

首次覆盖

东吴证券

看好公司创新业务持续高增长

受益于 IPO 重启，预计公司投行收入将快速恢复

IPO 暂停后，东吴承销收入大幅下滑。目前 IPO 已重启，考虑到苏州地区丰富中小企业资源、公司中小项目储备较多以及新三板和私募债等业务的领先优势，我们预期公司投行业务将迅速恢复、收入贡献显著上升。

多管齐下募资，公司创新业务有望步入增长快车道

东吴创新业务起步较晚，但 2013 年开始公司创新业务快速增长，增速高于行业平均水平。公司目前多渠道募集资金，积极为创新做准备，包括完成发行公司债 30 亿元、获批发行定增、短融 52 和 31 亿元。考虑到苏州金融需求旺盛、创新业务是公司战略重点以及资金准备充足，我们预期 2014 年公司创新业务有望继续保持高增长，成为新的利润增长点。

经纪收入面临下滑风险，但对经纪业务依赖度或将显著降低

区域型中小券商面临最大问题是经纪收入下滑风险。东吴一方面快速扩张营业网点、深挖苏州地域优势来维持份额，另一方面不断增加新的收入来源优化收入结构。尽管公司目前经纪占比较高，但我们预期随着佣金率下滑、投行收入迅速恢复以及创新收入快速增长，公司 2014 年对经纪依赖将显著降低。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 8.97 元

我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.22 元/0.30 元/0.35 元，基于分部估值法得出公司目标价 8.97 元，对应 2014-16 年 P/E 41.1/29.5/25.8 倍，对应 2014 年 P/B1.79 倍，低于同类公司 2014 年 2.16 倍平均 P/B，首次覆盖给予“买入”评级。

Equities			
中国			
多样化金融服务			
12 个月评级	买入		
	之前: 未予评级		
12 个月目标价	Rmb8.97		
	之前: -		
股价	Rmb7.73		
路透代码: 601555.SS 彭博代码 601555 CH			
交易数据和主要指标			
52 周股价波动范围	Rmb9.09-6.63		
市值	Rmb15.5 十亿/US\$2.49 十亿		
已发行股本	2,000 百万 (ORDA)		
流通股比例	42%		
日均成交量(千股)	21,655		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb164.9		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb13.5 十亿		
市净率 (12/14E)	1.5x		
一级资本充足率	-		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	-	0.22	- 0.23
12/15E	-	0.30	- 0.31
12/16E	-	0.35	- 0.40

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,299	1,388	1,592	2,235	2,890	3,292	3,587	3,887
税前利润	308	336	503	797	1,097	1,256	1,406	1,564
净利润 (本地 GAAP)	232	282	383	590	822	940	1,051	1,169
净利润 (UBS)	232	282	383	590	822	940	1,051	1,169
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.22	0.30	0.35	0.39	0.43
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	4.0	3.8	5.0	5.5	5.9	6.4	6.9	7.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	33.9	46.6	31.7	26.2	19.0	16.6	14.8	13.3
市净率	1.9	2.1	2.0	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	35.4	25.4	22.2	19.9	17.9
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.8	2.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 04 月 10 日 15 时 56 分的股价(Rmb7.73)得出。

投资主题

东吴证券

投资理由

东吴是唯一一家注册地在经济较为发达的苏州的证券公司。公司长期坚持“根据地”战略，深挖苏州地缘优势，新三板、私募债等业务在同类公司中居于前列。

受益于 IPO 重启，我们预计公司投行收入将快速恢复。IPO 暂停后，东吴承销收入大幅下滑。目前 IPO 已重启，考虑到苏州地区丰富中小企业资源、公司中小项目储备较多以及新三板和私募债等业务的领先优势，我们预期公司投行业务将迅速恢复、收入贡献显著上升。

此外，公司目前多渠道募集资金，积极为创新做准备，包括完成发行公司债 30 亿元、获批发行定增、短融 52 和 31 亿元。考虑到苏州金融需求旺盛、创新业务是公司战略重点以及资金准备充足，我们预期 2014 年公司创新业务有望继续保持高速增长，成为新的利润增长点。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,489 亿元/2,748 亿元/2,929 亿元以及综合投资收益率分别为 8%/8%/8% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.25 元/0.35 元/0.45 元。基于分部估值法推导出目标价 10.66 元，对应 2014 年 P/B 2.11 倍，P/E42.2 倍。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 1,500 亿元/1,575 亿元/1,654 亿元以及综合投资收益率分别为 3%/3%/3% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年净利润 EPS 分别为 0.20 元/0.27 元/0.32 元。基于分部估值法推导出目标价 6.76 元，对应 2014 年 P/B 1.37 倍，P/E34.5 倍。

近期催化剂

中国资本市场改革力度超预期，迎来一轮大发展；中国证券行业创新政策的推出进度、力度超市场预期；

A 股市场出现较大涨幅，交易持续活跃，证券公司各类业务大幅提升，业绩贡献超预期；

公司定向增发完成进度超预期，资本实力充实之后，创新业务如融资融券、股票质押等规模增速与业绩贡献超预期；

新三板市场发展超预期，东吴证券新三板业务增速与业绩贡献超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb8.97

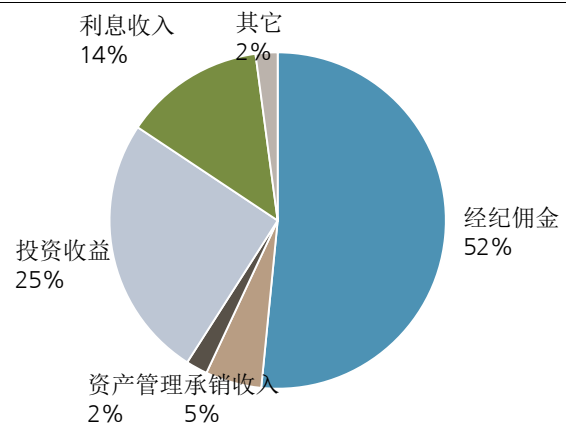
公司简介

东吴证券是唯一一家总部在苏州的综合性证券公司。公司立足苏州、面向全国，经营范围包括：证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、期货 IB 业务、融资融券业务、代销金融产品业务等。

行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。新的盈利模式下预期行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，证券行业传统业务好坏参半，经纪业务在佣金率较快下滑下面临一定的挑战，但承销业务随着 IPO 的重启正在快速恢复；我们认为证券行业创新业务正迎来一轮新的快速发展，短期看好信用交易类业务的快速成长。

东吴证券收入构成 (2013)



来源: 公司公告, 瑞银证券

东吴证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	14.0	16.0	22.4	29.1	33.1
营业支出	10.5	10.9	14.4	17.9	20.4
营业利润	3.5	5.1	8.0	11.2	12.8
所得税	0.6	1.3	2.0	2.8	3.2
净利润	2.9	3.9	6.0	8.4	9.6
归属母公司净利润	2.8	3.8	5.9	8.2	9.4

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目录

投资主题	4
风险	5
估值和推导我们目标价的基础.....	5
瑞银预测对比市场一致预期	6
敏感性分析.....	7
风险分析	8
竞争分析	9
行业吸引力评估	9
竞争优势	14
管理层策略.....	19
经纪业务面临挑战，看好大投行发展潜力	19
经纪业务面临挑战，但预期对经纪依赖度将显著下降	19
投行业务：看好新三板等大投行业务增长潜力	22
积极转型，大力发展创新业务	25
东吴创新业务起步较晚，但增速较快.....	25
多管齐下募资、备战创新业务.....	27
创新业务有望持续高增长.....	29
创新收入快速提升，驱动公司收入结构显著改善.....	33
财务状况和盈利预测	34
利润表.....	34
资产负债表.....	35
估值	37
分部估值法推导得出目标价 8.97 元.....	37
可比公司估值	40
公司背景	41

潘 洪文
分析师
S1460513090002
hongwen.pan@ubssecurities.com
+86-213-866 8845

崔 晓雁
分析师
S1460513100002
xiaoyan.cui@ubssecurities.com
+86-213-866 8871

投资主题

东吴是唯一一家注册地在经济较为发达的苏州的证券公司。公司近期多管齐下募集资金，考虑到苏州地区旺盛的金融需求及公司战略层面高度重视，我们预期东吴创新业务有望在充裕资金的推动下快速增长。我们看好公司大投行和创新业务快速增长的潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

坚持“根据地”战略，背靠苏州，深挖地缘优势

东吴长期坚持“根据地”战略，做熟、做透、做深、做细苏州市场，营业网点覆盖苏州所有县市。苏州经济发达，并拥有丰富且优质的企业资源。东吴在苏州地区占据一定的垄断优势，2011-13 年经纪、IPO、私募债、新三板等业务占苏州市场份额约 40%、20%、50%、40%。苏州发达的区域经济和丰富优质的企业资源为公司特色化发展提供了重要的依托。

依托地缘优势，公司较为受益于 IPO 重启，看好大投行业务发展潜力

受益于苏州地区丰富优质的中小企业资源，2010、11 年东吴承销收入曾达到 2.48 亿元和 3.35 亿元，但随着 IPO 的减缓和暂停，公司承销收入下滑幅度较大。2012 年以来公司进行分公司模式改革，把投行业务延伸到县市。目前 IPO 已重启，公司中小项目优势有望再度发挥，我们预期公司承销收入有望快速恢复。此外，东吴新三板、私募债等业务在同类公司中居于前列。考虑到苏州地区旺盛的金融需求以及新三板市场的快速发展，我们看好东吴新三板等大投行业务的增长潜力。

多管齐下募资，预计公司创新业务即将步入增长快车道

因牌照获批原因，东吴创新业务起步较晚，但从 2013 年开始公司创新业务快速增长。2013 年东吴融资融券业务规模同比增长 455%，高于行业平均 286%的水平。公司目前多渠道募集资金，积极为创新做准备。2013 年 11 月发行公司债 30 亿元，2014 年又分别获批发行定增、短融 52 和 31 亿元。考虑到苏州地区金融环境良好、公司创新业务待开发空间较大，加之公司战略性重视、资金准备充分，我们预期 2014 年公司创新业务有望继续保持高增长，成为新的利润增长点。

经纪收入面临下滑风险，但对经纪业务依赖度或将显著降低

随着经纪业务竞争显著加剧，区域型中小券商面临最大问题是经纪业务下滑的风险。目前公司采取快速扩张营业网点、深挖苏州地域优势等措施以维持经纪份额，同时不断开辟创新业务改善收入结构。尽管东吴 2013 年经纪收入占比达 52%，但我们预期随着佣金率大幅下滑、投行收入迅速恢复以及创新收入的快速增长，公司 2014 年经纪收入占比有望降至约 30%，对经纪业务依赖显著降低。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 8.97 元

我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.22 元/0.30 元/0.35 元，基于分部估值法推导出公司目标价为 8.97 元，对应 2014-16 年 P/E 41.1/29.5/25.8 倍，对应 2014 年 P/B1.79 倍，低于同类公司 2014 年 P/B2.16 倍的平均估值，估值较为合理，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- **经纪业务竞争显著加剧，公司经纪业务收入可能出现较大下滑风险：**2014 年尤其 2 月份国金“佣金宝”推出以来，中国证券行业经纪佣金率面临快速下滑的风险。东吴经纪业务收入占比相对较高（2013 年 52%），目前佣金率仍高于行业平均水平（2013 年 0.096%），且营业网点主要集中于苏州地区。竞争加剧下公司佣金率降幅可能超出我们预期，从而导致公司经纪业务收入出现下滑风险；
- **公司定向增发进程不达预期，可能制约创新业务的快速发展：**公司拟以不低于 7.39 元/股，非公开发行不超过 7 亿股（占发行后总股本的 25.9%），募资总额不超过 51.73 亿元；公司控股股东苏州国发集团拟认购金额不少于 7 亿元且不超过 8 亿元。如公司定向增发推进速度不达预期或定增发行失败，则用于创新业务的资金少于预期，可能制约创新业务的快速发展；
- **新三板业务业绩贡献不达预期的风险：**2013 年新三板扩容至全国，2014 年挂牌企业数量快速增长。东吴证券新三板业务实力较强，如新三板市场相关的转板、做市商等制度推进速度不达预期，或新三板业务盈利状况低于预期，或对公司经营业绩产生一定的不利影响。

估值和推导我们目标价的基础

我们首次覆盖东吴证券，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.22 元/0.30 元/0.35 元（按增发后股本摊薄）；2014-16 年 BVPS 5.01 元/5.26 元/5.53 元（按增发后股本摊薄），ROE 5.5%/5.9%/6.4%。基于分部估值法推导出公司目标价为 8.97 元，对应 2014-16 年 P/E 分别为 41.1/29.5/25.8 倍，对应 2014 年 P/B 1.79 倍。

分部估值法推导得出目标价 8.97 元

考虑到不同类型业务的增长前景差别较大，我们将公司业务分为传统业务、资本中介业务和资本投资三类业务。我们单独预测各业务收入、利润和净资产，使用不同的估值方法分别进行估值，并单独估算主要子公司价值，然后进行加总，进而推导得出公司合理市场价值。

传统业务采用 P/E 估值法。传统经纪（不含两融佣金）、投行收入（承销+保荐+财务顾问）、资管收入及传统息差收入，我们分别计算各业务净利润。考虑到东吴经纪业务佣金率面临下滑风险，给予经纪业务 10 倍 P/E；考虑东吴投行、资管业务目前基数较小，成长性较好，给予 15 倍 P/E；传统息差业务给予 10 倍 P/E。

资本中介业务采取 P/E 估值法。目前公司资本中介业务主要是融资融券、股票质押等。我们使用融资融券、股票质押等各类资本中介总收入扣减相应债务成本计算净收入，从而得出净利润，之后给予相应的 P/E。考虑到东吴证券资本中介业务起步较晚、目前收入贡献低，但该类业务增速非常高，因此我们给予较高的 P/E 倍数，分别给予 2014-16 年 80/40/35 倍 P/E。2014 年东吴证券资本中介业务 80 倍 P/E 对应 112 亿元的业务价值，而随着资本中介业务业绩的快速增长，2015 年 40 倍 P/E 已对应 148 亿元的业务价值。考虑到 2014 年资本中介业务的低基数和高增长，我们认为给予 80 倍 2014E P/E 较合理。

投资业务采用 P/E 估值法。我们将公司投资业务投资收益，扣除联营合营公司收益，加公允价值变动，不含直投收益及出售子公司一次性收益，扣减相应债务成本计算净收入，然后计算净利润，给予 2014 年 10 倍 P/E。

主要子公司：1) 东吴基金采用 Price/AuM 法，参考近期其他基金公司股权成交价格，给予 7% 的 P/AuM。2) 东吴期货采用 P/E 估值法，看好中国衍生品市场发展前景及期货公司的成长性，给予 25 倍的 P/E。3) 直投子公司——创业投资的盈利具有较大不确定性，采用 P/B 估值法，给予 2.5 倍的 P/B。4) 另类投资子公司——创新资本，注册资本由 3 亿元增加到 10 亿元已获董事会通过，为公司业务重点，采用 P/B 估值法，给予 2.8 倍的 P/B。

各业务相加推导得出东吴每股合理价格为 8.97 元。将传统业务、资本中介业务、投资业务及主要子公司的估值进行加总，推导得出东吴对应 2014 年的每股合理价格为 8.97 元，对应市值 242 亿元。

图表 1: 东吴证券分部估值表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务				
净收入	12	13	14	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
净利润	4	4	4	
P/E 倍数	11	12	12	经纪、传统息差业务给予 10 倍 P/E，投行、资管给予 15 倍 P/E
业务价值	47	50	52	净利润*P/E
资本中介业务				
净收入	2	6.2	8.0	(融资融券+股票质押+约定购回) 利息收入-短融公司债等利息成本
净利润	1.4	3.7	4.8	
P/E 倍数	80	40	35	看好资本中介业务成长性，给予较高的估值
业务价值	112	148	167	净利润*P/E
资本投资业务				
净投资收益	5	5	7	投资收益-联营合营+公允价值变动-直投收益-出售子公司收益
净利润	3	3	4	
P/E 倍数	10	10	10	
出售子公司	-	-	-	
业务价值	28	32	39	净利润*P/E+出售子公司
子公司				
东吴基金	6	7	7	参考其他基金公司近期成交价，采用 Price/AuM 法
东吴创业投资	16	16	16	采用净资产*P/B
东吴创新资本	29	30	30	采用净资产*P/B
东吴期货	4	5	5	采用净利润*P/E
子公司价值小计	55	57	59	四家子公司价值之和
合理市值	242	287	317	传统业务+资本中介业务+投资业务+子公司
每股价值 (元)	8.97			合理市值/总股本

来源: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场一致预期

2014-16 年瑞银预测净利润与市场一致预期差异: 11%/19%/6%。东吴定向增发已获证监会审核通过，我们预计公司 2014 年内完成。在此假设前提下，我们预测东吴 2014-16 年净利润分别为 5.90 亿元、8.22、9.40 亿元，较 WIND 市场一致预期分别高 11%、19%、6%。相对市场我们更为乐观，因为我们更为看好东吴的“精耕细作”的根据地战略，看好公司大投行业务和

定增完成后创新业务快速发展下公司业绩的快速增长。市场一致预期 EPS 未考虑定增后摊薄，故而高于瑞银预测的 EPS。

图表 2: 瑞银预测与市场一致预期 (百万元)

年	项目	一致预期	瑞银预测	差异
2014E	营业收入	1,899	2,243	18%
	净利润	533	590	11%
	EPS (元)	0.26	0.22	-15%
2015E	营业收入	2,119	2,911	37%
	净利润	690	822	19%
	EPS (元)	0.35	0.30	-12%
2016E	营业收入	2,812	3,314	18%
	净利润	883	940	6%
	EPS (元)	0.44	0.35	-21%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期 EPS 未考虑增发后摊薄

敏感性分析

我们认为证券公司经纪业务对股票市场日均股基交易额及净佣金率的变动较敏感，投资业务对权益类产品与固定收益类产品的投资收益率变动较敏感。

经纪业务: 经测算证券市场日均股基交易额或公司平均净佣金率每变动 10 个百分点，公司 2013 年预测净利润变动 3%。

图表 3: 公司 2013 年预测 EPS 对日均交易额和净佣金率的敏感性分析

净佣金率变动 \ 日均交易额变动	日均交易额变动						
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
0%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%
-2%	-9%	-6%	-3%	-1%	2%	5%	8%
-5%	-10%	-7%	-4%	-1%	1%	4%	7%
-8%	-10%	-8%	-5%	-2%	0%	3%	6%
-10%	-11%	-8%	-5%	-3%	0%	2%	5%
-15%	-12%	-9%	-7%	-4%	-2%	1%	3%
-20%	-13%	-10%	-8%	-6%	-3%	-1%	1%

