



东兴证券
DONGXING SECURITIES

依托东吴资源 稳健铸就成长

——东吴证券（601555）新股定价报告

2011年12月2日

建议申购

东吴证券

新股定价

摘要:

- **深耕东吴，依托区位优势打造特色券商。**公司是总部位于苏州的唯一一家证券公司，目前已经形成了较为完善的业务结构。苏州地区发达的经济和数量众多的中小企业为公司的业务发展提供了优厚的资源，促使公司形成了当前以经纪业务和承销业务为主的盈利结构。
- **公司传统业务优势明显，创新业务布局初显，但盈利贡献有限。**公司做细苏州地区的战略稳固了其在苏州地区的领先市场份额，同时积极布局全国市场。公司依托苏州中小企业资源丰富的优势，形成了在苏州地区以及中小企业承销商的独特优势。在自营业务上，公司经营风格稳健。公司此前尚未开展两融业务，在直投业务、期货业务上盈利贡献仍旧有限。
- **资源优势与稳健风格筑就公司成长空间。**苏州地区的地理、经济以及企业资源与公司立足苏州“做深、做细、做透、做强”战略的结合无疑是公司的最强竞争优势之一，资源与战略的有效结合为公司的成长提供土壤，同时，稳健的经营风格也为其铸造成长的基石。
- **建议申购：申购区间为 5.75-7.22 元。**根据 PE 估值法，公司的合理股价区间为 5.67-6.24 元；根据 PB 估值法，估值区间为 6.97-7.22 元，根据可比公司估值法，估值区间为 5.75-7.25 元。考虑到在市场萧条时期，PE 估值法会低估公司的价值，采用 PE 法估值会低估证券公司的价值，因此，我们主要考虑 PB 估值法和可比公司估值方法综合两种方法，综合考虑，我们认为公司的股价合理区间为 5.75-7.22 元。

财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入（百万元）	1,807.48	1,505.09	1,935.27
增长率（%）	-3.49	-16.73	28.58
净利润（百万元）	580.54	380.90	549.82
增长率（%）	-21.34	-34.39	44.35
每股收益（元）	0.38	0.19	0.27
净资产收益率（%）	14.77	5.38	7.29

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：黄琳

010-66554013

msn: haunglin329@msn.cn

询价区间

5.75-7.22

发行上市资料

总股本（万股）	150,000
发行量（万股）	50,000
发行日期	
发行方式	网上网下
保荐机构	中信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.84
净资产收益率（%）	14.77
资产负债率（%）	26.75

主要股东和持股比例

国发集团	42.12%
苏州创投	8.33%
营财投资	4.50%

目 录

1. 深耕东吴 依托区位优势资源打造特色券商	3
2. 传统业务优势明显 创新业务起步	4
2.1 经纪业务：做细苏州市场 区域贡献显著	4
2.2 投行业务：融合地方资源 发力中小企业承销	5
2.3 自营业务：稳健为王的战略	6
2.4 资产管理类业务：基金贡献稳定利润 业绩拖累资管收入	6
2.5 创新业务：初步展现布局 盈利贡献有限	7
3. 资源优势与稳健风格构筑成长空间	7
3.1 资源优势提供成长土壤	7
3.2 稳健风格铸造成长基石	8
4. 盈利预测	8
5. 估值分析：股价区间为 5.75-7.22 元	10
6. 风险提示	11

表格目录

表 1：2008-2011 上半年公司主承销项目	5
表 2：公司理财产品一览表	7
表 3：市场情况及公司占有率预测明细	8
表 4：利润表预测	8
表 5：资产负债表预测	9
表 6：上市券商 2010 年主要收入指标一览表	10

