

东吴证券 (601555.SH)

证券行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

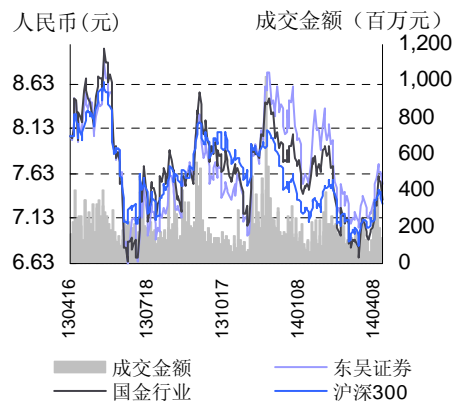
市价(人民币): 7.57 元

目标(人民币): 9.33 元

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)	150.20
年内股价最高最低(元)	8.89/6.63
沪深 300 指数	2232.53
上证指数	2105.12



相关报告

- 1.《依托股东背景将最大受益于苏州金融发展》, 2013.9.8
- 2.《2 季度业绩有所下滑,分公司改革持续推进》, 2013.8.8
- 3.《做强做实分公司,掘金江苏区域经济》, 2013.6.14

童楠

联系人
(8621)60230241
tongnan@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

受益于苏州国资国企改革的区域龙头券商

公司基本情况(人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.14	0.19	0.27	0.34	0.42
每股净资产(元)	3.79	3.91	4.24	4.48	4.79
市盈率(倍)	54	40	28	22	18
市净率(倍)	2.00	1.93	1.78	1.69	1.58
净利润增长率(%)	22%	36%	40%	27%	24%
净资产收益率(%)	2.5%	3.3%	8.3%	5.7%	6.8%
总股本(百万股)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

来源: 公司年报、国金证券研究所。注: 股本及每股数据尚未考虑定增的影响。

投资逻辑

- **股东背景雄厚、子公司牌照齐全的典型区域型券商:** 东吴证券扎根苏州, 区域优势明显: 占据苏州地区 40% 的股基交易量, 分公司制度改革直接对接地方政府和中小企业投融资需求。公司大股东国发集团是“银行、证券、保险、信托、担保、创投”六位一体的地方金融平台, 而东吴证券又是其控股的唯一上市平台, 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。
- **经济大市步入“大城时代”, 国资国企改革提速:** 苏州经济规模巨大、企业资源丰富、市富民强、金融资产总量及金融机构庞大, 虽不及外向型经济和民营经济发达, 但 2013 年底全市国资总量位列江苏第一, 按照“深化国有经济布局 and 机构调整、优化和创新国有资产管理体制和推动国有企业股权多元化改革”的思路, 后续国资国企改革相关需求十分旺盛。
- **公司的核心竞争力在于“1 项基础+ 2 点聚焦”, 后续快速扩张的驱动力在于“3 个机遇”:** 坚持根据地战略、服务地方经济是公司保持活力的基础, 主动对接国资国企改革的需求, 做好地方政府财务顾问以及利用好苏州丰富的中小企业资源和民营经济市场主体总量, 尤其是保持在中小企业私募债、新三板、资产证券化等创新业务方面优势是公司的核心竞争力。而国资国企改革、区域金融中心建设和中新金融实验区是东吴证券做大做强的机遇, 尤其是国资国企改革, 无论是东吴证券自身, 还是助力其他国企改革, 对公司的经营发展都有强大的驱动。
- **增发助力综合实力显著提升:** 13 年末公司净资本 50 亿元, 行业排名居后, 因此急需提升资本实力, 苏州国资国企改革及地方经济融资需求、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, 尤其是信用融资和另类自营, 助力公司综合实力的显著提升。国资将积极认购, 包括市属国资国发集团和工业园区国资控股和经发集团。

投资建议

- 我们看好公司“1 项基础+2 点聚焦+3 个机遇”的核心竞争力和快速扩张机遇, 目前公司市值 151 亿较小, 且股价较定增底价仅溢价 2.4%, 公司目前仍持有近 80 亿现金, 后续对接国资国企改革及构建金融控股集团空间巨大。我们预计 2014-2016 年的净利润分别为 5.37 亿元、6.82 亿元及 8.42 亿元, 增速分别为 40%、27%和 24%, 给予公司未来 6 个月 9.33 元目标价, 对应 2.2x14PB。

风险

- 地方政府支持不及预期; 创新大会不及预期; 券商低佣金的冲击。

内容目录

公司简介：股东背景雄厚、子公司牌照齐全的典型区域型券商	3
苏州大发展将带动东吴证券的跨越式发展	4
经济大市步入“大城时代”，国资国企改革提速	4
东吴证券核心竞争力：1项基础+2点聚焦+3大机遇	8
关于增发：补充净资本，助力综合实力显著提升	11
盈利预测与投资建议：维持买入评级，目标价 9.33 元	12

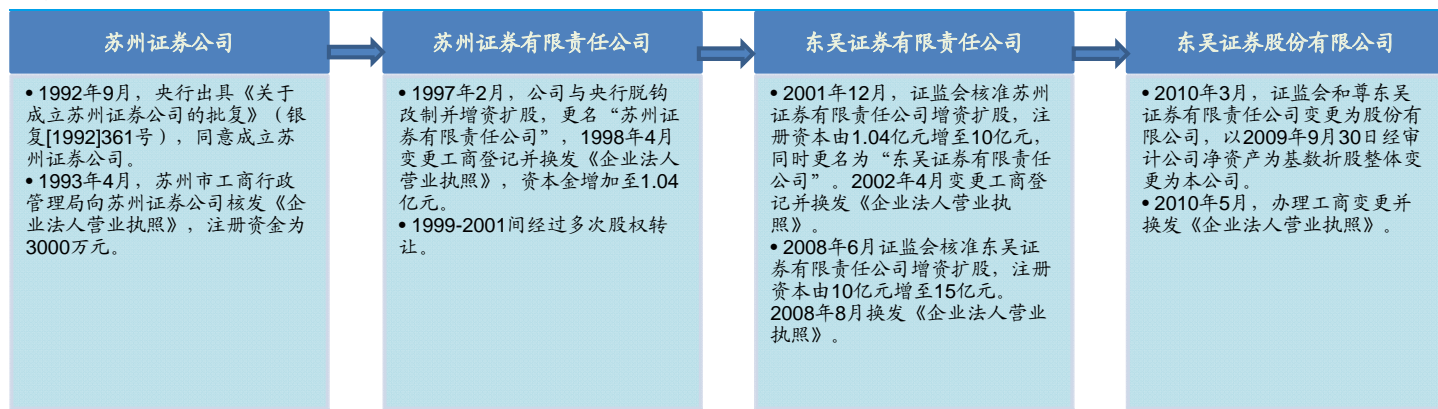
图表目录

图表 1：公司的历史变革	3
图表 2：东吴证券股权结构	4
图表 3：苏州行政区划调整前后主要指标比较(2012)	5
图表 4：2014 年中国城市 GDP 排名(亿元)	5
图表 5：苏州市企业构成概况(2013)	5
图表 6：全国城市企业总数的排名(2013)	5
图表 7：苏州市属国资—6 个综合性国有集团公司	6
图表 8：苏州市属国资—4 个专业性国有集团公司	6
图表 9：苏州工业园区国企概况	7
图表 10：苏州国有企业股权多元化改革	8
图表 11：营业收入主要依赖经纪和自营	8
图表 12：经纪业务份额及佣金率	8
图表 13：江苏省内券商竞争格局	9
图表 14：江苏省中小企业私募债券发行情况	10
图表 15：新三板市场统计（行业 Top15）	10
图表 16：东吴证券盈利预测重要假设	12
图表 17：东吴证券历史估值走势	13
图表 18：上市券商估值水平和投资评级	14
图表 19：东吴证券财务报表预测摘要	15

