

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业务全面发展的集结号即将吹响

——东吴证券(601555)新股分析报告

研究报告—新股分析

发布日期: 2011年11月29日

发行定价区间: 4.25-5.67元

发行数据

发行价(元)	--
发行数量(万股)	50000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011/12/2
上市日期	--

基础数据(2011年6月30日)

每股净资产(元)	2.84
每股经营现金流(元)	-4.69
净资产收益率(% 扣除摊薄)	5.14
资产负债率(%)	71.94
总股本/流通股(万股)	15/--
B股/日股(万股)	/

关键要素:

公司综合实力排名处于 30-40 位之间,与上市券商中的国金证券、东北证券较为相当。本次公开发行将大幅提升公司资本实力,不仅为公司各项业务规模的拓展创造条件,为公司未来的腾飞创造机会。

投资要点:

- **公司基本情况:** 公司地处苏州,控股股东为苏州国际发展集团有限公司;公司经纪业务在苏州地区市场份额稳居第一。本次公开发行将大幅提升公司资本实力,为其拓展各项业务规模创造条件,也为公司未来的腾飞创造机会。
- **公司业务特色:** 经纪业务区域优势明显,苏州地区市场份额稳居第一;投行业务借助区位优势快速发展,在中小项目形成相对优势;证券自营业务投资收益率较为稳定;资产管理及直投等创新业务刚刚起步。
- **公司竞争优劣势:** 经营管理团队较为领先的创新意识及其对行业发展趋势敏锐的洞察力,保证了公司近几年平稳、快速发展;经纪业务和投行业务的区域优势,保证了公司业务的持续发展;但资本实力较弱、佣金率较高等方面限制了公司的竞争能力。
- **估值和申购建议:** 结合可比公司总市值估值和市盈率相对估值,我们给予公司发行定价区间为 4.25-5.67 元。考虑到新股的溢价效应,若东吴证券的发行价在 5.5 元以下,我们建议投资者积极申购。
- **风险提示:** (1) 自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大;(2) 经纪业务佣金率及市场份额存在大幅下滑的可能性。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入(亿元)	8.83	18.73	18.07	14.65
增长比率(%)	-60.47	112.12	-3.52	-18.93
归属于股东净利润(亿元)	2.27	7.35	5.76	3.41
增长比率(%)	-77.55	223.79	-21.63	-40.80
每股收益(元)	--	--	--	0.17

1. 公司基本情况

1.1 公司发展历程及业务体系

公司前身为1992年成立的苏州证券公司，期间经过与中国人民银行的脱钩改制及增资扩股，于1997年正式更名为“苏州证券有限责任公司”，注册资本1.04亿元；苏州证券经过股权转让、增资扩股后于2001年更名为“东吴证券有限责任公司”，此后经历多次股权转让和增资扩股，于2010年3月整体变更设立东吴证券股份有限公司，注册资本15亿元。

本次发行前公司总股本为15亿股、股东34家，其中，苏州国际发展集团有限公司（以下简称“国发集团”）持有公司6.32亿股，并通过其全资子公司苏州市营财投资集团公司和控股子公司苏州信托分别持有公司6750万股、5312万股，合并持有7.52亿股，占公司本次发行前总股本的50.16%，为公司的控股股东和实际控制人；苏州工业园区国有资产控股发展有限公司持有公司0.65亿股，并通过其全资子公司苏州创业投资集团有限公司持有公司1.25亿股，合并持有1.9亿股，占公司发行前总股本的12.64%，为公司的第二大股东。

公司本次拟发行人民币普通股5亿股，发行后总股本不超过20亿股。募集资金主要用于补充公司的资本金，拟用于增加新设营业网点、扩充投行业务资金及规模、扩大自营业务规模、开展融资融券等创新业务，加强信息系统建设，补充期货、直投子公司资本金等。

“东吴证券，财富家园”的企业宗旨贯穿于公司20多年的发展历程中，公司也牢牢抓住区域经济发达及资本市场快速发展所带来的契机，做熟做深苏州市场。本次公司公开发行将大幅提升资本实力，不仅为其拓展各项业务规模创造条件，也为公司未来的腾飞创造机会，为实现“立足苏州、面向全国，具有自身特色和核心竞争力的现代证券控股集团”战略目标奠定基础。