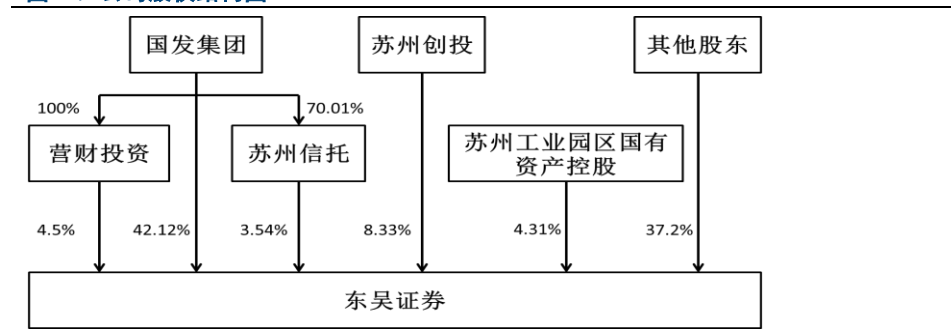
插图目录

图 1：公司股权结构图	3
图 2：公司业务结构图	3
图 3：2008-2011 年上半年公司收入构成图	4
图 4：2008-2011 年上半年公司利润构成图	4
图 5：公司经纪业务市场份额及收入排名	4
图 6：公司在苏州地区市场份额	4
图 7：公司股票基金佣金率	5
图 8：公司 IPO 项目区域结构分析	6
图 9：公司 IPO 项目板块分析	6
图 10：2008-2011 上半年公司自营业务规模及收益（万元）	6
图 11：2008-2011 上半年公司自营业务收益率	6
图 12：2008-2011 上半年东吴期货成交金额市场份额	7
图 13：东吴证券与上市券商“自营权益类及衍生品类/净资本”比较	8

1. 深耕东吴 依托区位优势打造特色券商

东吴证券的前身是苏州证券公司，成立于1992年9月。历经两次增资扩股并更名为东吴证券有限责任公司。2008年公司注册资本增至15亿元并于2010年整体变更为股份有限公司。公司的大股东为苏州国际发展集团有限公司，国发集团及其一致行动人营财投资和苏州信托共持有公司50.18%的股权；公司其他股东几乎均为江苏、尤其是苏州地区企业。

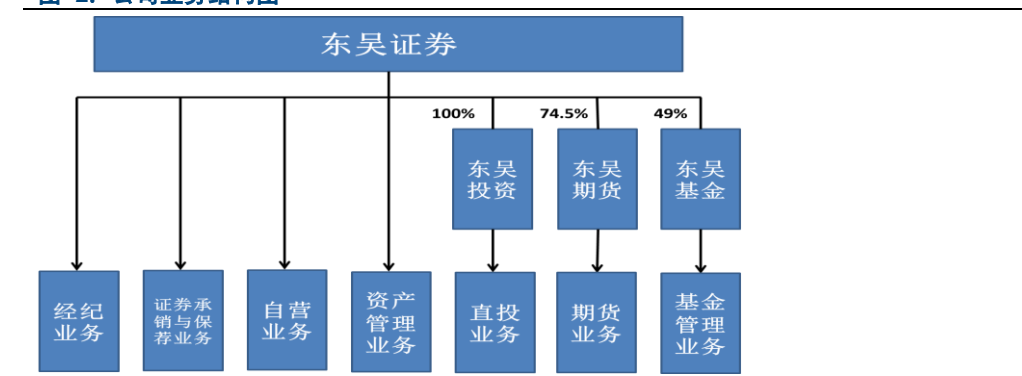
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

公司2011年的分类评价结果为A类A级。目前，除了融资融券业务以及国际业务，公司已经形成了包括传统业务、直投业务、期货业务和基金管理业务在内的较为完善的业务结构。