来源: 瑞银证券估算

投资业务: 经测算权益类产品 (股票) 投资收益率每变动 10%，公司 2013 年预测净利润变动 0.2%；固定收益类产品 (债券) 投资收益率每变动 10%，公司 2013 年预测净利润变动 0.6%。

图表 4: 2013 年预测 EPS 对权益类和固定收益类产品投资收益率的敏感性分析

股票投资收益率变动 \ 债券投资收益率变动	-30%	-20%	-10%	0.0%	10%	20%	30%
-30%	-2.4%	-2.3%	-2.1%	-1.9%	-1.8%	-1.6%	-1.5%
-20%	-1.8%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-1.0%	-0.8%
-10%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	-0.2%
0.0%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%
10%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%
20%	0.8%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%
30%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%

来源: 瑞银证券估算

风险分析

我们认为，公司股价下行的风险主要包括：

行业风险

- **佣金率快速下滑风险：**2014 年以来，随着证券公司分支机构开设和网上开户等的放开以及未来最低佣金率指导可能取消，我们预期证券行业佣金率将快速下滑，使得经纪收入面临下滑风险。
- **市场波动风险：**证券行业主要业务经纪、投行、自营等与股票市场、债券市场密切相关，而资本市场受多方面因素影响波动性较大，从而证券行业经营业绩也随之呈现较大的周期性。
- **政策风险：**证券行业受各项法规、政策影响较大，如创新政策的内容或者推进速度不达预期，则可能对证券行业的经营业绩产生不利的影响。
- **牌照放开，竞争加剧风险：**我们预计未来券商牌照将向互联网企业、民营资本等开放；同时，国际投行进入中国的壁垒和限制也有望降低，证券行业竞争或将进一步加剧。

公司风险

- **经纪业务竞争显著加剧，公司经纪业务收入可能出现下滑风险：**2014 年，尤其 2 月份国金“佣金宝”推出以来，中国证券行业经纪佣金率面临快速下滑的风险。东吴经纪业务收入占比相对较高（2013 年 52%），目前佣金率仍高于行业平均水平（2013 年 0.096%），且营业网点主要集中于苏州地区。竞争加剧下公司佣金率降幅可能超出我们预期，从而导致公司经纪业务收入出现下滑风险；
- **公司定向增发进程不达预期，可能制约创新业务的快速发展：**公司拟以不低于 7.39 元/股，非公开发行不超过 7 亿股（占发行后总股本的 25.9%），募资总额不超过 51.73 亿元；公司控股股东苏州国发集团拟认购金额不少于 7 亿元且不超过 8 亿元。如公司定向增发推进速度不达预期，则公司可用于创新业务的资金少于预期，创新业务发展速度可能低于预期；
- **新三板业务业绩贡献不达预期的风险：**2013 年新三板扩容至全国，2014 年挂牌企业数量快速增长。东吴证券新三板业务实力较强，在公司收入结构中占据一定比重。如新三板市场发展相关的转板、做市商等制度推进速

度不达预期，或新三板业务盈利状况低于预期，则可能对公司经营业绩产生一定的不利影响。

竞争分析

行业吸引力评估

证券行业监管环境显著好转

过度监管束缚了中国证券业的发展，使得中国证券业不但远远落后于很多国际投行，也严重滞后于国内银行、保险、信托等其他金融机构。但 2011 年底以来中国证券业所处监管环境明显转好。

《创新指引》鼓励创新、容忍创新中的错误，打开自主创新空间。证监会于 2011 年 11 月下发《证券公司业务(产品)创新工作指引(试行)》，明确了证券公司可以开展监管机构未予以明确的创新业务（产品），并鼓励证券公司进行业务（产品）创新。我们认为《创新指引》的重大意义在于它改变了证券公司开展创新业务的本质。在以前的监管思路下，监管模式可以概括为“凡是监管部门没有明确提出可以做的业务，证券公司都不可以做”，这与国外“只要监管部门没有明确禁止的业务，证券公司都可以做”形成鲜明的反差。《创新指引》支持了证券公司的创新活动，产品和业务创新方面先试点、后推开、成熟一个推出一个，打开了国内证券公司的自主创新空间。

创新发展研讨会打破了阻碍行业发展障碍，放松管制、鼓励创新。2012 年 5 月证券业协会、上交所、深交所等共同举办“证券公司创新发展研讨会”，围绕证券公司改革开放、创新发展提出 11 项措施举措。截止目前，创新研讨会的 11 项创新举措的配套政策基本上全面出台，我们认为束缚证券公司手脚的条条框框基本被打破。此外，《证券法》修改和完善提上议事日程，我们预期证券法修改将释放更多创新红利。

“威海会议”恢复证券公司基础功能。2012 年 9 月证券业协会在山东威海召开证券公司五大基础功能发展专题研讨会，会议指出证券公司必须再造其交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能。我们认为只有恢复五大基础功能、建好行业发展基础设施，证券公司创新才能走得更远。

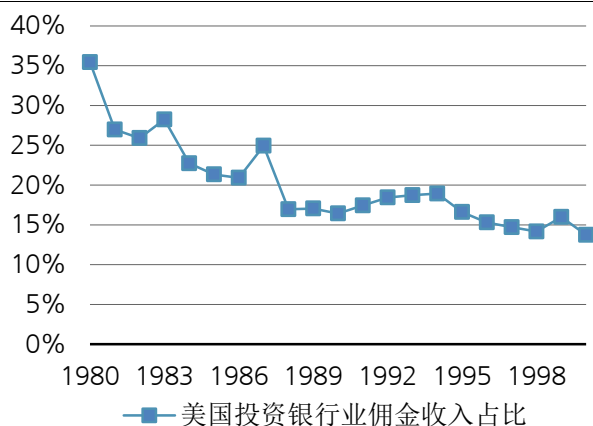
传统业务：竞争加剧下经纪承压、投行有望受益于 IPO 重启

经纪佣金率降幅可能超预期，预计经纪业务收入占比将持续降低。2013 年证券行业经纪佣金收入 759 亿元，收入占比 47.68%。2013 年 8 月网上开户正式推行以来，尤其 2014 年 2 月国金证券“佣金宝”正式上线给予投资者“万分之二”的佣金率之后，证券行业佣金率在 2012-13 年企稳甚至略有回升之后，再次开始下滑。我们重申预期 2014 年行业平均佣金率降幅或达 20%，且存在降幅超预期的可能（详见 3 月 10 日报告《中国证券行业月度数据点评：2 月业绩环比回升，但未来佣金率下滑或超预期》）。

从美国投资银行收入结构看，经纪业务收入占比基本稳定在 15-20%，我国证券行业经纪业务收入占比目前仍在 40%以上，明显高于发达国家。目前监管层已明确表态“证券经纪业务服务价格由市场供求关系决定”，我们预计随着 2013 年分支机构新设增加、非现场开户的放开、互联网思维优化开户流程、新技术使用（全能行 APP）以及未来最低佣金率指导线可能被打破，经

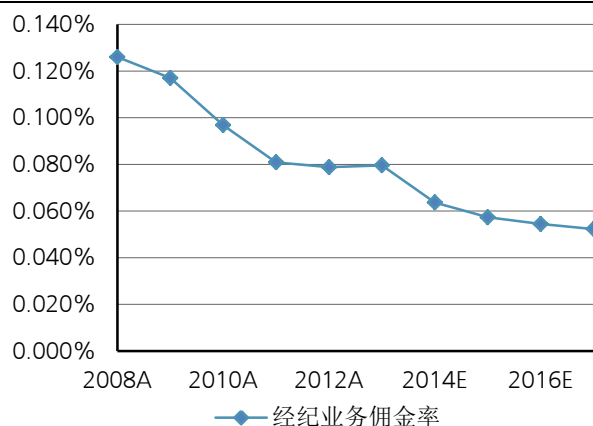
纪业务竞争或将进一步加剧。2013 年行业佣金率 0.0796%，中长期看我们预期行业佣金率仍将处于下滑趋势之中。此外，考虑我国证券行业经纪业务佣金收入主要由个人投资者贡献（2013 年个人投资者交易额占比 81%）以及证券公司仍面临较为严格的监管限制，我们判断中国证券行业经纪业务收入占比可能长期高于美国等成熟市场。我们预计中长期中国证券行业经纪业务收入占比有望降至 25-30% 的水平。

图表 5: 美国投资银行业佣金收入占比长期维持在 15-20% 的水平



来源: 上交所统计年鉴, 瑞银证券

图表 6: 预期经纪业务佣金率下滑幅度超预期, 2014 年佣金率降幅或达 20% 以上



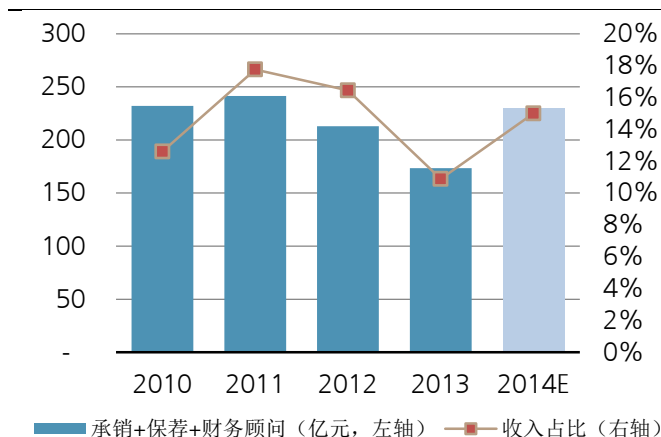
来源: 中国证券业协会、WIND, 瑞银证券估算

投行业务 2014 年有望受益于 IPO 重启, 业务趋于多元, 收入占比有望回升。

投资银行业务主要包括股票、公司债和企业债等的保荐和承销, 以及企业改制、并购重组和其他财务顾问业务等。其中 IPO 项目的承销是证券行业投行收入主要来源。2013 年受 IPO 发行暂停影响, 证券行业投行收入 (承销+保荐+财务顾问) 大幅减少, 收入占比由 2010-12 的 15% 以上下滑至 2013 年的 10.9%。2013 年 11 月 IPO 已重启, 根据证监会披露的拟上市公司数量和上市板块, 我们估算 2014 年 IPO 承销收入或达 280 亿元左右, IPO 重启有望驱动投行收入大幅回升。

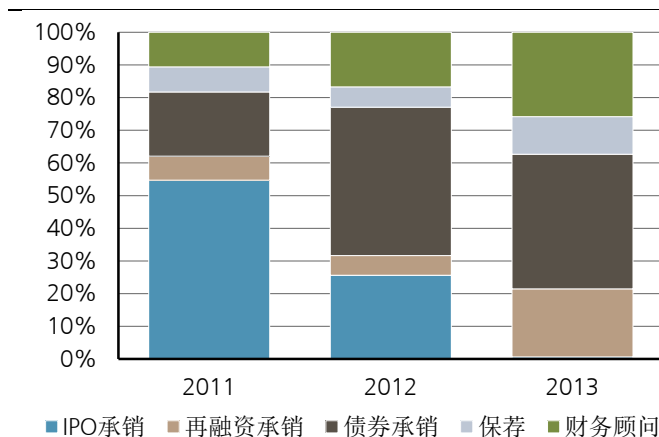
2012 年以来随着 IPO 发行的减缓和暂停, 投行业务也在不断谋求转型。其中债券和再融资承销、并购及场外市场等成为重点发展方向。根据我们估算, 2011 年证券行业投行收入中 IPO、再融资、债券承销收入分别约占 55%、7%、20%, 财务顾问和保荐收入分别占 11%、8%。2013 年 IPO 暂停, 投行收入中再融资、债券承销分别占比约 21%、41%, 财务顾问和保荐收入占 26%、12%。其中, 再融资、债券承销和财务顾问收入 2013 年较 2011 年分别增长 103%、51%、76%, 部分抵消了 IPO 暂停的不利影响。此外, 新三板 2013 年 12 月正式扩容至全国, 中国中小企业融资需求旺盛, 新三板挂牌要求较低, 我们预期以新三板为代表的场外市场业务或可成为投行的另一增长点。

图表 7: 受益于 IPO 重启, 2014 年投行业务的收入金额和收入占比有望快速回升



来源: 中国证券业协会、瑞银证券

图表 8: 投行业务积极转型, 大力发展债券承销、场外市场、并购等业务, 收入来源趋于多元



来源: 中国证券业协会、WIND, 瑞银证券估算

短期看好资本中介业务高增长, 但资金瓶颈或制约业务发展和业绩贡献

融资融券已全面铺开, 业务规模增速显著。融资融券业务自 2010 年 3 月试点以来持续快速增长, 标的券、试点券商、客户范围不断扩容。截至 2013 年末两融余额已达 3,465 亿元。2013 年融资融券利息收入 184.62 亿元, 收入占比 12%, 如再考虑佣金收入, 则两融业务收入占比预计已达 15% 以上。截至 2014 年 2 月末, 开展融资融券业务的证券公司已达 84 家, 占中国全牌照券商家数的 86%, 占中国经纪业务市场份额的 97.78%, 目前融资融券业务已全面铺开。

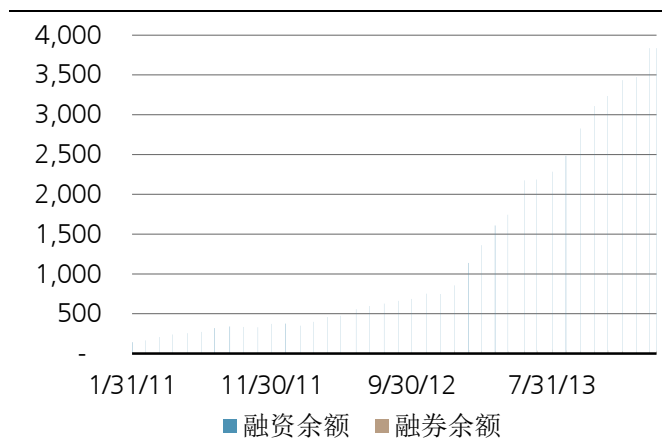
股票质押快速增长之中。2013 年 6 月 24 日证券公司股票质押业务正式展业。2013 年证券公司已占据股票质押市场份额的 25%, 其中 12 月份证券公司单月市场份额达到 46%。我们认为, 证券公司迅速占领股票质押市场得益于证券公司股票质押业务的场内交易、T+0 到账、费率较低等优点。受益于业务的制度优势, 我们预期证券公司股票质押业务仍将继续高增长。截至 2014 年 2 月末, 证券公司接受质押股票市值 2,659 亿元, 较 2013 年末增长 56%。我们认为, 股票质押业务有望成为融资融券之后, 证券行业又一贡献显著业绩的创新业务。

预期资本中介业务将保持高增长, 但资金瓶颈和利息成本值得关注。考虑到目前市场的融资需求和多样化交易需求非常旺盛, 我们认为未来 1-3 年融资融券、股票质押等资本中介业务仍将高速增长。如目前融资融券标的券仅 711 只 (不含 ETF), 仅占沪深个股数量的 28%, 我们预计未来标的券仍有进一步扩容的空间, 从而有望推动融资融券业务持续高增长。再如股票质押业务, 证券行业正式展业仅半年多时间, 待开发空间仍然较大。证券公司净资本对资本中介业务的限制也较低, 根据《证券公司风险资本准备计算标准的规定》融资融券、股票质押业务计提比例仅业务规模的 5% 和 3%。

然而, 在资本中介业务高速增长的同时, 证券公司的资金供给成为最大的瓶颈。虽然 2012 年开始, 整个行业通过短期融资券、公司债等方式加杠杆, 或通过资产管理发产品等方式多渠道融资, 但未来随着资本中介业务规模的持续扩大, 资金瓶颈的制约作用或将更加突出。此外, 目前中国正处于利率市场化推进之中, 我们预计未来 1-3 年资金利率将保持高位, 而随着证券公司

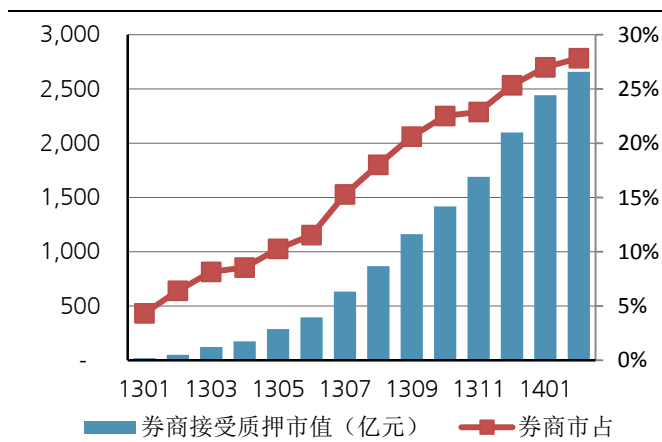
融资规模的扩大，高企的资金成本或将成为抵消资本中介业务业绩贡献的重要因素。

图表 9: 融资融券业务快速增长 (亿元)



来源: WIND, 瑞银证券

图表 10: 证券行业接受质押股票市值快速增长 (亿元)



来源: WIND, 瑞银证券

中长期看好资产管理业务发展空间

2012 年 10 月《证券公司客户资产管理业务管理办法》实施以来，证券公司资管业务审批制改备案制、投资范围扩大，束缚基本解除。自 2012 年 4 季度开始证券行业管理资产规模突飞猛进，2013 年末已达 5.2 万亿元，同比增长 175%，较 2012 年中期（资管业务大幅增长前）增长 811%；2013 年资管收入 70.3 亿元，同比增长 163%。短期来看，2012 年以来中国证券行业管理资产规模增长非常快速，但主要来自通道业务，我们认为增速难以持续。中长期看，我们认为中国社会财富已相对丰富且仍在快速积累之中，居民理财需求十分旺盛，资产管理业务的成长空间十分广阔。

证券行业盈利模式转变，竞争格局快速变化中

证券行业盈利模式正在转变，新盈利模式下杠杆率是关键。目前，证券行业盈利模式正在由原来的“通道业务”模式逐步演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。行业杠杆率快速提升，收入来源更加多元。传统业务虽喜忧参半，但以信用类业务为代表的资本中介业务有望成为收入快速增长的亮点。展望未来 3-5 年，我们认为资本中介业务、另类投资业务等的高速增长以及杠杆率快速提升将共同驱动行业 ROE 提升，预期 5 年后行业平均 ROE 有望由 2013 年的 5.8% 提升至 10% 左右。

图表 11: 中国证券公司新商业模式

业务构成	投资银行	资产管理	销售、交易及经纪		其他
			经纪	销售&交易、研究	
传统中介业务	股票资本市场 (ECM) 债务资本市场 (DCM) 并购顾问 财务咨询	小集合 定向理财 专项理财 公募基金	零售 高净值个人 财富管理	机构销售 机构交易	
资本中介业务				股权及衍生品资本中介 固定收益类资本中介 大宗经纪	融资融券 约定/股权质押回购 股权收益互换
本金投资业务				传统方向型自营 量化、套利套保策略 内部对冲基金	直投 (直投、并购基金) 战略投资 另类投资
全球化	跨境业务 国际化平台				