表1: 东吴证券发行前、后的股权结构 **单位: %**

股东名称	发行前		发行后	
	数量(亿股)	比例	数量(亿股)	比例
苏州国际发展集团有限公司	6.32	42.12%	6.04	30.22%
苏州创业投资集团有限公司	1.25	8.33%	1.20	5.98%
苏州市营财投资集团公司	0.68	4.5%	0.65	3.23%
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	0.65	4.31%	0.62	3.09%
昆山市创业控股有限公司	0.63	4.17%	0.60	2.99%
苏州信托有限公司	0.53	3.54%	0.53	2.66%
江苏隆力奇集团有限公司	0.41	2.73%	0.41	2.05%
吴江市东方国有资产经营有限公司	0.38	2.5%	0.36	1.79%
苏州市相城区江南化纤集团有限公司	0.36	2.4%	0.36	1.80%
无锡瑞银投资有限公司	0.26	1.73%	0.26	1.30%

攀华集团有限公司	0.26	1.73%	0.26	1.30%
丰立集团有限公司	0.26	1.73%	0.26	1.30%
苏州苏盛热电有限公司	0.26	1.73%	0.26	1.30%
常熟市发展投资有限公司	0.25	1.67%	0.24	1.20%
常熟常能电力实业集团有限公司	0.22	1.47%	0.22	1.10%
苏州爱昆投资发展有限公司	0.21	1.38%	0.20	0.99%
江苏仁泰地产发展有限公司	0.20	1.33%	0.20	1.00%
苏州尼盛国际投资管理有限公司	0.20	1.33%	0.20	1.00%
苏州高新区经济发展集团总公司	0.20	1.33%	0.19	0.96%
其他股东	1.49	9.97%	1.47	7.35%
本次发行流通股	--	--	5.00	25%
全国社会保障基金理事会	--	--	0.48	2.39%

资料来源：中原证券研究所，公司招股书

表2：东吴证券旗下子公司情况

	子公司	持股	主营业务
控股	东吴期货有限公司	74.5%	商品期货经纪、金融期货经纪
	东吴投资有限公司	100%	使用自有资金对境内企业进行股权投资、财务咨询服务等
参股	东吴基金管理有限公司	49%	基金募集、基金销售、资产管理等

资料来源：中原证券研究所，公司招股书

1.2 市场位次

公司地处经济实力强和资本市场发达的苏州地区，其第一大股东隶属于苏州人民政府、国资委，在公司过去的发展中得到了苏州市政府的大力支持。虽然公司在江苏省内的经纪业务市场份额敌不过华泰证券，但在苏州地区的经纪业务市场份额远超华泰证券，一直维持在46%以上、占据绝对优势。和其他区域性券商一样，经纪业务在公司业务体系中占有举足轻重的地位，但公司经纪业务收入在营业收入中的占比已呈现逐年下降的趋势、与行业整体水平类似，2011年上半年，经纪业务收入在公司营业收入中的占比为49.89%。

从资本实力来看，2008年以来，公司净资产排名基本维持在30位左右，但净资产排名波动较大，随着整个证券行业资本实力的大幅提升，公司净资产有所下滑、但也维持在27-38位之间，公司2011年上半年净资产在上市券商中位居倒数第四，资本实力影响公司各项业务拓展；盈利能力来看，2008年以来，公司营业收入、净利润排名基本稳定在30-40位之间，体现了公司的稳健经营。而从各项具体业务来看，据证券业协会数据显示，2010年公司经纪业务实现净收入11.01亿元、排名第24位，承销、保荐等业务实现净收入2.57亿元、排名第26位，均处于行业中等偏上水平。总体来看，公司综合实力排名位于30~40位之间，与上市券商中东北证券、国金证券较为相当。

表3: 2002年-2010年东吴证券资本实力和盈利能力的市场位次(位)

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
净资产	>20	>20	18	>20	>20	50	30	30	31
净资本	>20	>20	19	>20	>20	57	27	28	38
营业收入	--	>20	14	>20	40	36	37	34	30
实现利润	13	14	6	>20	>20	38	42	36	32

注:“实现利润”,2002-2004年数据为利润总额排名,2005-2010年数据为净利润排名
 资料来源:中国证券业协会网站

表4: 2010年,东吴证券各项业务的市场位次

业务	主要指标	绝对数	市场份额(%)	市场排名	
证券经纪业务	股票基金交易总额	9797.48亿元	0.89%	32	
投资银行业务	股票+债券	承销规模	49.58亿元	0.31%	45
		承销家数	4家	0.49%	48
资产管理业务	集合理财产品	产品规模	6.43亿元	0.47%	37
		产品数量	2只	1.18%	31

