比超过 50% .....	9
图 9: 公司的主要利润来源于经纪业务 .....	9
图 10: 公司经济业务对利润贡献占比超过 50% .....	9
图 11: 苏州地区证券交易活跃 .....	10
图 12: 公司折股份额有回升的趋势 .....	10
图 13: 公司维持了较高的折股佣金率水平 .....	10
图 14: 公司投行业务收入增长迅速 .....	11
图 15: 兴业证券 PE 估值持续享受溢价 .....	16
图 16: 兴业证券 2010 年 10 月上市至今总市值 .....	16
图 17: 方正证券 PE 估值持续享受溢价 .....	16
图 18: 方正证券 2011 年 8 月上市至今总市值 .....	16
表格 1: 2007~2010 苏州地区及各省级地区证券折股交易份额 .....	4
表格 2: 公司投行业务在苏州地区占据优势 .....	6
表格 3: 东吴证券 IPO 发行前后股东持股变化情况 .....	8
表格 4: 2009~2011H1 公司主承销业务情况 .....	11
表格 5: 公司资管理财产品概览 .....	12
表格 6: 东吴基金为公司贡献稳定收入 .....	12
表格 7: 公司自营风格相对稳健 .....	12
表格 8: 公司期货业务概览 .....	12
表格 9: 盈利预测主要指标假设 .....	13
表格 10: 预测利润表（单位：百万元） .....	13
表格 11: 预测资产负债表（单位：百万元） .....	14
表格 12: DDM 三阶段估值主要假设 .....	15
表格 13: DDM 三阶段估值结果 .....	15
表格 14: 上市中小型券商估值（单位：倍，百万元） .....	15
表格 15: 东吴证券 IPO 定价对应估值的敏感性测算表（单位：元/股，倍） .....	16

## 坐拥区域优势，经纪业务发展迅速

### 区域资源优势：繁荣的证券交易市场环境

苏州地区依托发达的地方经济，资本市场发展迅速，证券交易市场繁荣。2008年~2010年，苏州地区的折股交易额分别达到8370、15616、16940亿元，分别占全国证券市场折股交易额的1.44%、1.42%和1.58%，相当于安徽、江西等中等省份的市场份额，足以看出苏州地区证券交易市场的地位。公司作为苏州地区龙头券商，经纪业务受益充分。

**表格 1：2007~2010 苏州地区及各省级地区证券折股交易份额**

地区	2010	2009	2008	2007
苏州地区	1.58%	1.42%	1.44%	1.38%
安徽	1.69%	1.55%	1.53%	1.46%
北京	13.54%	9.48%	9.15%	9.26%
福建	3.97%	4.38%	4.11%	3.89%
甘肃	0.45%	0.52%	0.56%	0.45%
广东	19.48%	19.48%	19.00%	20.00%
广西	0.90%	1.04%	1.03%	0.97%
贵州	0.34%	0.34%	0.35%	0.31%
海南	0.42%	0.44%	0.49%	0.54%
河北	1.06%	1.44%	1.56%	1.36%
河南	1.49%	2.31%	2.19%	2.03%
黑龙江	0.86%	1.40%	1.54%	1.50%
湖北	2.56%	2.78%	2.95%	2.88%
湖南	0.05%	0.07%	0.14%	0.13%
吉林	0.83%	0.95%	1.04%	1.19%
江苏	7.93%	7.65%	7.88%	7.49%
江西	1.29%	1.58%	1.62%	1.46%
辽宁	1.62%	2.87%	3.08%	3.17%
内蒙古	0.17%	0.42%	0.47%	0.42%
宁夏	0.06%	0.14%	0.14%	0.16%
青海	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%
山东	3.97%	4.28%	3.87%	3.69%
山西	0.99%	1.02%	1.05%	1.06%
陕西	1.12%	1.48%	1.59%	1.49%
上海	19.94%	15.75%	16.15%	17.44%
四川	2.82%	3.53%	3.84%	3.45%
天津	1.19%	1.50%	1.49%	1.40%
西藏	0.19%	0.04%	0.03%	0.01%
新疆	1.09%	0.71%	0.71%	0.65%
云南	0.71%	0.87%	0.90%	0.79%

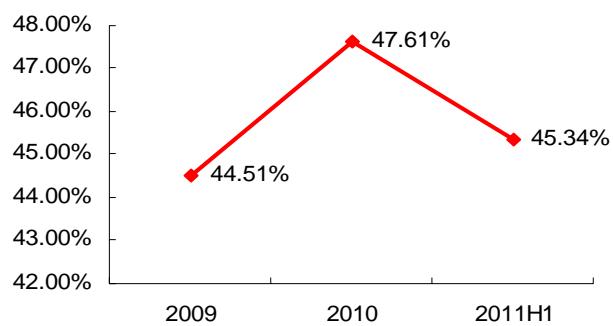
浙江	8.05%	10.55%	10.20%	10.15%
重庆	1.11%	1.32%	1.27%	1.13%