公司简介：股东背景雄厚、子公司牌照齐全的典型区域型券商

- 前身为苏州证券公司，1993 年 4 月成立，注册资金 3000 万元，2002 年更名为东吴证券有限责任公司，2010 年股改完成正式更名为东吴证券股份有限公司，2011 年 12 月 12 日在上交所挂牌，注册资本金增加至 20 亿元。2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年，公司分类监管评级分别为 B 类 BBB 级、A 类 A 级、B 类 BBB 级和 A 类 A 级。

图表1：公司的历史变革



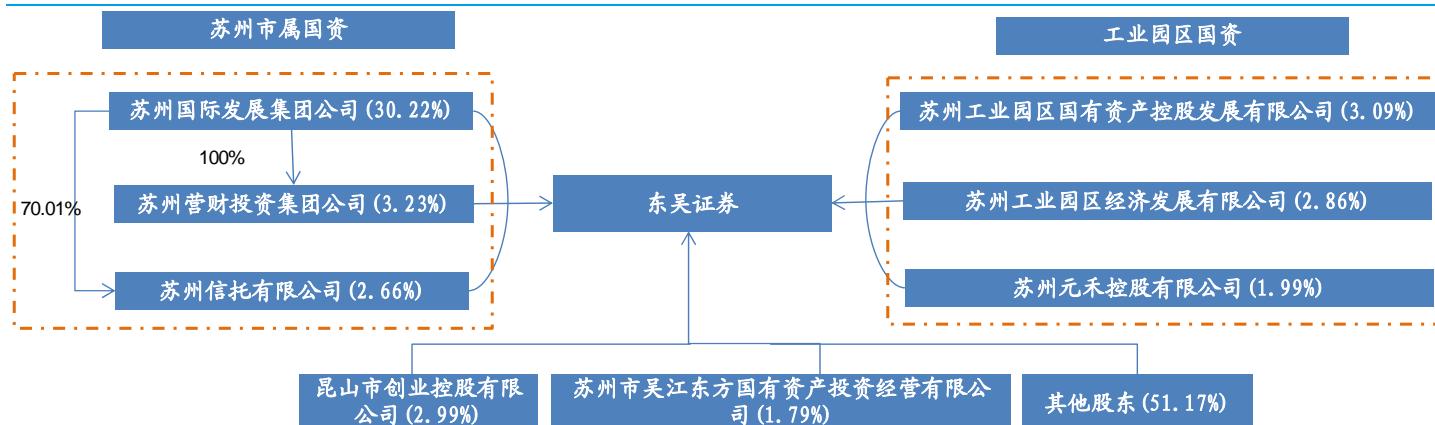
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **坚持根据地战略，区域优势明显，逐步迈向全国。**目前 96 家营业网点（含筹建，其中 45%左右为 C 类营业部）中 70%左右位于江苏省内，而且苏州辖区内营业部深入苏州各县市，苏州外营业部覆盖上海、北京、深圳、浙江等多个省市。此外，公司积极推进分公司制度改革，目前已经成立 16 家分公司¹，在兼顾经纪类管理职能的同时，拓展投行和固收业务职能，将服务重点转向区域政府和中小企业投融资需求。
- **子公司牌照齐全。**目前成立 4 个子公司，分别为东吴基金（持股比例 70%）、东吴期货（74.5%）、东吴创投（100%）和东吴创新资本（100%）。
 - 东吴基金：大资管战略布局的重要棋子，持股比例由 49%增至 70%，13 年净利润 3048 万元。专项子公司东吴优胜资产管理有限公司回报率高、潜力巨大。东吴基金旗下共管理公募基金 15 只（85 亿元）、专户资产管理产品 7 只（15 亿元），子公司专项管理计划 32 只（71 亿元）。
 - 东吴期货：首批正式登记参与连续交易的期货公司。目前营业部 14 家，分布于上海、苏州、江阴、厦门、沈阳和北京等地。13 年净利润 1326 万元，全年客户权益最高超 13 亿元，同比减少 0.08%，日均客户权益达 12 亿元，同比增长 7.81%。
 - 东吴创投：开展直投业务，13 年净利润 2030 万元，通过大型实业集团与专业投资团队的合作，充分发挥各自优势，先后成立河南华元恒道投资管理公司（基金管理公司）、昆山华元嘉润股权投资企业、苏州业联投资管理公司，全年完成投资项目 4 个，投资总额 2452 万元。参与投资一支产业股权投资基金—安信德摩牙科产业股权投资基金，为组建产业基金打基础，拟成立东吴并购资本管理有限公司。
 - 东吴创新：自营资本创新投资平台 + 推进资本中介业务发展平台 + 开展另类投资管理平台。13 年净利润 1458 万元。
- **股东背景雄厚。**1) 公司控股股东为苏州国发集团，持有公司 30.22%的股权，并通过控股公司营财投资（持股 100%）和苏州信托（持股 70.01%）合计持有公司 5.89%的股权，而苏州国发集团系由苏州市人民政府出资设

¹ 16 家分公司分别为苏州、太仓、张家港、昆山、常熟、吴江、南京、上海、北京、常州、无锡、徐州、泰州、南通、深圳和嘉兴。

立，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，控股东吴证券、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。东吴证券作为国发集团旗下唯一上市平台（后续苏州银行或上市）倍受青睐，我们预计集团在支持力度和资源倾斜方面讲不遗余力，国发集团也公告将积极参与此次东吴证券定向增发。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。2) 二股东苏州工业园区国资控股及一致行动人苏州工业园经发集团和元禾控股合计持有公司 7.94%的股权，园区控股和经发集团将参与定增。