资料来源:中原证券研究所,中国证券业协会,Wind资讯

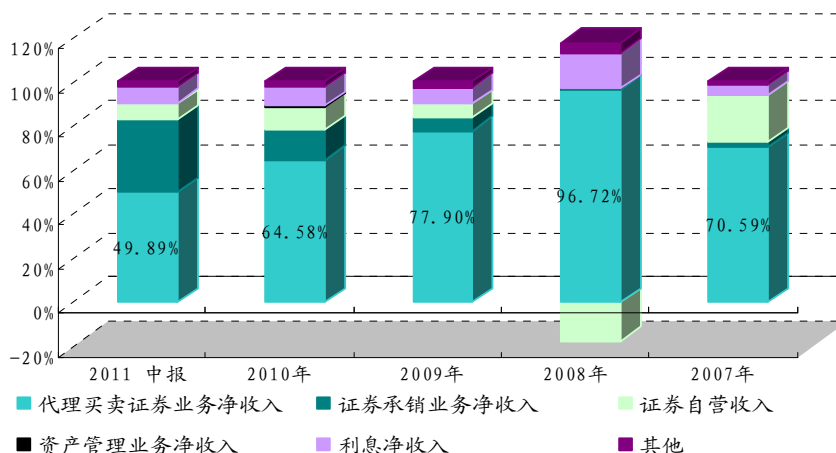
表5: 2011年上半年,上市券商主要经营指标(单位:亿元)

	净资本	净资产	营业收入	归属母公司净利润
中信证券	385.97	676.70	75.08	29.73
海通证券	332.71	447.66	52.47	22.63
华泰证券	**	331.40	33.95	11.44
广发证券	118.31	194.98	32.71	13.43
招商证券	139.00	237.39	32.45	13.62
光大证券	156.02	221.75	26.50	11.30
宏源证券	49.88	74.07	15.55	6.07
兴业证券	61.43	81.78	13.87	4.05
长江证券	93.75	116.69	10.96	4.15
国元证券	107.55	148.74	10.35	4.40
方正证券	66.20	87.87	9.66	2.98
东吴证券	31.76	42.58	9.22	2.25
西南证券	92.94	114.58	8.21	3.33
国海证券	21.37	26.75	7.50	1.34
国金证券	29.40	32.20	7.04	2.09
东北证券	32.28	33.52	5.78	0.89
山西证券	46.24	59.43	5.44	1.14
太平洋证券	18.88	20.94	4.55	1.35

注:华泰证券未披露2011H1净资本数据

资料来源:中原证券研究所,公司财务报表

图1: 东吴证券的营业收入构成



资料来源: 中原证券研究所, 公司招股书

2. 公司主要业务分析

2.1 经纪业务: 区域优势明显, 苏州地区市场份额稳居第一

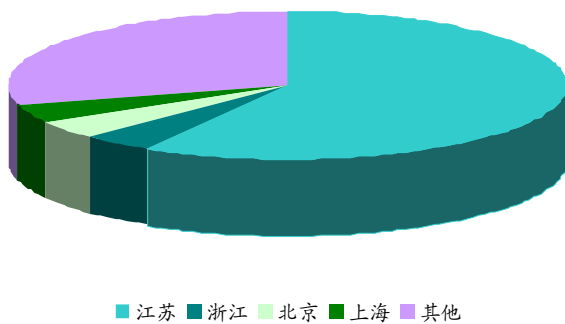
2008年以来, 公司根据“立足苏州、面向全国”的战略, 不断调整营业网点的布局结构, 逐步向除苏州外的江苏省其他地区及省外地区扩张。截至2011年6月底, 公司共有48家营业网点, 其中江苏省内有28家、占网点总数的58.33%, 且多数分布在苏州地区, 另外20家则分布在上海、浙江、广东等多个地区, 此外, 公司还针对性地在上海、北京、苏州以及包括昆山在内的5个百强县设立了分公司, 初步形成了以苏州地区为根据地, 以东南沿海经济发达地区为重点, 并基本覆盖中西部重要城市的网点布局结构。

得益于营业网点主要分布在江苏省及沿海经济发达地区, 公司部均交易排名基本保持在前15位。近几年来, 公司经纪业务市场份额整体呈现上升态势(见图4), 截至2011年6月底, 公司实现经纪业务市场份额0.93%, 较之2010年底的0.89%提升了0.04个百分点、增长了4.49%, 市场份额排名也稳居30-33位, 我们认为这主要得益于公司充分利用区域经济发达的特征, 积极开拓江苏省内市场, 较好地巩固了其区域优势。作为苏州市营业网点最多的证券公司, 公司在苏州市具有明显的区域优势, 虽然近年来不断有新的营业网点设立, 公司经纪业务在苏州市的市场份额有所下滑, 由2006年的52.69%下降至2010年的46.61%, 但一直保持领先地位, 远超其他竞争对手。

近几年来, 在营业网点新设放开后, 各证券公司均加大了“跑马圈地”的力度, 再加上轻型及新型营业网点、网上委托等非现场交易方式的不断增加, 佣金价格战则成了争夺客户资源的必要手段, 证券行业平均佣金率呈现逐年下滑的态势, 2011年上半年的行业平均佣金率为0.82‰, 较之2010