资料来源：沪深交易所，华泰联合证券研究所

### 公司经纪业务为区域龙头，当地份额、佣金率双高

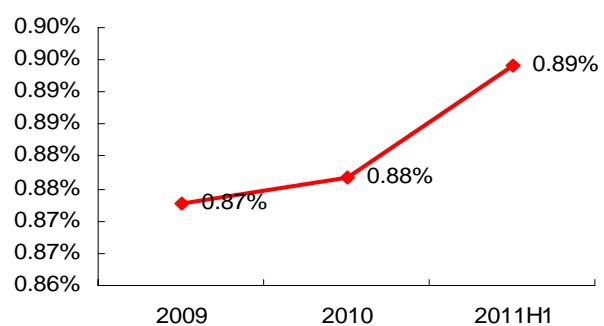
2008年~2010年，公司在苏州地区代理买卖证券交易金额市场占有率为44.51%、47.61%和45.34%，具有绝对的区域优势。依托苏州地区发达的资本市场，2009、2010、11H1公司在全国折股份数额分别达到0.96%、0.87%和0.88%，与部分省级区域券商相当，并且还有不断回升的趋势。公司佣金率2008~2010年分别为0.15%、0.12%、0.11%，分别高于2008~2010年行业的0.13%、0.10%和0.08%。由于苏州地区已经划为饱和地区限制新设营业部，加之监管层的佣金率指导，预计未来该地区佣金率降幅仍将较为缓和。

图1：公司经纪业务在江苏省份额具有绝对优势



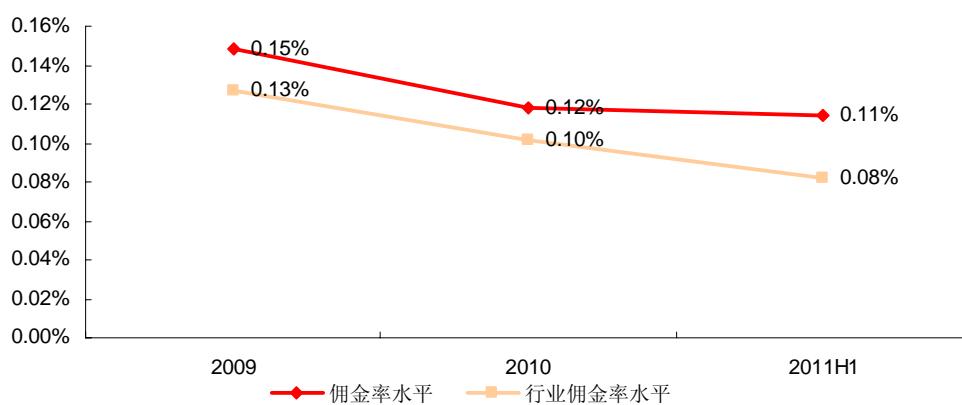
资料来源：招股说明书

图2：公司经济业务占全国的折股份数额有回升趋势



资料来源：沪深交易所，华泰联合证券研究所

图3：公司佣金率水平维持在行业平均水平之上



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

## 深掘区位资源，投行业务潜力巨大

### 区域资源优势：优质企业林立，园区数量领先

苏州地区经济发达，企业数量多、质量好，为投行提供巨大的潜在客户资源。2010年上半年，苏州地区民营经济总注册资本达到4920.4亿元，市场主体（包括私营、个体、内资及外资经济体）总数达到53.9万户，排在全国地级市前列。

图4：苏州地区民营经济发达，企业数量众多

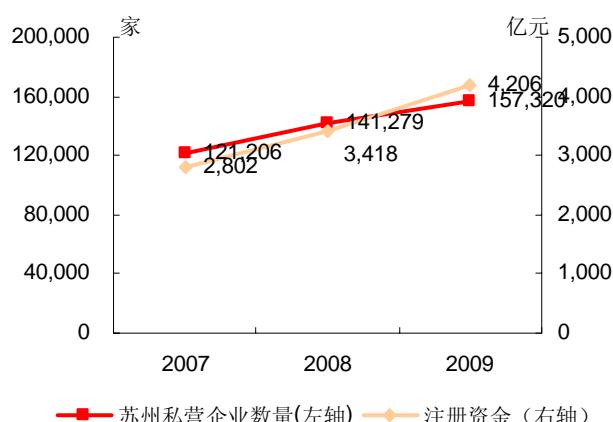
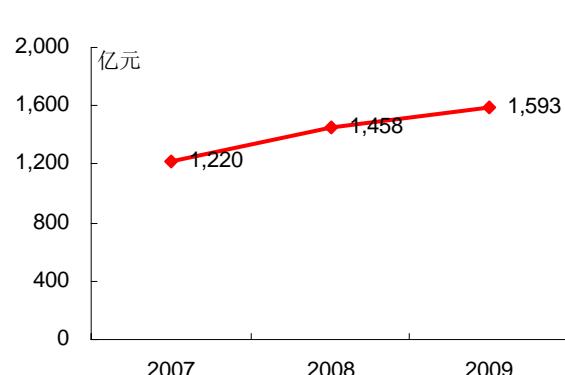