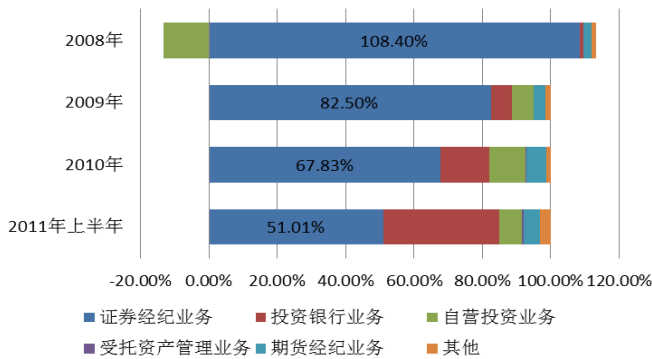
图 2：公司业务结构图



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

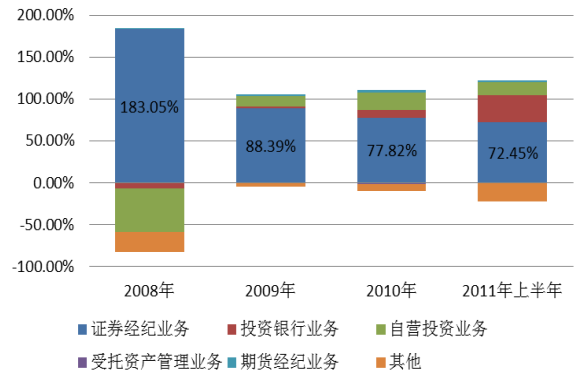
公司是总部位于苏州地区唯一的综合性证券公司。苏州地区属于经济发达地区，2010年苏州市的GDP达到9,169亿元，在全国所有地级以上城市排名第五。同时，苏州高科技产业发达，目前苏州共有3家国家级的经济技术开发区和高新技术开发区（苏州工业园区、昆山经济技术开发区和苏州高新技术产业开发区），5个国家级的出口加工区以及1个国家级保税区（张家港保税区）。苏州是全国小微商户最密集的区域之一，截至2011年3月底，苏州市累计拥有私营企业18.6万户，其中绝大部分是中小企业。苏州地区发达的经济和数量众多的中小企业为公司的业务发展提供了优厚的资源，促使公司形成了当前以经纪业务和承销业务为主的盈利结构。

图 3：2008-2011 年上半年公司收入构成图



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

图 4：2008-2011 年上半年公司利润构成图



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

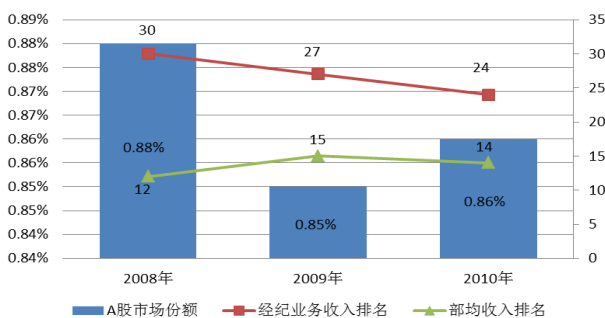
2. 传统业务优势明显 创新业务起步

2.1 经纪业务：做细苏州市场 区域贡献显著

经纪业务是公司营业收入的主要来源。目前，公司共有证券营业部 48 家，其中 22 家位于苏州地区，占比接近一半。苏州发达的经济和全国排名领先的个人可支配收入水平为公司的经纪业务发展提供良好的土壤。同时，公司坚持做细苏州市场，除了北京和上海，公司在江苏地区设立了苏州、太仓、张家港、昆山、常熟和吴江等六家分公司。截至目前，公司经纪业务在江苏地区的市场份额排名第二，在苏州地区排名稳居第一。2008-2011 年上半年，公司的前十大营业部均位于江苏地区，利润贡献在全部营业部利润占比除了 2010 年稍低以外，其余年份均达到了 85% 以上。公司在苏州、甚至江苏的地区优势明显。2010 年，华泰证券收购信泰证券后，公司在苏州地区受到较大的竞争冲击，市场份额有所下降。

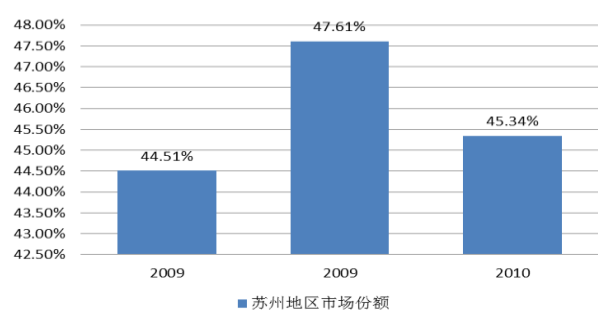
公司在深耕江苏市场的同时也积极地布局全国网点，公司的经纪业务市场份额总体保持稳定，并且收入排名稳步上升。根据证券业协会公布的数据，2008、2009 和 2010 年，公司代理买卖证券业务净收入分别列行业第 30 位、27 位上升到 24 位。同时，公司部均产能较高，部均收入分别位列行业的第 12 位、15 位和 14 位，排名靠前。