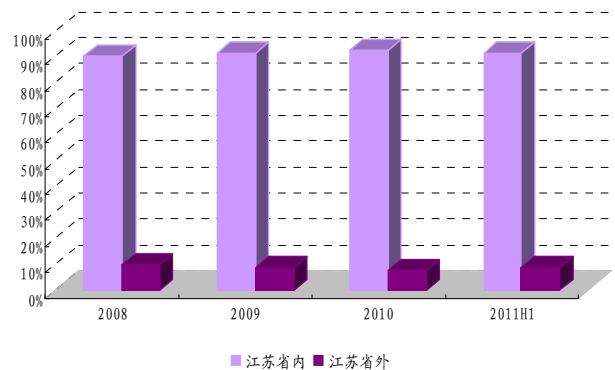
年的0.98%下滑了16.33%、降幅有所趋缓，尤其是2011年2季度以来，已有部分证券公司佣金率有企稳回升的态势。正是由于区域优势，公司的股基交易额有79.06%来自于苏州市，从而保证了公司近几年的平均佣金率虽然呈现下滑态势但下滑幅度小于行业平均水平，且佣金率的绝对值水平也一直高于行业平均水平（见图5），在证券业协会“佣金管理办法”和公司增值服务提升的多重因素影响下，目前公司平均佣金率已逐步趋于稳定。

图2：东吴证券营业网点分布



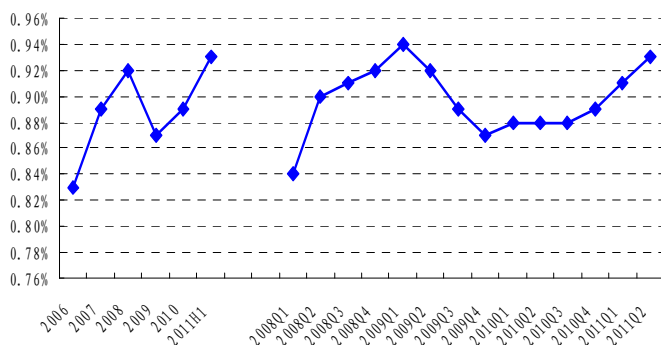
资料来源：中原证券研究所，公司招股书

图3：东吴证券区域营业网点收入贡献



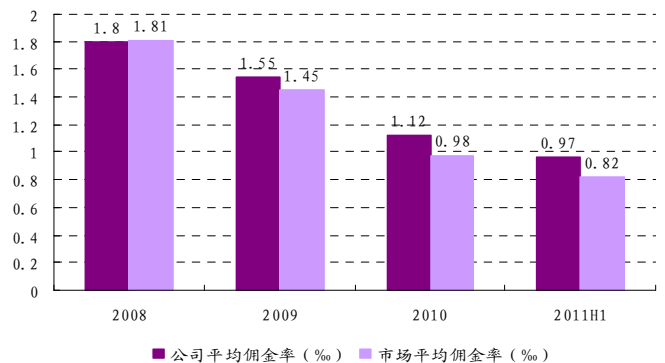
资料来源：中原证券研究所，公司招股书

图4：东吴证券经纪业务市场份额



资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

图5：东吴证券综合佣金率变化情况



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

2.2 投行业务：借助区位优势快速发展

从历史业绩看，公司投行业务（含股票承销、债券承销业务）近几年实现了快速发展，据证券业协会数据显示，2009年以来，公司承销与保荐、并购重组等财务顾问业务净收入的排名稳定保持在行业前30位，主承销项目金额也基本保持行业40-45位之间，公司投行业务凸显较好的成长性。

股票承销业务快速发展。近几年，公司股票承销业务呈现快速发展态势，2011年上半年股票承销与保荐业务实现收入2.98亿元、在营业收入中

的占比由2010年的13.44%大幅提升至32.32%，共完成4家IPO、1家增发的主承销项目、与2010年全年完成的项目数基本持平，我们认为这主要得益于公司借助其区域优势，加大在苏州地区拟上市项目的挖掘，保障了其股票承销业务的快速发展。苏州地区民营经济发达，高新技术产业和新兴产业发展迅速，大批高成长性的中小企业不断涌现，为苏州资本市场乃至公司股票承销业务的发展提供了较好的机会，截至2011年6月底，苏州共有民营企业19.42万家，A股上市公司共有51家、占全部A股的2.31%，而公司在苏州的区域绝对优势，也助推公司在市场化程度较高的中小企业股权融资领域建立了自身的相对优势。公司目前在苏州、长三角乃至全国其他地区都已有较多项目储备，为公司投行业务未来的发展提供重要保障。