图5：苏州地区2007~2009年财政收入



资料来源：苏州市统计局网站

资料来源：苏州市统计局网站

苏州地区园区数量领先。苏州地区有3个国家级经济技术开发区和国家级高新技术开发区，分别是：苏州工业园区、昆山经济技术开发区、苏州高新技术产业开发区，占江苏省1/3，在全国尚属领先（全国共55个高新区）。

### 公司投行有能力深掘区域资源，未来潜力巨大

公司投行区域优势领先，潜力巨大。公司投行业务收入主要来自股票承销和保荐业务，2008年~2010年公司主承销项目11家，其中有6家位于苏州地区，因此，公司投行主要业务来源于苏州地区。苏州地区2009~2011H1的IPO企业共计28家，公司承销数量占到21%，发行规模占16.2%，中小企业IPO项目挖掘能力较强。

表格2：公司投行业务在苏州地区占据优势

	公司名称	发行方式	发行日期	募资总额/发行规模(亿元)
东吴证券	苏州科斯伍德油墨股份有限公司	首发	2011-3-14	4.22
	苏州电器科学研究院股份有限公司	首发	2011-5-3	8.74
	江苏新宁现代物流股份有限公司	首发	2009-10-13	2.34
	康力电梯股份有限公司	首发	2010-3-2	9.08
	苏州胜利精密制造科技股份有限公司	首发	2010-5-26	5.61
平安证券	江苏飞力达国际物流股份有限公司	首发	2011-6-27	5.40
	苏州禾盛新型材料股份有限公司	首发	2009-8-26	5.84
	苏州东山精密制造股份有限公司	首发	2010-3-29	10.40
	苏州天马精细化学品股份有限公司	首发	2010-7-7	4.49
	苏州春兴精工股份有限公司	首发	2011-2-9	5.76

国信证券	江苏鹿港科技股份有限公司	首发	2011-5-18	5.30
	江苏银河电子股份有限公司	首发	2010-11-24	6.48
	中利科技集团股份有限公司	首发	2009-11-16	15.41
	张家港化工机械股份有限公司	首发	2011-3-2	14.16
华泰联合	昆山金利表面材料应用科技股份有限公司	首发	2010-8-18	5.43
	苏州宝馨科技实业股份有限公司	首发	2010-11-22	3.91
国海证券	长江润发机械股份有限公司	首发	2010-6-2	5.12
东莞证券	沪士电子股份有限公司	首发	2010-8-4	12.80
德邦证券	苏州罗普斯金铝业股份有限公司	首发	2009-12-28	8.62
兴业证券	苏州锦富新材料股份有限公司	首发	2010-9-20	8.75
华泰证券	江苏通鼎光电股份有限公司	首发	2010-10-11	9.72
中原证券	科林环保装备股份有限公司	首发	2010-10-27	4.75
中信建投	苏州工业园区和顺电气股份有限公司	首发	2010-11-1	4.44
中信证券	天顺风能(苏州)股份有限公司	首发	2010-12-22	12.95
申银万国	常熟风范电力设备股份有限公司	首发	2011-1-6	19.22
东方证券	江苏天瑞仪器股份有限公司	首发	2011-1-14	12.03
中国建银	江苏亿通高科技股份有限公司	首发	2011-4-25	3.22
民族证券	张家港富瑞特种装备股份有限公司	首发	2011-5-30	4.25

资料来源：招股说明书，wind

## 新三板业务有望借力领先

新三板业务未来有望借力区域资源优势，取得领先。“新三板”业务试点范围扩大在望，而苏州拥有三大科技园区：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，园区内优质企业众多，公司先天区域优势明显，若能够深入挖掘和储备项目资源，在新三板试点范围扩大后，有望首先受益。

## 公司概况

### 公司简介

公司前身系苏州证券，成立于 1993 年 4 月，于 1997 年更名为苏州证券有限责任公司，于 2001 年更名为东吴证券有限责任公司，于 2010 年整体变更为东吴证券股份有限公司。

发行前，公司股东控股股东为国发集团（持股 42.12%），实际控制人为国发集团及其一致行动人（营财投资和苏州信托）合计持股 50.16%。发行后，公司控股股东国发集团持股比例为 30.22%，实际控制人合计持股为 36.11%。