图表2：东吴证券股权结构



来源：公司资料，国金证券研究所。

苏州大发展将带动东吴证券的跨越式发展

经济大市步入“大城时代”，国资国企改革提速

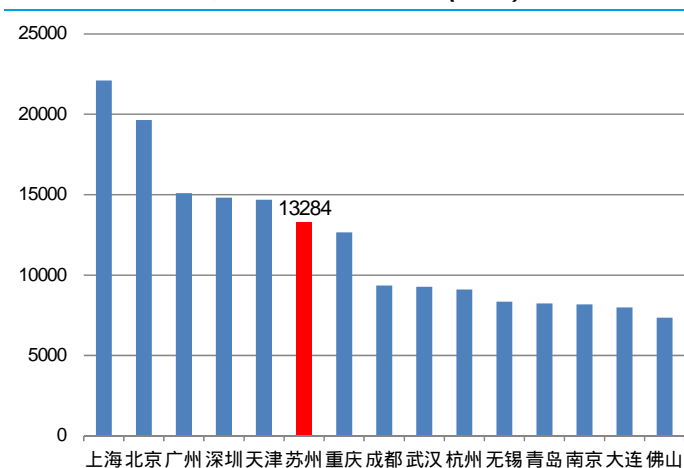
- **苏州城市发展南倾，“一核四城”步入“大城时代”**：2012年9月初，经国务院、江苏省政府批复同意，苏州市进行行政区划调整：撤销苏州市沧浪区、平江区、金阊区，设立苏州市姑苏区；撤销县级吴江市，设立苏州市吴江区。以区划调整为标志，苏州城市发展南倾，“一核四城”成为崭新定位，正式迈入“大城时代”：三区合一后的姑苏区为“核”，东部打造综合商务城、西部打造生态科技城、南部打造滨湖新城（以吴江为主）、北部打造高铁新城。此次调整满足了优化苏州行政区域格局，完善城市空间布局、做大做强中心城市的诉求，尤其是吴江的直接划入，使苏州主城区直接和上海接壤，既便于苏州进一步承接上海的辐射，也为苏州利用与上海的“同城效应”作出更充分的铺垫。

图表3: 苏州行政区划调整后主要指标比较(2012)

指标名称	新市区占全市比重%	原市区占全市比重%
土地面积	52.6	38
年末户籍人口	50.7	38.2
地区生产总值	49	37.9
服务业增加值	50.2	40.1
公共财政预算收入	50	39.7
固定资产投资	51.7	40.1
社会消费品零售总额	53	43.6
进出口总额	49.8	42.4
公共图书馆	66.7	58.3
艺术馆、文化馆(站)数	63.1	54.1
学校总数	51.1	39.4
卫生机构床位数	55.1	44.2
从事科技活动人员数	50.5	40

来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: 2014 年中国城市 GDP 排名(亿元)



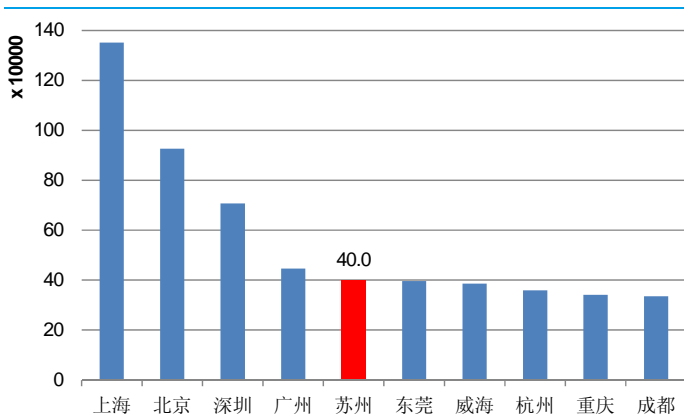
- **经济大市，接轨上海：**苏州地处江苏东南部，是最靠近上海的城市，具有经济规模巨大、企业资源丰富、市富民强、金融资产总量及金融机构庞大等特点。截至 2013 年底，1) GDP 1.33 万亿元，位列全国第五；规模以上工业总产值 3.57 万亿元，列全国第二；2) 国家级开发区 12 家，其中 3 个为国家级高新技术产业开发区，省级开发区 5 家，146 家世界五百强在苏州落户，企业总数量超过近 40 万家，位列全国第五；3) 市富民强：完成公共财政预算收入 1331 亿元，昆山、工业园区、张家港、常熟、吴江、吴中区、太仓等 7 个地区收入总量超过百亿元，列全国第七；农民人均纯收入 2.16 万元，列全国第一，而且城乡差别最小；4) 金融业增加值 960 亿元，金融资产总量超过 3 万亿，13 年全年实现全社会融资总量超过 4000 亿元，其中银行表内外信贷超过 3000 亿元，银行间市场融资达到 300 亿元，保险资金、信托收益权等另外投资达到 500 亿元，小额融资 200 亿元。金融机构超过 600 家，其中银行 60 家、保险 75 家、创投 169 家（占全国 10%）、小贷 93 家、典当 60 家。

图表5: 苏州市企业构成概况(2013)

企业构成概况	
企业总数	399752
生产制造类企业	138526
贸易经营类企业	209630
对外贸易类企业	18053
信息技术类企业	7432
旅游类企业	1866
服务类企业	22238
金融类企业	2007

来源: 《江苏省苏州市企业数据报告》，国金证券研究所

图表6: 全国城市企业总数的排名(2013)



- **区域金融中心定位：**按照 2014 年苏州金融业发展十大工程规划，将实施金融高地建设引领工程，打造区域性金融中心三大功能片区，即全力推动工业园区打造区域金融中心高地，全力推动昆山台资金融积聚和金融服务外包聚集，全力推动高新区打造“保险与科技结合”综合创新创业区，尤其是将利用股权融资、提高债券市场融资能力及完善各类交易市场等实施多层次资本市场建设工程，提高直接融资比例并鼓励兼并重组；通过基础设施企业资产证券化及对接保险总部资金等方式保障重点工程项目资金需求；实施地方金融活力激发工程，提升地方法人机构竞争力，推动东吴证

券投行与创新业务的比重，推动苏州银行、东吴人寿、苏州信托创新产品的发展。

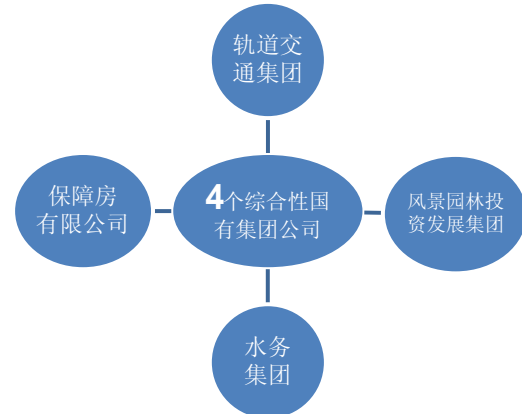
- **苏州市属国资及工业园国资现状：**苏州市外向型经济高度发达，民营经济位列江苏省首位，虽然国有经济逊于前两者，但近年来国资国企在政府重视与支持下，也有明显进步，截止 2013 年底，全市国资总量超过 1.2 万亿元，净资产达到 4800 亿元，归属于上市公司权益 4300 亿元，该三项指标连续三年排名江苏第一，其中营业收入 1018 亿元，实现利润 98 亿元，净利润 78 亿元。在国有资产“分类监管”新体制下，截至 2013 年底，
 - **市属国有资产总量 2300 亿元，净资产 1085 亿元，直接监管 10 家国资公司，在功能性方面帮助重要产业发展，在公共性方面完善城市发展基础，在经营性方面优化产业中优势企业，目前市属国资多为功能性和公共性。**