债券承销、财务顾问业务起步。目前公司债券承销、财务顾问业务均处于成长期，2009年以来，公司已承担多个大型项目的副主承销及分销商，参与多家上市或非上市公司的重大资产重组项目。2011年上半年，公司债券承销业务实现收入866.3万元、在营业收入中的占比为0.94%，财务顾问收入599.12万元、在营业收入中占比为0.65%，虽然债券承销、财务顾问业务目前对公司收入贡献较为有限，但其收入贡献已分别较之2009年的0.49%、0.26%有所提升。

图6: 东吴证券股票承销业务收入情况

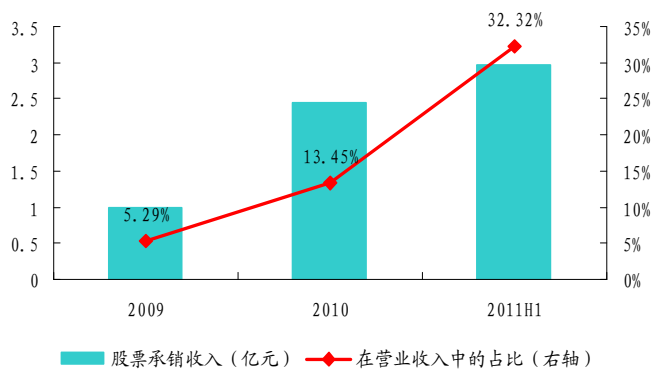
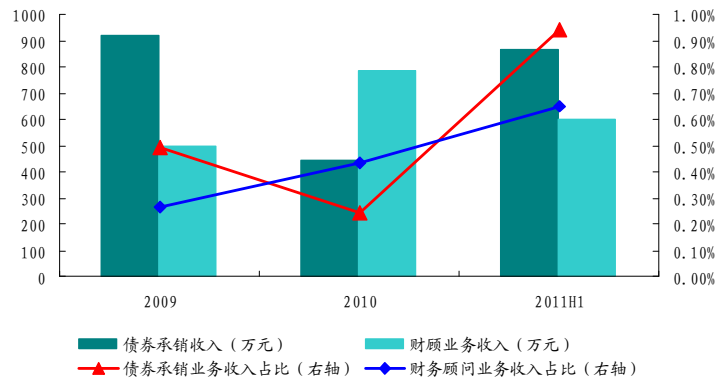


图7: 东吴证券债券承销、财顾业务收入情况



资料来源: 中原证券研究所, 公司招股书

表6: 东吴证券主承销情况 (2008年-2011年上半年)

时间	承销情况
2008年	无
2009年	首次公开发行项目3个, 承销金额183920万元, 承销收入9884.10万元; 债券发行项目1个, 承销金额63000万元, 承销收入904万元。
2010年	首次公开发行项目4个, 承销金额346214.90万元, 承销收入24318.40万元。
2011年上半年	首次公开发行项目4个, 承销金额383117万元, 承销收入27931.53万元; 非公开发行项目1个, 承销金额35000万元, 承销收入1900万元; 债券发行项目1个, 承销金额50000万元, 承销收入700万元

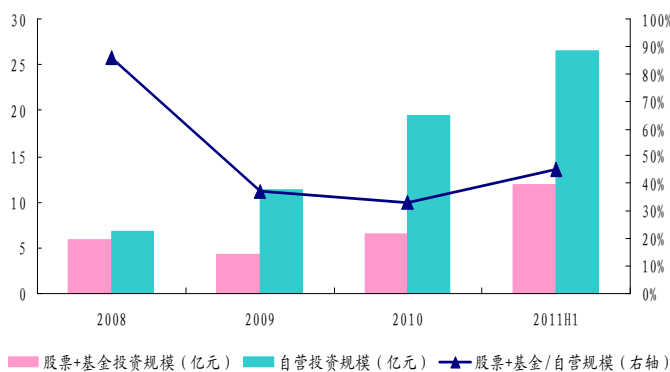
资料来源: 中原证券研究所, 公司招股说明书

2.3 证券自营：投资收益率较稳定

2011年上半年，公司自营业务实现投资收益0.64亿元，占营业收入的6.94%、较之2010年底10.24%的占比有所下滑，但收入占比自2008年以来整体呈现提升态势。

