

## 东吴证券

### 完成定增充实资本，互联网金融布局显著加快

#### 定增完成充实资本，预期利息收入将快速上升

2014年8月7日东吴顺利完成定向增发，募资净额50亿元，净资产增厚约62%。本次定增大幅增厚了公司资本实力，并为公司创新业务发展提供了资金支持。考虑到股权融资节省财务成本，同时债务融资成本显著降低，以及公司资本中介业务规模快速提升，我们预期公司利息收入有望快速提升。

#### 拟参股市民卡、与同花顺战略合作，互联网金融布局显著加快

公司在互联网金融业务布局显著加快。公司拟收购苏州市民卡公司20%股权，市民卡拥有第三方支付牌照，若收购完成我们看好与东吴证券产生协同效应，完善公司证券账户体系建设、实现证券账户消费支付等功能。公司公告与同花顺展开战略合作，我们期待未来能有以股权为纽带的深度合作。

#### 我们上调公司2014-2016年EPS预测，上调幅度分别为3%、6%和6%

考虑到2014年上半年行业佣金率下滑幅度小于预期，以及定增募资50亿元充实资本后创新业务有望更快增长，我们上调公司2014-16年EPS预测由0.22/0.30/0.35元至0.23/0.32/0.37元，上调幅度分别为3%、6%和6%。

#### 估值：维持“买入”评级，目标价10.12元

考虑公司互联网金融业务布局显著加快，我们将公司经纪业务PE估值由10倍调整至15倍。基于分部估值法推导，目标价由8.97元上调至10.12元，对应2014-16年P/E 44.8/31.2/27.4x，对应2014年P/B2.02x，维持“买入”评级。

### Equities

中国

多样化金融服务

12个月评级 **买入**  
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb10.12**  
之前: **Rmb8.97**

股价 **Rmb8.57**

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 Rmb8.77-6.93

市值 Rmb17.1十亿/US\$2.79十亿

已发行股本 2,000百万(ORDA)

流通股比例 42%

日均成交量(千股) 24,516

日均成交额(Rmb百万) Rmb193.9

普通股股东权益(12/14E) Rmb13.5十亿

市净率(12/14E) 1.7x

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	3.41	0.27
12/15E	0.30	0.32	6.45	0.35
12/16E	0.35	0.37	6.30	0.48

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	2,312	3,067	3,449	3,758	4,041
税前利润	320	345	516	831	1,190	1,357	1,499	1,652
净利润(本地GAAP)	232	282	383	610	874	999	1,104	1,218
净利润(UBS)	232	282	383	610	874	999	1,104	1,218
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.23	0.32	0.37	0.41	0.45
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	5.7	6.3	6.8	7.2	7.5
股价/拨备前营业利润(稀释后)	33.9	46.6	31.7	28.1	19.8	17.3	15.7	14.2
市净率	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	38.0	26.5	23.2	21.0	19.0
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9

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08月19日22时37分的股价(Rmb8.57)得出。

# 投资主题

## 东吴证券

### 投资理由

东吴证券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。

受益于苏州地区丰富的中小企业资源，东吴证券中小投行项目储备较多，新三板和中小企业私募债等业务处于同类公司前列。

公司积极通过多渠道募集资金，为创新业务做准备，不断通过扩大卖出回购，发行公司债、短期融资券，完成定向增发等方式扩张资产负债表。

考虑到苏州金融需求旺盛且创新业务是公司战略重点，同时公司资金准备相对充足，我们预期公司创新业务未来有望继续高增长，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每股估值 10.66 元，对应 2014 年 P/B 2.11 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 EPS 分别为 0.20 元/0.27 元/0.32 元。基于分部估值法推导出每股估值 6.76 元，对应 2014 年 P/B 1.37 倍。

### 近期催化剂

公司下半年可能与同花顺进行更深度合作，如以股权为纽带的合作，有望利好股价；

完成定增、资本金大幅充实后，下半年公司融资融券、股权质押等创新业务增速可能超预期，导致公司业绩超预期；

随着经纪业务竞争加剧，下半年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb10.12

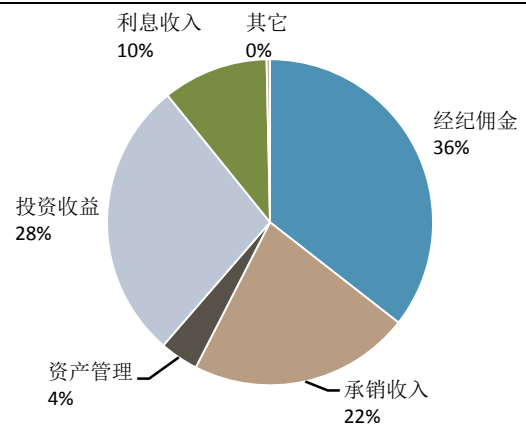
### 公司简介

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。新的盈利模式下我们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，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