图表7：苏州市属国资—6个综合性国有集团公司



来源：国金证券研究所

图表8：苏州市属国资—4个专业性国有集团公司



- **园区国有资产总量 1558 亿元（较上年增 13.28%），净资产 476 亿元（较上年增 8.45%），是江苏省最大区县级国有经济体，其中特一级公司 3 家（中新系、新建元系、元禾系）、投资控股公司 3 家、一级企业 9 家、直属企业 5 家，优势主要集中在 1) 不动产增值，资产证券化提速：**园区国企持有大量地理位置十分理想的物业等不动产，若以公允价值计量隐形价值会大大释放，其中浙江开元大酒店已在香港发行股权 REITs 第一单，园区国企资产证券化将提速，2) **融资优势：**以自身的优质资产和品牌在银行贷款方面具有较强议价能力，与国开行、东吴证券建立长期战略合作关系。

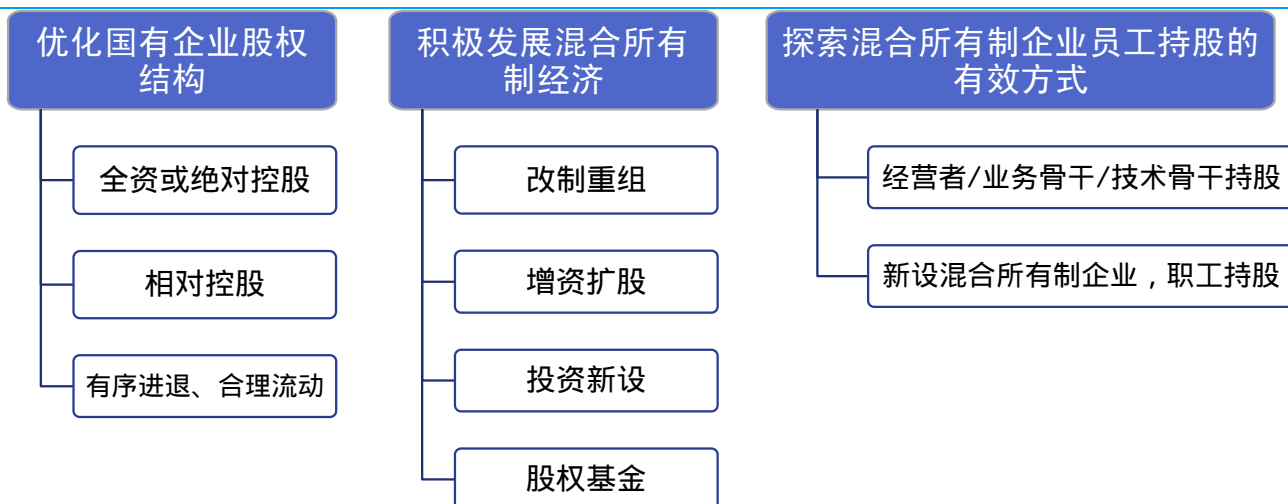
图表9：苏州工业园区国企概况

	全国品牌	省级品牌	区域内品牌
代表企业	<ul style="list-style-type: none"> • CSSD • 禾元控股 	<ul style="list-style-type: none"> • 新建元、建屋、圆融 • 邻里中心 	<ul style="list-style-type: none"> • 商旅、文博 • 物流 • 公共服务 • ...
竞争地位	<p>在园区外有一定影响力</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 以禾元控股为代表的金融产业公司在园区外具备一定的品牌竞争力和影响力，部分项目覆盖到园区外区域，东吴证券在资产证券化产品设计、寻求战略投资者等方面提供卓有成效的帮助 	<p>基本以园区内业务为主</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 新建元在盈利能力、品牌知名度上与行业领先者还有较大差距 ➢ 圆融业务基本局限在园区，建物业务也以园区内为主，只是在南通等个别地方有拓展尝试 	<p>业务局限在园区内</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 以文博、物流、金鸡湖城发、酒店、教投等为例的园区大部分园区国企，其业务基本局限与园区内部，在苏州市乃至全国与行业领先者差距大，竞争力弱

来源：国金证券研究所

- 苏州国资国企改革将围绕“深化国有经济布局和机构调整、优化和创新国有资产管理体制和推动国有企业股权多元化改革”展开，以期完成市属国有资产阶段性目标，即 1) 2015 年总资产 3000 亿元/净资产 1300 亿元，培育 3-5 家在业内有一定影响力的大企业，2) 2018 年总资产 5000 亿元/净资产 2000 亿元，改组或新建 1-2 家市属国有资本营运和投资公司、2 家以上市属一级国有企业股权多元化改革、70%以上二三级市属国有企业实现股权多元化，具体地，
 - 优化国资增量结构，引导国资增量重点投向基础设施、城市公用、民生保障、古城历史文化保护、生态环境保护等领域；
 - 调整国资存量结构，以优质资源加快向优势企业、集团积聚；
 - 积极拓展国内外多层次资本市场，优化股权结构、资产结构、业务结构，鼓励通过兼并收购集聚发展资源，大力推动企业通过企业债、短期融资券、中期票据等融资方式直接融资；
 - 做大做强 6 个综合性国有集团公司，做优做精 4 个专业性国有集团公司，尤其是借助国发集团控股的唯一上市公司东吴证券平台在深化和加大国资改革中充分发挥功能作用。
 - 深化国有企业分类管理，对经营管理类、市政建设类和服务保障类实行不同的管理和考核，尝试对国有控股上市公司进行市值管理。
 - 推动国有企业股权多元化改革，优化国有企业股权结构，积极发展混合所有制经济，探索混合所有制企业员工持股的有效方式。特别地，园区目前对于核心企业可采取略超过 50% 股权比例或相对控股的方式，利用杠杆作用，以最小的资本获得控制权，对于非核心企业可通过参股方式获得一定话语权及收益。