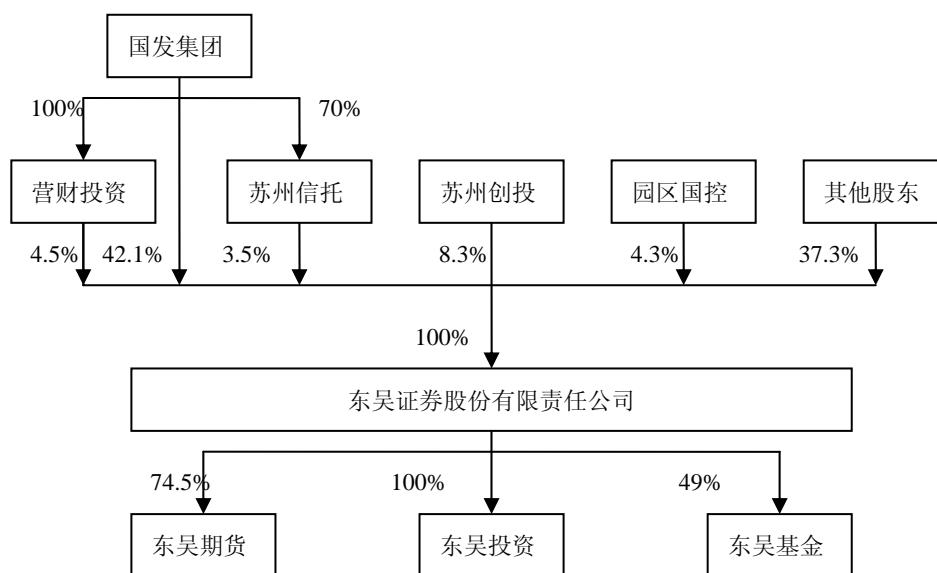
公司子控股两家子公司：东吴期货（持股 74.5%）、东吴投资（100%）；此外，公司还参股股东吴基金（持股 49%）。东吴期货系公司 2007 年收购国民期货更名而来，注册资本 2 亿元；东吴投资系公司全资直投子公司，成立于 2007 年，注册资本 3 亿元；东吴基金成立于 2003 年，注册资本 1 亿元。

表格 3：东吴证券 IPO 发行前后股东持股变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（亿股）	持股比例（%）	持股数（亿股）	持股比例（%）
国发集团	6.32	42.1%	6.04	30.2%
苏州创投	1.25	8.3%	1.20	6.0%
营财投资	0.68	4.5%	0.65	3.2%
园区国控	0.65	4.3%	0.62	3.1%
昆山创业	0.63	4.2%	0.60	3.0%
苏州信托	0.53	3.5%	0.53	2.7%
隆力奇集团	0.41	2.7%	0.41	2.1%
吴江东方	0.38	2.5%	0.36	1.8%
江南化纤	0.36	2.4%	0.36	1.8%
其他股东	3.81	25.4%	3.76	18.8%
全国社保基金理事会	-	-	0.48	2.4%
公众股股东	-	-	5.00	25.0%
合计	15.00	100.0%	20.00	100.0%

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 6：东吴证券发行前股权结构图示



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

## 发行简介

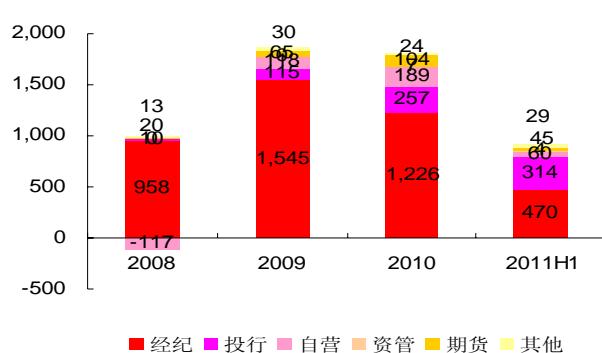
公司发行前股本 15 亿股，本次发行不超过 5 亿股（占本次发行后公司总股本的比例不超过 25%）。本次募集资金扣除发行费用后，将全部补充公司营运资金，扩展相关业务，主要用途包括：

- 1) 提升经纪业务能力，并在时机成熟时申请新设营业网点，提高经纪业务的市场占有率；
- 2) 充实投资银行业务资金，扩大投资银行的业务规模，增强承销实力；
- 3) 加大对子公司的投入，补充子公司资本金；
- 4) 在风险可控范围内，根据市场情况适当扩大自营业务规模；
- 5) 加大对资产管理业务的投入；
- 6) 时机成熟且取得中国证监会批准的前提下，开展融资融券业务及其他创新业务；
- 7) 加强信息系统建设，提升后台服务能力。

### 业务介绍

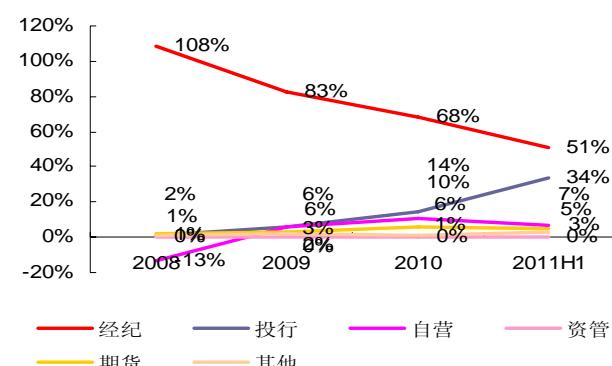
公司的收入和利润主要来源于经纪业务，近三年一期公司经纪业务收入均占总收入50%以上；证券经纪业务利润贡献占比超过70%；但是，公司业务多元化的趋势已经开始显现，投行、资管和自营的比重都有不同程度的增长。