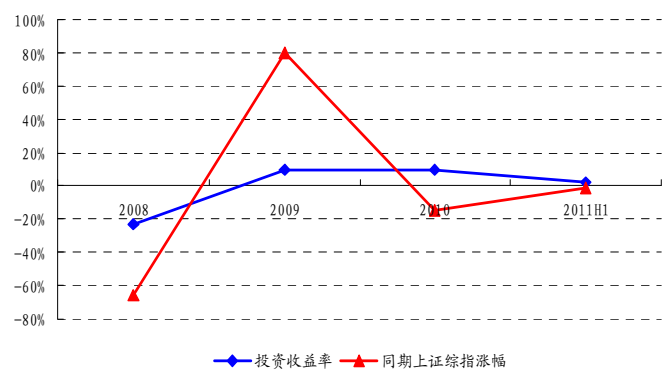
从股票和基金投资规模在自营证券中的占比来看，截至2011年6月底，股票和基金投资规模占比为45.04%，其中2008年该比例高达86.05%，一定程度上凸显公司自营风险较为激进，但经历了2008年大熊市之后，公司对权益类证券的高风险特征有了更深刻的认识，开始对自营投资规模进行多元化的配置，利用债券类证券来对冲权益类证券的风险，保证自营投资收益的稳定性。从投资收益率来看，虽然2009年以来公司自营投资收益率呈现下滑态势，但整体均取得了正收益。从图9可以发现，除2009年以外，公司自营投资收益率均强于同期上证综指涨幅，尤其是在2008、2010年较弱的A股市场环境下，公司自营业务均取得相对较好的投资收益。

图8：东吴证券2008-2011年上半年证券自营业务规模



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

图9：东吴证券自营投资收益率与同期上证综指表现



资料来源：中原证券，wind资讯

表7：东吴证券近几年的证券自营情况

时间	自营证券	股票+基金	债券	其他	合计
2011年 上半年	规模 (亿元)	11.93	12.33	2.22	26.48
	规模/净资本 (%)	37.56	38.82	6.99	83.37
	收益率 (%)	0.71	3.47	3.96	2.27
2010	规模 (亿元)	6.48	6.90	6.09	19.47
	规模/净资本 (%)	21.50	22.89	20.21	64.60
	收益率 (%)	15.06	9.71	2.84	9.34
2009	规模 (亿元)	4.19	3.19	3.86	11.24
	规模/净资本 (%)	13.84	10.54	12.75	37.13
	收益率 (%)	21.31	5.81	0.15	9.65
2008	规模 (亿元)	5.86	0.72	0.23	6.81
	规模/净资本 (%)	22.01	2.70	0.86	25.57
	收益率 (%)	-33.53	53.34	0.72	-23.19

资料来源：中原证券研究所，公司招股说明书

2.4 资产管理及创新业务：均已起步，静待发展

资产管理业务。公司的资产管理业务于2010年正式开展，2010年资产管理业务实现净收入0.07亿元、占营业收入的0.39%，填补了业务收入空白。2月11日，公司首只集合理财产品——“东吴财富1号”正式设立，募集资金7.65亿元；12月15日，公司第二只集合理财产品“东吴财富2号”成立，募集资金2.59亿元。从今年以来总回报（截至11月28日）看，公司集合理财产品表现较差，东吴财富1号和2号期间总回报分别为-25.33%、-15.29%，其中东吴财富2号表现相对较好、回报率略低于同期上证综指。

表8：东吴证券集合理财产品情况（截至2011年11月28日）

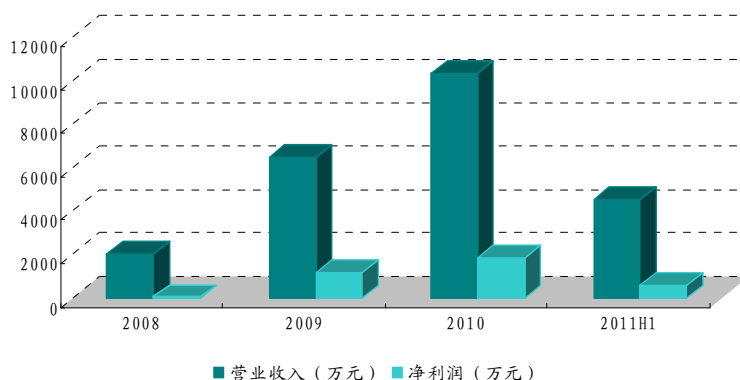
	成立日期	投资类型	最新规模(亿元)	成立以来总回报(%)	今年以来总回报(%)	今年以来总回报在同类排名
东吴财富1号	2010-2-11	平衡混合型	2.51	-33.38	-25.33	127/128
东吴财富2号	2010-12-15	偏股混合型	1.35	-15.52	-15.29	81/128