图表10：苏州国有企业股权多元化改革

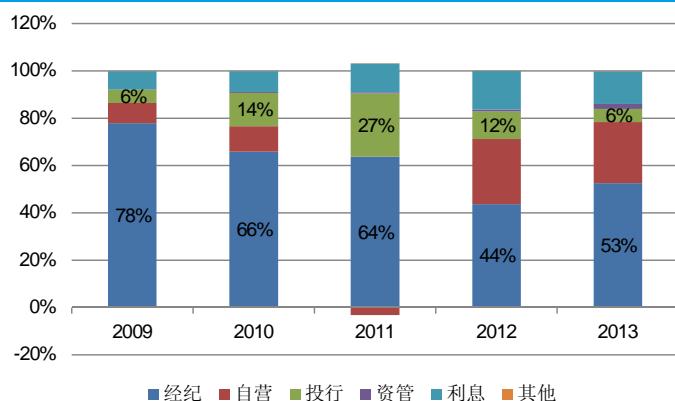


来源：国金证券研究所

东吴证券核心竞争力：1项基础+2点聚焦+3大机遇

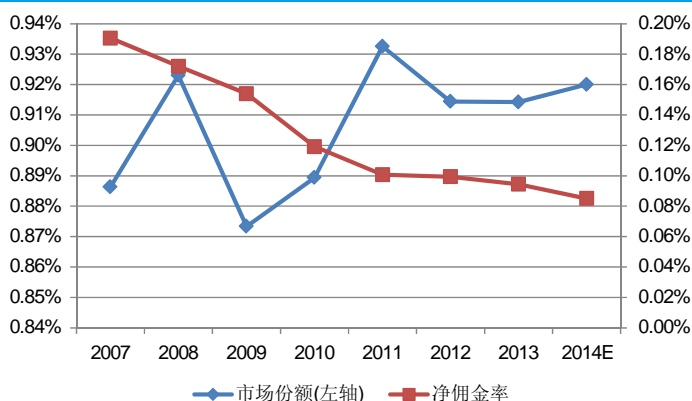
- **1项基础+2点聚焦** - 根据地战略是公司保持活力的基础，尤其是做好地方政府的“勤务兵”和中小企业的“服务员”：作为典型区域性券商，服务地方经济是其旺盛生命力的保证，东吴证券将继续坚持根据地战略，为地方经济提供体系化、专业化和特色化的服务。从前文对苏州经济情况的概述可以看到，苏州本身体量非常大，仅次于北上广深津，而且东吴证券多年本地市场的精耕细作，区域优势非常明显。
- **经纪业务**：苏州地区较高的经济总量和居民财富为公司经纪业务提供了肥沃土壤，2013年东吴证券A股和基金交易量在全国市场占比为0.869%，经纪业务实现交易量6000多亿，江苏省内排名第二，公司在苏州地区战据40%的市场份额，全市132家证券营业部中交易量前10名营业部中公司占有4席。此外，目前苏州境内上市公司超过60家，预计资本中介业务需求相对较强。至于互联网券商带来的行业佣金率下行压力，我们认为对于东吴证券会相对缓和：1)交易额多数在江苏省内，目前江苏省最低佣金率尚未完全打破，而且近半集中在苏州市，客户本土化情节较强，对佣金率不会过于敏感；2)将紧紧维系大客户，并通过金融产品及咨询服务等手段有效疏导价格敏感性客户；3)新批43家C型证券营业部，设在苏州乡镇一级，变成营销的端口和前端，通常2-3人，通过近身服务维持公司自身议价能力。

图表11：营业收入主要依赖经纪和自营



来源：公司资料，国金证券研究所

图表12：经纪业务份额及佣金率



图表13：江苏省内券商竞争格局

排名	公司	营业部数量(2013)	股基交易额(2012, 百万)			其他交易额(2012, 百万)	
			股票	基金	份额	回购	权证
1	华泰证券	86	1,269,982	39,997	28.93%	678,121	0
2	东吴证券	46	467,464	3,784	10.41%	254,650	0
3	南京证券	35	243,205	1,814	5.41%	56,213	0
4	国联证券	33	283,753	3,598	6.35%	402,666	0
5	海通证券	23	251,143	4,316	5.64%	202,271	0
6	东海证券	19	128,128	1,398	2.86%	38,582	0
7	光大证券	15	76,766	1,130	1.72%	102,198	0
8	中投证券	14	188,337	1,474	4.19%	94,634	0
9	中信建投	14	155,751	16,027	3.79%	81,174	0
10	申银万国	13	170,205	2,543	3.82%	171,167	0
11	中信证券	12	155,751	16,027	3.79%	81,174	0

来源：伟海数据，国金证券研究所

- **投行业务：**公司 2012 年开始推进分公司改革，在江苏省多个地县级市新建分公司，并在分公司设立投资银行部等业务部门，分公司职能由单一对经纪业务管理转变为地方解决“投融资”需求等全面综合金融业务，将证券公司小型化、分散化和贴身化，弱化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，目前成效显著且可复制性强，我们认为后续空间仍很大。一方面，主动对接地方城镇化建设的需求、国资国企改革的需求，通过资产证券化、直投基金、并购重组等多种方式，做好财务顾问，也就是地方政府的“勤务兵”，另一方面，利用好苏州丰富的中小企业资源和民营经济市场主体总量及在服务中小企业方面的行业前列优势，尤其是中小企业私募债、新三板、资产证券化等创新业务方面，做好中小企业的“服务员”。
- 1) **中小企业私募债行业前三：**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。公司 2013 年完成首单中小企业私募债券“华东镀膜”的发行，目前中小企业私募债券排名行业前三。在江苏省内，2012-2013 年共计发行 16 单/22.1 亿元中小企业私募债券，其中东吴证券作为主承销商发行 9 单/11 亿元，均超半数。

图表14：江苏省中小企业私募债券发行情况

债券简称	债券全称	发行规模(亿元)	发行人	主承销商	发行人城市
13江商债	江苏江南商贸集团有限责任公司2013年中小企业私募债券	3.00	江苏江南商贸集团有限责任公司	东吴证券股份有限公司	常熟市
13阳澄债	苏州阳澄湖生态休闲旅游有限公司2013年中小企业私募债券	3.00	苏州阳澄湖生态休闲旅游有限公司	国泰君安证券股份有限公司	苏州市
12琳桥债	苏州相城经济开发区琳桥绿化有限公司2012年中小企业私募债券	2.00	苏州相城经济开发区琳桥绿化有限公司	信达证券股份有限公司	苏州市
13苏新债	苏州高新污水处理有限公司2013年中小企业私募债券	2.00	苏州高新污水处理有限公司	国泰君安证券股份有限公司	苏州市
12虞尚湖	常熟市虞山尚湖旅游发展有限责任公司2012年中小企业私募债券	2.00	常熟市虞山尚湖旅游发展有限责任公司	东吴证券股份有限公司	常熟市
13龙腾债	昆山龙腾电子有限公司2013年中小企业私募债券	1.70	昆山龙腾电子有限公司	中信证券股份有限公司	昆山市
12漕湖债	2012年苏州漕湖科技发展股份有限公司中小企业私募债券	1.50	苏州漕湖科技发展股份有限公司	东吴证券股份有限公司	苏州市
13松鹤楼	苏州松鹤楼饮食文化有限公司2013年中小企业私募债券	1.00	苏州松鹤楼饮食文化有限公司	东吴证券股份有限公司	苏州市
12新宁债	苏州新区新宁自来水发展有限公司2012年中小企业私募债券	1.00	苏州新区新宁自来水发展有限公司	国泰君安证券股份有限公司	苏州市
12盛水债	吴江市盛泽水处理发展有限公司2012年中小企业私募债券	1.00	吴江市盛泽水处理发展有限公司	东吴证券有限责任公司	吴江市
12同里债	2012年苏州同里国际旅游开发有限公司中小企业私募债券	1.00	苏州同里国际旅游开发有限公司	东吴证券股份有限公司	吴江市
12五洲债	保定天威集团(江苏)五洲变压器有限公司2012年中小企业私募债	0.80	保定天威集团(江苏)五洲变压器有限公司	国泰君安证券股份有限公司	张家港市
13博瑞债	博瑞生物医药技术(苏州)有限公司2013年中小企业私募债券	0.60	博瑞生物医药技术(苏州)有限公司	民生证券股份有限公司	苏州市
12漕湖02	2012年苏州漕湖科技发展股份有限公司中小企业私募债券(第二期)	0.50	苏州漕湖科技发展股份有限公司	东吴证券股份有限公司	苏州市
12沙旅游	苏州沙家浜旅游发展有限公司2012年中小企业私募债券	0.50	苏州沙家浜旅游发展有限公司	东吴证券股份有限公司	常熟市
12苏镀膜	苏州华东镀膜玻璃有限公司2012年中小企业私募债券	0.50	苏州华东镀膜玻璃有限公司	东吴证券股份有限公司	苏州市