### 东吴证券收入构成(2014.1Q)



来源：公司数据

### 东吴证券简要损益表（亿元）

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13.9	15.9	23.1	30.7	34.5
营业支出	10.5	10.9	14.9	19.0	21.1
营业利润	3.5	5.1	8.3	11.9	13.6
所得税	0.6	1.3	2.1	3.0	3.4
净利润	2.9	3.9	6.2	8.9	10.2
归属母公司净利润	2.8	3.8	6.1	8.7	10.0

来源：公司数据，瑞银证券估算

## 定增完成充实资本，预期利息收入将快速上升

公司抓住机遇完成定增，资本运作能力再次体现。2014年8月7日，东吴证券顺利完成定向增发，募资净额50亿元，净资产增厚约62%，资本实力显著提升。本次定增的完成大幅增厚了公司的资本实力，显示了公司较好的资本运作能力。考虑到目前创新业务正处于快速发展阶段，资金储备对创新业务快速发展至关重要，我们期待公司未来创新业务增速有望快速提升。

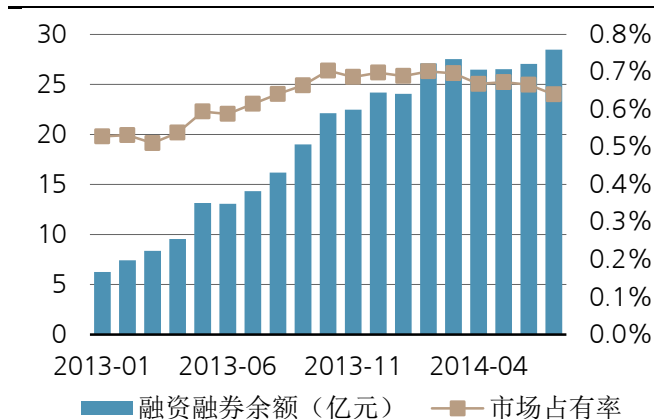
相对于债务融资，股权融资节省公司财务成本，尽管部分摊薄公司EPS。目前证券公司扩张资产负债表主要通过债务融资和股权融资两种方式。考虑到股权融资无需支付利息成本，而债务融资需承担较为固定的利息支出，我们认为股权融资节省公司财务支出。因此，我们认为股权融资将快速增加公司净利息收入。虽然股权融资对盈利具有一定的摊薄效应，但考虑到资本中介、另类投资等业务规模高速增长且毛利较高，我们认为目前时点股权融资的摊薄效应相对有限。

目前债务融资成本显著降低，利息支出有望下降。2013年12月东吴发行3+2年期和5年期公司债18.3亿元、0.7亿元，资金成本分别为6.0%和6.1%，成本较高。2014年5月东吴发行第一期短期融资券10亿元，利息成本4.85%。考虑到公司短期融资券总额度为31亿元，而目前时点融资成本显著下降、证券公司短期融资券利率维持在4.5%左右，我们预期公司后续短期融资券成本有望降低。此外，8月15日起转融资费率下调80个点，182天期转融资费率从6.6%降至5.8%，转融通成本大幅下降一方面反映了市场融资成本显著下降，另一方面券商转融资的利息支出有望减少。

融资融券业务与股权质押业务规模持续提升。2014年以来，东吴证券融资融券业务与股权质押业务均快速提升。其中截止2014年7月末，公司融资融券余额28.47亿元，较2013年末增长18%，略慢于证券行业28%的平均增速；公司接受质押股票市值94.38亿元，较2013年末增长127%，快于证券行业113%的平均增速。考虑到公司8月份完成定向增发，资金支持大幅充裕，我们预期公司融资融券业务及股权质押业务增速有望加快。