来源: 瑞银证券

图表 12: 新盈利模式扩大了收入来源



来源: 瑞银证券

证券行业竞争格局快速变化之中。我们认为随着经纪业务佣金率的快速下滑，未来证券行业创新将由目前的以监管推动为主转变为以自主创新为主。行业内证券公司逐步分化，竞争格局快速变化。短期来看，中国证券行业以净资本为核心的监管体系不会改变，故而资本实力仍是决定一家公司市场地位的关键。除此之外，影响行业竞争格局的重要因素还包括：传统业务占比和未来增长前景、创新业务布局和未来增长前景、向新盈利模式转变的快慢以及管理团队专业性等。

- **大型证券公司有望显著受益于创新，向全能型发展。** 行业放松管制、创新发展迄今近两年的时间，大型证券公司凭借先发优势、规模优势、资源优势无疑更为收益。大型证券公司的创新业务更加全面、多样；同时受益于创新业务与传统业务的协同效应，大型证券公司传统业务的市场占有率逐步提升，呈现强者恒强的局面。目前大型证券公司，如中信、海通多效法高盛、美林等国际投资银行业务模式，向全能型发展。
- **中小型证券公司向特色化转变。** 中小型证券公司多为区域型证券公司，受制于地域、规模、资金等方面限制，创新业务发展显著落后于大型证券公

司。加之传统业务市场集中度提升，互联网企业、其他金融机构对证券行业虎视眈眈，如何抵御传统业务下滑成为中小证券公司面临的重大问题。目前部分中小型证券公司已开始向特色化发展，一方面积极应对传统业务下滑，另一方面根据自身禀赋制订差异化、特色化的发展策略。如东吴、西南采取“根据地”策略、精耕本地业务；再如国金证券借助互联网，走低成本个人金融服务商的道路。

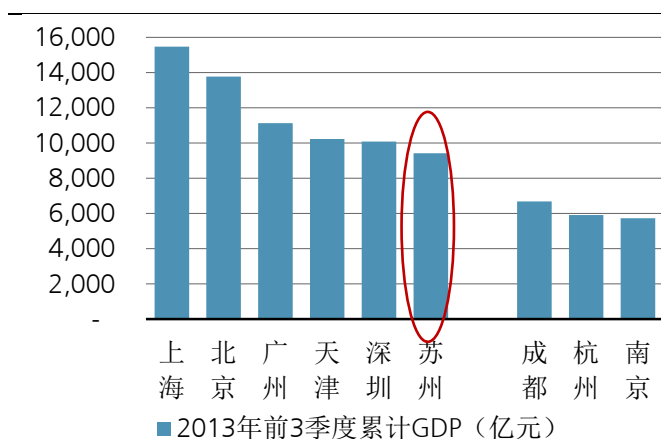
竞争优势

背靠苏州，资源优势显著

东吴证券注册地苏州，前身苏州证券。苏州地区发达的区域经济、丰富的中小企业资源成为东吴证券发展壮大最重要的依托。东吴在苏州证券市场占据较大的市场份额，具备一定垄断优势。从最近3年来看，公司经纪、IPO承销、私募债、新三板等业务分别约占苏州份额的40%、20%、50%、40%左右。

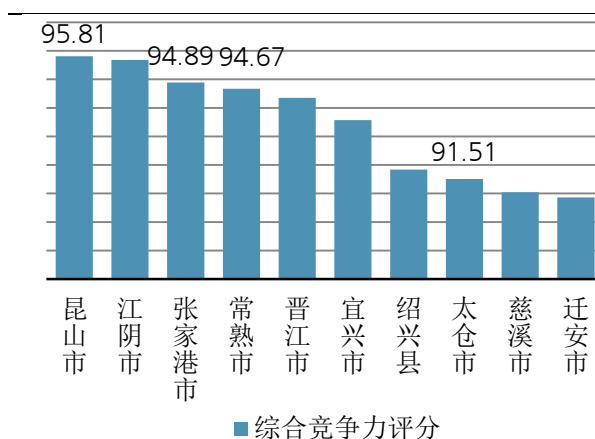
苏州地区经济发达，为东吴开展业务提供了良好的基础和环境。苏州2013年前3季度GDP达0.94万亿元，仅次于上海、北京、广州、天津、深圳，连续3年在全国城市中排名第6位。苏州市管辖的县级市——昆山、张江港、常熟、太仓，在2013年“全国综合实力百强县（市）”中分别名列第1位、第3位、第4位和第8位。

图表 13: 苏州 GDP 位居全国第 6 位 (2013.1-3Q)



来源: 国家统计局

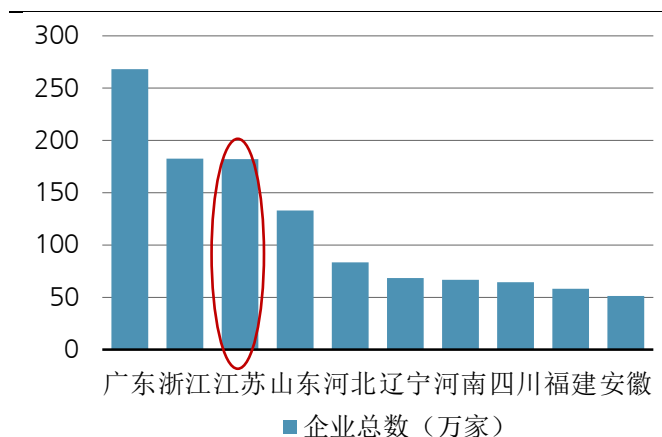
图表 14: 2013 年中国最具竞争力百强县前十名



来源: 中国城市竞争力研究会

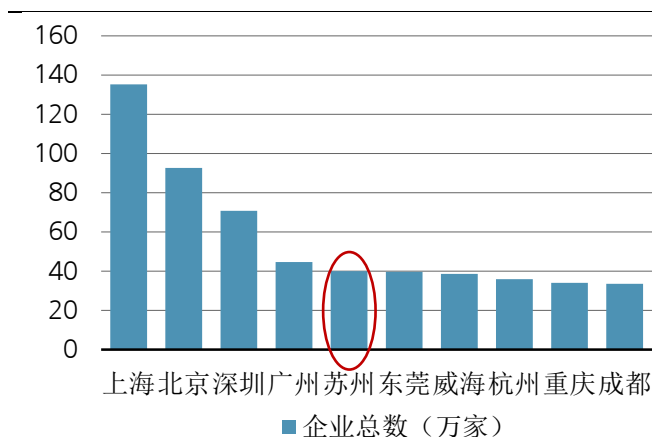
苏州及周边地区中小企业资源丰富、投资融资需求旺盛。苏州市拥有 11 个国家级开发区，其中苏州高新区、苏州工业园区、昆山高新区为国家级高新技术开发区。苏州地区企业资源丰富，根据《中国企业数据报告（2013 年 4 季度）》，截至 2013 年第 4 季度，苏州市企业数量达到 39.98 万家，在全国城市企业总数排名中仅次于上海、北京、深圳、广州，位居第五位。江苏省企业数量更高达 182.07 万家，仅次于广东和浙江。企业数量众多的同时，苏州地区企业质量也较高，截至 2013 年末，苏州共有上市公司 81 家，其中境内上市公司 65 家，在全国城市排名中位居第 5 位。苏州丰富的中小企业资源，为东吴证券大投行业务提供了充足的潜在客户资源。

图表 15: 截至 2013 年末江苏企业数量仅次于广东、浙江



来源:《中国企业数据报告(2013年4季度)》

图表 16: 截至 2013 年末苏州市企业数量居全国第 5 位



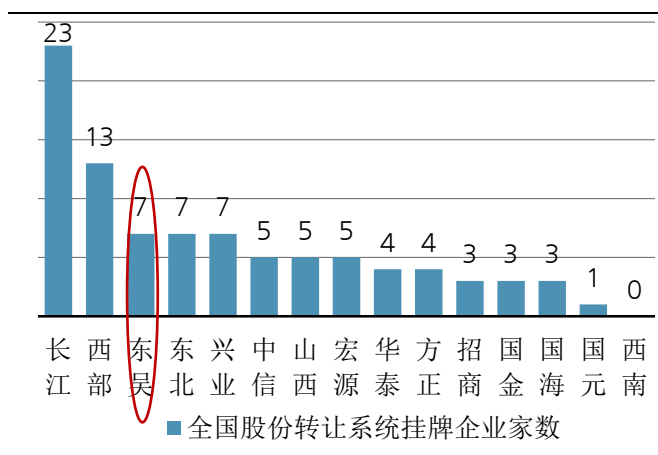
来源:《中国企业数据报告(2013年4季度)》

金融创新大背景下，大股东国发集团或将给予东吴更多资源支持。东吴第一大股东为苏州国际发展集团，持有公司股权 36.11%。目前苏州国发集团旗下资产包括东吴证券、苏州信托、苏州银行、东吴人寿、国发创投、国发担保等，为六位一体的地方国资金融平台。2012 年 9 月，江苏省出台《江苏省促进金融业创新发展若干意见》，要求全省各地“促进创新发展、建设金融强省”。此后，苏州金融办发布《关于对当前形势下我市金融业创新服务的建议》，要求国发集团大力推进资产管理、加快培育新三板后备企业，并建议国发集团组织重点企业与证券公司对接。东吴证券为国发集团旗下唯一的证券公司，在创新型资产管理、场外市场等方面有望获得更大力度的支持。

新三板、私募债等大投行业务表现优于同类公司

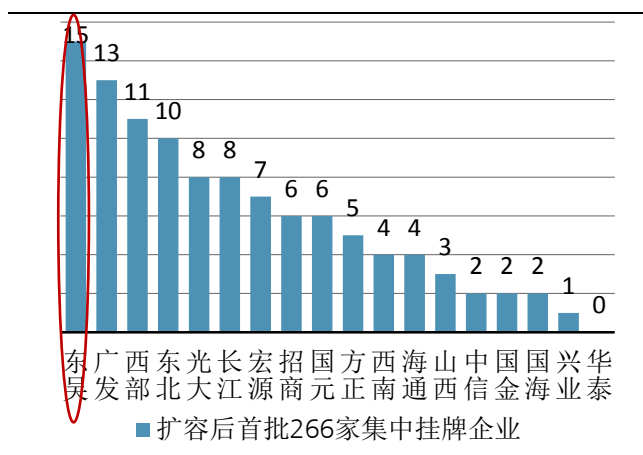
受益于区域内丰富的中小项目资源，东吴新三板业务在上市券商中居前。苏州中小企业资源丰富，且苏州有苏州高新区、苏州工业园区、昆山高新区三个国家级高新技术开发区；由于公司管理层较为重视新三板，东吴新三板业务布局较早，具备地缘优势和先发优势。2009-13 年，公司成功挂牌新三板项目 7 家，行业内排名第 16 位，在同类公司中居于前列。2014 年 1 月 24 日，新三板扩容至全国后首批企业 266 家集中挂牌，其中东吴证券主办 15 家，仅次于申万、国信，位居行业第 3 位，使得东吴证券新三板挂牌加数在行业中位居前列。

图表 17: 东吴新三板业务居同类公司前列 (截至 2013)



来源: 全国中小企业股份转让系统

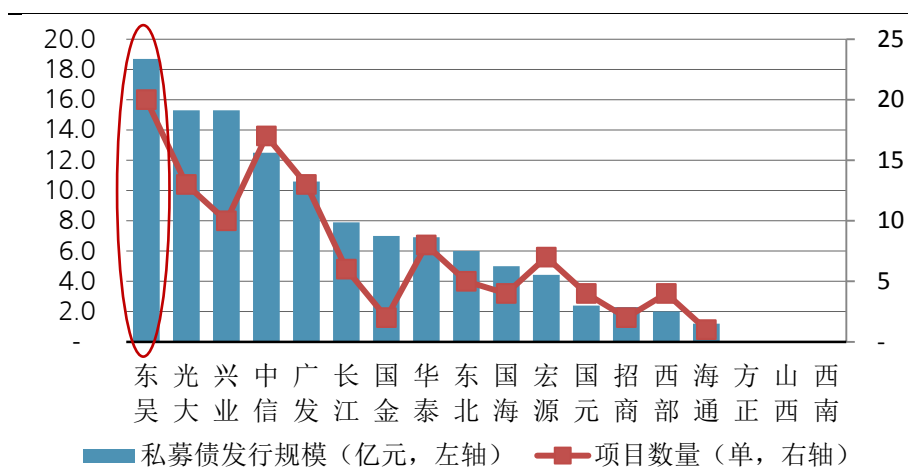
图表 18: 新三板扩容后首批企业: 东吴居上市券商首位



来源: 全国中小企业股份转让系统

区域内融资旺盛，东吴私募债业务在同类公司中居于前列。苏州地区经济发达、中小企业较多，融资需求旺盛。东吴在私募债业务方面具有一定的天然优势。2012年6月私募债业务正式开始，东吴证券承销发行国内首只中小企业私募债——12苏镀膜。2012-13年公司共完成私募债项目20单，募资18.7亿元，项目数量和发行规模分别位居行业第2位、第3位，在上市券商中居于首位。2012-13年东吴证券私募债业务项目数量、发行规模分别占苏州地区发行的62%、48%。

图表 19: 东吴私募债项目数量、发行规模均居上市券商首位 (2012-13年)

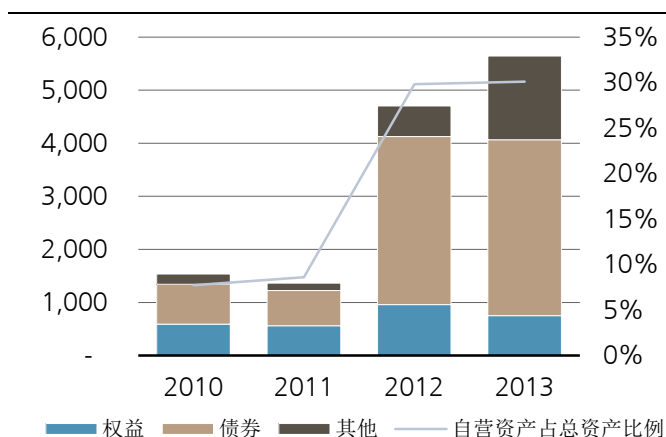


来源: WIND

投资风格稳健，收益率居同类券商前列

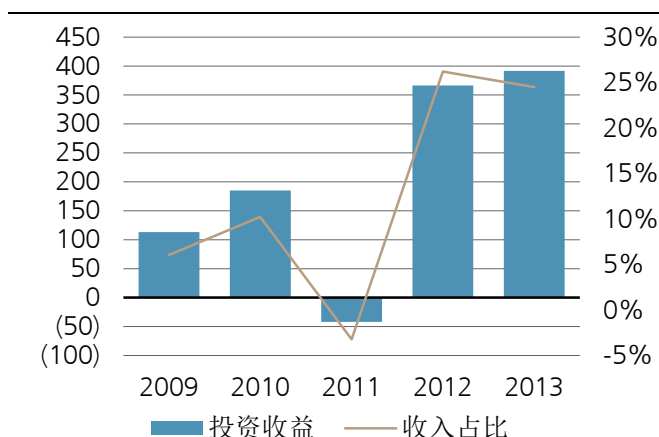
东吴证券较为重视自营业务，2013年自营收入占比24.5%。东吴证券较为重视自营，2011年12月公司上市募集资金中的15亿元（约占总募资额的47%）投入自营；2013年11月公司发行公司债30亿元后，交易性金融资产有约10亿元的增长。截止2013年末，公司交易性金融资产、可供出售金融资产分别为34亿元、22亿元，占公司总资产的30%。投资收益在东吴收入结构中占比较大，2013年公司投资业务收益共3.92亿元，收入占比24.5%。

图表 20: 东吴目前自营持仓以债券为主 (百万元)



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 21: 投资业务对东吴业绩变动影响较大 (亿元)



来源: 公司公告, 瑞银证券

公司投资风格较为稳健, 权益占比相对偏低。公司投资风格较为稳健, 资产配置主要集中在固定收益类投资。2013 年末东吴自营权益、债券、其他资产占比分别为 13%、59%和 28%。从 2013 年中期数据看, 东吴权益类资产占比 11%, 低于上市券商平均 15%的水平。考虑到权益投资波动性较大, 公司权益占比偏低显示公司投资风格较为稳健。

公司 2013 年中期公司债券类资产占比 71%, 但 2013 年底债券类资产占比快速下降至 59%。这显示公司在 2013 年下半年债券市场大幅下跌 (流动性偏紧下收益率快速攀升) 背景下及时调低债券配置比例, 投资风格较为稳健。

东吴近三年投资收益率居同类公司前列。我们使用总投资收益率和综合投资收益率来衡量证券公司的投资业绩表现。

总投资收益率衡量反映在利润表上的投资收益率, 总投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产+期末交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产) /2)

综合投资收益率衡量的是净值增长率, 包括反映在利润表和未实现的投资收益, 综合投资收益率= (投资收益-联营合营公司收益+公允价值变动-减值准备+当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动净额) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产+期末交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产) /2)。其他综合收益 /75%反映的是计提递延所得税前的可供出售金融资产的波动。

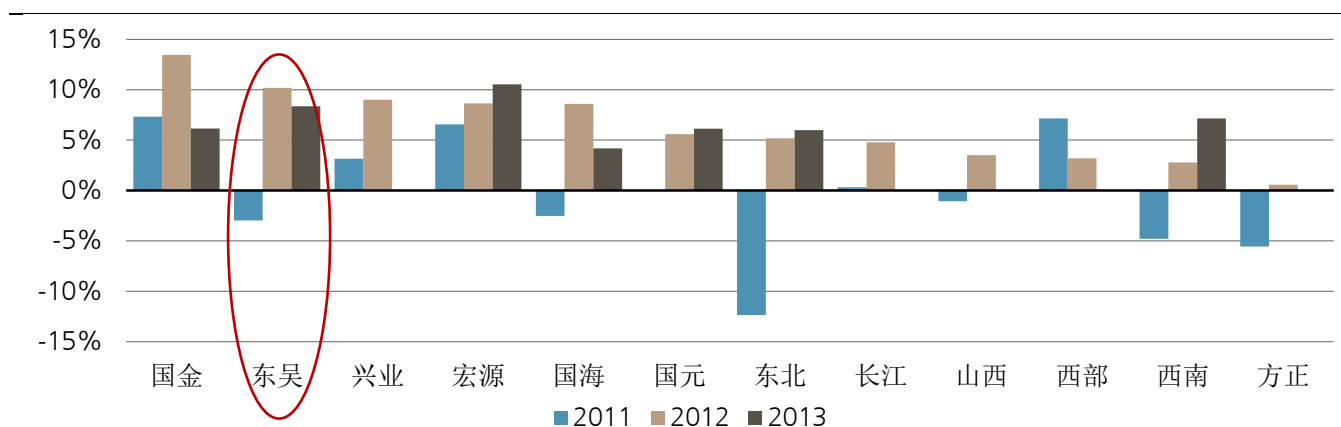
东吴投资能力较强, 东吴 2010-13 年投资收益率分别为 12.5%、-2.9%、10.2%、8.4%, 综合投资收益率分别为 4.7%、-4.9%、12.5%、7.5%, 均处于同类公司前列。2013 年 4 季度在股市、债市均出现下跌的情况下, 东吴投资业务实现 0.46 亿元正收益, 展现出公司较强的投资能力。