来源：Wind，国金证券研究所

- 2) **新三板今年有望盈利：**随着 2014 年 1 月底新三板扩容后 266 家挂牌企业中有 25 家苏州企业（工业园区 10 家，高新区 8 家等），其中 12 家由东吴证券保荐，目前苏州市中小企业数量多、资产质量高，注册资本 500-7500 万元，均值 2700 万元，平均利润超过 670 万元，多数符合中小板或创业板上市要求，而且 80% 以上是高新企业，成长性较好。按照《苏州市新三板挂牌企业三年培育计划》，苏州“争取首批挂牌企业超过 20 家。今后，每年新增挂牌企业 50 家，完成股改 50 家，力争三年实现“新三板”挂牌企业超过 200 家（即 2016 年超过 200 家）”，而且当地新建了全国首个新三板路演中心。虽然市场目前仅认为新三板能为企业转板提供客户资源，普遍担心新三板盈利时间的不确定，但随着市场培育的逐步成熟，三季度或推出做市商制度且公司力争入围第一批做市商试点以及苏南民营企业模式和质地非常好，我们预计公司新三板今年有望盈利。

图表15：新三板市场统计（行业 Top15）

券商简称	挂牌家数	股份总量(万股)	可交易股份总量(万股)	总资产均值(万元)	净资产均值(万元)	营业收入均值(万元)	净利润均值(万元)
合计	727	3,615,813.15	1,271,197.27	12,905.40	34.51	8,371.31	157.39
申银万国证券	100	653,042.55	293,303.14	17,733.09	-3,321.71	12,007.59	-279.91
国信证券	55	517,080.12	225,257.23	10,734.90	-36,450.99	6,643.14	-929.66
广发证券	37	202,496.39	90,849.69	16,427.23	4,286.15	11,655.58	712.47
齐鲁证券	33	69,262.26	19,266.81	5,829.34	3,515.20	4,166.61	453.74
中信建投证券	32	94,303.56	23,090.05	9,552.82	5,096.49	8,007.01	782.22
长江证券	32	101,138.36	29,723.71	7,656.55	1,872.50	5,129.68	505.44
西部证券	25	78,054.85	39,622.07	10,782.17	6,101.02	7,312.85	571.19
光大证券	25	92,339.54	23,005.13	7,535.24	1,428.18	6,822.48	238.04
国泰君安证券	23	240,168.69	81,156.15	22,382.67	5,190.19	10,070.52	-800.64
东吴证券	22	52,186.72	15,560.62	7,018.45	3,858.16	7,614.24	629.53
中原证券	19	44,490.49	17,831.32	10,106.81	2,913.25	4,071.20	359.35
东北证券	18	51,340.11	17,645.39	11,389.27	6,295.30	9,141.58	1,139.85
南京证券	17	44,747.00	12,872.09	7,784.60	4,298.22	8,188.51	548.92

来源：Wind，国金证券研究所

- 3) **股票承销储备充足，债券承销增长势头强劲，资产证券化启动：**股票承销方面，目前过会项目包括 2 单 IPO、3 单定增和 1 单收购；在会项目包括 8 单 IPO 和 3 单再融资。债券承销方面，2013 年完成 3 单企业债发行并有 5 家企业债上报审批，今年将保持增长势头，持续加大重点区域项目的承揽并逐步丰富业务品种；资产证券化储备项目 10 余单。重要的是，伴随前文提及的地方城镇化和国资国企改革的需求，将激发大量的投融资需求，我们预计直接融资的规模扩张将有望提升。

- **其他业务联动，尤其是资管和自营：**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，形成与经纪和投行业务的联动。

- **3 个机遇：国资国企改革机遇、区域金融中心建设机遇和中新金融实验区机遇。**东吴证券既是苏州国资国企改革的参与者，也是受益者，公司将努力对接混合所有制改革，抓住国资国企改革机遇。同时，作为苏州国有金融企业的带头人，公司将抓住区域金融中心建设的机遇，借助资本市场探索构建金融控股集团。此外，2013 年 10 月，中国与新加坡达成协议，中方将 RQFII 试点范围拓展至新加坡，投资额度为 500 亿人民币，后续中新金融实验区将有望获得更多政策倾斜或支持。

- **国资国企改革机遇：**苏州 2002-2003 年曾进行一轮国有企业改革，先后进行了协议转让和公开转让两个阶段，回头看这十年中的改制企业的发展路程和表现，员工持股的那部分企业的发展情况要比没有参与的企业来得好，比如江苏国泰，此外，目前苏州国有企业发展较好的，不管是混合所有制还是其他，基本上都是有员工持股参与的。
 - 1) **东吴证券自身国企改革：**“非公 36 条”鼓励民营资本进入金融业、鼓励金融机构探索股权激励，“证券业创新 11 条”明确指出鼓励证券公司高管探索以有限、合伙或信托方式进行长效激励机制，作为市属最大国有控股上市公司的东吴证券，自身做股权激励、员工持股是受到国资委支持和考虑的，而且作为高端金融企业更需要政策支持，预计在后续监管政策进一步放开的情况下，东吴证券的股权激励、员工持股都有望成行，尤其是子公司可以先行先试。
 - 2) **其他市属或国属国资国企改革均可能与东吴证券有深入合作。**从过往市属或国属国资国企与东吴证券的合作看，国资委对东吴证券的支持力度均较大，如元禾控股从 2013 年开始股权多元化、财务顾问、并购、挂牌、发债都已和东吴证券进行良好合作；新纪元总量 40 亿元的产业资金目前也与东吴证券深入合作中；邻里中心近期推进资产证券化等均与东吴证券有良好的合作。此外，从国资委针对不同功能国资国企改革思路看，新一轮国企改革的体量较大、项目较多，竞争性企业国资将全部退出，政府基础设施平台，如燃气、水务、高速、港口等，有引进外部资本、资产证券化、并购重组的需求，从国资委表态看，未来为国资后续发展提供资金支持推动国企混合所有制和股权多元化，包括股权激励、资产证券化等方面，东吴证券将会发挥较强的专业资源也将受益于根据地优势。

- **区域金融中心建设机遇：**公司坚持根据地战略，目的是进可攻、退可守，在做深做细苏州本地市场的同时，依靠行政区域的调整直接对接上海，主动加强上海布局。苏州将全力推动工业园区，打造金融服务园区的着地，打造金融创新投资工业园区；全力推动昆山金融积聚，把握昆山生态两岸化产业，打造金融服务基地；全力推动高新区，打造保险与科技结合综合实验创新区。东吴证券大股东国发集团是六位一体全牌照的综合金融集团，而东吴证券又是其控股的唯一上市平台，一方面，国发集团将借助其平台增强内部互联、抱团发展，另一方面，东吴证券业存在构建金融控股集团的基础。