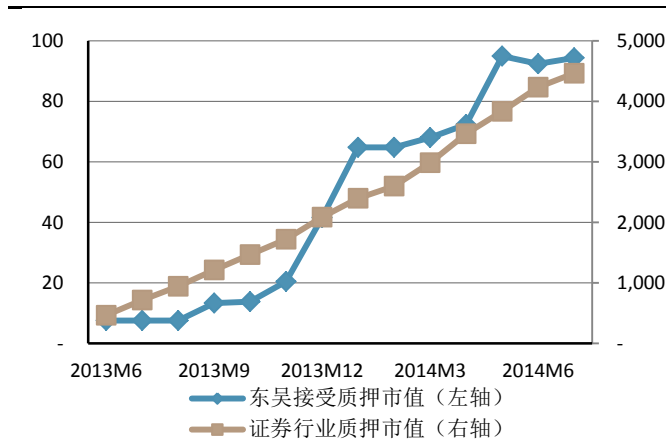
综上所述，考虑公司资本中介业务规模快速增长、资金成本显著下降，我们预期公司利息收入有望快速提升。

图表 1: 东吴融资融券业务规模持续增长



来源: WIND

图表 2: 东吴股权质押业务规模持续增长 (亿元)



来源: WIND

## 参股市民卡、与同花顺合作，互联网金融布局显著加快

### 公告收购市民卡 20% 股权，助力公司互联网金融业务

2014 年 6 月 24 日东吴证券发布关联交易公告，东吴证券拟以自有资金向大股东苏州国发集团收购其持有的苏州市民卡有限公司 20% 的股权，交易最终定价尚需提交董事会审议，交易需取得政府主管部门和相关金融监管机构核准或备案。

苏州市民卡有限公司成立于 2003 年，是由苏州国发（持有 21.82%）、南京联创科技（49%）、苏州恒创投资、苏州交通投资、苏州轨道交通共同投资组建的国有控股公司，公司注册资金 7000 万元人民币。

我们认为本次交易若完成，将助力公司互联网金融业务。

**苏州市民卡目前盈利能力较好，我们看好后续发展前景。**苏州市民卡有良好的盈利能力，2012-2013 年营业收入分别为 7334.71 万元和 8297.06 万元，净利润分别为 1484.21 万元和 1952.37 万元，净资产分别为 6528.43 万元和 8094.57 万元。目前公司拥有第三方支付牌照，正在申领互联网支付牌照，我们认为公司若取得互联网支付牌照后，未来线上业务收入前景较好，业绩有望保持较高的增长水平。因此，若收购完成，苏州市民卡有望为公司带来良好的投资回报。

**苏州市民卡功能较为全面。**苏州市民卡由苏州市政府向市民发放，在公共交通、小额零售业等小额消费场所拥有快速结算功能，并可以在所有支持银联标准的 POS 机、ATM 机以及银行柜面上完成存取款、消费、转账等金融服务。市民卡捆绑银行账号后，可实现公共基金的发放、公共事业的缴费、苏州通手机钱包等功能。

市民卡拥有广泛合作伙伴和雄厚的客户基础。苏州市民卡集合了政府服务、公共事业和金融支付三大功能，拥有广泛的合作伙伴和雄厚的客户基础（我们预计超过 20 万发行量），这为公司拓展互联网金融提供较好客户资源。

**我们看好与东吴证券未来的协同效应。**苏州市民卡拥有第三方支付牌照资源，若收购完成，我们看好与东吴证券产生协同效应，完善公司证券账户体系建设，有望实现证券账户消费支付等功能。考虑到市民卡目前的客户基础，东吴证券有望与市民卡公司进行全面业务合作，在移动互联网支付、互联网金融方面协同发展。

### 与同花顺展开战略合作，我们期待有更深度的合作

2014 年 7 月 9 日，东吴证券公告与同花顺网络信息股份有限公司签署《战略合作协议》，双方拟在互联网金融领域开展合作，协议有效期为三年。双方将就互联网渠道模块、大数据服务模块以及互联网信用平台模块三方面展开深度合作。

- 互联网渠道模块方面包括共同打造网上金融超市；深度合作在线开户及高端客户的开发；合作打造社区投资平台，为投资者提供跨市场、跨品种的资本市场数据查询、资讯订阅和互动交流服务。

- 大数据服务方面包括深挖量化投研体系、共同开发服务高端客户；在客户账户、支付功能等方面开展合作；同花顺为东吴证券量身定制手机 App 软件客户端；资讯筛选，根据客户使用习惯推送相应产品；量身定制金融产品服务等。
- 互联网信用平台模块方面包括对互联网客户进行快速融资融券对接；同花顺将对互联网客户的信用进行评级，对于另类客户进行另类金融服务；建立项目管理系统，对接中小企业融资人与互联网投资者等。