图 7：公司的主要收入来源于经纪业务



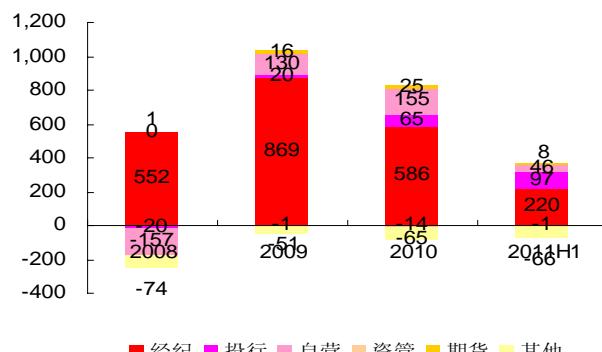
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 8：公司经济业务收入占比超过50%



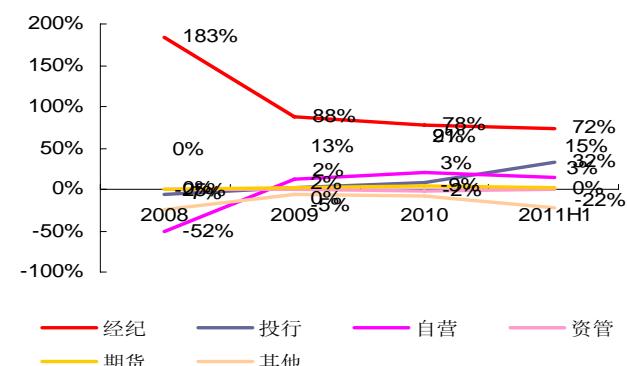
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 9：公司的主要利润来源于经纪业务



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 10：公司经济业务对利润贡献占比超过50%



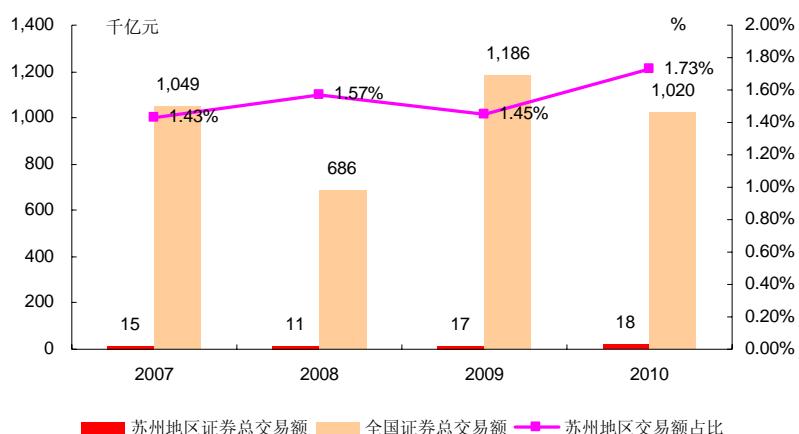
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 经纪业务

公司经纪业务为区域龙头。公司经纪业务主要集中在苏州市，并在苏州下属全国前百强县（市）的张家港、常熟、昆山、吴江和太仓设立了分公司，深挖区域资源，形成明显优势。目前公司拥有营业部 48 家，其中 22 家分布在苏州市区及其下属县市，2010 年公司代理买卖证券交易金额苏州市场占有率达到 45.34%，具有绝对的区域优势。

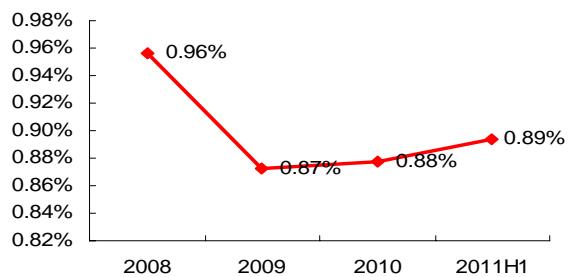
公司依托地域优势，市场份额较高，同时佣金率也能维持较高水平。依托苏州发达的工业经济环境，苏州地区资本市场快速发展，证券交易活跃。截止 11 年 6 月底，苏州金融机构本外币存、贷款余额分别达到 1.58 万亿元和 1.16 万亿元；苏州地区近三年证券交易总额（非折股交易额）分别为 11 千亿、17 千亿和 18 千亿元，占全国证券交易额的 1.57%、1.45% 和 1.73%。公司为苏州地区龙头券商，分享了苏州地区繁荣的证券市场，目前公司市场折股份额达到 0.9%，并且还有不断回升的趋势；公司佣金率水平价高，2010 末仍维持在 0.1% 以上，由于苏州已划为饱和地区，加之监管层的佣金率指导，未来该地区佣金率大幅降低的可能性较小，公司较高的佣金率水平有望维持。

图 11：苏州地区证券交易活跃



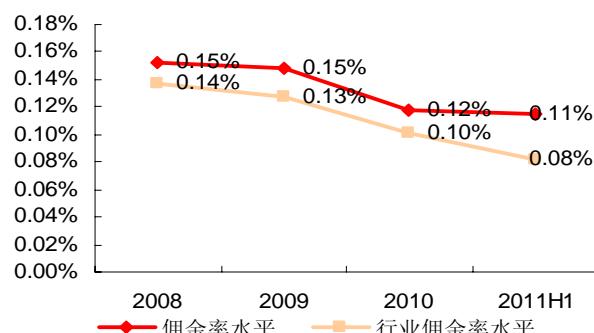
资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