图 5：公司经纪业务市场份额及收入排名



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

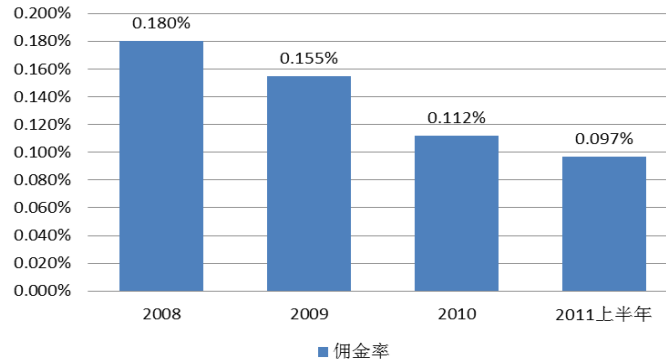
图 6：公司在苏州地区市场份额



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

新设营业部的放开加速了行业佣金率的下滑趋势。公司的佣金率与行业保持着同业的趋势，在今年上半年，公司的股基佣金率降幅趋缓。目前公司已设立了财富管理中心，随着投资顾问业务的进一步开展，公司的佣金率有望进一步企稳回升。

图 7：公司股票基金佣金率



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

2.2 投行业务：融合地方资源 发力中小企业承销

近年来，公司投行业务进展明显，主承销金额和投行业务收入以及排名均有显著提升。2009年，公司主承销项目3单，2010年为4单，2011年上半年为4单，主承销金额超过去年全年水平。从2008到2010年，公司投行业务收入复合增长率达到387.47%。

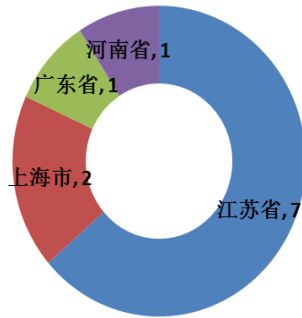
表 1：2008-2011 上半年公司主承销项目

单位：万元		2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
首发	次数	4 单	4 单	3 单	-
	主承销金额	383,117.00	346,214.90	183,920.00	-
	保荐及主承销商收入	27,931.53	24,318.40	9,884.10	150.00
再融资	次数	1 单	-	-	-
	主承销金额	35,000.00	-	-	-
	保荐及主承销商收入	1,900.00	-	-	-

资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

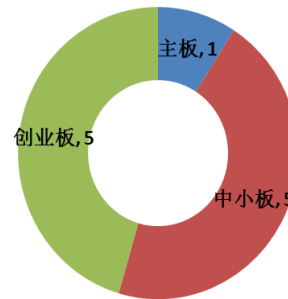
从区域结构上看，公司投行业务的发展较好地利用了自己独特的区位优势。在公司11单承销项目中，有7单来自江苏省（其中6单为苏州市企业），2单来自上海，苏沪两地的占比超过80%。从板块结构上看，从2009年到2011年上半年，公司主承销的11单项目中，有1单为主板项目，5单为中小板项目，5单为创业板项目，其中公司2009年保荐的新宁物流是创业板第一批上市公司之一，从这个角度看，公司在中小企业承销上优势明显。

图 8: 公司 IPO 项目区域结构分析



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

图 9: 公司 IPO 项目板块分析



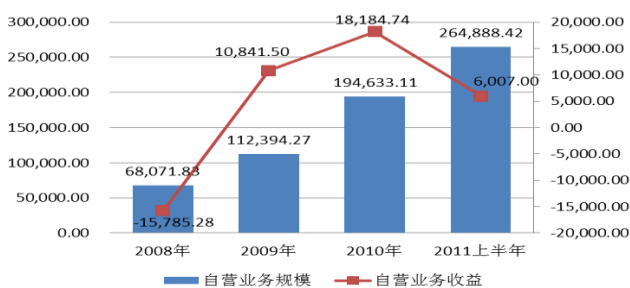
资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