我们认为证券公司互联网公司的合作主要有三种形式，一是签署战略合作协议；二是与互联网公司合作共同开发具备互联网思维的新产品；三是以股权为纽带的更深度合作。其中，从中长期影响来看我们最为看好第三种形式。考虑到东吴证券与同花顺二者的地位相对更为对等，我们认为不排除未来东吴证券与同花顺进行以股权为纽带、更深度的排他性合作的可能。

## 增资东吴创新资本，另类投资收入贡献有望增加

2014 年 8 月 7 日东吴创新资本再次增资，注册资本由 5 亿元增至 10 亿元，如预期完成第二期增资。

东吴创新资本是东吴证券的另类投资子公司，目前主要开展资本中介业务，包括股票质押，结构性贷款、类信托业务、量化投资等。

公司业务布局上更加重视另类投资，公司完成增资后，我们期待另类投资对公司收入贡献将显著增加，我们预计 2014-2015 年另类投资对收入贡献占比达到 2.4%和 2.8%。

## 盈利预测调整概要

- 考虑到 2014 年上半年证券行业佣金率下滑幅度显著小于预期，尤其 4、5 月份以来已较为稳定，我们将公司 2014 年传统通道业务佣金率下滑幅度假设由 25% 调整至 15%。公司 2014-16 年经纪佣金率假设由 0.069%/0.063%/0.058%上调至 0.078%/0.072%/0.066%。
- 考虑到公司 8 月初完成定向增发，募资 50 亿元，资金支持大幅充裕。我们将 2014-16 年融资融券余额假设 51.1 亿元、75.0 亿元、88.0 亿元上调至 65.0 亿元、88.7 亿元、104.0 亿元；股权质押业务接受质押股票市值假设由 40 亿元、64 亿元、87 亿元上调至 65 亿元、84 亿元、105 亿元。
- 基于上述调整，上调公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.22/0.30/0.35 元至 0.23/0.32/0.37 元，上调幅度分别为 3%、6%和 6%。

考虑到公司在互联网金融业务布局显著加快，未来互联网经纪业务发展前景较好，我们将公司经纪业务 PE 估值由 10 倍上调至 15 倍。

因此，基于分部估值法推导，我们将目标价由 8.97 元上调至 10.12 元，对应 2014-16 年 P/E 44.8、31.2、27.4 倍，对应 2014E P/B 2.02x，低于同类公司 2.67x P/B（基于 2014 年 8 月 19 日收盘价）的平均估值，维持“买入”评级。



图表 3: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
<b>净利润 (百万元)</b>			
调整前	590	822	940
调整后	610	874	999
调整%	3%	6%	6%
<b>营业收入 (百万元)</b>			
调整前	2,243	2,912	3,315
调整后	2,312	3,067	3,449
调整%	3%	5%	4%
<b>经纪佣金率</b>			
调整前	0.069%	0.063%	0.058%
调整后	0.078%	0.072%	0.066%
调整%	13%	13%	13%
<b>融资融券余额 (亿元)</b>			
调整前	51	75	88
调整后	65	89	104
调整%	27%	18%	18%
<b>股权质押业务规模 (亿元)</b>			
调整后	64.9	84.3	105.4
调整前	40.2	63.5	87.1
调整%	62%	33%	21%

来源: 瑞银证券估算

图表 4: 东吴证券分部估值表 (亿元)

	2014E 调整前	2014E 调整后	调整%	备注
<b>传统业务</b>				
净收入	12	13	7%	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
估算利润	4	4	6%	
P/E 倍数	11	15	33%	互联网金融布局显著较快, 经纪业务估值使用 15 倍 P/E
业务价值	47	66	40%	净利润*P/E
<b>资本中介业务</b>				
净收入	2.2	2.5	13%	(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
估算利润	1.4	1.6	10%	
P/E 倍数	80	80	0%	看好信用类业务成长性, 给予较高的估值
业务价值	115	127	11%	净利润*P/E
<b>资本投资业务</b>				
净投资收益	4	4	0%	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
估算利润	3	3	0%	
P/E 倍数	10	10	0%	
出售子公司	-	-		
业务价值	26	26	0%	净利润*P/E+出售子公司
<b>子公司估值</b>				
东吴基金	6	6	0%	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	0%	采用净资产*P/B
东吴创新资本	29	29	0%	采用净资产*P/B
东吴期货	4	4	0%	采用净利润*P/E
子公司价值小计	55	55	0%	各子公司价值之和
估值合计	242	273	13%	传统业务+信用业务+投资业务+子公司
每股估值 (元)	8.97	10.12	13%	合理市值/总股本