图 12：公司折股份额有回升的趋势



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

图 13：公司维持了较高的折股佣金率水平



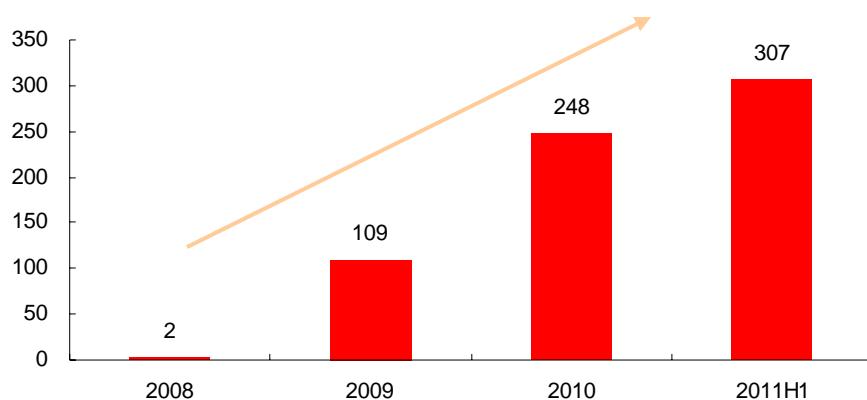
资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

## 投行业务

公司投行业务依托地域优势，发展迅速，前景乐观。公司目前有保荐人 26 名，依托苏州地区民营经济发达、优质企业多带来的项目资源优势，公司投行业务发展迅速。公司注重利用地域优势，对苏州地区区域资源不断挖掘，在报告的主承销项目中，康利电梯、胜利精密、新宁物流、电科院、科斯伍德和飞力达均位于苏州地区，因此，我们认为公司投行业务定位清晰且能够充分挖掘自身优势，鉴于苏州地区丰富的企业资源，公司投行业务未来仍能维持较高速度的增长。

新三板业务未来有望借力区域资源优势。“新三板”业务试点范围扩大在望，而苏州地区园区经济发达，园区内优质企业众多，公司先天区域优势明显，若能够深入挖掘和储备项目资源，在新三板试点范围扩大后，有望首先受益。截止 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。

图 14：公司投行业务收入增长迅速



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

注：公司投行业务收入目前仅统计承销业务收入

表格 4：2009~2011H1 公司主承销业务情况

	承销家数					募资金额/发行规模(万元)				
	首发	增发	配股	可转债	债券发行	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2009	3	0	0	0	1	18.39	0.00	0.00	0.00	7.50
2010	4	0	0	0	0	34.62	0.00	0.00	0.00	0.00
2011H1	4	1	0	0	1	38.31	3.50	0.00	0.00	5.00

资料来源：wind

## 资管业务

公司资管业务起步晚，发展迅速。公司资管业务起步较晚，于 2009 年获得资管业务资格，与 2009 年 12 月运作第一单定向资产管理业务，募集规模为 1,000 万元。截止 2011 年 6 月 30 日，公司资管部门还运作两只理财产品：东吴财富 1 号和东吴财富 2 号，均为非限定性集合理财管理计划。预计截止 2011 年 12 月 31 日，公司资管规模

有望达到 6 亿元，从 2009 年至 2011 年公司资产规模复合增长率约为 7.68%，由于公司资管业务起点低，未来资管规模增速仍有望保持较高水平。

**表格 5：公司资管理财产品概览**

项目	2011H1	2010	2009	2008
期末受托管理资金（百万元）	566	690	10	-
期内平均受托管理资金（百万元）	620	595	10	-
受托资金总体损益（百万元）	-79	-74	0	-
平均受托资产管理收益率	-12.77%	-12.36%	3.63%	-

资料来源：招股说明书

公司参股东吴基金，获得稳定回报。公司参股东吴基金 49%股份。截止 2011 年 6 月 30 日，东吴基金管理规模 137.78 亿元，共有 9 支基金，目前排在第 42 位。近三年一期，东吴基金业绩稳定，是公司收入的稳定来源之一。

**表格 6：东吴基金为公司贡献稳定收入**

项目	2011H1	2010	2009	2008
营业收入（单位：万元）	7,734	14,017	10,093	8,983
净利润（单位：万元）	1,224	2,455	1,938	1,021
净资产（单位：万元）	15,861	14,637	12,182	10,244

资料来源：招股说明书

### 自营业务

公司自营风格稳健。公司自营业务奉行“追求绝对收益”的策略，整体业务运行稳健，总收益率与沪深 300 相比，公司自营收益率较平稳。

**表格 7：公司自营风格相对稳健**

	2011H1	2010	2009	2008
规模	26.49	19.46	11.24	6.81
收益总额	0.60	1.82	1.08	-1.58
收益率	2%	9%	10%	-23%
沪深 300 收益率	-3%	-13%	97%	-66%

资料来源：招股说明书，wind

### 期货业务

公司期货业务发展迅速。公司控股股东吴期货 74.5%股权。东吴期货近三年发展迅速，营业收入由 2008 年的 0.20 亿元增加到 2010 年的 1.04 亿元，复合增长率达到 226.01%，市场占有率从 2008 年的 0.61%增加到 2010 年的 1.11%，年复合增长率达到 90.5%。