资料来源：中原证券研究所，Wind资讯

期货业务。2007年2月，东吴有限出资2450万元收购国民期货49%的股权，收购完成后国民期货更名为“东吴期货有限公司”；后续又经过多次增资，目前东吴期货注册资本为2亿元，公司持股74.5%。2008年以来，随着钢材期货、股指期货的不断推出，东吴期货抓住时机大力开拓市场，在营业网点、盈利能力等方面均实现了快速增长，营业收入由2008年2030.09万元增加至2010年的10369.97万元、年复合增长率226.01%，净利润由2008年的33.85万元增至2010年的1860.03万元、年复合增长率741.28%。

2011年上半年，东吴期货实现收入0.45亿元、占公司营业收入的4.90%，在上半年整个期货行业成交量及经纪收入均出现下滑的情况下，东吴期货经营情况也出现下滑，但市场占有率稳定保持在1.11%。

图10：东吴期货盈利情况（2008-2011年上半年）



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

直投业务。公司于2009年9月取得直投业务资格，并于次年1月正式成

立了直投子公司——东吴投资有限公司，注册资本3亿元。目前东吴直投已取得良好的阶段性成果，截至2011年6月底，东吴投资已完成投资项目6个，投资额合计7402万元，未来随着直投业务的不断开展或将增加公司收入来源，改善业务结构。

此外，公司于2009年3月获得代办股份转让主办券商资格，未来随着新三板扩容及配套机制取得实质性突破，有望给公司带来新的收入来源。

3. 公司的竞争优势

根据对东吴证券发展历程和主要业务的分析，我们认为，公司经营管理团队较为领先的创新意识及其对行业发展趋势敏锐的洞察力，保证了公司近几年平稳、快速的成长，而公司的竞争优势主要有以下几方面：

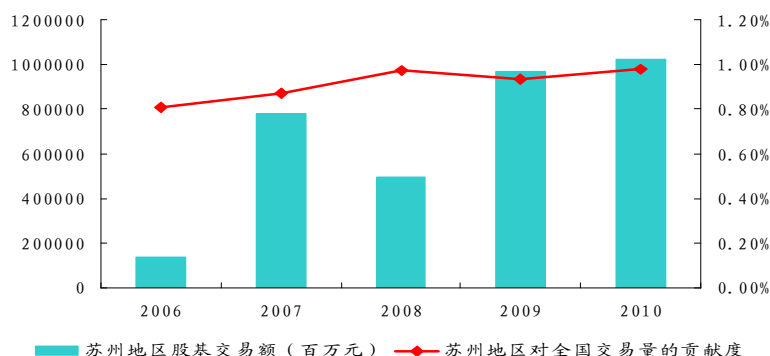
3.1 竞争优势

作为中小券商，公司的竞争优势主要体现在区域优势，不仅包括经纪业务的区域集中优势，也包括投资银行业务的区位优势。

1、经纪业务区域集中优势

公司营业网点中有58.33%分布在江苏省内、且多数分布在苏州地区，营业网点的集中分布，保证了公司在苏州地区的绝对区域优势，虽然近年来不断有新的营业网点设立，公司经纪业务在苏州地区的市场份额有所下滑，但基本稳定在46%以上、稳居第一，远超其他竞争对手。而苏州地区对全国总交易额的贡献率呈现稳步增长态势，2010年度苏州地区交易额贡献率为0.98%、较之2009年度增加0.05个百分点，股基交易总额10235.64亿元、较之2009年度增加5.91%，区域优势保证了公司的证券交易量及其经纪业务市场份额。

图11：苏州地区的股基交易额及对全国的贡献率



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

2、投行业务的区位优势

苏州地区经济发达、生产总值位居全国第五，高新技术、新兴产业发展迅猛，各类中小企业不断涌现，再加上苏州政府计划打造功能性金融中

心、与上海形成互补的目标，及推动本地金融业发展所出台的一系列政策，均为苏州地区资本市场快速发展提供了机会。公司作为总部在苏州的唯一一家综合性证券公司，充分利用其区域优势及苏州经济发达、资本市场快速发展的契机，加强对苏州地区拟上市资源的挖掘，并不断扩展其投行业务的覆盖范围，加大苏州、长三角地区乃至全国各地的项目储备，从而保障了公司投行业务收入的稳定性。

3.2 竞争劣势

对于中小券商而言，资本实力往往制约了公司各项业务发展的空间，尤其是目前快速发展的创新业务，东吴证券也不例外。截至2011年6月底，公司净资本31.76亿元，在上市券商中仅高于国金证券、国海证券和太平洋，一定程度限制了公司业务开展的空间，尤其是资本密集型的创新业务，如直投业务等前期大量的资金投入均存在一定的沉淀期，将对公司的资本实力构成较大的挑战。而公司目前融资融券业务尚未开展，若四季度转融通能顺利开展，融资融券市场规模有望大幅扩大，将一定程度改善券商佣金率下滑给经纪业务带来的影响，公司则会因业务未能开展或开展较晚而错失收入来源增加的机会。

