

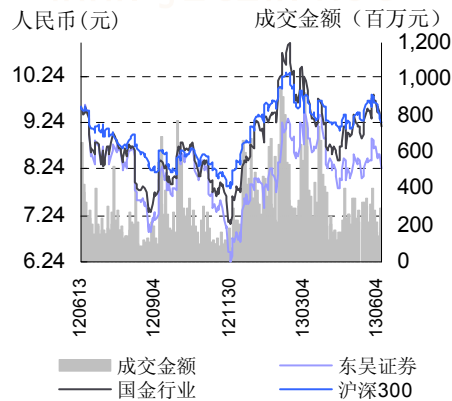
市价(人民币): 7.87元

做强做实分公司, 掘金江苏区域经济

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,221.38
总市值(百万元)	165.20
年内股价最高最低(元)	9.64/6.24
沪深300指数	2399.94
上证指数	2148.36



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.38	0.12	0.14	0.24	0.31
每股净资产(元)	2.79	3.69	3.79	3.95	4.18
每股经营性现金流(元)	na	na	na	na	na
市盈率(倍)	20.50	67.99	55.87	32.34	25.60
行业优化市盈率(倍)	20.50	67.99	55.87	32.34	25.60
净利润增长率(%)	-21.66%	-59.79%	21.70%	72.75%	26.35%
净资产收益率(%)	13.87%	3.19%	3.80%	6.25%	7.43%
总股本(百万股)	1,500.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **立足苏州, 坐享集团丰富金融资源:** 公司控股股东苏州国发集团是以金融投资为主业的国有独资公司, 控股东吴证券、苏州信托、苏州银行、国发创投、东吴人寿、国发担保等金融企业。东吴证券在其中实力突出, 集团对公司扶持态度明确, 在金融混业趋势下, 未来不排除国发集团通过东吴证券整合、壮大旗下金融资产的可能。
- **做强做实分公司, 掘金江苏区域经济:** 2012年东吴证券在江苏省多个地县级市(昆山、张家港、无锡、常州等等)新建分公司, 缩短服务半径, 在分公司设立投资银行等业务部门, 为地方解决“投融资”需求等全面综合金融业务。省内多区域较高的经济总量和丰富的企业资源是分公司改革的主要原因和可靠保障。**地方政府、区域内企业将成为公司改革后的重要客户。**
 - 1) 面对地方政府投融资平台建设、国有资产整合的需求, 公司可通过“多种质押融资投入自有资金+资管部门发行理财产品引入外部资金”形式参与地方建设;
 - 2) 面对企业的投融资需求, 公司则可通过中小企业私募债、企业债、资产证券化等多元方式为企业提供全方位服务。因此, **两类业务将成为东吴证券的创新优势业务: 1) 中小企业私募债、企业债、场外市场以及资产证券化等大投行业务; 2) 信用融资业务。**其中投行业务已产生业绩。
- **增发助力综合实力显著提升:** 目前公司拟非公开发行股票募集资金不超过52.08亿元, 同时发行公司债券不超过30亿。12年末公司净资产52.32亿元, 行业排名居后, 因此急需提升资本实力, 才能不在行业创新加速发展环境中落后, 同时公司服务区域经济融资需求、积极推进改革创新对资金需求旺盛。因此预计资金到位后将高效、全面的投入运营, 尤其是信用融资业务和另类自营规模, 助力公司综合实力的显著提升。

投资建议

- 在日均股票基金交易额1800/2000亿元(2013/2014)的假设下, 上调公司13-15年EPS分别为0.24元、0.31元和0.38元。目前股价对应32.34X13PE, 1.99X13PB, 与同梯队券商相比有估值优势。**我们看好公司分公司制度改革、增发后盈利改善和综合实力的提升, 目前价格仅高出增发底价(7.44元)6%不到, 具备较高安全边际, 上调至“买入”投资评级, 年内目标价格10.00元。**

风险提示

- 市场大幅调整风险, 增发监管批准风险和小非减持风险

王琨

联系人
(8621)60753901
wangkun@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介：立足苏州，坐享区域、集团丰富资源	3
背靠国发集团，坐享集团金融资源	3
立足苏州，精耕细作	4
做强做实分公司，掘金江苏区域经济	5
何为分公司模式改革？	5
东吴证券分公司模式业务空间及优势分析	6
东吴证券分公司制度改革的业务进展	9
分公司制度下的创新优势业务	10
积极推动传统转型，增发助力实力提升	11
经纪业务：份额保持稳定，佣金率仍有下滑空间	11
投行业务：与分公司有效对接，最早体现改革成效	12
投资业务：业务条线梳理清晰，收益率持续改善	12
资管业务：定向产品获突破，定位重要资源整合平台	13
关于增发：补充净资本，助力综合实力显著提升	14
盈利预测与投资建议：上调至买入，目标价 10.00	15
盈利预测	15
合理价值与投资建议	16
风险提示	16
附录：三张报表预测摘要	18

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司简介：立足苏州，坐享区域、集团丰富资源

背靠国发集团，坐享集团金融资源

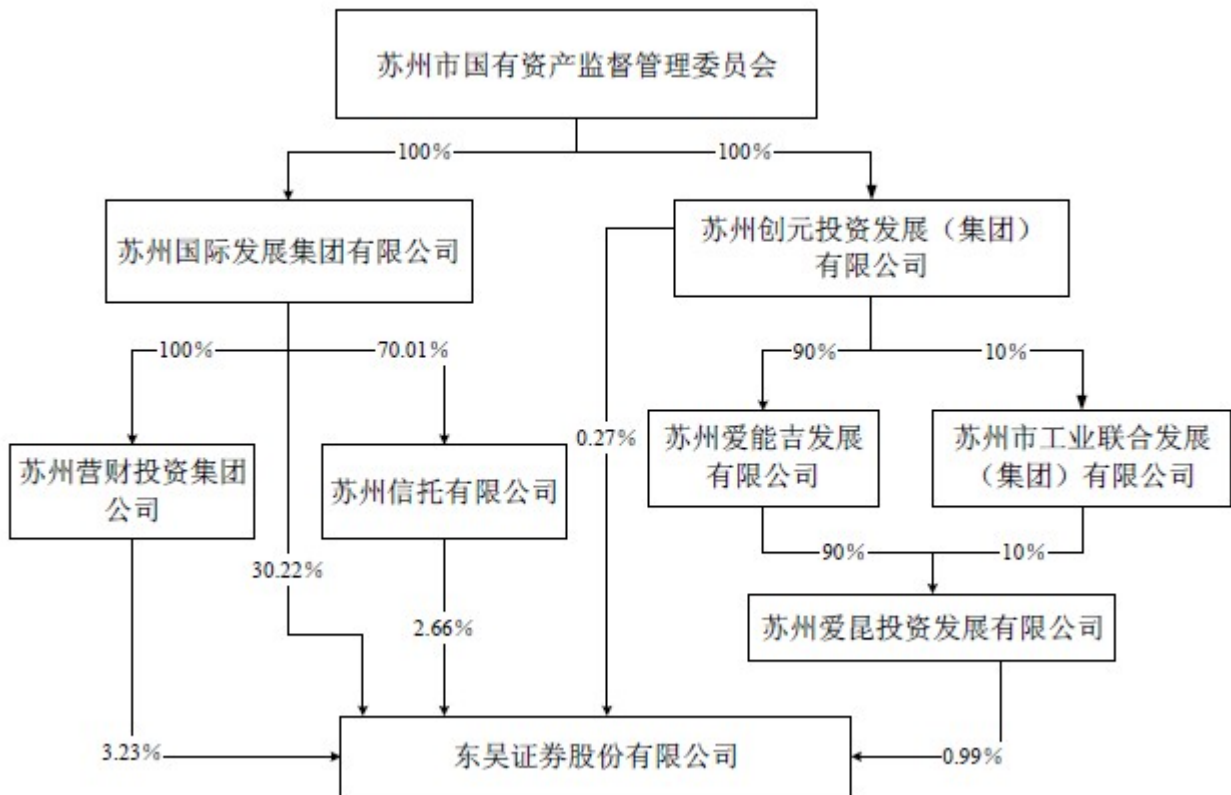
- 东吴证券控股股东为苏州国发集团，持有公司 30.22% 股权，系由苏州市人民政府出资设立，苏州国资委履行出资人职责的国有企业，而公司实际控制人为苏州市国资委。