**表格 8：公司期货业务概览**

	2011H1	2010	2009	2008
成交金额（亿元）	14,833	34,312	10,094	4,378
日均客户权益（亿元）	12	11	5	1
成交金额市场占有率为（%）	1.11	1.11	0.78	0.61

总营业收入（万元）	4,518	10,370	6,509	2,030
净利润（万元）	605	1,860	1,205	34

资料来源：招股说明书，wind

## 盈利预测与估值

### 关键指标假设

表格 9：盈利预测主要指标假设

	10A	11E	12E	13E
日均成交额（百万元）	227,177	190,000	230,000	264,500
沪深 300 收益率	-13%	-18%	20.0%	20.0%
业务及管理费/营业收入	-53%	-69%	-64%	-67%
折股佣金率 YOY	-20.5%	-23.0%	-18.0%	-13.0%
经纪业务折股份额	0.46%	1.0%	0.0%	0.0%
有效利息率	0.98%	1.0%	2.0%	2.0%
所得税率	-22.9%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
分红比例	0.00%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 盈利预测

在 2011 年日均股票成交额 1900 亿，沪深 300 年收益率-18% 的市场环境假设下，我们预测公司 2011~2013 年归属母公司综合收益分别为 2.94、4.72 和 4.98 亿元，对应每股综合收益分别为 0.15 元，0.24 元和 0.25 元。

表格 10：预测利润表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	883	1,873	1,807	1,537	1,900	2,086
手续费及佣金净收入	895	1,603	1,451	1,288	1,385	1,516
代理买卖证券业务净收入	854	1,459	1,167	882	863	843
证券承销业务净收入	2	109	248	372	484	629
受托客户资产管理业务净收入	0	0	7	9	11	14
基金管理费收入	0	0	0	0	0	0
基金销售收入	8	3	5	0	0	0
利息净收入	143	145	157	132	222	260
总投资收益	-153	123	197	112	288	303
其他收入	0	2	2	5	6	6
营业支出	-582	-888	-1,045	-1,144	-1,292	-1,445
营业税金及附加	-51	-91	-92	-81	-101	-111
业务及管理费	-496	-833	-949	-1,063	-1,190	-1,333
资产减值损失	-35	36	-4	0	-1	-1
其他业务成本	0	0	0	0	0	0
营业利润	302	985	763	393	609	642
营业外收入	8	3	3	9	9	10

营业外支出	-8	-4	-14	-2	-2	-2
利润总额	<b>302</b>	<b>983</b>	<b>753</b>	<b>400</b>	<b>616</b>	<b>650</b>
所得税	-75	-245	-172	-100	-154	-162
<b>净利润</b>	<b>227</b>	<b>738</b>	<b>581</b>	<b>300</b>	<b>462</b>	<b>487</b>
归属于母公司所有者的净利润	227	735	576	297	458	484
少数股东损益	0	3	5	2	4	4
<b>归属于母公司所有者的综合收益</b>	<b>131</b>	<b>852</b>	<b>462</b>	<b>294</b>	<b>472</b>	<b>498</b>

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**表格 11：预测资产负债表（单位：百万元）**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>资产</b>	<b>9,131</b>	<b>19,152</b>	<b>19,885</b>	<b>17,069</b>	<b>19,359</b>	<b>21,999</b>
客户资金	5,180	13,482	13,112	7,973	9,568	11,482
自有资金	3,951	5,670	6,772	9,096	9,791	10,518
交易性金融资产	788	936	1,026	2,463	2,618	2,773
可供出售金融资产	26	572	255	410	436	462
持有至到期投资	0	0	110	410	436	462
长期股权投资	56	66	114	188	200	211
固定资产	111	180	298	246	262	277
无形资产	14	117	118	163	173	183
商誉	0	0	0	0	0	0
其他资产	175	99	123	164	175	185
<b>负债</b>	<b>6,082</b>	<b>15,398</b>	<b>15,639</b>	<b>9,913</b>	<b>11,815</b>	<b>14,089</b>
代理买卖证券款	5,649	14,648	14,765	8,859	10,631	12,757
其他负债	72	108	93	112	134	161
<b>权益</b>	<b>3,049</b>	<b>3,754</b>	<b>4,246</b>	<b>7,155</b>	<b>7,544</b>	<b>7,910</b>
归属于母公司的股东权益	3,023	3,725	4,187	7,056	7,439	7,800
少数股东权益	26	29	59	99	105	110
股本	1,500	1,500	1,500	2,000	2,000	2,000

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**建议询价区间：【5.05,6.02】**

### 绝对估值法

采用三阶段现金股利模型（DDM）对公司进行估值，将公司成长过程分为高速成长期（2011年~2014年），该阶段公司红利年复合增长率在18%的水平；过渡期（2015年~2030年），在过渡期内我们认为中国经济增速将会逐渐下降，GDP增长将由原来10%左右向成熟经济体的2%~3%靠近，受此影响，我们认为公司红利增速将由原有水平向3%的永续增长水平趋近；永续增长期（2030年后）公司红利增速与中国经济增速相当约为3%。