综合考虑苏州地区高新技术开发区资源丰富和公司“做熟、做透、做深、做细”的战略以及公司在中小企业承销商上的相对优势，我们认为公司未来在股权承销上仍有较大发展空间。

2.3 自营业务：稳健为王的战略

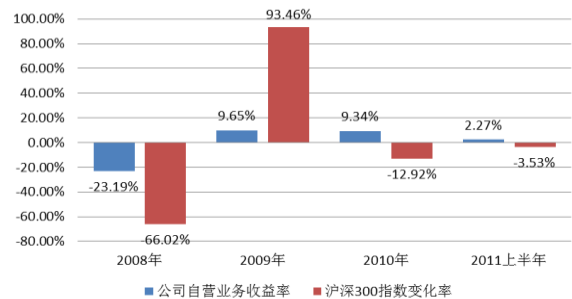
公司自营业务始终贯彻稳健的战略。从 2008 到 2011 上半年，公司自营规模稳步上升，从 6.8 亿元上升到 26.49 亿元。除了 2008 年，公司自营业务均实现正收益。同时，公司自营业务收益率较沪深 300 指数变化率波动小，在沪深指数出现下跌期间，公司收益率均能超越市场指数，充分体现了公司自营业务稳健的风格。

图 10: 2008-2011 上半年公司自营业务规模及收益（万元）



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

图 11: 2008-2011 上半年公司自营业务收益率



资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

2.4 资产管理类业务：基金贡献稳定利润 业绩拖累资管收入

公司持有东吴基金 49% 的股权，为东吴基金的第一大股东。2010 年，东吴经纪营业收入为 12016.67 万元，位居行业第 46 位。截至 2011 年 6 月 30 日，东吴基金的总资产为 20,092.75 万元，上半年营业总收入为 7,734.19 万元，净利润为 1,224.08 万元。东吴基金为公司贡献了稳定的利润来源。

公司于 2009 年获得开展资产管理业务的资格，目前管理“东吴财富 1 号”和“东吴财富 2 号”2 只集合理财产品。受到前三季度市场指数下滑的拖累，公司资管产品业绩不佳，资产赎回份额较多，“东吴财富 1 号”的在同类产品排名靠后。

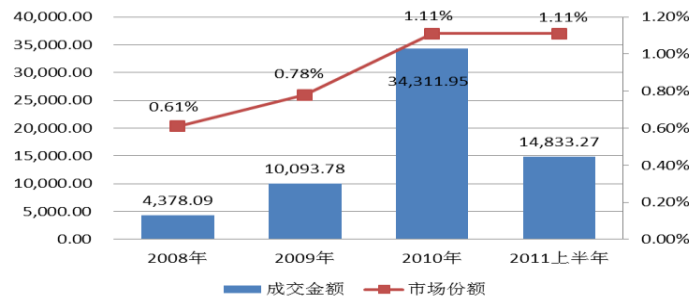
表 2：公司理财产品一览表

截至 2011 年 9 月 30 日					
单位：亿元	成立日期	募集金额	资产净值	业绩收益	同类排名
东吴财富 1 号	2010/2/11	7.65	2.55	-24.13%	127/128
东吴财富 2 号	2010/12/15	2.59	1.38	-13.10%	53/128

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

2.5 创新业务：初步展现布局 盈利贡献有限

公司的期货业务主要是通过东吴期货开展。2011 年上半年东吴期货共实现营业总收入 4,517.59 万元，净利润为 604.72 万元。目前东吴期货在上海、苏州、沈阳和厦门等地共开设了 12 家期货营业部，并且公司有 15 家营业部获得开展 IB 业务资格，期货公司的发展有助于提升其 IB 业务的市场份额。

图 12：2008-2011 上半年东吴期货成交金额市场份额


资料来源：公司招股书 东兴证券研究所

2010 年 1 月，东吴投资正式注册成立，注册资本为 3 亿元。2010 年，东吴投资共完成投资项目 3 个，投资额共计 3,552 万元；2011 年上半年新增 3 单投资项目，投资额合计 3,850 万元。目前，直投业务并未产生实质性收益。

此前，公司尚未获得融资融券业务试点资格，在融资融券常规化后，公司在苏州地区的经纪业务基础有可能促使其两融业务有较快发展。

3. 资源优势与稳健风格构筑成长空间

3.1 资源优势提供成长土壤

苏州地区的地理、经济以及企业资源与公司立足苏州“做深、做细、做透、做强”战略的结合无疑是公司的最强竞争优势之一。

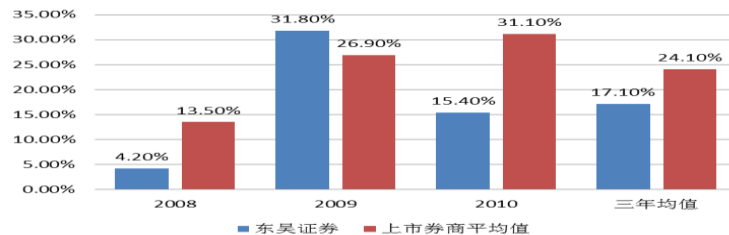
作为唯一一家总部位于苏州的综合性证券公司，公司无疑占尽了“地利”和“人和”的条件，而公司充分调动资源优势的战略以及深入区、县的经纪业务发展模式使公司能牢牢稳固苏州地区的市场，同时也使公司拓展全国市场奠定了牢固的根基。