关于增发：补充净资本，助力综合实力显著提升

- 公司年初公告非公开发行股票申请获证监会核准批复，将非公开发行不超过 7 亿股新股，发行底价为 7.39 元/股，募集资金总额不超过 52.08 亿元，其中大股东国发集团将认购 7-8 亿元，园区国资园区控股和经发集团也表示将参与定增。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，目前两融停顿主要因为 60 余万经纪业务总量存在天花板而且最近市场环境不好，从保护客户角度主动放缓节奏，待资金充裕后择时在风险可测可控的情况下提升市场份额；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。尤其是扩大两融业务量，通过构建评级高、流动性好的债券类基础资产池提升杠杆率，通过资管 10 亿元的优先劣后安排提升杠杆率及增资 7 亿元另类公司布局类贷款、政府平台或配合新三板。

- 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) 虽然 1 季报披露尚有近 80 亿的现金及现金等价物，但考虑到后续苏州国资国企改革、探索构建金融控股集团及多元创新业务需求，资金需求量较大；3) 13 年末公司净资本 50.07 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。

盈利预测与投资建议：维持买入评级，目标价 9.33 元

- 盈利预测：在 2014-2016 年日均股票基金交易额 2000 亿元的假设下，预计公司 2014-2016 年的净利润分别为 5.37 亿元、6.82 亿元及 8.42 亿元，增速分别为 40%、27%和 24%，EPS 分别为 0.27 元、0.34 元和 0.42 元（定增前口径）。

图表16：东吴证券盈利预测重要假设

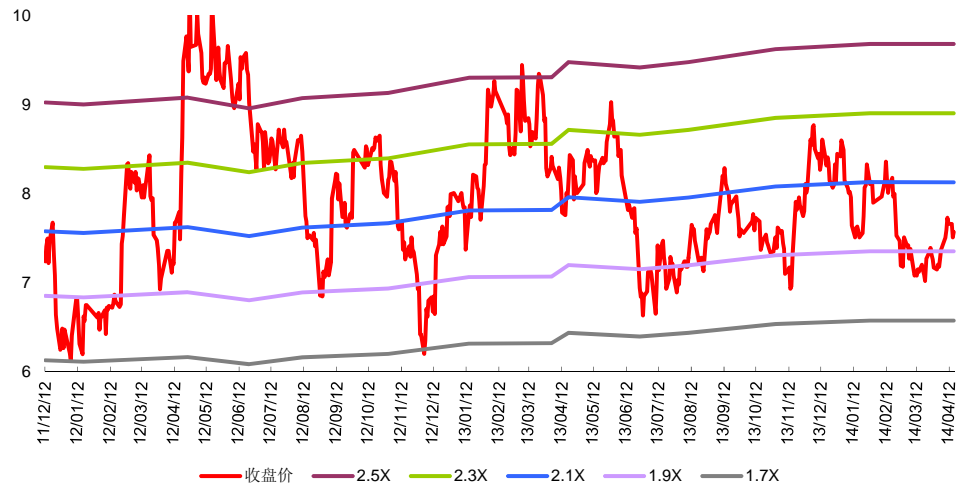
	2011	2012	2013	2014E	2015E
经纪业务					
股票基金日均交易额(亿元)	1,740	1,316	2,006	2,000	2,000
股票基金交易额市场份额	0.93%	0.91%	0.91%	0.90%	0.90%
股票基金净手续费率	0.101%	0.099%	0.094%	0.080%	0.072%
自营业务					
投资资产	2,255	4,742	5,680	4,975	4,648
投资收益+公允价值变动+资产减值	-40	365	404	426	481
自营收益率	-2%	10%	8%	8%	10%
投行业务					
市场权益类承销融资额(亿元)	6,597	4,475	3,598	6,350	6,985
公司权益类承销市场份额	0.63%	0.16%	-	1.08%	1.50%
市场核心债券类融资额(亿元)	9,605	15,808	10,167	10,221	10,762
公司核心债券类承销市场份额	0.21%	0.32%	0.44%	0.47%	0.75%
资管业务					
受托客户资产管理业务净收入(百万元)	5	11	33	60	96
增长率(%)	-26%	113%	197%	80%	60%
成本分析					
业务及管理费/营业收入	70%	70%	63%	61%	59%
营业税金及附加费/营业收入	5.3%	4.0%	5.1%	5.0%	5.0%
所得税率	26.4%	16.5%	25.2%	25.0%	25.0%

来源：国金证券研究所

- 合理价值与投资建议：我们看好公司“1 项基础+2 点聚焦+3 个机遇”的核心竞争力和快速扩张机遇，目前公司市值 151 亿较小，且股价较定增底

价仅溢价 2.4%，公司目前仍持有近 80 亿现金，后续对接国资国企改革及构建金融控股集团空间巨大。我们给予公司未来 6 个月 9.33 元目标价，对应 2.2x14PB。