我们估值主要假设条件如下：无风险利率为 4.75%（三年期定期存款利率），市场风险溢价为 5.0%，高速增长期 Beta 为 1.3（行业目前平均水平）、过渡期为 1.1、永续增长期为 1.0。

**表格 12：DDM 三阶段估值主要假设**

指标	假设值	权益成本
无风险回报率	4.75%	
风险溢价	5.00%	
高速增长期 Beta	1.3	高速增长期权益成本
过渡期 Beta	1.11	过渡期权益成本
永续期 Beta	1	永续期权益成本

资料来源：人行网站、华泰联合证券研究所

根据 DDM 估值结果，我们测算的公司每股内在价值为 5.38 元，对应 11~13 年 PE（综合收益口径）为 17、37 和 23 倍。

**表格 13：DDM 三阶段估值结果**

	公司价值（百万元）	每股价值（元）	比重
第一阶段现值总额	401	0.20	3.73%
第二阶段现值总额	6,072	3.04	56.42%
现值终值	4,288	2.14	39.85%
<b>合计</b>	<b>10,762</b>	<b>5.38</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：华泰联合证券研究所

### 相对估值法

东吴证券在上市券商中可归为中小型券商，以下我们参考同类券商的估值水平。我们使用 2008-2010 年跨越牛、熊、震荡周期下各券商的平均综合收益作为其常态下的盈利水平，该口径下目前 11 家中小型上市券商的平均 PE 为 31 倍。

**表格 14：上市中小型券商估值（单位：倍，百万元）**

	PE	2008-2010 综合收益均值 (跨越牛、熊、震荡周期)	总市值
长江证券	23	900	20,321
国元证券	25	768	19,170
西南证券	35	642	22,227
宏源证券	23	896	20,676
太平洋	-980	-12	11,831
东北证券	18	602	10,779
国金证券	128	94	11,953
兴业证券	34	722	24,640
山西证券	46	428	19,654
方正证券	30	1,146	34,221
国海证券	20	502	9,892
<b>合计</b>	<b>31</b>	<b>6,687</b>	<b>205,364</b>

资料来源：公司资料，Wind，华泰联合证券研究所

考虑到一级市场相比二级市场的折价因素，我们谨慎给予东吴证券 2008-2010 综合收益均值 4.81 亿元的 21-25 倍 PE 水平（2011 年 8 月方正证券 IPO 同口径下发行 PE 为 21 倍），建议 IPO 询价区间为【5.05,6.02】元/股。

**表格 15：东吴证券 IPO 定价对应估值的敏感性测算表（单位：元/股，倍）**

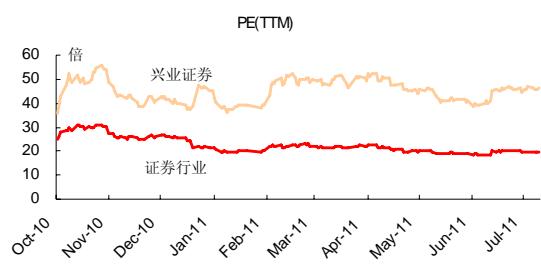
IPO 定价	5.05	5.30	5.54	5.78	6.02
2008-2010 综合收益均值对应 PE(发行后)	21	22	23	24	25
2010PE(发行后)	22	23	24	25	26
2011PE(发行后)	34	36	38	39	41
2011PB(发行后)	1.48	1.53	1.57	1.61	1.65

资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

## 投资建议

考虑到东吴证券 IPO 之后 3 个月内流通市值较小，预计股价表现将有望超过以上的询价区间。兴业、方正证券均为很好的例子。兴业证券 2010 年 10 月上市，之后 3 个月内因较低的流通市值而享有持续的估值溢价。

**图 15：兴业证券 PE 估值持续享受溢价**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

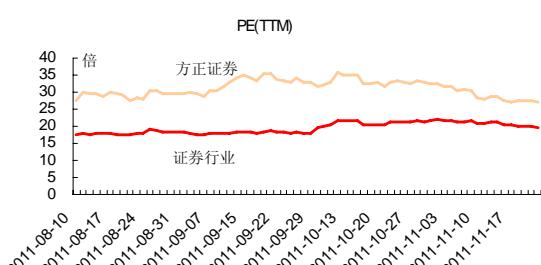
方正证券 2011 年 8 月上市，至今因较低的流通市值仍享有持续的估值溢价。

**图 16：兴业证券 2010 年 10 月上市至今总市值**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

**图 17：方正证券 PE 估值持续享受溢价**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

综上所述，我们建议在【5.05,6.02】元区间内积极参与东吴证券的网下申购，持股周期 3 个月至 1 年。

**图 18：方正证券 2011 年 8 月上市至今总市值**



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

## 风险提示

东吴证券目前在苏州地区享有营业部近乎停止新设、高价限佣等政策红利，未来在苏州以外地区扩张将会面临较大竞争压力。

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

**免责申明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。