苏州地区数量众多的中小企业以及发达的高科技产业园为公司的新三板业务、投行业务以及直投业务提供了丰富的资源储备。同时，公司在苏州地区包括苏州工业园区国有资产控股等股东优势将为公司争取项目提供有利条件。

3.2 稳健风格铸造成长基石

稳健的风格也是公司的核心竞争力之一。从历史上看，公司在其 18 年的经营过程中仅有一年发生亏损，其他年份均实现盈利。从公司的战略上看，公司在稳固了苏州地区的市场地位后才开始的全国布局显示了其稳健的步伐。从自营业务的风格上看，公司的权益类及衍生品类资产与净资本的比重低于上市券商的平均值，显示了其在自营业务上的稳健的风格。

图 13: 东吴证券与上市券商“自营权益类及衍生品类/净资本”比较



资料来源：上市公司公告 东兴证券研究所 注：由于数据的可得性，上市公司数据不包括国海证券

4. 盈利预测

根据公司招股意向书中的募集资金用途，结合证券市场未来发展预期以及公司市场占有率预测，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.189、0.273 和 0.333 元。

表 3: 市场情况及公司占有率预测明细

项目	2011E	2012E	2013E
市场日均成交额 (亿元)	2000	2300	2500
公司市场份额 (%)	0.81	0.82	0.82
毛佣金率 (%)	0.125	0.118	0.115
市场筹资额 (亿元)	30,000	32,000	35,000
公司市场份额 (%)	0.19	0.21	0.23

资料来源：东兴证券研究所

表 4: 利润表预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,872.84	1,807.48	1,505.09	1,935.27	2,244.52
手续费及佣金收入	1,602.62	1,451.09	1,315.46	1,512.93	1,722.14
代理买卖证券业务净收入	1,458.95	1,167.45	873.18	959.63	1,016.55

证券承销业务净收入	108.90	248.09	396.15	453.60	519.23
受托客户资产管理业务净收入	0.01	7.13	6.67	8.93	14.15
利息净收入	144.93	157.42	145.77	169.60	178.53
投资净收益+公允价值变动净收益	123.31	197.13	41.86	250.74	341.85
其他业务收入	1.99	2.08	2.00	2.00	2.00
营业支出	888.15	1,044.61	1,008.41	1,219.22	1,369.16
营业税金及附加	90.69	91.53	75.25	96.76	112.23
管理费用	832.97	948.94	933.16	1,122.46	1,256.93
资产减值损失	-35.51	4.14	0.00	0.00	0.00
其他业务成本			0.00	0.00	0.00
营业利润	984.69	762.87	496.68	716.05	875.36
加：营业外收入	2.65	3.42	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	4.03	13.53	7.00	7.00	7.00
利润总额	983.31	752.75	494.68	714.05	873.36
减：所得税	245.28	172.22	113.78	164.23	200.87
净利润	738.03	580.54	380.90	549.82	672.49
减：少数股东权益	3.07	4.74	2.00	4.00	6.00
归属于母公司所有者的净利润	734.95	575.79	378.90	545.82	666.49
每股收益（元）	0.49	0.38	0.189	0.273	0.333
按最新股本摊薄净资产（元）	1.73	1.92	3.54	3.77	4.04

资料来源：东兴证券研究所

表 5：资产负债表预测

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
资产				
货币资金	16,089.79	13,157.63	13,832.94	14,611.29
结算备付金	843.29	555.66	739.31	803.60
交易性金融资产	1,025.61	2,458.68	3,595.82	4,314.98
存出保证金	895.23	714.42	831.73	904.05
可供出售金融资产	254.71	220.36	272.70	299.97
长期股权投资	113.86	113.86	113.86	113.86
固定资产	297.69	313.04	366.08	371.17
其他资产	364.53	302.56	347.97	396.09
资产合计	19,884.71	17,836.21	20,100.41	21,815.02
负债				
短期借款		0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	362.22	200.00	200.00	200.00
代理买卖证券款	14,765.35	9,525.60	11,089.68	12,054.00
应付职工薪酬	323.63	388.36	446.61	491.27
其他负债	187.96	165.56	232.22	269.32