此外，公司营业网点家数相较于其他区域性券商优势也不明显。截至2011年6月底，公司共有48家营业网点、营业网点数在行业位居第35位左右，而目前营业网点扩张尚未结束，经纪业务激烈的竞争也尚未停止，虽然2011年二季度以来，有部分券商经纪业务佣金率存在趋稳回升态势，但公司营业网点数偏少、且佣金率高于行业平均水平，都将可能会对公司整体经纪业务市场份额的提升带来一定的隐患。

4. 盈利预测和估值分析

4.1 盈利预测

根据公司2011年各项业务的经营情况和发展势头，我们在假设公司2011年经纪业务收入占比为55%、测算佣金费率（=代理买卖经纪业务净收入/股票基金交易金额）0.095%、所得税率25%以及公司的成本管理能力和扣除证券自营业务收入后的营业收入/营业支出与2011年上半年相当的前提下，对公司2011年的盈利情况做出如下预测：

表9：公司2011年盈利预测

	1800亿元	1900亿元	2000亿元	2100亿元
日均股票基金成交	1800亿元	1900亿元	2000亿元	2100亿元
营业收入（亿元）	13.88	14.65	15.42	16.19
净利润（亿元）	3.47	3.66	3.86	4.05
归属母公司净利润（亿元）	3.23	3.41	3.59	3.77
每股收益（元）	0.16	0.17	0.18	0.19

注：表中每股收益按本次发行完成后的总股本20亿股计算

资料来源：中原证券研究所，Wind资讯

4.2 估值分析

合理股价区间：在现有17家上市券商中，根据各家券商资本金规模和主要经营指标在行业内的排名，我们认为东北证券、国金证券以及东吴证券三家券商的综合实力相近，在行业内的排名基本位于30~40名之间。因此，若用总市值法来进行相对估值，则公司发行上市后总股本20亿股的总市值在105亿元~125亿元之间较为合理（参见表10），所对应的股价在5.25~6.25元之间。但若根据当前券商股尤其是与之类似的两家券商的整体估值水平，我们认为，给予公司30-40倍市盈率的估值水平较为合理，根据上述我们对公司2011年全年收益的预测，公司对应股价区间为5.1~6.8元。

综上所述，我们给予公司合理股价区间为5.1~6.8元。

发行定价区间：一般而言，新股发行定价较之上市后的平均股价约有20%左右的折价，我们认为，公司的发行定价区间在4.25~5.67元之间较为合理。

表10：上市券商股总市值及估值一览

证券简称	总股本（亿股）	总市值（亿元）	市盈率(TTM)	预测市盈率（2011年）	收盘价（元）
中信证券	110.17	1096.02	11.55	18.99	11.14
海通证券	82.28	665.63	18.18	17.47	8.09
光大证券	34.18	395.80	18.12	20.09	11.58
招商证券	46.61	533.23	17.58	18.80	11.44
广发证券	29.60	835.51	29.31	31.88	28.23
华泰证券	56.00	535.92	22.73	20.35	9.57
国元证券	19.64	191.70	26.98	24.87	9.76
宏源证券	14.61	206.76	24.02	20.31	14.15
东北证券	6.39	107.79	60.19	52.49	16.86
长江证券	23.71	203.21	30.41	29.68	8.57
国金证券	10.00	119.53	35.15	28.78	11.95
西南证券	23.23	222.27	36.84	30.20	9.57
太平洋	15.03	118.31	66.83	81.59	7.87
兴业证券	22.00	246.40	40.90	28.62	11.20
山西证券	24.00	196.54	72.08	54.15	8.19
方正证券	61.00	342.21	44.92	39.58	5.61
国海证券	7.17	98.92	**	32.64	13.80
算术平均值	/	/	/	32.38	11.62

注：1）表中数据截止日为11月28日，收盘价采取前复权方式；2）国海证券无连续4个季度的EPS数据

资料来源：中原证券研究所，Wind资讯

4.3 申购建议

在目前的市场环境下，结合此前的可比公司总市值估值和市盈率相对估值，我们认为4.25-5.67元/股的发行价格区间较为合理。考虑到新股的溢价效应，若东吴证券的发行价在5.5元以下，我们建议投资者积极申购。

5. 风险提示

- (1) 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大;
- (2) 经纪业务佣金率及市场份额存在大幅下滑的可能性。

行业投资评级

- 强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;
- 同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;
- 弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;
- 增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;
- 观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;
- 卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规, 报告撰写力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有, 未经公司书面授权, 任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。