图表1：前 10 名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股数量 (股)	持股比例 (%)
苏州国际发展集团有限公司	国有法人	604407433	30.22
苏州元禾控股有限公司	国有法人	69589916	3.48
苏州市营财投资集团公司	国有法人	64578554	3.23
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	国有法人	61832770	3.09
昆山市创业控股有限公司	国有法人	59794958	2.99
苏州工业园区经济发展有限公司	国有法人	57175395	2.86
苏州信托有限公司	国有法人	53120000	2.66
全国社会保障基金理事会转持三户	国有法人	47700931	2.39
江苏隆力奇集团有限公司	境内非国有法人	41000000	2.05
苏州市相城区江南化纤集团有限公司	境内非国有法人	36000000	1.80
前十名股东合计		1095199957	54.77

来源：公司财报，国金证券研究所

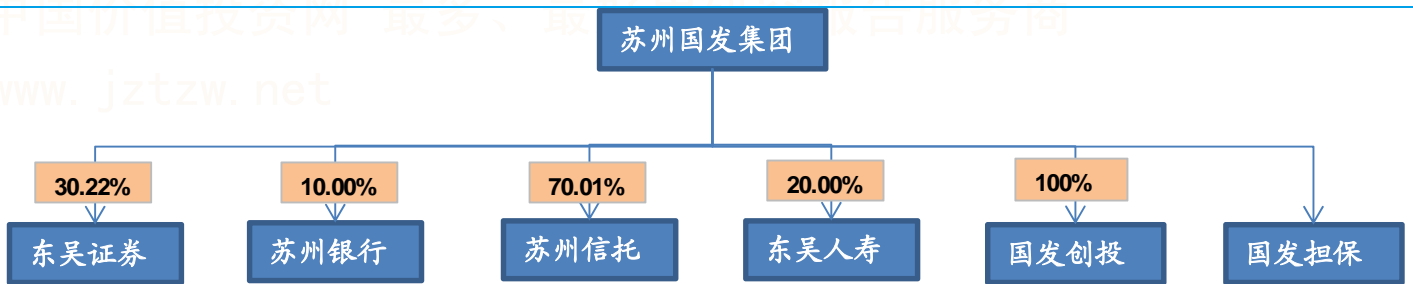
图表2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



来源：公司财报，国金证券研究所

- **国发集团旗下金融资源丰富。**苏州国发集团是以金融投资为主业的国有独资公司，目前已建立起“银行、证券、保险、信托、担保、创投”六位一体的地方金融平台。集团控股股东吴证券、苏州信托、苏州银行、苏州国发创业投资、东吴人寿、苏州国发中小企业担保等金融企业，并经常推动旗下金融机构间的合作与资源互享。
- 今年 2 月，东吴证券与苏州银行、元禾控股在苏州工业园区签署全面战略合作三方协议，将在私募债、并购重组、投贷联动、投行业务、股权交易等多项业务领域都将探索合作模式，共同推进区域多层次资本市场融合发展。
- **东吴证券在国发集团旗下的金融资产实力突出，**集团对东吴证券扶持态度明确，并给予资源倾斜。东吴证券也明确要积极推进“打造具有自身特色和核心竞争力的现代证券控股集团”，在金融混业趋势下，我们认为未来不排除国发集团通过东吴证券整合、壮大旗下金融资产的可能。

图表3: 苏州国发集团是集“银行、证券、保险、信托、担保、创投”六位一体的地方金融平台



来源：公司财报，国金证券研究所

立足苏州，精耕细作

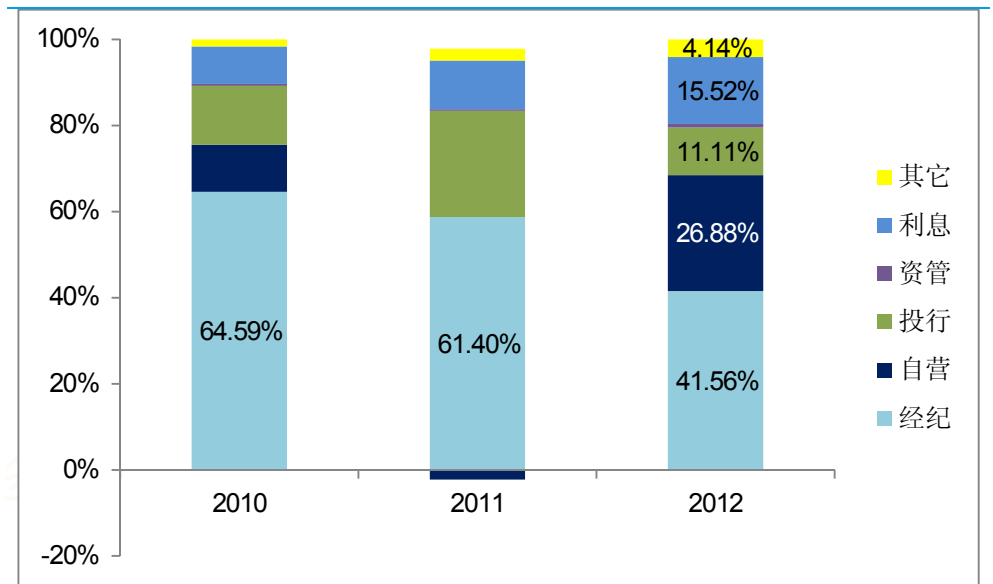
- 苏州区域经济始终是公司发展的良好平台。东吴证券目前证券营业部 53 家，期货营业部 14 家，其中 60%的营业部地处江苏省内，并贡献了 89%的经纪业务收入和 34%的总营业收入。2012 年，公司 IPO 募集资金投入运营，多项创新业务先后上线，促进盈利结构逐步均衡，经纪业务占比大幅下滑，自营、利息收入占比显著提升。
- 未来，东吴证券仍将坚持“做熟、做透、做深、做细”苏州、江苏市场，以分公司制度改革为抓手，探索综合金融服务，大力推进创新转型。（第二部分“做强做实分公司，掘金江苏区域经济”将重点分析公司分公司制度改革情况）

图表4: 东吴证券营业部及营业收入地区分布情况

地区	2012						2011					
	营业部		经纪业务净收入 (百万元)		营业收入(百万 元)		营业部		经纪业务净收入 (百万元)		营业收入(百万 元)	
	数目	份额	数目	份额	数目	份额	数目	份额	数目	份额	数目	份额
江苏省内	40	60%	425.30	89%	470	34%	36	60%	650.80	91%	772	59%
江苏省外	27	40%	50.57	11%	68	5%	24	40%	63.66	9%	93	7%
总部及子公司					860	62%					433	33%
合计	67	100%	475.87	100%	1398	100%	60	100%	714.47	100%	1298	100%

来源：公司财报，国金证券研究所

图表5: 东吴证券业务结构逐步均衡



来源: 公司财报, 国金证券研究所

做强做实分公司，掘金江苏区域经济

证券行业创新与改革大背景下，综合性大券商依托资金、渠道等丰富资源创新优势突出。综合实力欠缺的区域中小券商如何在金融创新背景下突围？

我们相信，只有差异化、特色化，区域中小券商才有可能成功突围。在我们目前了解的区域券商中，东吴证券，低调务实，做有态度的中小券商，放大自身优势，坚持根据地战略，积极推进分公司制度改革，将服务重点转向区域政府和中小企业投融资需求，有望带来盈利结构和规模的持续改善。这是我们推荐东吴证券的最关键原因，也是这篇报告的重点分析内容。

何为分公司模式改革？

- 2012年，东吴证券进一步深化根据地战略，进行分公司模式改革，在江苏省多个地县级市新建分公司，在分公司设立投资银行部等业务部门，同时配合人员调配与培训，调整考核机制，提升分公司职能（比如将投行业务骨干调去分公司担任负责人，经纪业务转型人员调去投行部，进行培训，然后分配去分公司）。各分公司已由单一对经纪业务进行管理，转变为为地方解决“投融资”需求等全面综合金融业务。
- 这种分公司模式改革，相对弱化了传统的经纪和投行等业务线条，强调前端销售平台和业务部门间的合作，缩短服务半径，扩展服务范围，着重、有效的服务于区域政府及企业。
- 地方政府、区域内企业将成为公司改革后的重要客户。1) 面对地方政府投融资平台建设、国有资产整合的需求，东吴证券可通过“多种质押融资投入自有资金+资管部门发行理财产品引入外部资金”形式参与地方建设；2) 面对企业的投融资需求，公司则主要通过中小企业私募债、企业债、资产证券化等多元方式为企业提供全方位服务。

东吴证券分公司模式业务空间及优势分析

- 东吴证券目前已成立 9 家分公司，分别为：吴江、昆山、张家港、常熟、太仓、北京、上海、苏州及南京分公司分公司。在建分公司两家：无锡、常州分公司。另外仍有 5 家分公司等待监管审批：徐州、南通、泰州、嘉兴和深圳分公司。公司目前在江苏辖区的分公司数量为 7 家，已占据绝对优势，远多于华泰、南京等同区域券商。而待审批分公司开设完成后，公司分公司数量则基本位全国行业前三位。

图表6: 江苏辖区内证券公司分公司统计 (截至 2012 年 10 月 31 日)

机构名称	家数	区域分布
东吴证券	7家	南京、苏州、张家港、太仓、常熟、昆山、吴江
华泰证券	3家	南京、苏州、南通
海通证券	1家	南京
国泰君安	1家	南京
申银万国	1家	南京
广发证券	1家	南京
中信证券	1家	南京
光大证券	1家	南京
民生证券	1家	南京
中信建投	1家	南京
南京证券	1家	连云港

来源：江苏证监局，国金证券研究所，

- 区域竞争格局方面，公司在苏州地区占据绝对优势：经纪业务方面，公司交易量占江苏省近 10% 的市场份额，仅次于华泰证券，但在苏州地区东吴证券的份额绝对领先。2012 年末，东吴证券 22 家营业部位于苏州地区，占苏州总营业部数量的 37%，而代理买卖证券交易金额在苏州地区的份额基本达到 45% 左右。投行业务方面，原华泰联合总部位于深圳，因此承销项目主要面向全国，江苏区域企业占比并不多，而东吴证券，将业务触角不断下探，并不断扩展到无锡、常州等江苏其他区域，掌握区域丰富的中小企业资源。另外，组织形式的改革，分公司形式的扩张，也是公司和华泰等区域内券商竞争的重要优势。

图表7: 2010年底, 江苏省内前15名券商的竞争格局

排名	公司	营业部数量	股基交易额(亿元)	股基市场份额	股基权债交易额(亿元)	股基权债市场份额
1	华泰证券	65	22920.18	28.21%	25037.21	28.05%
2	东吴证券	29	8247.15	10.15%	8483.23	9.50%
3	国联证券	18	5784.70	7.12%	6522.43	7.31%
4	南京证券	23	4824.87	5.94%	5341.75	5.98%
5	海通证券	13	3648.17	4.49%	4035.09	4.52%
6	申银万国	12	3006.61	3.70%	3464.99	3.88%
7	中国建银	14	2952.01	3.63%	3040.56	3.41%
8	中信证券	7	2475.24	3.05%	2903.30	3.25%
9	东海证券	11	2758.15	3.39%	2840.23	3.18%
10	光大证券	6	1257.91	1.55%	2420.25	2.71%
11	招商证券	4	1947.34	2.40%	2278.84	2.55%
12	中信建投	10	2149.30	2.65%	2184.06	2.45%
13	国泰君安	7	2102.82	2.59%	2159.15	2.42%
14	国信证券	2	2069.66	2.55%	2140.73	2.40%
15	中国银河	7	1396.41	1.72%	1731.29	1.94%

来源: 伟海数据, 国金证券研究所注: 此数据只更新至2010年底

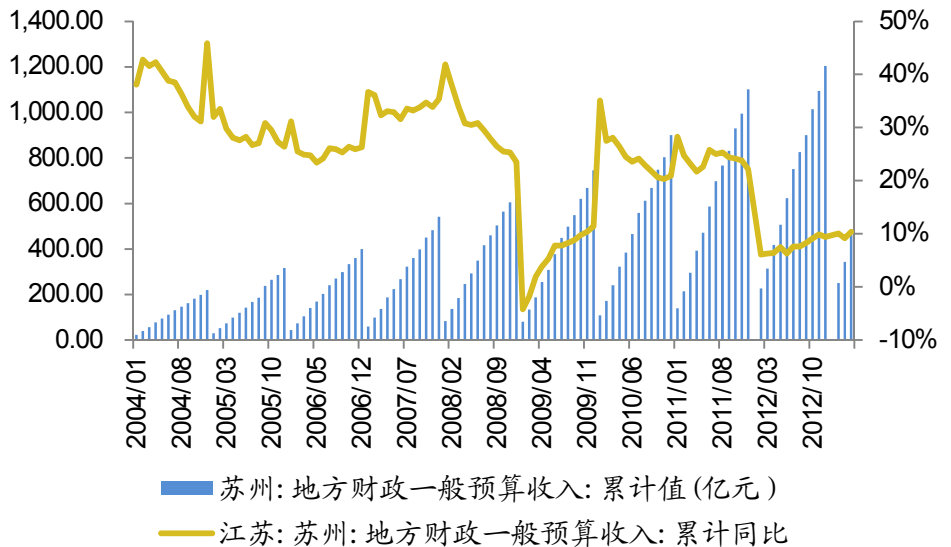
- 江苏省内多区域较高的经济总量和丰富的企业资源是东吴进行分公司制度改革的主要原因和成功的保障。2011年, 江苏省GDP5.41万亿仅次于广东省, 位居全国第二; 而公司总部苏州市GDP位居省内第一, 全国排名第五, 较高的经济总量和居民财富为公司的业务提供了肥沃的土壤。同时, 苏州下辖的张家港、常熟、昆山、吴江和太仓等五市的经济实力列全国百强县(市)前十位省内像无锡、常州、甚至昆山、张家港等地区的经济总量也并不低于全国某些省会城市, 每一个市区的经济总量产生的需求已经能够支撑一个证券公司。因此东吴证券, 利用分公司模式, 进一步的以苏州为依托向下渗透至昆山、张家港等地区, 更贴近的服务客户, 并向无锡、常州等资源丰富的城市衍生。这些区域较高的居民财富和企业资源都为公司提供了广阔的业务空间。
- 另外, 对于参与地方政府投融资平台建设, 大家最关心的则是风险问题。江苏省、苏州市稳定的财政收入增长是公司该类业务顺利开展的主要保障。2011年, 江苏省地方财政一般预算收入5147亿元, 全国第二, 增长26.2%, 同比增速在前五名省市中居首位; 苏州市财政一般预算收入1100亿元, 则领跑全省, 位全国第六, 并保持稳定增长。

图表8: 江苏省内部分区域经济总量不低于很多省会城市 (单位: 亿元)

省会及直辖市	2011年GDP	省会及直辖市	2011年GDP	江苏省地级市	2011年GDP	江苏省县级市	2011年GDP
上海	19195.69	长春	4003.08	江苏苏州	10716.99	江苏昆山	2432.25
北京	16251.93	西安	3864.21	江苏无锡	6880.15	江苏江阴	2335.87
广州	12423.44	福州	3736.38	江苏南通	4080.22	江苏张家港	1860.28
天津	11307.28	合肥	3636.60	江苏常州	3580.99	江苏常熟	1710.45
重庆	10011.37	南昌	2688.87	江苏徐州	3551.65	江苏吴江	1192.28
杭州	7019.06	厦门	2539.31	江苏盐城	2771.33	江苏宜兴	980.39
成都	6854.58	昆明	2509.58	江苏扬州	2630.30	江苏太仓	867.53
武汉	6762.20	南宁	2211.44	江苏泰州	2422.61	江苏丹阳	724.90
南京	6145.52	呼和浩特	2177.27	江苏镇江	2311.45	江苏海门	590.33
沈阳	5915.71	太原	2080.12	江苏淮安	1690.00	江苏靖江	538.98
长沙	5619.33	乌鲁木齐	1690.03	江苏连云港	1410.52	江苏如皋	520.67
郑州	4979.85	贵阳	1383.07	江苏宿迁	1320.83	江苏启东	520.17
济南	4406.29	兰州	1360.03			江苏溧阳	503.78
哈尔滨	4242.19	银川	986.68				
石家庄	4082.68	西宁	770.70				
		海口	713.30				

来源: WIND, 国金证券研究所注: 县级市 2012 年数据未更新, 统一使用 2011 年数据; 标蓝部分为东吴证券分公司区域。

图表9: 苏州市地方财政一般公共预算收入情况



来源: WIND, 国金证券研究所

- 同样, 我们预计随着行业竞争的加剧, 类似的区域券商也可能会逐步将业务重点转向服务区域经济, 而东吴证券的优势在于: 1) 区域政府的高度扶持; 2) 区域经济总量和企业资源优势, 不算江苏其他省市, 苏州市的经济总量在全国已经仅次于北上广深津, 排名第六, 以及园区经济下丰富的企业资源; 3) 则是先发优势, 公司领先推出分公司模式改革, 在服务模式和管理模式上均已做好充分准备, “当别人还在犹豫的时候, 我们已经开始行动; 当别人开始行动的时候, 我们已踏上转型升级的征程。” (借用东吴昆山分公司老总的原话)。

东吴证券分公司制度改革业务的业务进展

- **分公司业务进展迅速。**据我们了解去年下半年以来，在当地各分公司的努力下，东吴证券总部已先后与张家港、太仓、常熟、昆山以及吴江区政府签署了战略合作协议，并与区域重点企业同步签署业务合作协议，积极为地方政府投融资平台建设、国有资产整合、区域中小企业发展等方面提供多渠道全方位的投融资服务。

图表10: 东吴证券分公司模式下与区域政府及中小企业的合作业务进展

分公司	业务进展
吴江分公司	2012年12月，吴江区政府与东吴证券举行战略合作协议签约仪式，东吴证券将为吴江经济社会发展提供全方位的金融创新服务，双方就金融服务、企业上市、项目推介、财务顾问等事项展开深入合作，建立并深化双方在资本市场与金融创新方面的合作关系。协议签订后，东吴证券将通过产品的创新、服务的优化，在政府投融资平台建设、国有资产整合等方面积极引导民间资本参与吴江建设，力争在2013年为吴江项目投资50亿元。
昆山分公司	2012年12月，昆山市政府与东吴证券签署了战略合作协议。东吴证券2012年在昆山分公司设立投资银行部，全年走访企业100多家，受聘企业上市业务1家并成功过会，签约6家，新三板业务签约4家。在签约仪式上，东吴证券董事长吴永敏说：“我们将致力于成为昆山市政府‘最信赖的财务顾问’，为昆山的企业提供全方位的投融资服务，做昆山老百姓的财富管家。”
张家港分公司	2012年12月，张家港市人民政府与东吴证券签订战略合作协议。仪式上，张家港市市长姚林荣说，“产业的发展离不开资本市场，东吴证券是苏州人自己的证券公司，希望双方以此次签约为契机，进行深入的交流合作，取得战略性的丰硕成果。”在东吴证券的运作下，张家港市宏宝五金成功登陆中小板，海狮机械、海陆环轶上市工作已全面展开，联峰实业15亿元企业债券也已报至省发改委。
常熟分公司	2012年10月，常熟市政府与东吴证券股份有限公司签署战略合作协议。常熟市市长王颺说，“今后，政府将鼓励本地的一些企业，突破固有的融资思路，通过与金融机构的紧密合作来创新金融产品，募集到更有利的资金。政府将积极营造良好的金融生态环境，加强政府的协调、引导，强化联系和服务，为双方合作双赢奠定基础。”
太仓分公司	2012年10月，太仓市政府与东吴证券签署了战略合作协议，相关企业与东吴证券签署了债券融资、IPO、企业财务顾问等金融合作协议。在签约仪式上，东吴证券与滨江新城发展有限公司等签署了债券承销协议，与科教新城管委会等签署了财务顾问服务协议，与苏州贯龙电磁线股份有限公司等签署了资本市场融资服务协议，与太仓明宇密封件有限公司签署了财务顾问协议

来源：国金证券研究所，《现代苏州》，昆山新闻中心、张家港新闻网，常广新闻网，太仓新闻网

- **12年下半年投行业务开始体现业绩并且迅速放量，2012年上半年东吴证券投行业务仅完成1单IPO，1单中小企业私募债。**下半年重点推行分公司制度改革以来，中小企业私募债、企业债等项目迅速上马并放量增长，全年共发行企业债券4单，中小企业私募债10单，较多项目均由当地分公司牵头完成。其中，公司承销的华东镀膜中小企业私募债为全国首单发行、首单挂牌、首单交易。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表11: 东吴证券2012年来投行项目情况

时间	代码	名称	类型	主体	日期	企业区域	发行规模 (万元)
12H1	300292.SZ	吴通通讯	首发	江苏吴通通讯股份有限公司	2012-02-21	江苏吴通	20,040
	125000.SH	12苏镀膜	中小企业私募债	苏州华东镀膜玻璃有限公司	2012-06-08	江苏苏州	5,000
	300343.SZ	联创节能	首发	山东联创节能新材料股份有限公司	2012-07-20	山东	28,100
	125017.SH	12中锐债	中小企业私募债	上海中锐教育投资有限公司	2012-08-01	上海	5,000
	125021.SH	12同里债	中小企业私募债	苏州同里国际旅游开发有限公司	2012-08-06	江苏苏州	10,000
	125031.SH	12漕湖02	中小企业私募债	苏州漕湖科技发展股份有限公司	2012-08-29	江苏苏州	5,000
12H2	125025.SH	12漕湖债	中小企业私募债	苏州漕湖科技发展股份有限公司	2012-08-29	江苏苏州	15,000
	125030.SH	12西游发	中小企业私募债	浙江西塘旅游文化发展有限公司	2012-10-10	浙江西塘	10,000
	118022.SZ	12常科试	中小企业私募债	常州科研试制中心有限公司	2012-10-22	江苏常州	8,000
	1280367.IB	12太仓恒通债	企业债	太仓恒通投资集团有限公司	2012-10-30	江苏太仓	100,000
	1280377.IB	12苏科发债	企业债	苏州科技城发展有限公司	2012-11-01	江苏苏州	70,000
	125046.SH	12虞尚湖	中小企业私募债	常熟市虞山尚湖旅游发展有限责任公司	2012-11-26	江苏常熟	20,000
	125049.SH	12沙旅游	中小企业私募债	苏州沙家浜旅游发展有限公司	2012-11-29	江苏苏州	5,000
	124108.SH	12吴经开	企业债	吴江经济技术开发区发展总公司	2012-12-27	江苏吴江	150,000
	118046.SZ	12长青债	中小企业私募债	常州长青交通科技股份有限公司	2013-01-08	江苏常州	7,500
	600794.SH	保税科技	非公开增发	张家港保税科技股份有限公司	2013-01-10	保税科技	22,911
13H1	124136.SH	13太城投	企业债	太仓市城市建设投资集团有限公司	2013-01-11	江苏太仓	80,000
	118056.SZ	12润百债	中小企业私募债	润百计算机(上海)有限公司	2013-01-24	上海	5,000
	118057.SZ	12冠耀集	中小企业私募债	广州市冠誉铝箔包装材料有限公司	2013-01-24	广州	5,500
	124158.SH	13锡东城	企业债	无锡锡东新城建设发展有限公司	2013-01-28	江苏无锡	150,000
	118066.SZ	12盛水债	中小企业私募债	吴江市盛泽水处理发展有限公司	2013-02-21	江苏吴江	10,000
	124190.SH	13奉南城	企业债	上海奉贤南桥新城建设发展有限公司	2013-03-05	上海	65,000

来源: 同花顺 IFIND; 国金证券研究所

分公司制度下的创新优势业务

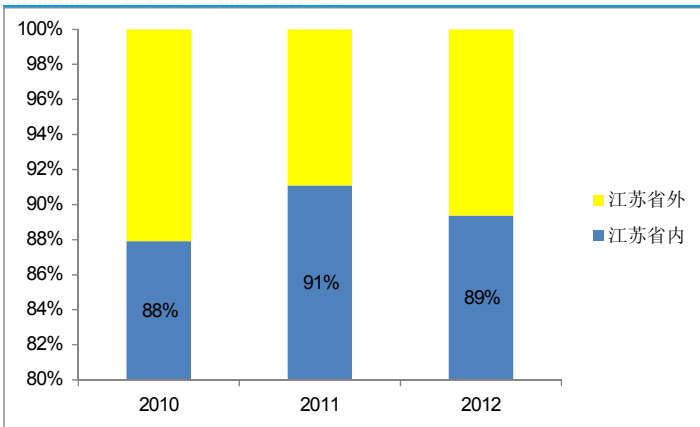
- 在分公司制度改革下, 大力发展面向地方政府、区域企业的投融资业务, 可以预见的是, 两类业务将成为东吴证券的创新优势业务: 1) 中小企业私募债、企业债、场外市场以及资产证券化等大投行业务; 2) 信用融资业务。
- 中小企业私募债。2012年5月下旬, 沪深交易所分别发布该项业务试点办法, 推进发展中小企业私募债。6月8日, 东吴证券就完成苏州华东镀膜玻璃有限公司5000万元中小企业私募债券, 抢得该业务首单。与其他债务融资不同, 中小企业私募债具有单只产品发行规模较小、偿付风险相对较高的特点, 需要券商进行更加细致深入的尽职调查与风险控制, 这对于深耕区域市场、将分公司下触到县级市的东吴证券来讲则具备天然优势。根据我们的了解, 截至今年1季度末, 公司中小企业私募债已有近40家的项目储备。
- 场外市场。园区经济是江苏发展的一大特色, 拥有国家级高新区8家, 数量和企业质量在全国领先, 科技型、成长型的中小企业众多。东吴总部苏州的苏州高新区、苏州工业园区一直积极争取成为股份转让试点扩容园区, 无锡、常州等国家高新区也通过分公司不断加入战略合作。公司目前场外市场总部“新三板”团队近30人, 储备项目30多家, 部分已顺利完成股改, 相继进入内核, 预计政策开闸后能迅速放量。
- 信用融资业务。证券公司目前信用融资业务主要体现在三块, 其一是融资融券, 其二是约定式购回和即将开闸的股票质押回购, 其三则是另类自营子公司从事的自有资金投放。东吴分公司制度改革探索综合金融业务, 面对地方政府投融资平台建设、国有资产整合以及企业的融资需求, 将以多种质押融资形式投入自有资金(股票质押回购或另类自营子公司进行委托贷款), 从而带动公司信用融资业务的快速发展。截至4月末, 东吴证券两融余额9.54亿元, 市场份额0.54%, 约定式购回余额0.72亿元, 市场份额0.37%。目前该业务份额不高主要限于自有资金不足, 我们预计公司债及增发完成后, 该业务将有较快增长。

积极推动传统转型，增发助力实力提升

经纪业务：份额保持稳定，佣金率仍有下滑空间

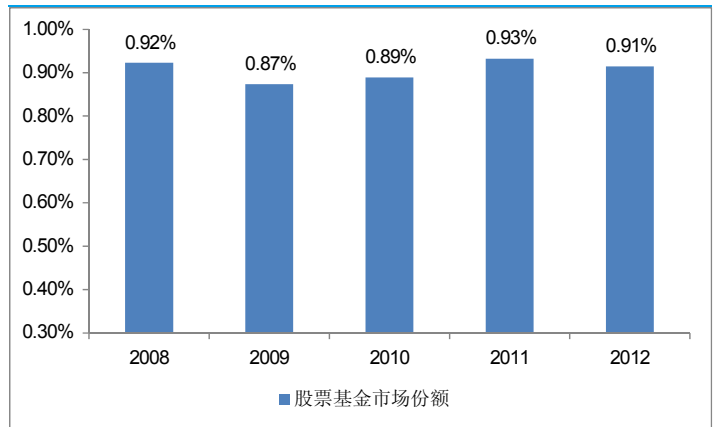
- 公司目前证券营业部 53 家，江苏省内 33 家，占总营业部的 62%，经纪业务收入中江苏省内的则占到 89%，高度依赖江苏省内市场。但公司总体经纪业务市场份额保持相对稳定，2012 年股票基金交易市占率 0.91%。
- 我们认为，在未来证券公司分支机构增设、网络经纪商牌照全面放开的趋势下，东吴证券走类似美国社区经纪商爱德华·琼斯的发展道路不失为一个很好的选择，也具备先天优势。（是全服务经纪商在区域上的衍生，注重有形网点的建设，多点铺设在乡镇社区，服务于网点附件的散户群，一般网点设置比较小，多由 1 位投资顾问和秘书 2 人组成）
- 较为集中的区域分布使得公司佣金率水平显著高于全国平均水平，因此也不可否认的，东吴在经纪业务竞争全面放开背景下，佣金率仍有进一步下滑空间，关键看公司后期经纪业务向乡镇区域渗透后的成交效果。

图表12：东吴证券经纪业务净收入区域占比

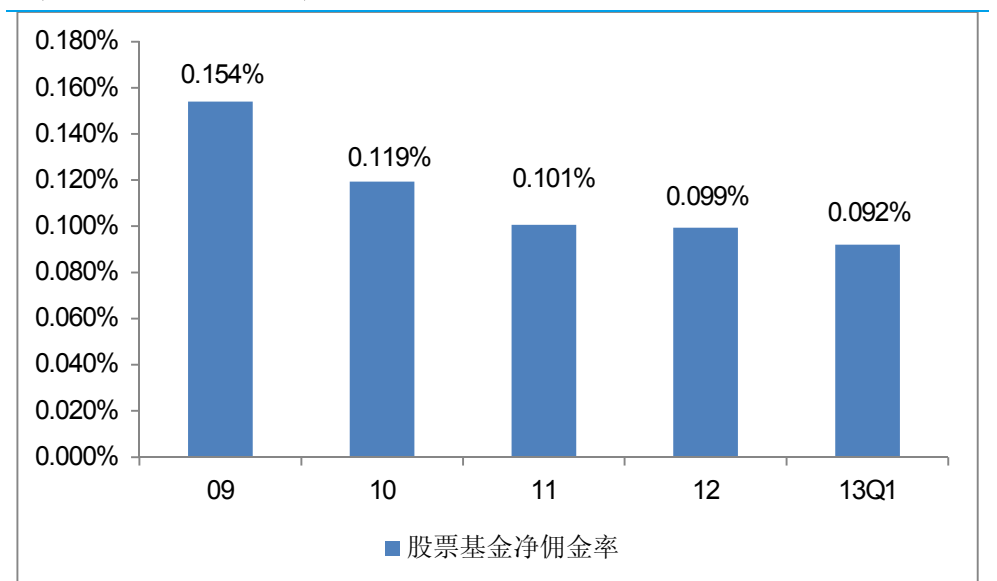


来源：公司财报，伟海数据，国金证券研究所

图表13：东吴证券股票基金市场份额变化



图表14：东吴证券佣金率



来源：公司财报，伟海数据，国金证券研究所

投行业务：与分公司有效对接，最早体现改革成效

- 公司投行部门与各分公司有效对接，在抓好传统融资通道服务的同时，积极拓展中小企业私募债、并购重组、产业基金等资本中介业务，打造大投行模式，为中小企业提供多渠道全方位的融资服务。
- 2012 年，公司投行业务收入 1.55 亿元，主要受累于 IPO 承销项目的下滑，同比下滑 54%。但报告期内债券承销取得了突破性的增长，共发行企业债券 4 单，募集资金 46 亿元；中小企业私募债 10 单，募集资金 11.5 亿元。新三板业务方面，完成推荐挂牌企业 3 单，定向增资 1 单。
- 截至 13 年 5 月底，东吴 IPO 报审家数 12 家，已过会 2 家。企业债和中小企业私募也有丰富的项目储备，随着分公司制度改革的进一步推进，我们预计公司后期投行业绩将呈现显著改善。

图表15：东吴证券 2012 年承销业务情况

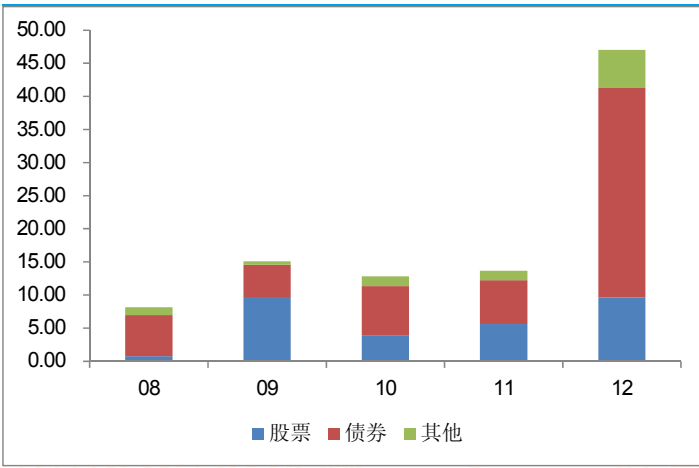
发行类型	承销家数		承销金额（亿元）		保荐承销收入（亿元）	
	2012	2011	2012	2011	2012	2011
IPO	2	4	4.81	38.31	0.49	2.79
再融资	1	1	2.29	3.50	0.16	0.19
债券	14	2	49.90	20.00	0.86	0.22
总计	17	7	57.01	61.81	1.50	3.20

来源：公司财报，国金证券研究所

投资业务：业务条线梳理清晰，收益率持续改善

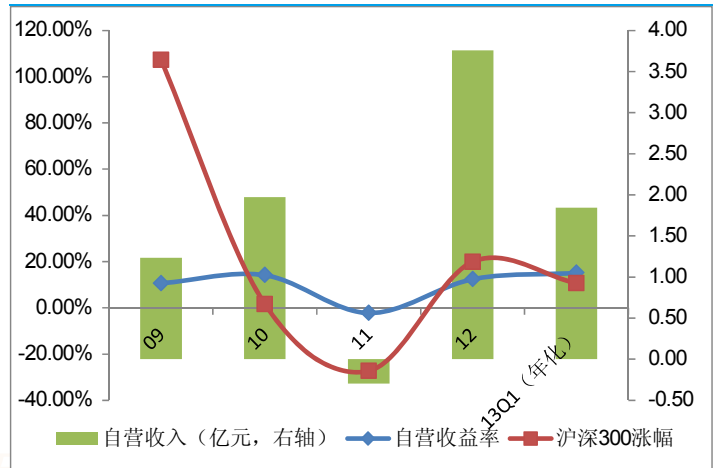
- 公司 2012 年重点对自营投资条线做了梳理，分为三个部门：1) 投资总部，主要负责权益类和衍生品投资；2) 资本运营部，从固定收益部门剥离出来，主要负责债券类投资；3) 东吴创新资本，即另类投资，未来将主要定位为股权融资平台。
- 风格稳健，收益率持续改善。公司 IPO 募集资金 31.92 亿元，15 亿元投入自营业务，显著扩大自营规模，尤其是债券类投资。截至 2012 年底，公司自营规模（交易性+可供出售）47 亿元，其中权益类配置规模为 9.60 亿，占比 20.41%，债券类配置规模为 31.66 亿元，占比 67.31%。最终 2012 年全年实现自营收益（投资收益+公允价值变动）3.76 亿元，大幅扭亏为盈，年化收益率 12.4%，位上市券商首位。今年 1 季度，公司自营收入 1.84 亿元，持续大幅增长，同比增长 190%，年化收益率约 15%。
- 关注另类投资线条下的融资服务业务开展。东吴创新资本，成立于 2012 年 6 月，注册资本为 3 亿元人民币，为公司全资子公司。2012 年，东吴创新资本主要侧重于量化对冲策略和结构化产品的投资，实现净利润 164.9 万元。后期我们预计，在分公司模式下，公司推行综合金融服务，将更多的利用此平台对地方政府及企业针对性的开展融资服务，有利于公司资产中介业务的发展及自有资金收益率的提升。

图表16: 东吴证券自营规模变化(亿元)

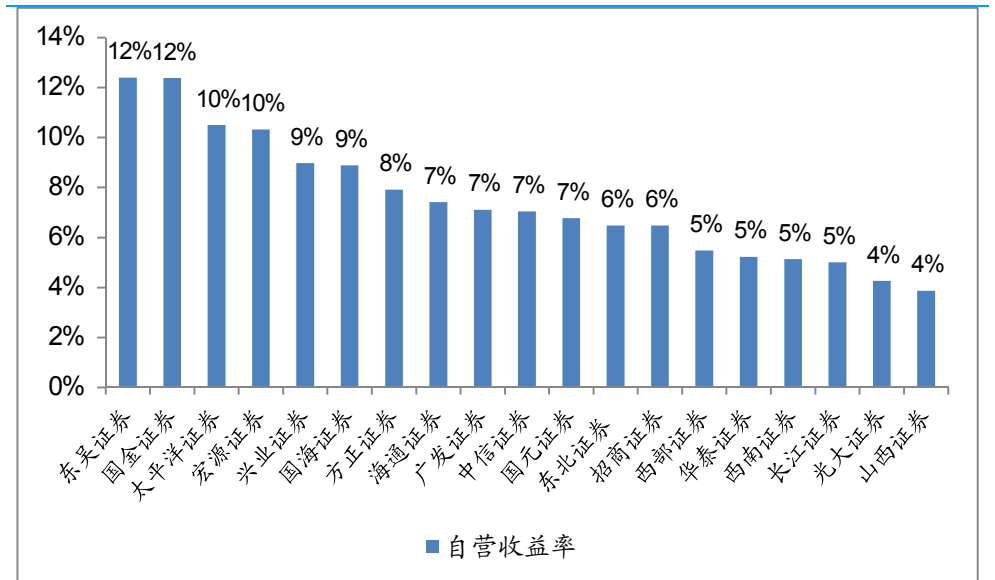


来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表17: 东吴证券自营收入及收益率变化



图表18: 上市券商2012年自营收益率对比



来源: 公司财报, 国金证券研究所注: 自营收益率=(投资收益+公允价值变动)/平均自营规模

资管业务: 定向产品获突破, 定位重要资源整合平台

- 公司 2012 年在定向资产管理业务方面取得重要突破, 业务也相对灵活。期末定向资管产品规模约 420 亿元, 实现收入 644 万元。但集合理财方面, 公司目前竞争力仍相对较弱。目前共存续 5 只理财产品, 分别为东吴财富 1 号、财富 2 号、财富 3 号、汇利 1 号及现金增利, 截止 1 季度末总资产净值仅为 5.66 亿元, 规模不大行业排名靠后。在定向业务的带动下, 公司全年资管业务收入 0.12 亿元, 同比大幅增长 113%。
- 在分公司模式下, 资管业务将成为公司重要的资源整合平台。不论是前端的项目资源获取、还是后期的产品设计和销售都会成为资管业务的关键角色。定向及专项管理计划也将成为连接外部资金与地方政府及企业项目的重要工具。

关于增发：补充净资本，助力综合实力显著提升

- 日前公司再次公告拟非公开发行股票数量不超过 7 亿股，募集资金总额不超过 52.08 亿元（大股东国发集团将认购 7-8 亿元），同时发行公司债券不超过 30 亿。**预计募集资金主要用于：**1) 扩大创新型自有资金投资业务规模，尤其是另类投资；2) 扩大两融、约定式购回及股票质押回购等信用交易业务规模；3) 加大对公司经纪业务的投入，调整优化营业部布局；4) 增加证券承销准备金，增强投行业务实力；5) 拓展证券资产管理业务；6) 加大对子公司的投入；7) 加大信息系统等基础设施建设投入；8) 其他储备。
- **再融资需求分析：**1) 推行分公司制度改革，目的就是更好的满足区域政府和企业的投融资需求，从而衍生的信用融资、大投行业务对自有资金的需求都非常旺盛；2) 前期 IPO 时募集资金 32.5 亿元基本已全部使用，2012 年末公司自有资金存款仅 14.98 亿元，接近 IPO 前水平，已经较难满足多元创新业务需求；3) 12 年末公司净资本 52.32 亿元，行业排名不占优势，而在以净资本为核心的监管体系下，公司发展与资本规模高度相关，公司急需提升资产资本实力，才能不在行业创新加速发展环境中落后。**因此综合看，这次再融资规模不小，但预计将高效、全面的投入运营，助力公司综合实力的显著提升。**

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

图表19：东吴证券 IPO 募集资金后使用情况

项目	投资金额（万元）	投入时间
扩大自营业务规模	150,000.00	2012.1-2012.3
补充子公司东吴创业投资有限责任公司资本金	30,000.00	2012.3
设立子公司东吴创新资本管理有限责任公司	30,000.00	2012.4
开展融资融券业务	69,211.02	2012.4-2012.7
开展其他创新业务	40,000.00	2012.5
合计	319,211.02	

来源：公司财报，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表20: 上市券商2012年资产资本实力比较 (单位: 亿元)

证券公司	总资产	净资产	净资本	自有资金存款
中信证券	1,685.08	866.84	404.72	235.68
海通证券	1,263.46	604.31	390.08	225.00
广发证券	899.76	330.61	217.31	94.95
华泰证券	792.71	346.38	206.36	56.95
招商证券	755.37	257.68	156.22	20.60
光大证券	583.58	229.10	131.16	30.71
宏源证券	318.97	147.95	107.07	19.52
长江证券	312.69	198.33	94.87	25.14
方正证券	279.85	148.17	87.74	23.32
国元证券	228.86	149.45	89.92	37.53
兴业证券	227.04	90.72	61.33	14.97
西南证券	172.57	104.05	74.00	15.63
东北证券	164.78	72.13	49.37	44.63
东吴证券	157.70	76.39	52.32	14.98
山西证券	127.98	63.81	44.16	23.95
国金证券	126.21	63.49	56.99	41.09
国海证券	113.84	30.08	21.64	7.34
西部证券	105.20	44.56	40.42	20.06
太平洋证券	44.80	21.35	17.25	9.43

来源: 公司财报, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议: 上调至买入, 目标价 10.00

盈利预测

- 在日均股票基金交易额 1800/2000 亿元(2013/2014)的假设下, 上调公司 13-15 年的净利润分别为 4.87 亿元、6.15 亿元及 7.50 亿元, EPS 分别为 0.24 元、0.31 元和 0.38 元(定增前口径)。

图表21: 东吴证券盈利预测重要假设 (单位: 百万元)

盈利预测重要假设	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经纪业务					
股票基金日均交易额	175,000.00	135,000.00	180,000.00	200,000.00	200,000.00
股票基金交易额市场份额	0.90%	0.93%	0.91%	0.85%	0.80%
股票基金净手续费率	0.101%	0.099%	0.092%	0.090%	0.085%
自营业务					
交易性金融资产投资成本	1,261.32	2,391.20	3,108.57	3,419.42	3,761.36
可供出售金融资产投资成本	265.16	2,000.83	2,300.96	2,531.06	2,784.16
自营收益率	-2%	8%	9%	8%	8%
投行业务					
市场权益类承销融资额	418,117.00	71,057.00	565,000.00	575,000.00	586,000.00
公司权益类承销市场份额	0.57%	0.15%	0.73%	0.97%	1.02%
市场核心债券类融资额	200,000.00	499,000.00	1,060,000.00	1,112,500.00	1,167,625.00
公司核心债券类承销市场份额	0.60%	0.14%	0.80%	1.20%	1.50%
资管业务					
集合资产管理规模	350.00	455.00	591.50	768.95	999.64
定向资产管理规模	0	0	80000	120000	180000
管理费	1.20%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
成本分析					
业务及管理费/营业收入	65.00%	66.00%	58.00%	56.00%	51.00%
营业税金及附加费/营业收入	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	26.43%	16.52%	25.00%	25.00%	25.00%