负债合计	15,639.16	10,279.51	11,968.51	13,014.59
所有者权益				
股本	1,500.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
资本公积金	1,618.54	4,109.70	4,139.08	4,141.10
盈余公积金	80.08	118.17	173.15	240.39
一般风险准备	211.08	249.17	304.15	371.39
交易风险准备	194.92	233.01	287.99	355.23
未分配利润	582.01	846.64	1,227.50	1,692.21
所有者权益合计	4,245.55	7,556.69	8,131.86	8,800.33
负债和所有者权益合计	19,884.71	17,836.20	20,100.38	21,814.92

资料来源：东兴证券研究所

5. 估值分析：股价区间为 5.75-7.22 元

相对估值法（PE）。以中报业绩衡量的上市券商的整体 PE 为 24.24 倍，中小券商的整体 PE 为 29.73 倍；以 TTM 衡量的上市券商的整体 PE 为 24.84 倍，中小券商的整体 PE 为 32.19 倍（均排除估值过高的东北证券、山西证券和太平洋证券）。公司属于中小券商的范畴，因此合理的估值区间为 30-33 倍，对应的股价为 5.67-6.24 元。

相对估值法（PB）。以截止到二季度资产衡量的中小型上市券商的整体 PB 为 2.72 倍，以截止到三季度资产衡量的中小型上市券商的整体 PB 为 2.62 倍。考虑到公司上市后，由于募集资金导致的资产规模的增大，公司的 ROE 会相应下降，公司的 PB 应该有一定程度的折价。基于最近发行兴业证券 1.59 倍的 PB，给予公司 PB 的 25% 的折价，公司的 PB 的合理区间为 1.97-2.04 倍，对应的估值区间为 6.97-7.22 元。

可比公司估值法。从收入规模和盈利水平上看，在 16 家上市券商中，公司各项指标最接近于兴业证券、国元证券、东北证券和山西证券；从业务结构上看，国元证券和东北证券与公司最为接近，经纪业务在营业收入中所占比重均较高。当前，国元证券和东北证券的总市值分别为 183 和 97 亿元，综合考虑公司与可比公司之间的收入与盈利差异，给予公司市价总值 115-145 亿元的区间，则对应的股价区间为 5.75-7.25 元。

综合判断：从三种估值法来看，PE 估值法股价区间较低。事实上，在市场萧条阶段，证券公司的盈利受到市场状况的影响，此时采用 PE 法估值会低估证券公司的价值，因此，主要考虑 PB 估值法和可比公司估值方法。我们据此估计公司的股价的合理区间为 5.75 元-7.22 元。

表 6：上市券商 2010 年主要收入指标一览表

单位：百万元	营业收入	代理买卖证券业务净收入	净利润
中信证券	27,794.90	7,808.65	12,136.05
华泰证券	8,899.98	5,515.79	3,479.84

广发证券	10,218.61	5,430.38	4,198.22
海通证券	9,767.69	4,863.82	3,868.16
招商证券	6,486.47	3,578.77	3,228.86
光大证券	5,054.08	2,747.76	2,264.89
方正证券	3,087.70	1,792.91	1,272.38
长江证券	3,199.22	1,752.87	1,282.99
宏源证券	3,304.72	1,724.92	1,306.38
兴业证券	2,737.51	1,234.64	922.90
国元证券	2,242.04	1,226.29	925.92
东吴证券	1,807.48	1,167.45	580.54
东北证券	1,699.94	1,109.95	527.53
山西证券	1,495.80	867.85	439.03
国金证券	1,644.56	801.45	438.35
西南证券	1,936.47	785.71	805.28
太平洋	674.95	463.37	203.77

资料来源：Wind 东兴证券研究所

6. 风险提示

公司盈利结构中经纪业务占比较大，若二级市场交易量持续低迷，则公司的营业收入有可能受到较大冲击；如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。