图表 22: 东吴历年投资收益率与同类公司平均、沪深 300 指数、中证全债指数比较

	2010	2011	2012	2013.1-3Q
投资收益率				
东吴	12.5%	-2.9%	10.2%	7.7%
同类公司平均	11.1%	0.0%	6.3%	5.7%
综合投资收益率				
东吴	4.7%	-4.9%	12.5%	7.7%
同类公司平均	9.1%	-5.6%	8.0%	6.9%
沪深 300	-12.51%	-25.01%	7.55%	-4.51%
中证全债指数	3.10%	5.88%	3.52%	1.27%

来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: 上市券商 2013 年报尚未全部披露, 故使用前 3 季度数据计算平均值

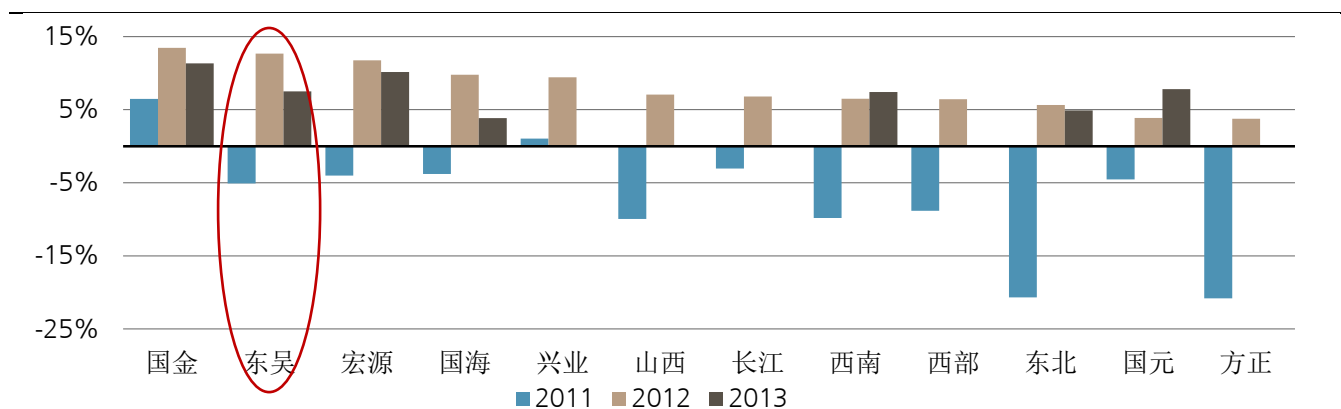
图表 23: 东吴证券最近三年投资收益率与同类公司比较



来源: 公司公告, 瑞银证券

注: 投资收益率 = (投资收益 - 联合营公司收益 + 公允价值变动 - 减值准备) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产 + 期末交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产) / 2)

图表 24: 东吴证券最近三年综合投资收益率与同类公司比较



来源: 公司公告, 瑞银证券,

注: 综合投资收益率 = (投资收益 - 联合营公司收益 + 公允价值变动 - 减值准备 + 当期计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动净额) / ((期初交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产 + 期末交易性金融资产、可供出售金融资产和持有至到期金融资产) / 2)

管理层策略

根据地战略：做熟、做透、做深、做细苏州市场，充分发挥地缘优势。东吴证券长期坚持“根据地战略”，做熟、做透、做深、做细苏州市场，营业网点覆盖苏州所有的县市。苏州发达的区域经济及丰富的企业资源成为公司特色化发展的重要依托。根据 2013 年报，江苏省和公司总部及子公司贡献了公司整体 101.19% 的营业利润。受数据来源限制，我们难以确定苏州地区利润贡献占比，但公司 42% 的营业网点集中于苏州，最近 3 年承销股票、债券项目中分别有 63%/52% 来自苏州，由此我们推断苏州地区贡献营业利润应在 50% 以上。此外，截至 2013 年末公司已获批新设的营业网点 43 家，其中 36 家拟设在苏州。这些营业网点设立完成后，公司在苏州地区网店数量将占公司营业网点总数的 60%，据此我们判断公司根据地战略将得到进一步深化。

制度创新：以分公司为支点，掘金区域投融资综合服务。2007 年东吴开始在苏州各个县级市设立地区管理总部，对接地方政府。与此同时，公司把投行分成多个事业部，每个事业部对接一个县市，将投行延伸到县市。2009 年监管层开放设立分公司之后，东吴将地区总部升级为分公司，并与当地政府、企业开展充分合作。“做实做强分公司”成为公司“根据地”战略的进一步升华。2012 年公司再次进行分公司模式改革，在分公司设立投资银行、场外市场等业务部门，调整考核机制，将分公司职能提升为为地方政府、企业提供综合投融资服务。截至 2013 年末，东吴已设立分公司 11 家，另有 5 家获批正在筹集中。此外，东吴还与苏州市各级政府、徐州市政府、苏州银行、苏高新等签署战略合作协议，对接投行、债券、新三板等业务，积极推进与政府、金融机构、企业客户的投融资业务合作。

经纪业务面临挑战，看好大投行发展潜力

目前随着国金佣金的推出，证券行业经纪佣金率面临下滑风险。大型券商由于创新业务起步较早，收入更加多元，受影响较小；而区域型中小券商创新业务起步晚，加之所在区域内佣金率普遍较高，收入更多依赖经纪业务。目前区域型中小券商面临的最大风险就是如何抵御传统业务的下滑。东吴证券经纪收入占比较高且佣金率仍处于行业平均水平以上，对此公司管理层大力深挖苏州地域优势、扩张营业网点、进行分公司模式改革，同时着力发展新三板、私募债等大投行业务。

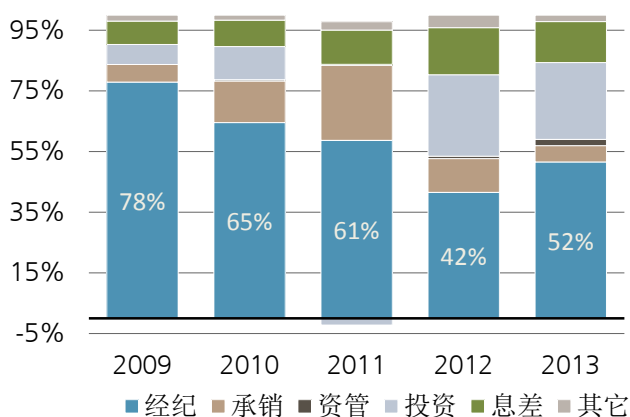
经纪业务面临挑战，但预期对经纪依赖度将显著下降

创新业务起步较晚，经纪业务收入占比较高。东吴证券为典型的中小型区域券商。在中国证券行业分类监管模式下，受制于资本实力、业务指标、分类评级¹等因素，创新业务牌照取得时间较晚（东吴融资融券业务为第三批试点，开展时间落后于中信、海通 26 个月），转型相对落后于中信、海通等大型券商。东吴创新业务起步较晚、业绩贡献不大，对经纪业务仍有一定依赖。

¹ 注：2008-2013 年，东吴分类评级分别为 A、BBB、BBB、A、BBB、A

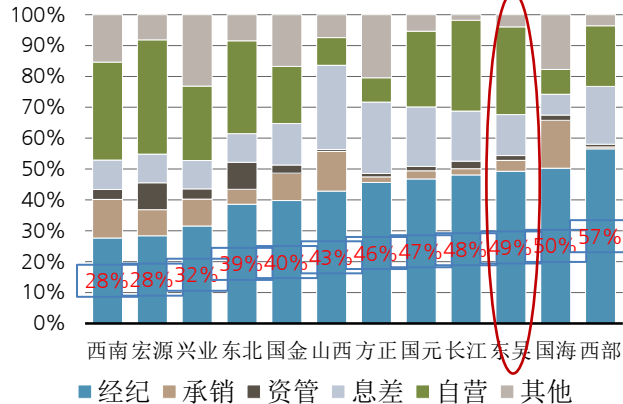
2013 年公司经纪收入占比 52%；2013 年前三季度公司经纪收入占比 49%，在同类公司中占比较高。

图表 25: 目前东吴证券收入结构仍以经纪、自营为主



来源: 公司公告, 瑞银证券

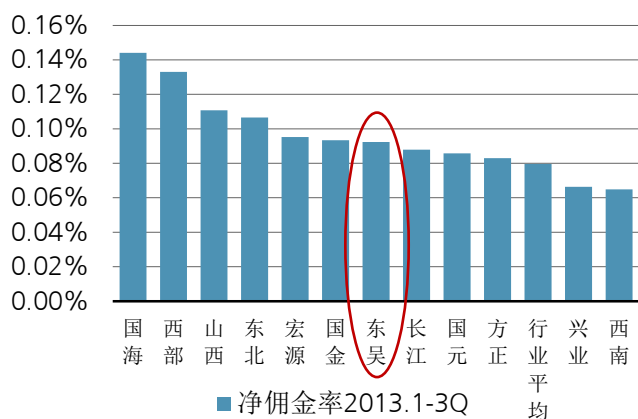
图表 26: 东吴经纪收入占比在同类公司中处于中高水平



来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: 2013 年 1-3 季度数据比较

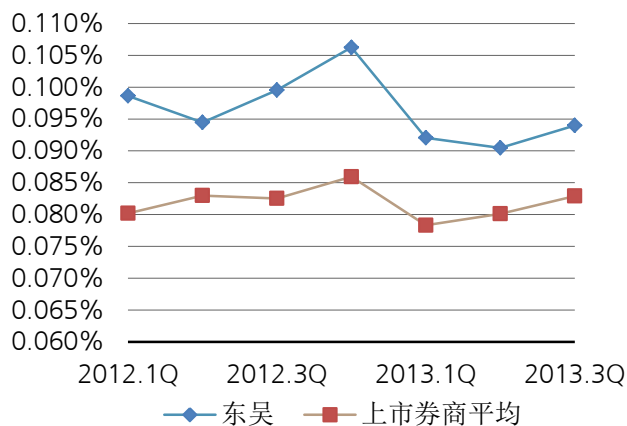
受益于苏州地区垄断优势，佣金率高于行业平均水平。东吴证券是苏州国资旗下的区域型券商，约可占据苏州市场 40% 的经纪份额，具备一定的垄断优势，佣金率一直处于较高水平。2013 年东吴佣金率 0.096%，高于行业平均 0.0796%，在中小上市证券公司中居于中等水平。目前，新设营业网点大幅增加，非现场开户放开、互联网思维和技术开始应用于网上开户和手机开户，同时考虑监管层对价格战的默许态度，以及未来最低佣金率指导线可能被打破，我们预计证券行业经纪业务竞争可能加剧，行业佣金率面临下滑风险。东吴证券目前佣金率仍高于行业平均水平，且营业网点主要集中于苏州地区未来或将面临更为激烈的竞争，佣金率面临下滑风险。

图表 27: 东吴佣金率在可比公司中居于中等



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 28: 东吴佣金率高于行业，2013 年下滑幅度较大

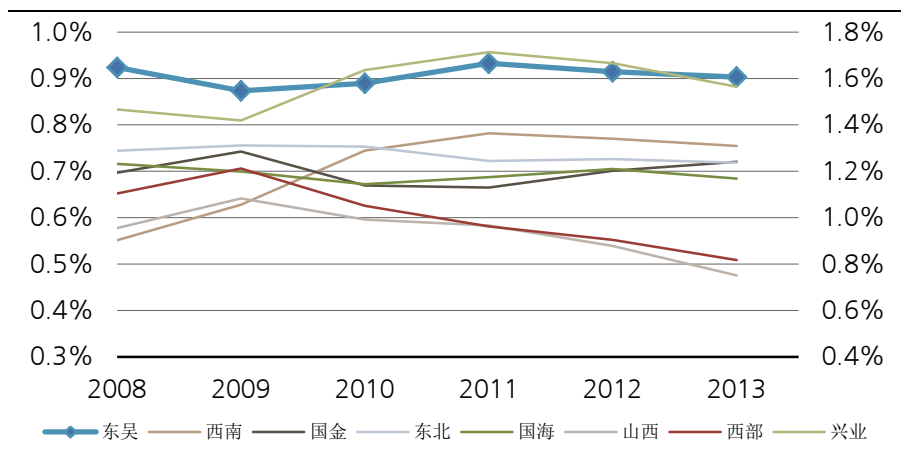


来源: 公司公告, 瑞银证券

深耕区域市场，经纪份额相对平稳。2008 年以来证券行业内竞争加剧，区域型证券公司多受到较大冲击，但由于东吴采取了精耕苏州的战略（公司经纪业务佣金收入 90% 左右来自江苏省），经纪份额始终保持在 0.9% 左右，相对平稳。目前公司已获批新设的 43 家营业网点，其中 36 家拟设在苏州，我们认为公司将继续坚持深耕苏州的战略。苏州地区经济发达、金融需求旺盛，加之未来公司营业网点大增（增幅 81%），我们判断东吴经纪份额有望继续

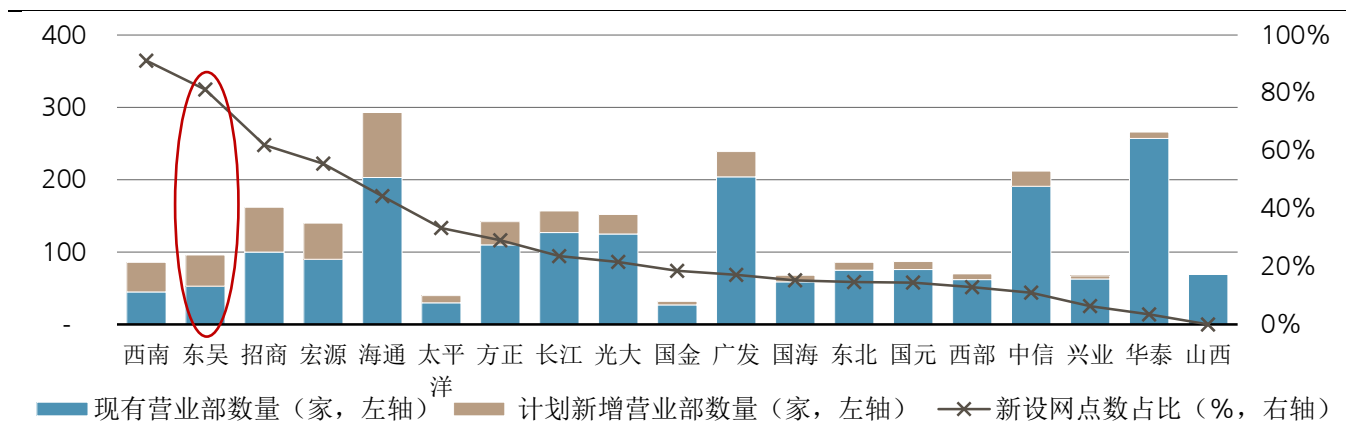
保持平稳甚至略有增长，或可部分抵消互联网金融的冲击以及佣金率下滑的影响。

图表 29: 2008-13 年东吴证券经纪业务市场占有率相对稳定



来源: WIND, 瑞银证券

图表 30: 东吴拟大幅新增营业网点，增幅在上市券商中仅次于西南



来源: 公司公告, 瑞银证券

佣金率面临较大下滑风险，我们对佣金率作较为保守的预测。经纪业务竞争显著加剧背景下，我们认为东吴证券佣金率可能出现较大的下滑。在此，我们较为保守的假设公司传统经纪业务佣金率 2014、15 年分别下滑 25%、8%，由目前的 0.092% 下滑至 0.069% 和 0.063%；两融业务佣金率 2014、15 年分别下滑 20%、10%，由目前的 0.20% 左右下滑至 0.16% 和 0.14%。在市场份额方面，公司过去 5 年经纪份额保持相对平稳，虽然公司营业网点将大幅扩张使得公司经纪份额存在提升的可能，但我们仍保守的假设公司传统经纪业务份额保持不变。我们相信，我们对佣金率和市场份额的保守假设能够较为充分的反应公司经纪收入下滑的程度。

我们预期 2014 年公司对经纪业务依赖度将显著降低。在上述保守假设下，我们测算 2014-16 年东吴经纪业务佣金收入分别为 7.82/8.19/8.35 亿元（详见图表 31）。我们估算 2014 年公司经纪佣金收入相比 2013 年的 8.44 亿元下滑了 0.42 亿元、降幅仅 5%，经纪业务佣金下滑对公司收入影响较有限。尽管公司 2013 年经纪收入占比 52%、相对较高，但我们预期随着佣金率下

滑、投行收入迅速恢复以及创新收入快速增长，公司 2014、15 年经纪收入占比或可降至 30%左右，显示公司 2014 年对经纪业务的依赖度显著降低。

图表 31: 东吴证券经纪业务测算表 (亿元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
传统经纪业务								
日均股基交易额	1,754	1,344	1,348	2,155	2,305	2,464	2,635	2,639
市场占有率	0.92%	0.89%	0.88%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
净佣金率	0.101%	0.081%	0.092%	0.069%	0.063%	0.058%	0.055%	0.054%
Y/Y(+/-) %	-16%	-20%	14%	-25%	-8%	-8%	-5%	-2%
佣金收入 (百万元)	797	469	691	634	624	615	625	655
两融交易								
融资融券余额		4	24	51	75	88	100	110
换手率		10	10	10	10	11	11	11
融资融券交易额		33	210	328	656	864	1,013	1,150
两融交易市占		0.01%	0.02%	0.03%	0.06%	0.07%	0.08%	0.08%
净佣金率		0.20%	0.20%	0.16%	0.14%	0.13%	0.13%	0.12%
佣金收入 (百万元)	-	7	42	53	94	115	128	138
期货经纪		105	91	96	100	105	108	112
经纪业务整体								
市场占有率	0.92%	0.90%	0.90%	0.92%	0.94%	0.96%	0.97%	0.97%
Y/Y(+/-) %	4%	-3%	0%	2%	3%	1%	1%	1%
佣金收入 (百万元)	797	581	824	782	819	835	861	904
收入占比	61%	42%	52%	35%	28%	25%	24%	23%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

投行业务：看好新三板等大投行业务增长潜力

依托区域优势率先布局，新三板业务业绩贡献有望快速提升

东吴证券新三板业务布局较早且具备的天然优势。东吴新三板业务在同类公司中居于前列，2009-13 年公司累计主办项目数量行业排名第 16 位，2014 年 1 月新三板扩容至全国后首批挂牌企业，东吴主办 15 家，项目数量行业排名第 3 位。我们认为东吴新三板业务表现优于公司其他业务的原因，大致可概括为以下三点：

- 首先，苏州地区经济发达，苏州市 GDP 连续 3 年仅次于上海、北京等大城市，居全国第 6 位；同时，苏州企业数量近 40 万家，中小企业数量较多，项目资源丰富。
- 其次，苏州市政府十分重视鼓励区域内企业挂牌新三板，2013 年 9 月出台《苏州市新三板挂牌企业三年培育计划》，不但制定了 3 年新三板挂牌企业超过 200 家的工作目标，还对挂牌企业给予一定的财政补助和税收优惠；在首批挂牌企业中，苏州以 25 家居全国城市之首，高于上海 17 家、深圳 16 家、北京 15 家、无锡 13 家、郑州 12 家、成都 11 家、大连 11 家（其它地区均未达到 10 家）。
- 第三，也是最为重要的，东吴证券新三板业务布局较早。东吴 2007 年在苏州各县市设置地区总部，2009 年设立分公司，2012 年进行分公司模式改革。东吴营业网点广泛布局于苏州及其周边县市，以分公司为支点加强与地方政府和中小企业潜在项目的沟通和联系。此外，2013 年，东吴证券与苏州及周边多地方政府签署战略合作协议。

随着新三板扩容至全国，东吴新三板业务业绩贡献有望快速提升。新三板业务以往业绩贡献较小，2012年东吴完成挂牌3家，定增1单，我们估算共实现收入约400万元，收入占比仅0.29%。2013年挂牌2家，业绩贡献更低。但2014年，随着新三板扩容至全国后挂牌企业快速增加，以及未来转板、做市商等制度的推出，我们预计新三板市场有望快速发展，而具备发展新三板业务天然优势的东吴证券，也可实现较为可观的业绩。

考虑东吴新三板储备项目较丰富，过去占苏州地区新三板业务市场的40%左右，以及苏州市政府制定了3年新三板挂牌企业超过200家的工作目标。我们假设2014-16年，东吴挂牌企业数分别为30家/50家/70家。根据新三板过去8年历史数据，新三板挂牌企业定增率10%左右，平均募集资金3000-5000万元，转板率4%左右。我们假设2014-16年新三板定增率保持10%，但募资额和转板率随挂牌企业数量的增加而降低。此外，我们预期新三板做市制度2014年或将实现突破，假设做市商交易占比10%，价差5%。基于上述假设，综合测算挂牌收入、定增收入、交易佣金、转板收入、做市收入等，我们认为东吴证券新三板业务2014-16年有望实现收入0.44/1.10/1.54亿元，收入占比逐年提升，分别达到2.0%/3.8%/4.6%（详见图32）。

图表 32: 东吴证券新三板业务盈利预测

新三板	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
1、挂牌相关收入	3.25	2.35	31.85	54.35	77.85	102.35	111.05
挂牌企业家数	3	2	30	50	70	90	94
累计挂牌企业家数	5	7	37	87	157	247	341
挂牌费（万元）	100	100	100	100	100	100	100
挂牌费合计（百万元）	3.00	2.00	30.00	50.00	70.00	90.00	94.00
年费（百万元）	0.25	0.35	1.85	4.35	7.85	12.35	17.05
2、定向增发收入（百万元）	0.72	0.90	4.44	9.40	15.07	21.74	30.01
定向增发率(增资家数/挂牌家数)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
每家定向增发额(亿元/家)	36%	32%	30%	27%	24%	22%	22%
定向增发费率	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
定向增发额（亿元）	0.18	0.22	1.11	2.35	3.77	5.43	7.50
3、交易佣金收入（百万元）	0.18	0.25	1.31	3.08	5.56	8.74	12.07
挂牌企业总市值	6	8	44	103	185	291	402
年均换手率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
交易额	2	2	13	31	56	87	121
佣金率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
做市商交易占比	0%	0%	10%	10%	10%	10%	10%
4、转板相关承销收入（百万元）	-	-	-	-	-	27.50	27.50
转板率	3.9%	0.0%	0.0%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%
转板企业数量(家)	-	-	-	1	1	2	2
平均每家筹资额	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
募集资金额(亿元)	-	-	-	5.0	5.0	10.0	10.0
承销费率	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
5、做市相关收入（百万元）	-	-	6.55	15.40	27.79	43.72	60.36
通过做市商交易	-	-	1.3	3.1	5.6	8.7	12.1
做市价差	-	-	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
新三板收入合计（百万元）	4.1	3.5	44.1	109.7	153.8	231.5	268.5
收入占比	0.3%	0.2%	2.0%	3.8%	4.6%	6.4%	6.9%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 33: 新三板定向增发、转板等历史数据

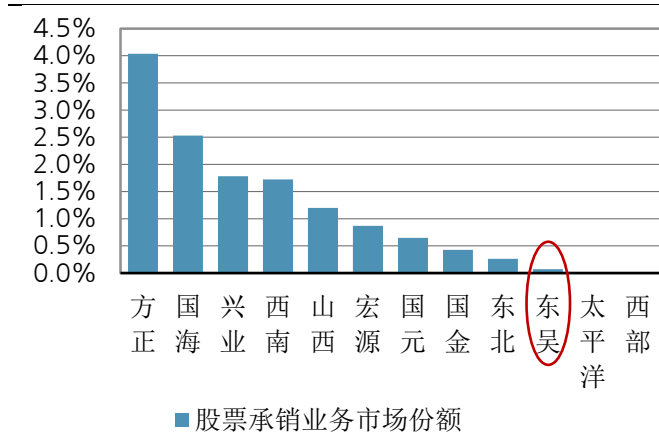
年	累计挂牌家数	当年融资起数	平均募集资金 (万元)	平均市盈率	总募资 (亿元)	定增率	累计上市家数	转板率
2006	10	1	5,000	12.68	0.50	10%		
2007	24	2	3,437	24.37	0.69	8%		
2008	41	5	4,912	14.69	2.46	12%		
2009	61	1	2,454	10.38	0.25	2%	2	3.3%
2010	77	7	3,876	18.66	2.71	9%	3	3.9%
2011	102	10	6,481	21.84	6.48	10%	5	4.9%
2012	207	24	3,560	20.74	8.54	12%	8	3.9%
2013	351	39	3,177	19.17	12.39	11%		
累计/平均		89	3,822		34.02	10%		3.9%

来源: 新三板定增网, 注: 2013 年为 1-7 月数据

承销业务: 2014 年受益于 IPO 重启, 承销收入预计大幅提升

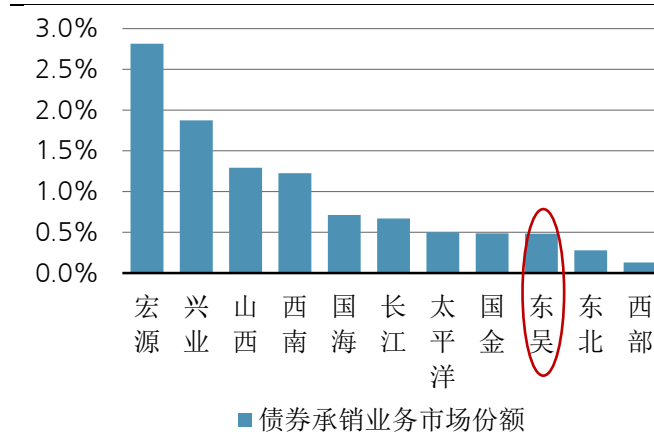
承销业务主要集中在苏州, 整体实力偏弱。东吴承销业务实力相对偏弱, 股票承销 2011-13 年市场份额分别为 0.8%/0.1%/0.1%, 债券承销 2011-13 年市场份额分别为 0.25%/0.30%/0.48%。公司承销业务具有鲜明的地域性, 完成项目主要集中在苏州及周边地区。2011-13 年公司共承销 IPO 项目 6 个, 其中 4 个来自苏州; 定增项目 2 个, 其中 1 个来自苏州; 承销债券项目 29 个, 其中 15 个来自苏州, 13 个来自苏州周边。

图表 34: 东吴股票承销业务实力偏弱 (2013)



来源: WIND, 瑞银证券

图表 35: 东吴债券承销业务实力偏弱 (2013)



来源: WIND, 瑞银证券

受益于 IPO 重启, 预计 2014 年承销收入大幅增长。目前 IPO 已重启, 东吴过会、在会项目分别为 2 个和 8 个, 储备项目数在同类公司中居中等。苏州地区中小企业资源丰富, 2010、11 年东吴承销收入曾分别达到 2.48 亿元和 3.35 亿元的佳绩。然而, 随着 IPO 的减缓和暂停, 公司承销业务下滑幅度较大, 尤其 2013 年公司承销收入仅 0.54 亿元。目前 IPO 已重启, 公司中小项目优势可再度发挥, 我们预计 2014 年公司承销收入有望实现较大幅度提升。我们根据过会、在会项目估算, 2014 年公司 IPO 承销收入有望达到 3.28 亿元; 如按过会率 50% 的假设, 则公司 2014 年 IPO 承销收入可实现 1.93 亿元。综合考虑再融资、私募债等其他收入, 我们预计东吴 2014 年承销收入达到 3.64 亿元, 同比增长近 330%。

图表 36: 上市券商已过会 IPO 项目储备对比

保荐机构	上交所	创业板	深交所	合计
东吴证券		1	1	2
兴业证券		2		2
国金证券		2		2
宏源证券		1	1	2
西南证券		2		2
东北证券		1	1	2
国元证券	1			1
国海证券		1		1
长江证券		1		1

来源: WIND, 瑞银证券, 注: 数据截止 2013 年 12 月 31 日

图表 37: 上市券商在会项目储备对比

	初审中				落实反馈意见				已预披露				总计
	中小企 业板	主板	创业板	初审 小计	中小企 业板	主板	创业板	落实反馈 意见小计	中小企 业板	主板	创业板	已预披露 小计	
国金证券	6	0	4	10	8	0	6	14					24
长江证券	3	1	6	10	1	1	2	4	1	0	0	1	15
国元证券	2	1	1	4	3	0	5	8	0	0	1	1	13
兴业证券	0	2	3	5	2	1	5	8					13
西南证券	1	4	0	5	2	2	3	7					12
宏源证券	1	4	2	7	1	0	4	5					12
东吴证券	1	0	0	1	5	0	2	7					8
东北证券	1	0	1	2	1	0	3	4					6
国海证券	2	1	0	3	0	2	0	2					5
西部证券					3	0	0	3					3
山西证券													0
方正证券													0

来源: WIND, 瑞银证券, 注: 数据截止 2013 年 12 月 31 日

私募债业务具有相对优势，但业绩贡献有限。私募债业务是东吴的优势业务，2012-13 年累计完成项目数量和募资金额在上市券商中排名首位，行业排名远高于公司其他业务。根据 2012、13 年东吴私募债业务规模，我们按照承销费率 1%/年估算，2012、13 年公司私募债业务收入分别约 0.28 亿元、0.17 亿元，收入占比 2%、1.09%。考虑到苏州地区中小企业数量较多，截至 2013 年末苏州共有企业 39.98 万家，融资需求旺盛，我们预计东吴私募债业务未来每年收入贡献将保持在 2000-3000 万元。

积极转型，大力发展创新业务

在传统经纪业务收入面临下滑风险下，公司多管齐下募集资金、备战创新业务，使得收入来源更加多元。其中，创新业务如资本中介业务、另类投资、资产管理等成为公司重点的突破方向。

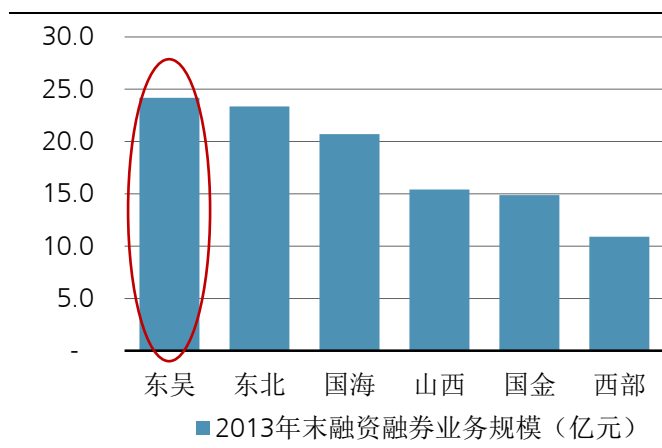
东吴创新业务起步较晚，但增速较快

创新业务起步较晚，但增速较快。中国证券行业创新业务往往采用先试点后常规的推广路线，综合实力较强、各指标排名居前，尤其资本实力较强的大型券商往往先行试点，占据先发优势。而东吴作为区域型中小券商，资本实力较弱，盈利规模、资产规模、经纪份额、融资融券等行业排名在 20-30 名，

承销业务更处于行业 50 名左右。故而，创新业务牌照取得落后于中信、海通等大型券商，创新业务起步较晚，但公司创新业务增速较快。

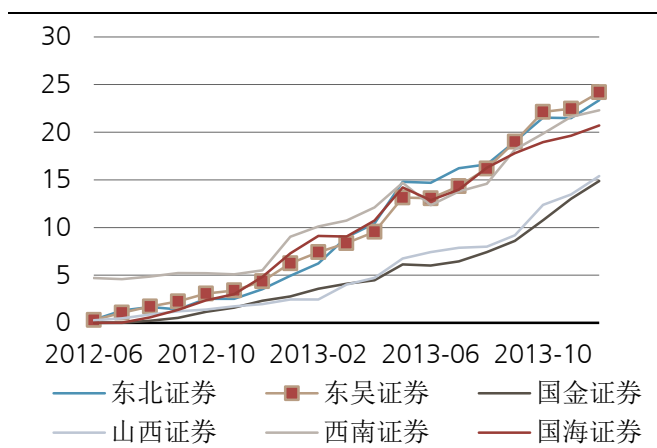
以融资融券为例，截止 2013 年末东吴融资融券规模 24 亿元，业务规模高于同期展业的东北、国金、国海、西部、山西等公司。2013 年东吴两融业务规模增速为 455%，高于行业平均 286% 的水平。

图表 38: 东吴 2013 年末融资融券业务规模高于同期展业的东北、国金、国海、西部、山西等公司



来源: WIND, 瑞银证券

图表 39: 东吴融资融券业务增速相对较快 (亿元)



来源: WIND, 瑞银证券

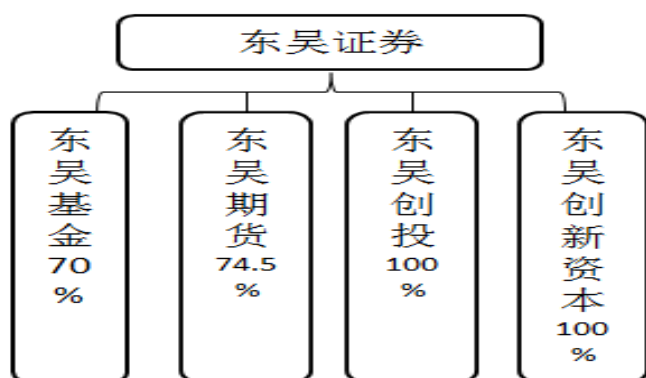
创新布局已相对全面，创新收入规模居同类公司中等。尽管东吴创新业务起步较晚，但受益于 2012 年以来的证券行业创新发展、管制放松，东吴创新业务牌照已相对较为全面。融资融券、股票质押、约定购回等资本中介业务已成为公司的利润增长点。收入方面，2013 年东吴创新收入约 2.05 亿元，同比增长 283%，收入占比 12.8%，其中信用类业务、直投、另类投资、资产管理分别为 1.02 亿元、0.17 亿元、0.15 亿元（净利润）、0.33 亿元。比较 2013 年中期中小上市券商创新收入的规模及收入占比，东吴创新收入 0.92 亿元，收入占比 12%，在同类公司中居中等水平（详见图 40）。

图表 40: 东吴创新收入金额较小，在同类公司中处于中等水平 (2013.1H) (百万元)

	国元	宏源	西南	方正	长江	东吴	兴业	东北	国海	国金	山西	西部
信用类												
融资融券	83	150	84	156	134	54	61	40	44	18	18	18
约定购回	18	10	21	3	14	5	15	0	2	0	2	0
投资类												
直投	12	2		26		5	14	18		4	1	
另类投资	105	95	2			18						
其他												
资管	10	211	31	15	31	11	50	31	14	9	4	3
创新收入合计	227	469	139	201	179	92	140	89	60	31	25	21
收入占比	27%	19%	18%	14%	13%	12%	9%	9%	7%	4%	4%	4%

来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 41: 东吴证券创新业务及子公司布局



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 42: 同类公司中东吴证券创新布局较全面

项目	国元	长江	兴业	东吴	宏源	方正	国海	国金	山西	西南	东北	西部	太平洋
期货公司	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	
基金公司	▲	▲	▲	▲		▲	▲	▲		▲	▲	▲	
香港子公司	▲	▲	▲			△				▲			
融资融券	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
转融通	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	
股票质押	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
场外市场	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	
资产管理	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
股指期货	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	
直投	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
产业/直投资基金		▲	▲	△					▲				
另类投资	▲			▲	▲			▲		▲	▲		

来源: 公司公告, 瑞银证券, 注: △代表即将开展业务, 牌照统计截止 2013 年末

多管齐下募资、备战创新业务

创新业务是东吴证券收入多元化发展的关键, 而业绩贡献较为显著的资本中介业务、另类投资等业务均为资本消耗型业务。对此, 东吴证券采取发行公司债、短期融资券等债务融资与定向增发、增厚资本金相结合的方式。

- **发行公司债 30 亿元, 成本 6.18%。**2013 年 11 月 20 日, 东吴证券完成 5 年期公司债 30 亿元的发行, 票面利率 6.18%。较之同为 2013 年 11 月发行的东北证券和海通证券 5 年期公司债, 东吴公司债规模较大 (东北 0.7 亿元、海通 20 亿元), 且东吴综合实力弱于海通, 故而东吴利率水平略高 (东北 6.10%、海通 6.15%)。
- **拟定向增发, 募资 51.73 亿元。**2013 年 5 月东吴发布预案, 计划以 7.39 元/股, 非公开发行不超过 7 亿股, 募资不超过 51.73 亿元。公司第一大股东苏州国发集团将出资 7-8 亿元认购本次增发股份。2014 年 1 月 14 日公司定增获证监会通过。2014 年 2 月 20 日取得证监会批文。

- **获批发行短期融资券 31 亿元。**2014 年 3 月 21 日，东吴证券获人民银行核准短期融资券最高额度 31 亿元。

募集资金有望推动公司资产规模快速提升。2013 年末东吴证券总资产、净资产分别为 188.44 亿元、78.29 亿元，在同类公司中资产规模相对较小。公司成功发行 30 亿元公司债，我们假设 31 亿元短期融资券和 51.73 亿元定向增发 2014 年顺利完成，则可推动公司总资产增厚约 50%、净资产增厚约 70%，从而实现资产规模快速增长，推动东吴资产规模超越东北、西南，提升至同类公司中等偏上水平。定增虽摊薄 ROE，但目前时点资本实力大幅提升，增量资金可迅速投入到资本中介业务、另类投资、固定收益投资等方面，我们相信对公司未来业绩提升及可持续增长具有重大意义。

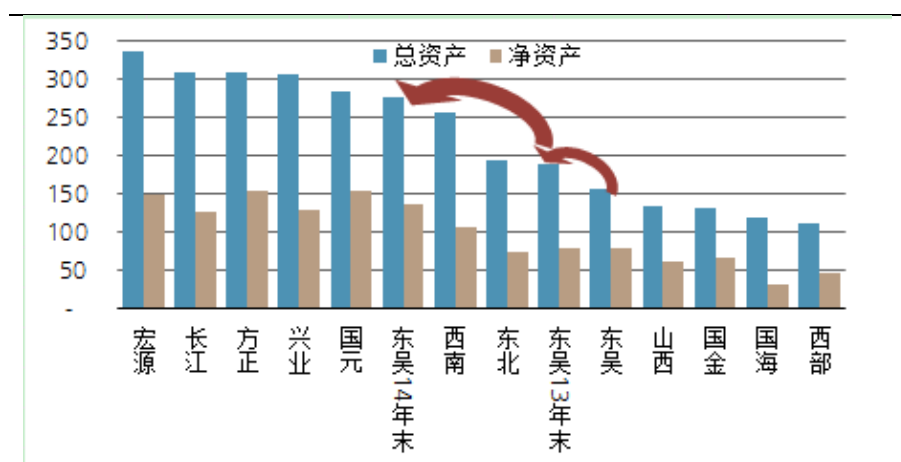
定增完成后，东吴债务融资空间有望进一步打开。根据监管层短期融资券待偿还余额不得超过净资本 60%、公司债累计余额不得超过净资产的 40%、长期次级债余额不得超过净资本的 100% 等规定。假设公司定向增发顺利完成，公司净资本、净资产规模大幅提升，则东吴短期融资券、公司债、长期次级债等债务融资上限仍可进一步提升。经我们推算，按照公司目前资本实力，公司仍可发行长期次级债约 50 亿元，而如公司定向增发顺利完成，则可新增短融、公司债、长期次级债额度 25 亿元、24 亿元和 39 亿元，有望为公司资本消耗型创新业务的发展再添保障（详见图 43）。

图表 43: 东吴证券定增前后债务融资上限比较（亿元）

各类融资工具	2013 年末 理论上限	定增完成后 理论上限	目前 已发行规模	规定
短期融资券	56	32		待偿还余额不超过净资本 60%
公司债	54	31	30	发行后累计余额不超过公司净资产 40%
长期次级债	93	54		长期次级债不超过净资本的 100%
合计	203	118	30	

来源: 公司公告, 中国证监会, 瑞银证券估算, 注: 31 亿元短期融资券获批, 待发

图表 44: 发债、增发推动东吴资产规模快速提升（亿元）



来源: 公司公告, 瑞银证券估算, 注: 东吴 13 年末采用业绩快报数据, 14 年采用瑞银证券估算, 其他采用 2013 年 3 季度末数据

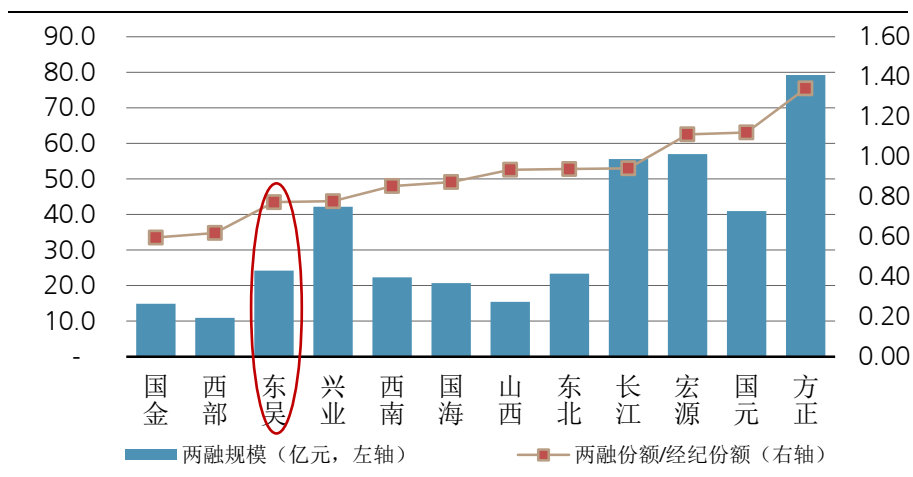
创新业务有望持续高增长

资本中介业务待开发空间大、持续高增长可期

展业时间较短，客户渗透率较低，融资融券业务待开发空间较大。东吴证券融资融券业务尽管增速较快，但毕竟从2012年6月份才开始展业，时间尚短，收入贡献度和客户渗透率仍显不足。

- 收入贡献方面：2013年公司融资融券利息收入1.04亿元，同比增长9.34倍。考虑利息收入和佣金收入，2013年东吴融资融券业务收入约1.5亿元，收入占比不足10%，低于行业平均15%左右的水平。
- 客户渗透率方面：从两融业务市场份额与经纪业务市场份额的比较看，方正、国元、宏源等两融份额已高于经纪份额，而西部、东吴、兴业等公司两融份额仍然较低。换而言之，东吴等公司两融业务客户渗透率较低，应该仍然具有较大的开发空间。

图表 45: 东吴融资融券业务待开发空间仍然较大



来源: WIND, 瑞银证券

考虑到目前融资融券业务客户需求旺盛，加之东吴两融业务客户渗透率仍然较低，我们预期随着短期融资券、定向增发等资金的到位，公司2014、15年融资融券业务有望快速增长。

图表 46: 东吴证券融资融券业务预测表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
市场两融规模	382	895	3,465	5,010	6,822	8,003	9,055	9,961
东吴份额	0.0%	0.5%	0.7%	1.02%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
融资融券余额 (亿元)	-	4.3	24.2	51.1	75.0	88.0	99.6	109.6
Y/Y (+/-)%	-	0%	457%	111%	47%	17%	13%	10%
其中: 转融通	-	1.0	1.6	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
收入合计 (百万元)	-	16.8	145.7	315	605	760	856	953
Y/Y (+/-)%	-	0%	770%	116%	92%	26%	13%	11%
利息收入	-	10.8	122.0	277	530	669	751	837
利息率	-	9%	9%	8.6%	8.4%	8.2%	8.0%	8.0%
佣金收入	-	6.7	41.4	53	94	115	128	138
换手率	-	10	10	10	10	11	11	11
佣金率	-	0.20%	0.20%	0.16%	0.14%	0.13%	0.13%	0.12%
转融通利息支出	-	(1)	(18)	14	19	23	23	21
转融通占比	-	23%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
利息率	-	1.5%	22.7%	7.0%	7.0%	7.0%	6.0%	5.0%

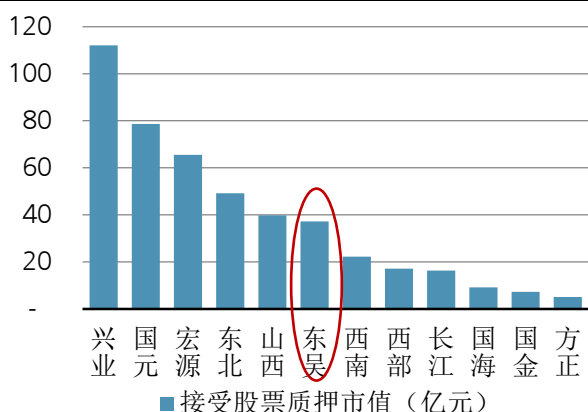
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

苏州经济基础与金融环境较好, 公司资金充裕, 股票质押业务有望快速增长。

截至 2013 年末, 东吴接受质押股票市值约 38 亿元, 按照 40% 的折扣率估算, 公司股票质押业务规模约 15 亿元, 在同类公司中也处于中等水平。然而从东吴月度接受质押股票市值的变化趋势看, 2013 年 11 月公司成功发行 30 亿元公司债后, 股票质押业务规模显著提升, 截止 2014 年 1 季度末已接受质押股票市值达到 66 亿元, 较上年末增长 69%, 增速非常快。由此可见, 资金供给对于股票质押业务的发展具有显著的推动作用。

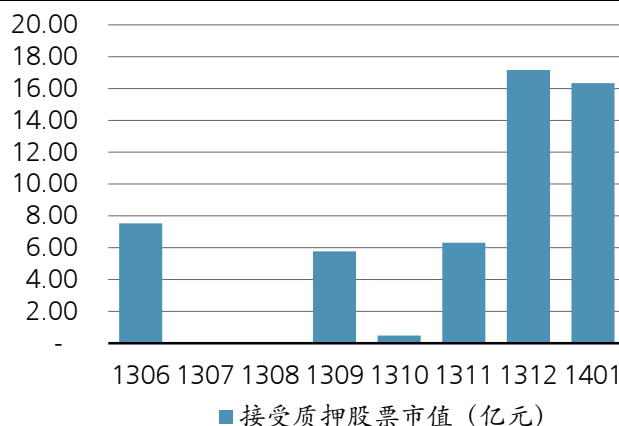
此外, 股票质押业务具有场内交易、T+0 到账、费率较低等制度优势, 我们认为证券公司股票质押业务仍有较大的发展空间。而东吴所处的苏州地区经济基础与金融环境较好, 上市公司数量居全国城市第 5 位。截至 2013 年末, 苏州共有上市公司 81 家, 其中 65 家境内上市公司。受益于股票质押业务的制度优势以及苏州地区较好的经济基础和金融环境, 我们预期东吴股票质押业务有望在充裕资金的推动下快速提升。

图表 47: 东吴股票质押业务规模居同类公司中等水平 (截止 2013 年末)



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 48: 东吴发行公司债后, 2013 年 12 月开始股票质押业务规模显著增长



来源: WIND, 瑞银证券

图表 49: 东吴证券股票质押业务预测表 (亿元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
券商行业规模			840	1,808	2,541	3,486	4,478	5,598
本公司占比			2%	2.22%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
本公司规模			15	40	64	87	112	140
自有资金占比			66%	85%	80%	75%	70%	65%
自有资金融出规模			10	34	51	65	78	91
收益率			8.6%	8.6%	8.6%	8.4%	8.3%	8.2%
资管资金融出规模			5	6	13	22	34	49
收益率			2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
收入小计 (百万元)			4	192	384	522	652	777
Y/Y (+/-)%			0%	4871%	100%	36%	25%	19%

来源: WIND, 瑞银证券估算

增资东吴创新资本, 另类投资业绩贡献有望快速提升

2013 年 12 月 27 日, 公司公告增资东吴创新资本的方案获公司董事会审议通过。东吴创新资本的注册资本将由 3 亿元增至 10 亿元。东吴创新资本是公司的另类投资子公司, 2012 年 6 月设立, 目前主要开展资本中介业务, 如股票质押, 未来有望开展信托产品投资、股权投资、量化投资等业务。2013 年, 东吴创新资本共实现净利润 1,458 万元, 净利润占比 3.81%。

比较其他上市券商另类投资子公司, 东吴创新资本设立时间较早, 虽晚于中信证券投资 (2012 年 4 月)、海通创新投资 (2012 年 4 月) 等, 但早于光大 (2012 年 9 月)、国元 (2012 年 11 月)、华泰 (2012 年 12 月)、西南 (2013 年 4 月)、东北 (2013 年 9 月) 等多数上市券商, 彰显东吴管理层战略眼光。

业务模式方面, 目前上市券商另类投资大致可分为量化投资、资本中介、股权投资和投资信托产品、不动产等, 我们认为东吴创新资本与中信证券投资都主要开展资本中介业务, 业务模式上较为类似。中信证券投资 2012 年 4 月份设立, 注册资本 30 亿元, 2013 年实现营业收入 3.66 亿元, 净利润 2.18 亿元, 净利润率 59%、ROE6.61%。我们假设东吴创新资本 2014 年中期前

后完成增资，假设投资收益率保持 8.6%、增量资金稳步投放，则预计 2014-15 年东吴创新资本预计可实现收入 0.56 亿元、0.86 亿元，同比分别增长 15%/54%。

图表 50: 上市券商另类投资子公司案例

公司名称	设立时间	注册资本 (亿元)	母公司	母公司持股	主要业务模式
中信证券投资	2012.04	30	中信证券	100%	主要定位于非通道买方业务和资本中介低风险，是公司开展资本中介服务的重要平台，为客户提供股票质押融资、市值管理等股权服务、以及投资及做市品种的固定收益类产品。
海通创新投资	2012.04	30	海通证券	100%	业务分为两大类，一是量化投资，从事衍生品套利、投机以及宏观对冲，多空策略等，以统计套利、因子模型、事件驱动为工具，追求绝对收益、稳定的套利收益和 alpha 收益等。二是投资信托产品、不动产、基础设施建设、公用事业、股权或者债权投资，并面向企业和个人提供股票质押融资、结构性融资、夹层融资、过桥融资等资本中介业务。
光大富尊投资	2012.09	8	光大证券	100%	主营量化投资
国元创新投资	2012.11	30	国元证券	100%	通过投资信托、资管计划、委托贷款、理财产品等方式开展另类投资。
东吴创新资本	2012.06	3	东吴证券	100%	目前主要开展资本中介业务，如股票质押，未来有望开展信托产品投资、股权投资、量化投资等业务。
西证创新投资	2013.04	6	西南证券	100%	3000 万元收购重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司 60% 股权，通过控股重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司，搭建投融资平台，以产业基金投资的形式支持地方经济和实体企业的发展。

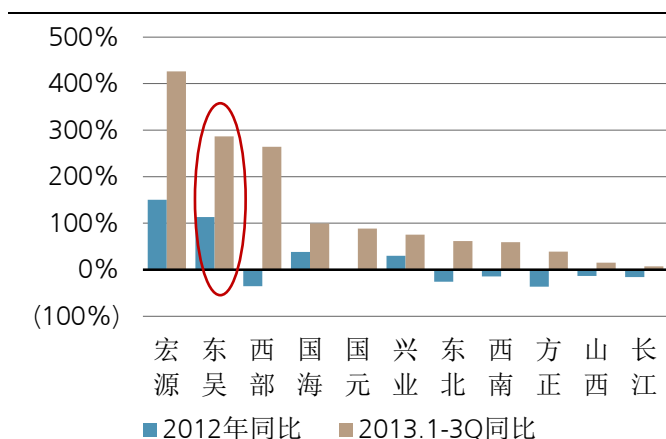
来源: 公司公告, 瑞银证券

资管业务：增速较快，但短期业绩贡献较小

2012 年资管业务放开管制以来，东吴资产管理业务依托苏州地方政府、企业，管理资产规模增长较快，2012、13 年公司管理资产规模分别为 433 亿元、590 亿元，同比分别增长 70.5 倍和 34%。资产管理业务收入方面，2012 年和 2013 年公司资管收入分别为 0.11 亿元、0.33 亿元，同比分别增长 113%、197%，增速较快。

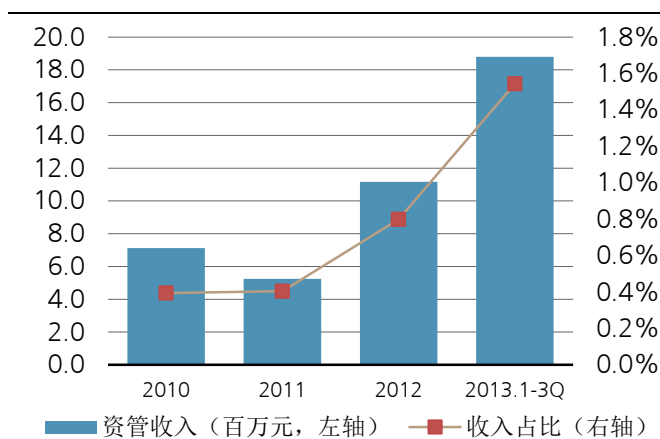
然而，由于自身基数较低且管理资产多来自通道类业务，东吴资管业务业绩贡献较少，2013 年公司资管收入占比仅 2.08%。考虑到苏州金融办要求公司大股东——苏州国发集团大力发展资产管理，尤其创新型资产管理业务，以及公司可以依托苏州地区旺盛的金融需求和良好的经济基础，我们预期公司资产管理业务未来有望快速增长。但鉴于基数过低，我们认为东吴未来资管收入占比将维持在 2% 左右，对业绩影响较小。

图表 51: 东吴资管业务收入增速居同类公司前列



来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 52: 东吴资管业务增速较快, 但收入占比较小



来源: 公司公告, 瑞银证券

创新收入快速提升, 驱动公司收入结构显著改善

创新收入快速提升, 能够抵消传统业务的下滑。东吴证券属区域型中小券商, 目前区域型券商面临的最大问题在于如何抵御传统业务下滑。东吴证券积极做大资产规模、增厚资本实力, 深挖区域优势, 大力发展创新业务正是积极备战, 抵御经纪业务下滑的表现。

创新收入方面, 公司创新业务起步较晚, 2012 年创新收入约 0.53 亿元, 收入占比 3.8%。2013 年受益于融资融券等资本中介业务的高增长, 公司创新收入约 2.05 亿元, 同比增长 283%, 增速较快, 收入占比 12.8%。2014 年, 我们认为东吴创新收入有望在资本中介业务、另类投资和新三板的多重推动下达到 4.49 亿元, 其中 2.88 亿元来自资本中介业务、0.56 亿元来自另类投资、0.44 亿元来自新三板。创新收入占比再次提升至 19.6%。展望未来, 考虑 2014 年度中短期融资券、定向增发等募集的资金才陆续到位, 并且资金投入与业绩产生存在滞后性, 我们判断 2015 年公司创新收入增速有望较 2014 年更高 (详见图 53)。

图表 53: 东吴证券创新收入及收入占比 (百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
资本中介业务	-	17	102	221	617	796	889	976
融资融券	-	17	146	315	605	760	856	953
股票质押/约定购回	-	1	17	217	411	550	680	805
利息成本	-	(0)	(61)	(311)	(399)	(514)	(646)	(782)
直投	12	15	17	19	21	23	26	28
另类投资	-	5	49	56	86	95	104	114
资产管理	5	11	33	41	55	64	75	88
新三板	-	4	3	44	110	154	232	268
合计	17	53	205	382	889	1,132	1,326	1,475
Y/Y (+/-)%	92%	215%	283%	86%	133%	27%	17%	11%
创新收入占比	1.3%	3.8%	12.8%	17.0%	30.5%	34.2%	36.7%	37.7%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

创新收入增长推动公司收入结构根本转变。东吴证券作为行业排名 20-30 位的中小券商, 盈利规模、资产规模较小。2013 年东吴营业收入、净利润、总资产、净资产分别为 15.9 亿元、3.83 亿元、188.44 亿元和 78.30 亿元, 分

别仅为中信证券的 9.95%、7.38%、8.93%、6.92%。然而，中小券商也具备自身的优点，即经营更为灵活、更易于转型。

东吴对经纪业务依赖度仍然较高，2011-2013 年经纪收入占比分别为 61%、42%、52%，经纪业务佣金收入的下滑成为公司面临的重大风险。然而，受益于公司深挖区域优势、扩大融资规模、大力发展创新业务，根据我们对公司各项收入的测算，公司创新收入占比有望在 2-3 年内快速提升至 30%以上，经纪收入也有望 2-3 年内快速降低至 30%左右，从而有效降低公司对经纪业务的依赖，较好的规避行业佣金率下滑的风险。

图表 54: 受益于创新业务增长，东吴证券收入结构显著改善

收入结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
传统中介	102%	70%	66%	56%	45%	40%	38%	37%
经纪净佣金（不含信用交易佣金）	61%	41%	49%	33%	25%	22%	21%	20%
承销手续费(含保荐和财务顾问)	26%	11%	5%	15%	13%	12%	12%	12%
传统息差收入	14%	17%	10%	7%	5%	4%	3%	3%
资管收入	0%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
资本中介收入								
融资融券	0%	1%	9%	14%	21%	23%	24%	24%
股票质押/约定购回	0%	0%	1%	10%	14%	17%	19%	21%
收益权互换业务收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
资本中介业务利息支出	0%	0%	-1%	-14%	-14%	-16%	-18%	-20%
资本中介业务净收入	0%	1%	6%	10%	21%	24%	25%	25%
投资业务								
投资收益-联合合营+公允价值变动	-3%	26%	23%	23%	20%	22%	21%	21%
投资业务利息支出	-1%	-2%	-4%	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%
投资净收益	-5%	24%	19%	21%	18%	20%	20%	20%
其他收入	3%	5%	8%	13%	16%	16%	17%	18%
投资咨询	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
联营合营公司投资收益	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
其他	0%	3%	5%	11%	13%	13%	14%	14%
其中：新三板	0%	0%	0%	2%	4%	4%	6%	7%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

财务状况和盈利预测

利润表

盈利预测: 我们首次覆盖东吴证券，公司定向增发 7 亿股已获证监会批复，我们假设公司于 2014 年内完成。考虑增发因素，预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.22 元/0.30 元/0.35 元（按增发后股本摊薄），对应 ROE 5.5%/5.9%/6.4%。

图表 55: 东吴证券利润表及预测 (百万元)

损益表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,298	1,398	1,599	2,243	2,911	3,314	3,610	3,910
传统中介	1,324	976	1,060	1,266	1,303	1,338	1,388	1,443
经纪净佣金 (不含信用交易佣金)	797	574	783	731	728	726	742	779
承销手续费(含保荐和财务顾问)	335	155	86	336	367	413	445	453
传统息差收入	187	235	158	158	154	134	125	123
资管收入	5	11	33	41	55	64	75	88
资本中介收入								
融资融券	-	17	146	315	605	760	856	953
股票质押/约定购回	-	1	17	217	411	550	680	805
收益权互换业务收入	-	-	-	-	-	-	-	-
资本中介业务利息支出		(0)	(23)	(311)	(399)	(514)	(646)	(782)
资本中介业务净收入	-	17	102	221	617	796	889	976
投资业务								
投资收益-联合合营+公允价值变动	(42)	366	365	519	594	715	767	830
投资业务利息支出	(18)	(30)	(57)	(51)	(55)	(58)	(58)	(31)
投资净收益	(59)	336	308	468	538	657	709	800
其他收入	33	68	128	288	453	524	625	692
投资咨询	23	18	28	37	48	62	81	105
联营合营公司投资收益	12	9	13	7	22	23	23	24
其他	(2)	41	87	244	383	439	521	563
其中: 新三板	-	4	3	43	107	148	223	256
营业支出	991	1,052	1,089	1,439	1,792	2,036	2,181	2,323
税金及附加	69	56	82	115	149	169	184	200
业务及管理费用	912	985	1,007	1,324	1,644	1,867	1,997	2,123
资产减值损失	11	10	0	-	-	-	-	-
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	307	346	510	804	1,119	1,278	1,429	1,588
所得税	85	57	130	203	282	322	360	400
净利润	236	288	386	601	837	956	1,069	1,187
少数股东损益	4	6	3	12	15	16	17	18
归属母公司净利润	232	282	383	590	822	940	1,051	1,169
每股净收益 (元)	0.12	0.14	0.19	0.22	0.30	0.35	0.39	0.43
净资产收益率(ROE)	4.00%	3.76%	4.97%	5.52%	5.92%	6.45%	6.86%	7.26%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

资产负债表

资产负债预测: 我们首次覆盖东吴证券, 考虑公司定增因素, 预计公司 2014-16 年归属母公司所有者权益 (以下简称净资产) 分别为 135 亿元/142 亿元/149 亿元, 同比增速分别为 73%/5%/5%, 对应每股净资产 5.01 元 /5.26 元/5.53 元 (按增发后股本摊薄)。

图表 56: 东吴证券资产负债表及预测 (百万元)

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
货币、结算备付金及存出保证金	11,969	8,470	7,791	9,598	8,129	8,113	8,150	8,566
交易性金融资产	1,147	2,433	3,401	4,319	3,702	4,099	4,472	4,910
可供出售金融资产	217	2,270	2,244	3,198	3,485	3,735	3,917	4,163
持有至到期投资	891	39	35	40	42	44	46	49
长期股权投资	209	354	400	432	441	450	459	468
固定资产	378	633	839	839	839	839	839	839
其他资产	1,048	1,571	4,134	9,458	13,637	16,434	18,836	21,247
资产合计	15,860	15,770	18,844	27,885	30,275	33,714	36,719	40,242
代理买卖证券款	7,369	6,679	6,321	6,447	6,576	6,707	6,842	6,978
短借+拆入+卖出回购	719	1,069	1,051	1,140	1,197	1,257	1,320	1,386
应付债券	-	-	2,971	2,971	3,471	4,471	5,971	7,971
其他负债	324	382	605	3,720	4,736	6,253	6,771	7,289
负债总计	8,412	8,131	10,947	14,278	15,980	18,688	20,903	23,624
股本	2,000	2,000	2,000	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
资本公积金	4,240	4,306	4,275	8,807	8,882	8,935	8,990	9,050
盈余及风险准备	338	391	461	901	1,124	1,379	1,665	1,983
未分配利润	593	635	814	1,123	1,505	1,919	2,361	2,780
外币报表折算差额	-	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	7,390	7,577	7,829	13,531	14,211	14,933	15,716	16,513
少数股东权益	58	62	68	76	85	93	100	105
所有者权益合计	7,448	7,639	7,897	13,607	14,296	15,026	15,817	16,618
净资本	5,956	5,232	5,007	8,627	9,063	9,526	10,027	10,535
实际杠杆率	1.24	1.28	1.64	1.60	1.67	1.79	1.87	1.98
每股净资产	3.69	3.79	3.91	5.01	5.26	5.53	5.82	6.12

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 57: 东吴证券资产结构

资产结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
现金类资产	75%	54%	41%	34%	27%	24%	22%	21%
其中客户保证金	42%	38%	32%	22%	22%	20%	20%	19%
拆出资金与应收利息	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
非现金类投资资产	20%	40%	52%	61%	69%	72%	74%	75%
交易性金融资产-债券	4%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
交易性金融资产-权益	2%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
交易性金融资产-其他	1%	2%	7%	5%	2%	2%	2%	2%
可供出售-债券	0%	9%	7%	8%	7%	7%	7%	7%
可供出售-权益	1%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	2%
可供出售-其他	0%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
衍生品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
融资融券	0%	3%	13%	18%	25%	26%	27%	27%
股票质押/约定购回	0%	0%	7%	13%	18%	20%	22%	23%
其他资产	10%	5%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
长期股权投资	1%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
非投资资产	4%	6%	6%	4%	4%	4%	3%	3%
总资产	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 58: 东吴证券负债结构

负债结构	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
客户资产	88%	82%	58%	45%	41%	36%	33%	30%
短借+拆入	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
卖出回购	9%	12%	8%	7%	6%	6%	5%	5%
应付债券	0%	0%	27%	21%	22%	24%	29%	34%
短融	0%	0%	0%	22%	26%	30%	29%	28%
金融负债	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
应付薪酬与税费	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%
其他	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
总负债	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

估值

我们首次覆盖东吴证券, 预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.22 元/0.30 元/0.35 元 (按增发后股本摊薄); 2014-16 年 BVPS 5.01 元/5.26 元/5.53 元 (按增发后股本摊薄), ROE 5.5%/5.9%/6.4%。基于分部估值法推导出公司目标价为 8.97 元, 对应 2014-16 年 P/E 分别为 41.1/29.5/25.8 倍, 对应 2014 年 P/B 1.79 倍。东吴目标价估值低于同类公司 2014 年 P/B 2.16 倍的平均水平, 我们认为估值较为合理。

分部估值法推导得出目标价 8.97 元

考虑到不同类型业务的增长前景差别较大, 我们将公司业务分为传统业务、资本中介业务和资本投资三类业务。我们单独预测各业务收入、利润和净资产, 使用不同的估值方法分别进行估值, 并单独估算主要子公司价值, 然后进行加总, 进而推导得出公司合理市场价值。

传统业务采用 P/E 估值法。传统经纪 (不含两融佣金)、投行收入 (承销+保荐+财务顾问)、资管收入及传统息差收入, 我们分别计算各业务净利润。考虑到东吴经纪业务佣金率面临一定的下滑风险, 经纪业务收入有可能出现下降, 尽管公司营业网点的快速扩张有望维持甚至提升公司的市场份额, 故给予经纪业务 10 倍 P/E; 考虑到公司目前投行和资管业务收入较低, 但未来增速较快, 给予 15 倍 P/E; 传统息差业务给予 10 倍 P/E。

图表 59: 东吴证券传统业务估值计算表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
经纪业务				
佣金净收入	6	6	6	传统经纪业务收入, 未包括融资融券产生佣金
净利润率	31%	30%	28%	营业利润*(1-所得税率)
净利润	2.00	1.88	1.76	佣金净收入*净利润率
投行业务				
投行收入	4	5	6	承销+保荐+财务顾问收入
净利润率	26%	27%	28%	营业利润*(1-所得税率)
净利润	0.99	1.27	1.55	承销收入*净利润率
传统息差业务				
传统息差收入	2	2	1	存放同业利息收入-客户存款利息支出+买入返售
净利润率	67%	67%	67%	
净利润	1.06	1.04	0.90	传统息差收入*净利润率
资产管理				
资管收入	0.4	0.5	1	母公司资产管理业务收入
净利润率	22%	22%	22%	
净利润	0.09	0.12	0.14	
传统收入	12	13	14	传统经纪+承销+传统息差+资产管理收入合计
传统净利润	4	4	4	
P/E 倍数	11	12	12	东吴经纪业务佣金率面临下滑风险, 经纪业务 10 倍 P/E, 投行、资管等给予 15 倍 P/E
传统中介合理市值	47	50	52	

来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券估算

资本中介业务采取 P/E 估值法, 考虑高成长性给予较高的估值。我们使用融资融券、股票质押等资本中介业务总收入扣减相应债务成本, 计算净收入、净利润, 再给予相应的 P/E。考虑到东吴信用类交易业务起步较晚, 尤其融资融券业务为第三批试点, 但增速较快, 同时公司积极募集资金, 资本中介业务未来有望快速发展, 故给予较高的 P/E 倍数, 我们分别给予 2014-16 年 80/40/35 倍的 P/E 估值。2014 年东吴证券资本中介业务 80 倍 P/E 对应 112 亿元的业务价值, 而随着资本中介业务业绩的快速增长, 2015 年 40 倍 P/E 已对应 148 亿元的业务价值。考虑到 2014 年资本中介业务的低基数和高增长, 我们认为 80 倍 P/E 较为合理。

图表 60: 东吴证券资本中介业务估值计算表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
资本中介净收入	2.2	6.2	8.0	业务收入-债务成本
净利润	1.4	3.7	4.8	资本中介业务净收入*净利润率
P/E 倍数	80	40	35	看好资本中介业务成长性, 给予较高估值, 但逐年递减
资本中介业务合理市值	112	148	167	净利润*P/E

来源: 公司公告, WIND, 瑞银证券估算

资本投资业务使用 P/E 估值法。我们将公司投资业务投资收益扣除联合营公司收益, 加公允价值变动, 不含直投收益及出售子公司一次性收益, 扣减相应债务成本计算净收入, 然后计算净利润, 统一给予 10 倍 P/E。

图表 61: 东吴证券投资业务估值计算表 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
投资部门收益	5.2	5.9	7.1	投资收益-联合合营公司利润+公允价值变动-直投兑现-出售长期股权
债务成本	0.5	0.6	0.6	短借+拆入+卖出回购资金成本
净利润率	60%	60%	60%	营业利润*(1-所得税)
净利润	2.8	3.2	3.9	(投资部门收益-债务成本)*净利润率
P/E 倍数	10	10	10	给予 10 倍 P/E
合理市值	28	32	39	净利润*P/E

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

子公司: 上述业务之外, 东吴还有东吴期货、东吴基金、东吴创业投资、东吴创新资本等子公司。

- 东吴基金采用 Price/AuM 法, 参考近期其他基金公司股权成交价格, 给予 7% 的 P/AuM。
- 东吴期货采用 P/E 估值法, 看好中国衍生品市场发展前景及期货公司的成长性, 给予 25 倍的 P/E。
- 直投子公司——创业投资的盈利具有较大不确定性, 采用 P/B 估值法, 给予 2.5 倍的 P/B。
- 另类投资子公司——创新资本, 注册资本由 3 亿元增加到 10 亿元已获董事会通过, 为公司业务重点, 采用 P/B 估值法, 给予 2.8 倍的 P/B。

图表 62: 东吴证券主要子公司估值计算表 (亿元)

子公司	2014E	2015E	2016E	备注
东吴基金				
东吴基金权益规模	119	138	142	持股比例*东吴基金管理资产规模
Price/AuM	7%	7%	7%	参考其他基金公司近期股权交易价格
合理市值	5.81	6.77	6.98	基金权益规模* Price/AuM
东吴创业投资				
净资产规模	6	6	6	
PB 倍数	2.5	2.5	2.5	看好另类投资业务成长性, 给予 2.5 倍 P/B
管理基金规模	10	12	13	假设东吴创业投资旗下直投基金于 2014 年底成立
Price/AuM	10%	10%	10%	
合理市值	16	16	16	净资产*P/B+管理基金规模* Price/AuM
东吴创新资本				
净资产规模	10	11	11	创新资本由 3 亿元增资至 10 亿元已获董事会通过, 预计 2014 年中期前后完成
PB 倍数	2.8	2.8	2.8	看好直投业务成长性, 给予 2.8 倍 P/B
合理市值	29	30	30	净资产*P/B
东吴期货				
净利润	0.2	0.2	0.2	
PE 倍数	25	25	25	看好期货业务前景, 给予 25 倍 P/E
合理市值	4.13	4.54	4.99	净利润*P/E
子公司合理市值	55	57	59	四家子公司市值之和

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

各业务估值加总得出东吴证券每股合理价格为 **8.97 元**。将传统业务、资本中介业务、资本投资业务及子公司的合理市值加总, 我们推导得出东吴证券对应 2014 年的每股合理价格为 8.97 元, 对应市值 242 亿元。

图表 63: 东吴证券分业务估值计算表及各分部占比 (亿元)

	2014E	2015E	2016E	备注
传统业务	47	50	52	
资本中介业务	112	148	167	资本中介业务为公司最具成长性的业务
投资业务	28	32	39	
子公司	55	57	59	
公司合理市值	242	287	317	
每股价值(元)	8.97			

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

可比公司估值

选择参考对象: 中小证券公司估值更可比。目前上市 19 家证券公司中, 大型证券公司的估值一直以来明显低于中小证券公司 (见下表, 大型证券公司对应 2014 年平均 P/B 为 1.43 倍, 而小型证券公司对应 2014 年 P/B 为 2.16 倍)。主要原因是因为中小证券公司相比大型证券公司流通市值更小, 与 H 股投资者不同的是, A 股投资者会给小流通盘股票估值溢价, 尤其是在流动性略微偏紧市场下。此外, 上市证券公司的数量并不是无限供给, 目前 A 股准备上市的证券公司虽然排队家数超过 5 家, 但短期能上市的证券公司数量可能有限。因此, 我们认为未来较长一段时间大型证券公司的估值仍将低于中小证券公司。对于选择东吴估值的参考对象, 我们认为中小证券公司更为可比。

选择国内 10 家中小证券公司为参照。我们选择宏源、长江、国元、兴业、方正、西南、东北、国金、西部、山西 10 家中小证券公司作为东吴的可比公司 (剔除了估值过高的太平洋、国海)。10 家可比证券公司对应 2014 年的平均 P/B 为 2.16 倍。我们基于分部估值法推导出公司目标价为 8.97 元, 对应 2014 年 P/B 1.79 倍, 我们认为该估值较为合理。

图表 64: 大型证券公司估值水平

	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014 E	2015 E	2013 E	2014 E	2015 E
中信证券	12.28	1,353	25.6	19.3	16.5	1.54	1.44	1.35
海通证券	10.16	974	24.2	19.2	15.9	1.58	1.48	1.38
广发证券	10.81	640	22.8	18.0	14.7	1.78	1.56	1.36
招商证券	11.24	524	25.9	20.1	16.3	1.85	1.65	1.71
华泰证券	8.61	482	20.1	17.0	13.9	1.34	1.26	1.16
光大证券	8.28	283	27.5	24.2	20.3	1.18	1.19	1.13
平均			24.3	19.6	16.3	1.54	1.43	1.35

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 中信采用瑞银证券估算, 其他公司采用 WIND 一致预期, 估值采用 2014 年 4 月 10 日收盘价

图表 65: 东吴可比公司估值

	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
宏源证券	8.22	327	24	22	19	2.00	2.01	1.92
长江证券	8.86	210	21	17	14	1.65	1.55	1.44
兴业证券	9.79	255	35	27	22	2.02	1.83	1.71
方正证券	5.96	364	31	28	23	2.33	2.28	2.19
西南证券	9.04	255	35	28	23	1.94	1.62	1.54
东北证券	16.71	164	30	29	26	2.15	2.06	1.94
东吴证券	7.73	155	38	35	25	1.97	1.54	1.47
西部证券	11.90	143	49	40	31	3.05	2.85	2.64
山西证券	6.82	172	76	53	34	2.79	2.64	2.49
国海证券	10.60	245	76	67	52	7.97	3.60	3.50
国金证券	20.71	268	87	54	42	4.02	3.62	3.44
国元证券	9.37	184	33	24	21	1.20	1.15	1.11
太平洋	6.72	111	210	91	61	5.13	2.87	2.82
可比公司平均			42.1	32.2	25.7	2.31	2.16	2.04

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 可比公司平均值不包括东吴、国海、太平洋。西南、东吴盈利预测采用瑞银证券预测, 其他公司采用 WIND 一致预期, 估值采用 2014 年 4 月 10 日收盘价

公司背景

东吴证券前身苏州证券, 1993 年成立; 2002 年公司更名东吴证券有限责任公司; 2010 年公司股份改制完成, 正式更名东吴证券股份有限公司。2011 年 12 月 12 日, 东吴证券成功上市, 股票代码“601555”。公司第一大股东为苏州国际发展集团有限公司, 直接间接持有公司股权 36.11%。

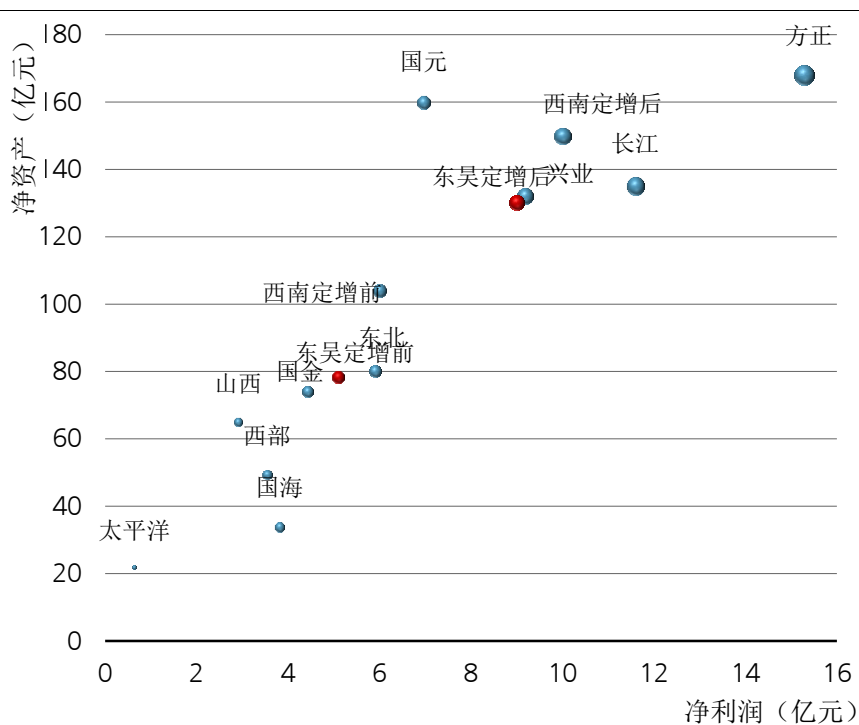
东吴证券综合实力介于兴业、西南与东北、国金之间, 2012 年以来公司主要财务指标市场排名在 21-29 位之间, 处于行业上游水平。东吴业务排名差异较大, 经纪业务、融资融券分别位居行业第 26 位、第 28 位, 而股债承销、集合理财管理资产规模则处于 50 名附近。公司定向增发已获证监会通过, 拟募资 51.73 亿元, 我们认为公司定增成功的概率较大。定增完成后, 公司净资产预计可增厚 66%, 推动公司综合实力提升至与兴业、西南等大致相当。

图表 66: 东吴证券主要指标市场排名

利润表	市场排名 2013.1H	资产负债表	市场排名 2013.1H	业务规模	市场排名 2013
营业收入	29	净资产	21	经纪业务份额	26
净利润	26	净资本	23	股票承销份额	54
		总资产	27	债券承销份额	44
				管理集合资产规模	51
				融资融券规模	28

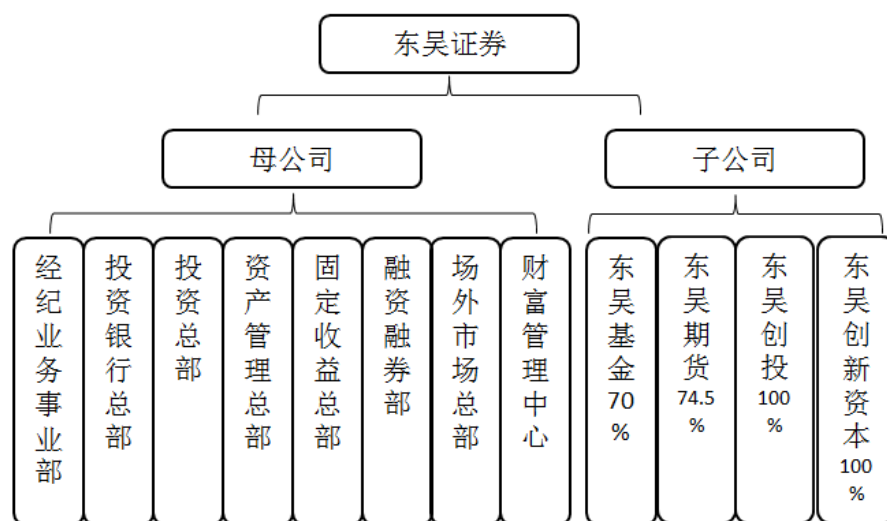
来源: WIND, 瑞银证券

图表 67: 中小型上市券商竞争格局 (2014E)



来源: 公司公告, 瑞银证券估算。注: 西南、东吴采用瑞银证券估算, 其他公司采用 WIND 市场一致预期 EPS 或 BVPS*股本

图表 68: 东吴证券组织架构



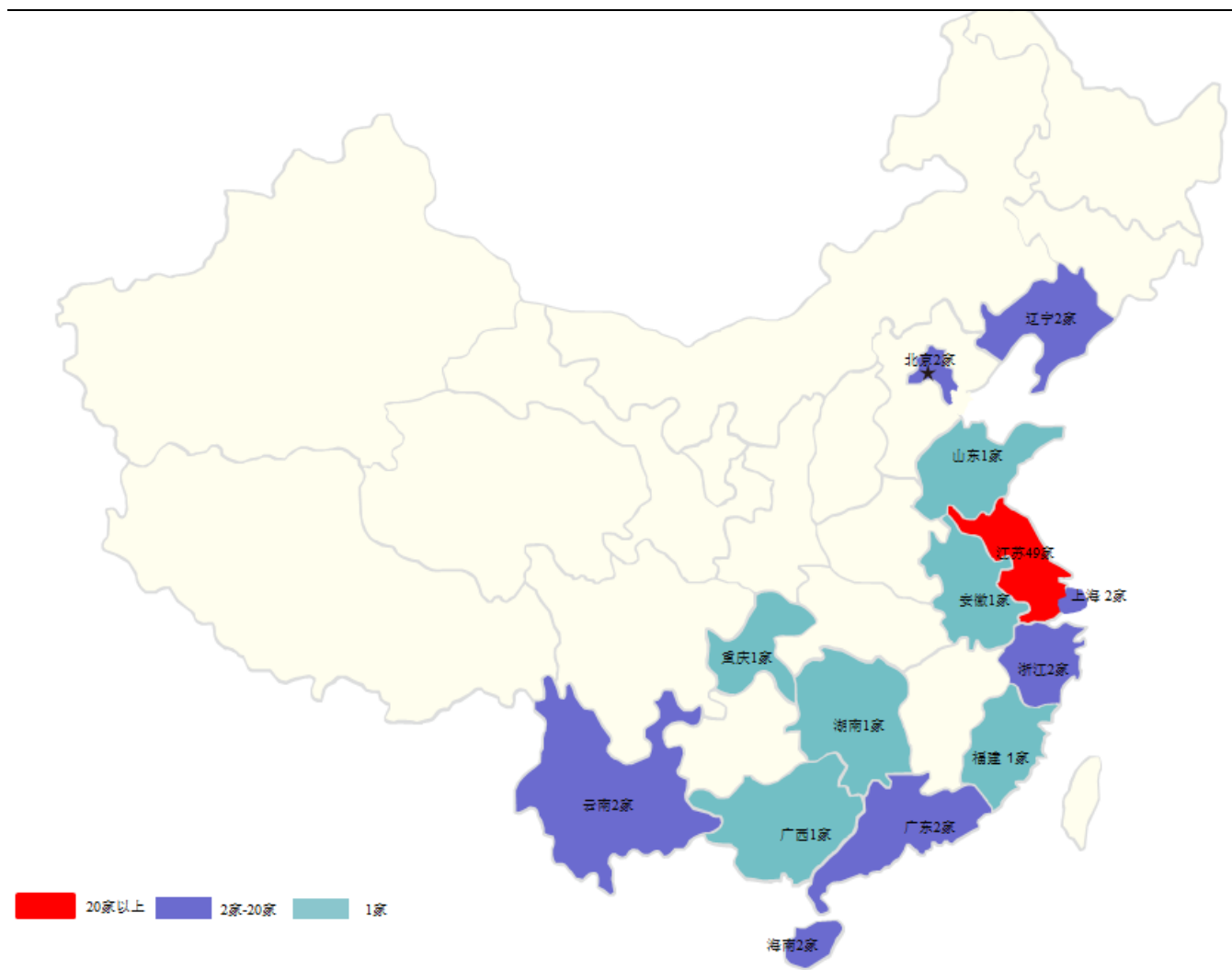
来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 69: 东吴证券前 10 名股东持股情况 (2013)

股东名称	股东性质	持股数量(万股)	持股比例(%)
苏州国际发展集团有限公司	国有法人	60,441	30.22
苏州市营财投资集团公司	国有法人	6,458	3.23
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	国有法人	6,183	3.09
昆山市创业控股有限公司	国有法人	5,979	2.99
苏州工业园区经济发展有限公司	国有法人	5,718	2.86
苏州信托有限公司	国有法人	5,312	2.66
全国社会保障基金理事会转持三户	国有法人	4,770	2.39
苏州元禾控股有限公司	国有法人	3,984	1.99
苏州市相城区江南化纤集团有限公司	境内非国有法人	3,600	1.80
苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司	国有法人	3,588	1.79
合计		106,033	53.02

来源: 公司公告, 瑞银证券

图表 70: 东吴证券营业网点分别 (2013)



来源: 公司公告, 瑞银证券

东吴证券 (601555.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	153	217	216	289	33.7	641	121.5	781	851	956
非利息收入总额	1,145	1,171	1,376	1,946	41.5	2,249	15.6	2,511	2,736	2,931
总盈利	1,299	1,388	1,592	2,235	40.4	2,890	29.3	3,292	3,587	3,887
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,399)	-34.0	(1,752)	-25.2	(1,994)	(2,141)	(2,281)
折旧前营业利润	355	384	549	837	52.5	1,138	36.1	1,297	1,447	1,605
折旧和摊销(除商誉)	(37)	(38)	(45)	(40)	11.5	(41)	-2.5	(42)	(41)	(41)
拨备前营业利润	319	346	504	797	58.2	1,097	37.7	1,256	1,406	1,564
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	308	336	503	797	58.3	1,097	37.7	1,256	1,406	1,564
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	308	336	503	797	58.3	1,097	37.7	1,256	1,406	1,564
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	308	336	503	797	58.3	1,097	37.7	1,256	1,406	1,564
税项	(85)	(57)	(130)	(203)	-55.8	(282)	-39.2	(322)	(360)	(400)
税后利润	223	279	373	594	59.2	815	37.2	933	1,045	1,164
股息(优先)	12	9	13	7	-43.3	22	195.3	23	23	24
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(4)	(6)	(3)	(12)	-249.4	(15)	-30.1	(16)	(17)	(18)
净利润 (本地 GAAP)	232	282	383	590	54.1	822	39.4	940	1,051	1,169
净利润(不计优先股股息)	232	282	383	590	54.1	822	39.4	940	1,051	1,169
净利润 (UBS)	232	282	383	590	54.1	822	39.4	940	1,051	1,169
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.15	0.14	0.19	0.22	14.1	0.30	39.4	0.35	0.39	0.43
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.22	14.1	0.30	39.4	0.35	0.39	0.43
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.17	0.25	0.30	17.2	0.41	37.7	0.47	0.52	0.58
每股股息净值	0.08	0.05	0.06	0.08	33.3	0.10	25.0	0.12	0.14	0.16
每股账面价值	3.69	3.79	3.91	5.01	28.0	5.26	5.0	5.53	5.82	6.12
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.01	28.0	5.26	5.0	5.53	5.82	6.12
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	15,860	15,770	18,844	27,885	48.0	30,275	8.6	33,714	36,719	40,242
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,307	23,364	35.0	29,080	24.5	31,995	35,217	38,481
总资产(年底)	15,860	15,770	18,844	27,885	48.0	30,275	8.6	33,714	36,719	40,242
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	0	434	3,161	8,523	169.7	12,586	47.7	15,340	17,797	20,053
客户贷款(平均)	0	217	1,797	5,842	225.0	10,554	80.7	13,963	16,568	18,925
生息资产(平均)	8,514	8,351	8,504	11,872	39.6	9,867	-16.9	10,203	10,384	11,266
客户存款	6,670	6,042	5,969	6,267	5.0	6,581	5.0	6,910	7,255	7,618
普通股权益(年底)	7,390	7,577	7,829	13,531	72.8	14,211	5.0	14,933	15,716	16,513
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,680	38.6	13,871	29.9	14,572	15,325	16,115
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	7,448	7,639	7,897	13,607	72.3	14,296	5.1	15,026	15,817	16,618
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	5,847	7,543	7,768	10,752	38.4	13,951	29.8	14,661	15,421	16,217
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	13,607	72.3	14,296	5.1	15,026	15,817	16,618
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	0.0	2.8	16.8	30.6	82.2	41.6	36.0	45.5	48.5	49.8
存款/银行资产(年底)	42.1	38.3	31.7	22.5	-29.0	21.7	-3.3	20.5	19.8	18.9
存贷比	0.0	7.2	53.0	136.0	156.8	191.3	40.6	222.0	245.3	263.2
股东资金总额/银行资产(年底)	47.0	48.4	41.9	48.8	16.4	47.2	-3.2	44.6	43.1	41.3

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

东吴证券 (601555.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	-	-	-	-	-	-	-	0
总资本	-	-	-	-	-	-	-	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	7,390	7,577	7,829	13,531	14,211	14,933	15,716	16,513
权益对资产比率%	46.6	48.0	41.5	48.5	46.9	44.3	42.8	41.0
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	41.5	48.5	46.9	44.3	42.8	41.0
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
拨备: 平均贷款余额	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力								
净息差(平均资产)	0.86	1.37	1.25	1.24	2.20	2.44	2.42	2.48
拨备与营业利润比率	3.3	3.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	4.0	3.8	5.0	5.5	5.9	6.4	6.9	7.3
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	5.5	5.9	6.4	6.9	7.3
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.25	1.76	2.16	2.54	2.80	2.92	2.97	3.02
生产率								
成本收入比	75.5	75.1	68.4	64.4	62.0	61.9	60.8	59.8
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.29	6.16	6.16	6.36	6.19	6.04
薪酬费用比	46.3	53.9	46.8	36.4	30.0	27.8	26.2	24.7
增长率(%)								
营业收入	-27.3	6.9	14.7	40.4	29.3	13.9	9.0	8.4
拨备前营业利润	-57.2	8.6	45.5	58.2	37.7	14.4	12.0	11.3
净利润 (UBS)	-59.8	21.7	35.8	54.1	39.4	14.4	11.9	11.2
每股股息净值	-20.0	-37.5	20.0	33.3	25.0	20.0	16.7	14.3
总资产(年底)	-20.2	-0.6	19.5	48.0	8.6	11.4	8.9	9.6
客户贷款	-	-	628.3	169.7	47.7	21.9	16.0	12.7
客户存款	-52.0	-9.4	-1.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Value (x)								
市值/收入	10.8	11.6	10.0	6.9	5.4	4.7	4.3	4.0
市值/存款	2.1	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	33.9	46.6	31.7	26.2	19.0	16.6	14.8	13.3
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	35.4	25.4	22.2	19.9	17.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	35.4	25.4	22.2	19.9	17.9
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	1.0	1.3	1.6	1.8	2.1
市净率	1.9	2.1	2.0	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+16.0%
预测股息收益率	1.1%
预测股票回报率	+17.1%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+7.6%

风险声明

我们认为，公司股价下行的风险主要包括：市场波动、政策推进不达预期、传统业务下滑等。中国证券行业同质化严重，尤其区域型证券公司面临一定的传统业务下滑风险。东吴经纪业务佣金率目前仍高于行业平均水平，且营业网点主要集中于苏州地区，未来或将面临更为激烈的竞争。此外，互联网公司进入证券行业也可能对较高的佣金率形成一定的冲击。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：潘 洪文；崔 晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

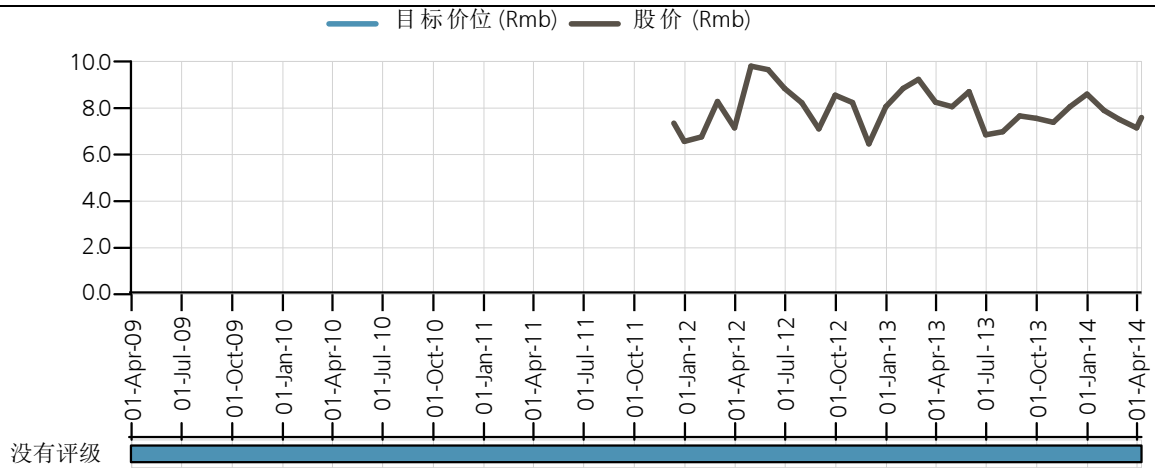
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东吴证券	601555.SS	未予评级	不适用	Rmb7.59	2014 年 04 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

东吴证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 9 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