来源: 公司财报, 国金证券研究所

合理价值与投资建议

- **估值有优势。**公司目前股价对应 32.34X13PE，1.99X13PB，13 年预测 ROE6.25%。与同梯队及相近 ROE 水平的东北、兴业、方正和西南证券相比有估值优势。分部估值法下，我们认为公司 2013 年的合理价格为 10.00 元，对应 13 年的估值为 41.10XPE 和 2.53XPB。
- 我们看好公司分公司制度改革、增发后盈利改善和综合实力的提升，目价格较增发发行底价 7.44 元仅高出 6% 不到，具备较高安全边际，上调至“买入”投资评级，年内目标价格 10.00 元。

风险提示

- 市场大幅调整风险，增发监管批准风险和小非减持风险。

图表22: 东吴证券分部估值法 (单位: 亿元)

	2013E	2014E	2015E
自营业务			
自营规模	57.61	64.29	71.63
市净率倍数	1.20	1.20	1.20
目标价值	69.14	77.15	85.96
经纪业务			
经纪业务净收入	7.29	8.37	7.58
经纪业务净利润率	42%	40%	40%
净利润	3.06	3.35	3.03
PE	22	22	22
目标价值	67.39	73.65	66.74
承销业务			
承销收入	2.10	3.31	4.21
承销净利润率	35%	35%	35%
净利润	0.73	1.16	1.47
PE	28	28	28
目标价值	20.54	32.48	41.29
资产管理			
集合+定向 (按5%折算) 理财规模	45.92	67.69	100.00
基金管理规模	55.35	60.88	66.97
Price/AUM	8%	8%	8%
目标价值	8.10	10.29	13.36
现金资产			
其他 (如创新、增发) 溢价	7%	6%	6%
合理价值	200.05	228.75	244.88
每股价值	10.00	11.44	12.24
对应PE	41.10	37.20	32.65
对应PB	2.53	2.73	2.75

来源: 国金证券研究所, 注: 经纪、承销净利润率根据年报分部报表测算

图表23: 重点上市券商盈利预测和估值比较

国内券商估值水平

	代码	评级	13-Jun-13 股价	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		BVPS		PB		ROE	
						13E	14E	13E	14E	13E	14E	13E	14E	13E	14E
中信证券	600030.SH	买入	11.35	1113.96	1250.42	0.46	0.59	24.64	19.39	8.08	8.44	1.41	1.34	5.79%	7.02%
海通证券	600837.SH	买入	10.96	886.90	1050.49	0.51	0.59	21.42	18.65	6.51	6.89	1.68	1.59	8.23%	8.89%
长江证券	000783.SZ	增持	9.07	215.07	215.07	0.39	0.49	22.97	18.53	5.46	5.84	1.66	1.55	7.24%	8.38%
国元证券	000728.SZ	持有	9.89	194.25	194.25	0.24	0.31	40.77	32.37	7.96	8.25	1.24	1.20	3.20%	3.70%
宏源证券	000562.SZ	增持	22.00	321.46	436.96	0.68	0.79	32.31	28.02	7.91	8.54	2.78	2.58	8.60%	9.19%
东北证券	000686.SZ	增持	18.11	115.78	177.22	0.45	0.53	40.10	34.18	7.86	8.34	2.30	2.17	5.75%	6.36%
光大证券	601788.SH	买入	12.75	435.80	435.80	0.40	0.46	32.24	27.82	7.68	8.03	1.66	1.59	5.25%	5.81%
招商证券	600999.SH	增持	11.47	534.63	534.63	0.47	0.57	24.42	19.98	5.85	6.25	1.96	1.83	8.03%	9.18%
广发证券	000776.SZ	增持	12.26	725.71	725.71	0.46	0.56	26.80	22.05	5.92	6.24	2.07	1.97	7.72%	8.91%
华泰证券	601688.SH	增持	9.19	514.43	514.64	0.40	0.50	22.71	18.28	6.39	6.75	1.44	1.36	6.48%	7.61%
西南证券	600369.SH	增持	9.32	153.02	216.46	0.20	0.25	46.80	37.55	4.62	4.82	2.02	1.93	4.31%	5.15%
兴业证券	601377.SH	增持	10.30	171.71	267.80	0.30	0.36	34.17	28.76	5.20	5.49	1.98	1.88	6.56%	7.27%
方正证券	601901.SH	买入	6.64	229.86	405.04	0.20	0.26	33.42	25.28	2.62	2.86	2.53	2.32	7.56%	9.15%
东吴证券	601555.SH	买入	7.87	96.12	157.40	0.24	0.31	32.34	25.60	3.95	4.18	1.99	1.88	6.25%	7.43%
Average								30.47	25.17			1.91	1.80	6.52%	7.43%

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：东吴证券利润表预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,872.84	1,807.48	1,297.89	1,398.35	1,795.34	2,140.74	2,306.38
代理买卖手续费净收入	1,458.95	1,167.45	796.95	581.09	729.37	836.90	758.37
承销收入	108.90	248.09	334.70	155.40	209.55	331.41	421.37
受托管理收入	0.01	7.13	5.24	11.17	21.32	30.60	44.10
净利息收入	144.93	157.42	153.32	217.01	256.54	305.69	375.33
利息收入	185.97	216.87	237.59	273.39	289.26	341.67	415.92
利息支出	41.03	59.45	84.27	56.37	32.72	35.99	40.59
投资收益	118.42	208.79	81.52	224.42	421.73	461.49	506.06
公允价值变动	4.89	-11.66	-111.05	151.40	81.62	84.41	92.85
其他业务收入	36.74	30.27	37.21	57.85	75.21	90.25	108.30
营业支出	888.15	1,044.61	990.67	1,052.15	1,141.91	1,317.25	1,303.54
业务及管理费	832.97	948.94	911.53	985.36	1,041.29	1,198.81	1,176.25
营业税金及附加	90.69	91.53	68.56	56.45	89.77	107.04	115.32
资产减值损失	-35.51	4.14	10.58	10.34	10.85	11.40	11.97
其他业务支出	-	-	-	-	-	-	-
上缴投资者保护基金	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	984.69	762.87	307.23	346.20	653.42	823.49	1,002.84
营业外收入	2.65	3.42	15.31	9.87	10.36	10.88	11.43
营业外支出	4.03	13.53	2.18	10.88	5.44	5.98	6.58
利润总额	983.31	752.75	320.35	345.19	658.34	828.39	1,007.68
所得税	245.28	172.22	84.66	57.04	164.59	207.10	251.92
所得税率	24.94%	22.88%	26.43%	16.52%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	738.03	580.53	235.69	288.15	493.76	621.29	755.76
少数股东损益	3.07	4.74	4.17	6.41	7.05	6.34	5.71
归属母公司所有者的净利润	734.95	575.79	231.51	281.74	486.71	614.95	750.05
				21.70%	72.75%	26.35%	21.97%
Per share data	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
股本，期末(mn)	1,500.00	1,500.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
EPS(basic)	0.49	0.38	0.12	0.14	0.24	0.31	0.38
EPS(Diluted)	0.49	0.38	0.12	0.14	0.24	0.31	0.38
BVPS	2.48	2.79	3.69	3.79	3.95	4.18	4.46
BVPS(Diluted)	2.48	2.79	3.69	3.79	3.95	4.18	4.46

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	3	3
增持	0	0	2	5	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.50	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net