来源: 瑞银证券估算。

## 东吴证券 (601555.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
净利息收入	153	217	216	311	43.5	737	137.3	846	924	1,016
非利息收入总额	1,145	1,171	1,376	2,002	45.5	2,330	16.4	2,603	2,834	3,025
<b>总盈利</b>	<b>1,299</b>	<b>1,388</b>	<b>1,592</b>	<b>2,312</b>	<b>45.2</b>	<b>3,067</b>	<b>32.6</b>	<b>3,449</b>	<b>3,758</b>	<b>4,041</b>
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,449)	-38.8	(1,858)	-28.3	(2,073)	(2,242)	(2,371)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>355</b>	<b>384</b>	<b>549</b>	<b>863</b>	<b>57.4</b>	<b>1,209</b>	<b>40.0</b>	<b>1,376</b>	<b>1,516</b>	<b>1,670</b>
折旧和摊销(除商誉)	(37)	(38)	(45)	(40)	11.5	(41)	-2.5	(42)	(41)	(41)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>319</b>	<b>346</b>	<b>504</b>	<b>824</b>	<b>63.5</b>	<b>1,168</b>	<b>41.8</b>	<b>1,335</b>	<b>1,476</b>	<b>1,629</b>
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>308</b>	<b>336</b>	<b>503</b>	<b>824</b>	<b>63.7</b>	<b>1,168</b>	<b>41.8</b>	<b>1,335</b>	<b>1,476</b>	<b>1,629</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	12	9	13	7	-43.3	22	195.3	23	23	24
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润(UBS)</b>	<b>320</b>	<b>345</b>	<b>516</b>	<b>831</b>	<b>61.0</b>	<b>1,190</b>	<b>43.2</b>	<b>1,357</b>	<b>1,499</b>	<b>1,652</b>
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>320</b>	<b>345</b>	<b>516</b>	<b>831</b>	<b>61.0</b>	<b>1,190</b>	<b>43.2</b>	<b>1,357</b>	<b>1,499</b>	<b>1,652</b>
税项	(85)	(57)	(130)	(209)	-61.0	(300)	-43.2	(342)	(378)	(417)
<b>税后利润</b>	<b>236</b>	<b>288</b>	<b>386</b>	<b>621</b>	<b>61.0</b>	<b>890</b>	<b>43.2</b>	<b>1,015</b>	<b>1,121</b>	<b>1,236</b>
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
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)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>610</b>	<b>59.3</b>	<b>874</b>	<b>43.5</b>	<b>999</b>	<b>1,104</b>	<b>1,218</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>610</b>	<b>59.3</b>	<b>874</b>	<b>43.5</b>	<b>999</b>	<b>1,104</b>	<b>1,218</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>610</b>	<b>59.3</b>	<b>874</b>	<b>43.5</b>	<b>999</b>	<b>1,104</b>	<b>1,218</b>
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.15	0.14	0.19	0.23	18.0	0.32	43.5	0.37	0.41	0.45
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.23	18.0	0.32	43.5	0.37	0.41	0.45
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.17	0.25	0.31	21.1	0.43	41.8	0.49	0.55	0.60
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	28.1	5.28	5.3	5.56	5.87	6.20
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.01	28.1	5.28	5.3	5.56	5.87	6.20
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
银行资产(年底)	15,860	15,770	18,844	29,082	54.3	31,974	9.9	35,690	38,983	42,863
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,307	23,963	38.5	30,528	27.4	33,832	37,336	40,923
总资产(年底)	15,860	15,770	18,844	29,082	54.3	31,974	9.9	35,690	38,983	42,863
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	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款(平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
生息资产(平均)	8,514	8,785	11,665	21,592	85.1	24,151	11.9	27,518	30,445	33,940
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	13,539	72.9	14,251	5.3	15,021	15,847	16,737
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,684	38.7	13,895	30.1	14,636	15,434	16,292
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	7,448	7,639	7,897	13,615	72.4	14,336	5.3	15,114	15,947	16,844
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	5,847	7,543	7,768	10,756	38.5	13,976	29.9	14,725	15,531	16,395
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	13,615	72.4	14,336	5.3	15,114	15,947	16,844
<b>Balance sheet structure (%)</b>										
贷款/银行资产(年底)	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	0.0
存款/银行资产(年底)	42.1	38.3	31.7	21.6	-32.0	20.6	-4.5	19.4	18.6	17.8
存贷比	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	0.0
股东资金总额/银行资产(年底)	47.0	48.4	41.9	46.8	11.7	44.8	-4.2	42.3	40.9	39.3

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
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
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	13,539	14,251	15,021	15,847	16,737
权益对资产比率%	46.6	48.0	41.5	46.6	44.6	42.1	40.7	39.0
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	41.5	46.6	44.6	42.1	40.7	39.0
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
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	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
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	-	-	-	-	-	-	-	-
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
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	0.86	1.37	1.25	1.30	2.41	2.50	2.47	2.48
拨备与营业利润率	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	5.7	6.3	6.8	7.2	7.5
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	5.7	6.3	6.8	7.2	7.5
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.32	1.82	2.23	2.59	2.91	3.00	3.00	3.02
<b>生产率</b>								
成本收入比	75.5	75.1	68.4	64.4	61.9	61.3	60.7	59.7
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.29	6.21	6.22	6.25	6.11	5.89
薪酬费用比	46.3	53.9	46.8	35.6	28.7	26.6	25.2	24.0
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-27.3	6.9	14.7	45.2	32.6	12.5	8.9	7.5
拨备前营业利润	-57.2	8.6	45.5	63.5	41.8	14.3	10.6	10.4
净利润(UBS)	-59.8	21.7	35.8	59.3	43.5	14.2	10.5	10.3
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	54.3	9.9	11.6	9.2	10.0
客户贷款	-	-	-	-	-	-	-	-
客户存款	-52.0	-9.4	-1.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	10.8	11.6	10.0	7.4	5.6	5.0	4.6	4.2
市值/存款	2.1	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2
股价/拨备前营业利润(稀释后)	33.9	46.6	31.7	28.1	19.8	17.3	15.7	14.2
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	38.0	26.5	23.2	21.0	19.0
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	38.0	26.5	23.2	21.0	19.0
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9
市净率	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4

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	+18.1%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+19.1%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+9.9%

---

## 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](http://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

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 06 月 30 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

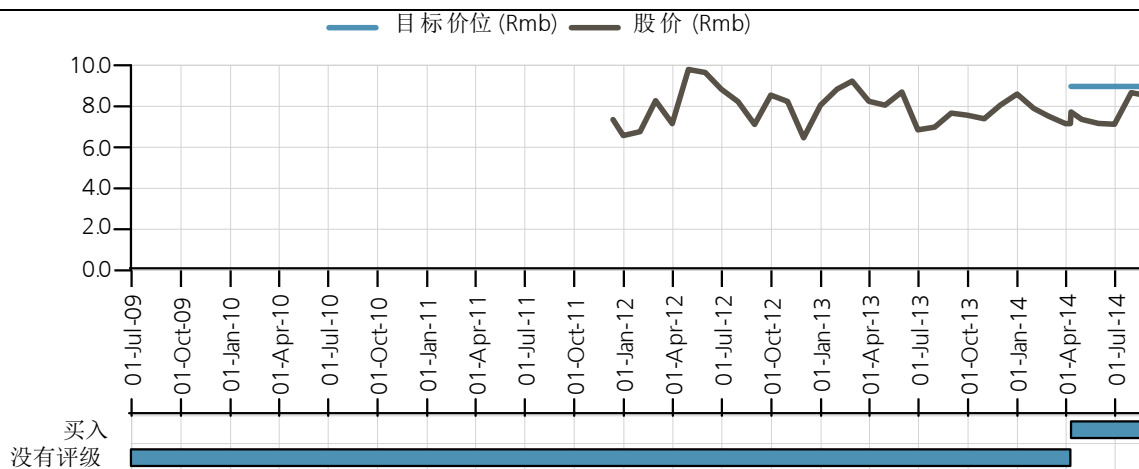
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东吴证券	601555.SS	买入	不适用	Rmb8.57	2014 年 08 月 19 日

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 8 月 19 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过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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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，本文件或任何其它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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发布人。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：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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。