图表17：东吴证券历史估值走势



来源：Wind，国金证券研究所

- **风险提示：** 1. 苏州国资国企改革和地方政府对东吴证券的支持力度不及预期； 2. 券商创新大会不及预期； 3. 互联网券商低佣金的冲击。

图表18: 上市券商估值水平和投资评级

	评级	周涨幅		月涨幅	总市值	流通市值	BVPS			PB		
		2014-04-16	A股				2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
中信证券	买入	11.77	↓ -3.8%	↑ 11.8%	1,297	1,155	7.85	7.96	8.38	1.5	1.5	1.40
海通证券	买入	9.89	↓ -2.2%	↑ 7.0%	948	800	6.12	6.42	6.91	1.6	1.5	1.43
长江证券	增持	8.58	↓ -1.9%	↑ 4.8%	203	203	5.11	5.46	5.84	1.7	1.6	1.5
国元证券	增持	9.57	↑ 0.5%	↑ 10.8%	188	188	7.61	7.90	8.25	1.3	1.2	1.2
东北证券	增持	7.90	↓ -2.8%	↑ 0.5%	155	133	7.36	7.60	8.34	1.1	1.0	0.9
宏源证券	增持	8.22	↑ 0.0%	↑ 0.0%	327	289	7.45	3.73	4.77	1.1	2.2	1.7
太平洋	买入	6.80	↑ 1.8%	↑ 8.6%	112	112	1.29	1.32	1.92	5.3	5.2	3.5
西南证券	增持	8.81	↓ -1.3%	↑ 5.3%	249	205	4.48	4.66	4.86	2.0	1.9	1.8
光大证券	增持	10.80	↓ -3.1%	↑ 6.6%	503	503	5.53	5.83	6.87	2.0	1.9	1.6
招商证券	增持	8.13	↓ -1.3%	↑ 4.6%	278	278	6.49	6.68	6.25	1.3	1.2	1.3
广发证券	增持	10.46	↓ -2.2%	↑ 5.9%	619	619	5.58	5.86	6.14	1.9	1.8	1.7
华泰证券	增持	8.35	↓ -2.2%	↑ 10.2%	468	467	6.10	6.38	6.72	1.4	1.3	1.2
兴业证券	增持	9.35	↓ -2.7%	↑ 7.7%	243	194	3.96	5.00	5.36	2.4	1.9	1.7
山西证券	买入	6.68	↓ -0.7%	↑ 3.7%	168	160	2.52	2.44	2.58	2.7	2.7	2.6
方正证券	增持	5.92	↑ 0.7%	↑ 9.6%	361	207	2.37	2.58	2.82	2.5	2.3	2.1
国海证券	买入	10.28	↓ -1.2%	↑ 5.3%	238	60	1.53	2.68	1.47	6.7	3.8	7.0
东吴证券	买入	7.57	↓ -1.2%	↑ 5.9%	151	92	3.79	3.91	4.11	2.0	1.9	1.8
西部证券	增持	11.66	↓ -1.1%	↑ 4.5%	140	73	3.71	4.40	4.61	3.1	2.7	2.5
锦龙股份	买入	26.79	↑ 0.0%	↑ 0.0%	120	60	4.96	4.95	6.76	5.4	5.4	4.0
Average										4.7	5.0	5.1
	总股 本	流通 股本	流通 比	每股收益			PE			ROE%		
				2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
中信证券	110	98	89%	0.42	0.47	0.55	28	25	21	5.35%	5.91%	6.60%
海通证券	96	81	84%	0.38	0.49	0.52	26	20	19	6.19%	7.65%	7.54%
长江证券	24	24	100%	0.36	0.39	0.49	24	22	18	7.02%	7.14%	8.38%
国元证券	20	20	100%	0.17	0.39	0.31	55	24	31	2.29%	4.95%	3.70%
东北证券	20	17	86%	0.08	0.25	0.53	94	31	15	1.14%	3.30%	6.36%
宏源证券	40	35	89%	0.28	0.34	0.39	30	24	21	3.71%	9.11%	8.27%
太平洋	17	17	100%	0.04	0.05	0.06	156	136	115	3.37%	3.79%	3.08%
西南证券	28	23	82%	0.18	0.28	0.27	49	32	33	4.00%	5.98%	5.49%
光大证券	47	47	100%	0.39	0.44	0.25	28	24	42	6.97%	7.57%	3.70%
招商证券	34	34	100%	0.47	0.19	0.57	17	43	14	7.18%	2.83%	9.18%
广发证券	59	59	100%	0.49	0.38	0.49	21	28	21	8.76%	6.48%	7.98%
华泰证券	56	56	100%	0.32	0.39	0.49	26	21	17	5.25%	6.11%	7.22%
兴业证券	26	21	80%	0.19	0.33	0.36	48	28	26	4.89%	6.60%	6.67%
山西证券	25	24	95%	0.08	0.09	0.12	83	74	58	3.20%	3.69%	4.48%
方正证券	61	35	57%	0.11	0.16	0.26	54	37	23	4.64%	6.20%	9.06%
国海证券	23	6	25%	0.07	0.52	0.18	152	20	57	4.43%	19.27%	12.33%
东吴证券	20	12	61%	0.17	0.29	0.26	44	26	29	4.58%	7.36%	6.44%
西部证券	12	6	52%	0.12	0.21	0.24	95	56	48	3.31%	4.77%	5.22%
锦龙股份	4	2	50%	0.07	0.18	0.28	358	147	96	1.51%	3.68%	4.14%
Average							32.4	27.0	23.6	5.41%	6.42%	6.87%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表19：东吴证券财务报表预测摘要

利润表						资产负债表					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,398	1,599	2,105	2,525	2,956	货币资金	6,930	5,913	5,781	6,070	6,556
手续费及佣金净收入	805	975	1,296	1,521	1,882	结算备付金	776	1,295	1,300	1,365	1,474
其中：代理买卖证券业务净收入	581	824	708	629	579	融出资金	415	2,410	4,507	5,617	6,505
证券承销业务净收入	155	86	489	751	1,094	交易性金融资产	2,433	3,401	2,961	2,513	2,251
受托客户资产管理业务净收入	11	33	60	96	153	买入返售金融资产	748	1,256	987	1,047	1,125
利息净收入	217	216	384	522	614	可供出售金融资产	2,270	2,244	1,974	2,094	2,251
投资收益及公允价值变动净收益	376	405	426	481	460	持有至到期投资	39	35	39	42	45
营业支出	1,052	1,089	1,390	1,616	1,833	长期股权投资	354	400	355	335	338
营业税金及附加	56	82	105	126	148	资产总计	15,770	18,844	19,742	20,938	22,507
管理费用	985	1,007	1,284	1,490	1,685	拆入资金	100	156	234	328	393
营业利润	346	510	716	909	1,123	卖出回购金融资产款	969	895	940	1,081	1,243
营业外净收入	(1)	6	0	0	0	代理买卖证券款	6,679	6,321	6,321	6,637	7,167
利润总额	345	516	716	909	1,123	负债合计	8,131	10,947	11,186	11,893	12,847
所得税	57	130	179	227	281	股本	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
净利润	288	386	537	682	842	归属于母公司所有者权益	7,577	7,829	8,482	8,966	9,576
归属母公司所有者净利润	282	383	537	682	842	少数股东权益	62	68	74	78	83
少数股东损益	6	3	0	0	0	所有者权益合计	7,639	7,897	8,556	9,044	9,660

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司所有者净利润(百万元)	282	383	537	682	842	每股收益(元)	0.14	0.19	0.27	0.34	0.42
YoY(+/-,%)	22%	36%	40%	27%	24%	每股净资产(元)	3.79	3.91	4.24	4.48	4.79
归属于母公司所有者权益	7,577	7,829	8,482	8,966	9,576	市盈率	54	40	28	22	18
YoY(+/-,%)	2.5%	3.3%	8.3%	5.7%	6.8%	市净率	2.00	1.93	1.78	1.69	1.58
净资本(百万元)	5,232	5,007				ROAE(%)	3.8%	5.0%	6.6%	7.8%	9.1%
						ROAA(%)	1.8%	2.2%	2.8%	3.4%	3.9%

来源：公司资料，国金证券研究所

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	1	2	2	2	6
增持	0	4	4	4	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.57	1.62	1.63	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-06-14	买入	7.93	10.00 ~ 10.30
2 2013-08-08	买入	7.18	N/A
3 2013-09-08	买入	7.72	9.60

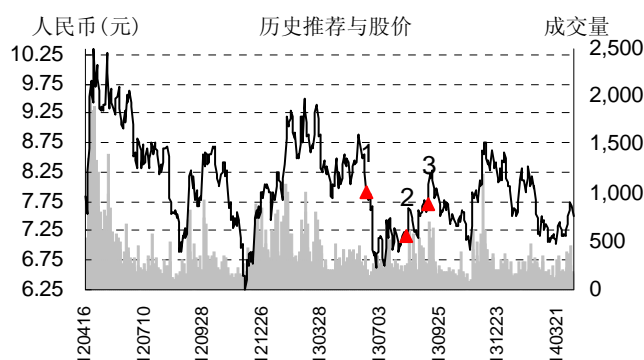
来源：国金证券研究所

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



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。

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD