

# 东吴证券

## 定增后创新业务增长超预期，上调盈利预测

互联网金融布局有序推进、成果渐显，期待未来与同花顺更为深度合作

2014年7月9日东吴证券与同花顺签署《战略合作协议》，与同花顺战略合作思路清晰、较为务实可行。目前，东吴与同花顺合作开发小贷宝和在线投顾已上线，互联网金融布局有序推进。我们期待未来公司与同花顺更深度合作。

管理层战略上锐意进取，机构改革和机制改革应是公司未来看点

2014年7月公司公告拟设立新加坡子公司从事资产管理业务，我们认为“中新”正加强金融创新合作、已获批500亿RQFII，公司跨境业务有望“近水楼台先得月”。此外，公司子公司布局稳步推进、逐步搭建综合金融控股集团。公司积极探索混合所有制改革和机构改革，未来有望释放制度红利。

我们大幅上调2014-16年盈利预测，高出市场一致预期

考虑到：（1）公司目前定增募资使用完毕并继续扩大融资渠道加杠杆，创新业务规模增速超我们原先预期，有望贡献未来业绩；（2）2014.1H管理费用率低于我们原先预期，我们认为随着公司成本管控加强，过高费用率有望持续下降。因此我们上调公司2014-16年EPS预测至0.26/0.36/0.42元，上调幅度分别17%、10%和13%，高出市场一致预期10%、23%和19%，且从月度数据看对2014年业绩有支撑。

估值：滚动至2015年，上调目标价至11.95元，维持“买入”评级

我们基于分部估值法将目标价由10.12元上调至11.95元，上调18%，目标价对应2015-16E P/E分别33.6、28.7x，对应2015E P/B 2.23x，低于同类公司2.87x P/B的平均估值，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 **Rmb11.95**  
之前: **Rmb10.12**

股价 **Rmb9.93**

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 Rmb10.31-6.93

市值 Rmb19.9十亿/US\$3.24十亿

已发行股本 2,000百万(ORDA)

流通股比例 42%

日均成交量(千股) 40,305

日均成交额(Rmb百万) Rmb358.2

普通股股东权益(12/14E) Rmb13.6十亿

市净率(12/14E) 2.0x

一级资本充足率 -

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.23	0.26	16.86	0.27
12/15E	0.32	0.36	9.83	0.33
12/16E	0.37	0.42	12.56	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	1,298	1,398	1,599	2,400	3,300	3,756	4,101	4,400
税前利润	308	336	503	961	1,283	1,502	1,645	1,769
净利润(本地GAAP)	232	282	383	712	960	1,124	1,231	1,323
净利润(UBS)	232	282	383	712	960	1,124	1,231	1,323
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.26	0.36	0.42	0.46	0.49
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	6.6	6.8	7.6	7.8	7.9
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	27.7	20.5	17.6	16.1	15.0
市净率	1.9	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	37.6	27.9	23.9	21.8	20.3
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5

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10月14日22时37分的股价(Rmb9.93)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 0.32 元/0.39 元/0.45 元，每股估值为 14.66 元。

### 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，每股估值为 6.76 元。

### 近期催化剂

公司下半年可能与同花顺进行更深度合作，是股价正面催化剂；

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，则为公司股价负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.95

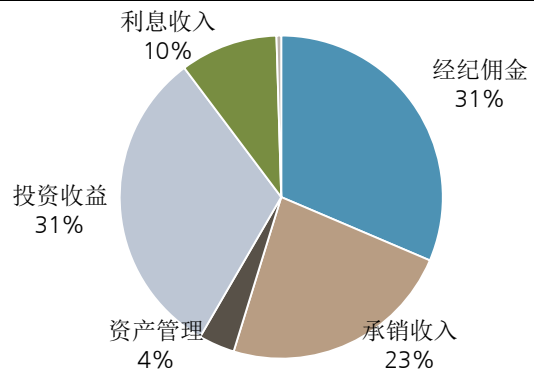
### 公司简介

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。我们预计新的盈利模式下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 (2014.1H)



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	14.0	16.0	24.0	33.0	37.6
营业支出	10.5	10.9	14.3	19.9	22.3
营业利润	3.5	5.1	9.7	13.0	15.2
所得税	0.6	1.3	2.4	3.3	3.8
净利润	2.9	3.9	7.2	9.8	11.4
归属母公司净利润	2.8	3.8	7.1	9.6	11.2

来源：公司数据，瑞银证券估算

# 目录

<b>互联网金融布局有序推进，成果渐显.....</b>	<b>4</b>
与同花顺合作成果渐现，期待未来更为深度的合作 .....	4
参股市民卡进程低于预期，但大股东支持力度大.....	6
<b>战略上锐意进取，积极探索机构和机制改革.....</b>	<b>7</b>
拟设立新加坡子公司，国际化战略另辟蹊径.....	7
子公司布局更加全面、逐步搭建综合金融控股集团 .....	9
积极探索机制改革和机构改革，有望释放制度红利.....	9
<b>创新业务快速增长，多渠道融资提升杠杆 .....</b>	<b>10</b>
定增完成资金到位后，创新业务增长超预期.....	10
定增募资使用完毕并扩大融资渠道，有望贡献业绩 .....	11
<b>盈利预测调整概要 .....</b>	<b>11</b>
我们大幅上调盈利预测，高出市场一致预期 10%、23%和 19%.....	13
估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 11.95 元，维持“买入”评级 .....	14

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

# 互联网金融布局有序推进，成果渐显

与同花顺战略合作思路清晰、较为务实可行。2014年7月9日，东吴证券与同花顺签署《战略合作协议》，公告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，合作内容较为务实可行（见图表1）。

考虑到苏州地区社会居民较为富裕、投资理财需求旺盛，且苏州地区中小企业资源丰富、企业融资需求也非常旺盛。我们期待与同花顺合作后能更好的为理财需求方（包括同花顺的互联网投资者）和融资方（包括东吴大投行的机构客户等）提供一个更为便捷的桥梁，如通过互联网模式 P2P、众筹，较为看好东吴与具备较好客户基础的同花顺在投融资方面合作。

图表 1: 东吴证券与同花顺合作内容

合作领域	合作内容
互联网渠道模块	共同打造网上金融超市，实现各类金融产品的在线销售 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
大数据服务模块	综合互联网金融服务的平台建设、内容推广及功能推送 深挖量化投研体系，共同开发服务于高端客户 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，并向其客户定时推送相关投资理财资讯服务，并积极拓展在线开户、在线交易、在线客服等功能。  完成东吴证券内外系统的优化与定制，包括行情交易系统、财富管理系统、资产管理模块等  同花顺将就全市场的金融资讯进行筛选，通过客户的使用习惯对相应的产品进行推送，东吴证券对差异化的客户需求进行量身定制金融产品服务。
互联网信用平台模块	借鉴 P2P 平台的成功经验，对互联网客户进行快速融资融券的对接 同花顺将对互联网客户的信用进行评级，用于对于另类客户进行另类金融服务  参考众筹平台方式，建立项目管理系统，广泛利用互联网平台形成中小企业融资人与互联网投资者的有效纽带。  利用各自的合作高校及其他学术资源，进行投资理论线上化，定期推送给高端客户使用

来源: 公司公告

## 与同花顺合作成果渐现，期待未来更为深度的合作

与同花顺合作产品“小贷宝”及“在线投顾”已上线。目前，公司与同花顺合作开发的贷款类产品“小贷宝”及“在线投顾”已上线，小贷宝尽管推出时间不长但贷款余额增长较为迅速。

图表 2: 东吴证券与同花顺合作开发的贷款类产品“小贷宝”

东吴证券与同花顺携手推出

# 小贷宝

五分钟完成融资，次日资金可用，打新投资两便

东吴证券 | 同花顺

创新 · 专业 · 安全

- 门槛低**
  - 最低融资规模5万元起
  - 单客户不超过300万元
- 效率高**
  - 通过网络自助交易
- 到账快**
  - 借款次日资金可用
- 期限活**
  - 支持随借随还
  - 支持固定期限搭配
- 用途广**
  - 申购新股
  - 投资理财

来源: 东吴证券官网

“小贷宝”具有用途广泛、利率较低、效率高到账快等特点。目前，市场中主要的贷款类产品大致可分为证券公司自主开发和证券公司与互联网企业合作开发两类。证券公司自主开发产品，包括国泰君安君弘微融资、华泰融资打新、银河鑫鑫雨等；东吴“小贷宝”、中山证券“小贷通”则是证券公司与互联网企业合作开发的代表。

比较目前市场中各证券公司的贷款类产品，东吴 2014 年 8 月推出的“小贷宝”具有用途广泛（既可打新又可融资，且融资资金用途不限制）、利率较低（统一 8.6%/年）、效率高、到账快等特点。“小贷宝”充分运用同花顺互联网技术优势，根据客户质押股票，自动选择对应质押率，自动计算融资金额，实现了“五分钟完成融资、次日资金可用”。相对于其他证券公司贷款通常次日才可完成，大大提升了客户的融资效率。

图表 3: 目前证券公司主要贷款类产品

	推出时间	融资金额	利率	期限	用途
东吴证券小贷宝	2014年8月	5-300万元	8.60%	181天内支持随借随还, 固定期限搭配	打新宝(定向用于打新)+融资宝(资金不限用途可转出)
国泰君安君弘微融资	2014年7月	5万元起	最低8.68%	7天-3年	不限制
华泰证券融资打新	2014年7月	5-300万元	最低利率8%	1年内随借随还	申购新股
海通快融宝	2014年7月	5-300万元	8.60%	随借随还, 最长3年	不限制
银河证券鑫新雨	2014年4月	5-300万元	固定期限8.6%/年, 随借随还0.3%/日	随借随还; 7天/14天/28天多种固定期限搭配, 最长至18个月	申购新股
银河证券鑫易雨	2014年4月	5-300万元	固定期限8.6%/年, 随借随还0.3%/日	随借随还; 7天/14天/28天多种固定期限搭配, 最长至18个月	不限制
中山证券小贷通	2014年3月	5万元起	固定期限11%-13%, 随借随还0.05%/日	固定期限7/14/28/91/182/365天期; 1年内随借随还	不限制

来源: 公司官网

期待未来公司与同花顺更为深度的合作。考虑到东吴和同花顺签署战略合作后初期“小贷宝”及“在线投顾”产品已上线, 我们看好未来更进一步深度合作推出更多产品, 同时我们认为未来公司不排除与同花顺合资设立子公司的可能, 双方有望进行更深度的排他性合作, 如可能从技术骨干培养、设立研究机构、开发专属产品等。

## 参股市民卡进程略低于预期, 但大股东支持力度大

参与定向增发以及拟转让优质资产市民卡, 体现大股东对公司支持力度大。2014年6月24日东吴证券公告, 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。但截至目前进展缓慢, 略低于我们预期。

从市民卡公司过去两年财务数据看, 2012、13苏州市民卡简单 ROE<sup>1</sup>分别达到23%和24%, 我们认为市民卡公司是东吴大股东转让的优质资产, 体现了控股股东对公司的支持。此外, 公司定向增发大股东亦认购近8亿元, 大力支持公司股权融资。

图表 4: 苏州市民卡公司 2012-13 年关键财务数据 (百万元)

	2012	2013
营业收入	73.35	82.97
净利润	14.84	19.52
净资产	65.28	80.95
简单 ROE	23%	24%

来源: 公司公告

<sup>1</sup> 简单 ROE=当年净利润/当年末净资产

图表 5: 东吴证券 2014 年非公开增发发行对象认购及配售情况

序号	发行对象	认购价格 (元/股)	获配数量 (万股)	占比
1	中国人寿资产管理有限公司	7.33	13,000	18.6%
2	华富基金管理有限公司	7.33	12,100	17.3%
3	苏州国际发展集团有限公司	7.33	10,900	15.6%
4	中新苏州工业园区城市投资运营有限公司	7.33	7,000	10.0%
5	苏州高新区国有资产经营公司	7.33	7,000	10.0%
6	苏州交通投资有限责任公司	7.33	7,000	10.0%
7	张家港市直属公有资产经营有限公司	7.33	7,000	10.0%
8	中船投资发展有限公司	7.33	3,000	4.3%
9	苏州风景园林投资发展集团有限公司	7.33	3,000	4.3%
	合计		70,000	

来源: 公司公告

若收购完成，我们较为看好东吴与苏州市民卡公司的业务协同效应。苏州市民卡拥有第三方支付牌照资源，我们认为若收购完成，支付牌照有望完善公司证券账户体系建设，推动公司实现证券账户消费支付等功能。我们看好东吴证券与市民卡公司的协同效应。我们估计苏州市民卡最新发卡量超过 200 万（根据苏州市人社局信息中心，截至 2012 年 10 月苏州市区社保市民卡的发卡总量为 140 万张），潜力非常大。我们认为，东吴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。

图表 6: 苏州市民卡主要功能

苏州市民卡功能
公共交通、小额零售业等小额消费场所快速结算功能
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
捆绑银行账号后可实现公共基金的发放
捆绑银行账号后可实现公共事业的缴费
捆绑银行账号后可实现苏州通手机钱包

来源: 公司公告

## 战略上锐意进取，积极探索机构和机制改革

东吴证券的公司战略是“建设具有国际视野且具有东吴特色的一流国际投行”。目前，公司重点工作是积极探索互联网金融、逐步推动国际化战略（设立新加坡资产管理子公司），探索公司机构改革和体制改革（探索混合所有制），加快建设综合性专业投行。

### 拟设立新加坡子公司，国际化战略另辟蹊径

“中新”正加强金融创新合作、获批 500 亿 RQFII，东吴跨境业务有望“近水楼台先得月”。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 亿元人民币。此外，在 2013 年 10 月 30 日召开的新加坡-江苏合作理事会第七次会议上，双方初步设想在苏州工业园区设立中新合作金融创新试验区，让苏州工业园区内的企业可以到新加坡

融资贷款、发行人民币债券。目前，“中新”金融试验区方案已向中国人民银行等中央部委上报，我们认为若中新金融试验区获批将为公司境外业务带来较好的发展机遇。考虑到东吴证券地理优势，以及当地政府支持力度较大，我们认为东吴跨境业务有望“近水楼台先得月”。

**公司拟设立新加坡子公司，利用好“地利”。**2014年7月12日东吴证券公告，公司将与中新苏州工业园区开发集团股份有限公司共同出资在新加坡设立子公司，从事资产管理业务及监管部门核准的其他证券业务。其中，东吴证券出资金额不超过750万新加坡元（折合人民币约3600万元），股权占比75%。子公司设立相关事项尚需获得中国证监会等监管部门、政府主管部门的核准。考虑到“中新”正在加强金融创新合作（“中新”金融试验区方案有望获批）、获批500亿人民币RQFII额度，地处苏州的东吴证券在新加坡成立子公司能够更好利用“地利”。

**初期重点发展 RQFII 业务，体现公司更为务实、注重经济效益的国际化战略。**相对于国内绝大多数券商将海外布局第一站选择在香港，东吴另辟蹊径，将海外子公司第一站落子新加坡。东吴证券选择新加坡正是公司看重经济效益，并结合自身资源禀赋做出战略决策的体现。东吴证券是苏州工业园区内唯一一家上市金融企业，而苏州工业园是中国和新加坡两国政府间重要的国际合作项目。我们认为，东吴证券将海外子公司设立在新加坡具有天然优势。此外，新加坡也是重要的国际金融中心，各方面均不弱于香港。布局新加坡，对公司未来创新业务发展具有较大的促进作用。

**图表 7: 2013 年主要上市券商香港子公司主要指标比较：激烈竞争下大多仅能维持微利**  
单位：百万元港币

	中信证券 国际	海通 国际控股	招商证券 国际	广发控股 香港	华泰金控 (香港)	光证金控 (香港)	国元证券 (香港)	兴证 (香港)	西证国际
成立时间	5/29/2006	7/24/2007	9/28/2005	2006/6	11/23/2006	11/19/2010	7/19/2006	7/5/2011	11/29/2013
持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
注册资本(亿港币)	65	40	18	14	7	20	6	5	0.20
总资产	36,458.6	36,519.0	9,544.0	2,156.8	877.0	5,204.7	1,224.3	656.0	
净资产	4,856.0	4,580.0	2,478.0	950.4	455.4	2,018.0	479.1	228.0	
营业收入	2,018.2	1,383.0	492.0	136.8	52.6	-	59.4	14.0	
净利润	279.4	525.0	42.0	39.2	10.0	75.6	24.6	34.0	

来源: 公司公告

**预计新加坡子公司初期将从 RQFII 业务切入，短期业绩贡献不大，长远看业务协同效应可期。**考虑到公司利用地理位置便利，初期有望选择重点发展 RQFII 业务（考虑到新加坡获批 500 亿人民币 RQFII 额度，公司有望利用“地利”快速提升 RQFII 规模，从而在较短时间内达到盈亏平衡），我们认为这显示公司并不是盲目推进国际化，而是注重经济效益前提下推进国际化战略。假设公司取得新加坡 RQFII 总额度的 10%，按照管理费率 1.0% 估算，则管理费收入 5000 万元/年；假设 RQFII 中 50% 用于股票交易，按照佣金率 0.08% 和双边换手率 10 倍/年估算，则佣金收入约 2000 万元/年。综上所述，若公司取得新加坡 RQFII 总额度的 10%，则有望取得收入 7000 万元/年，占公司 2013 年营业收入的 4.4%。考虑到海外子公司运营成本较高，我们预计短期内难有较大业绩贡献。然而新加坡是全球第四大外汇交易中心，在国际金融、贸易融资、海事金融、保险、财务运作等各方面具有领先地位。我们认为新加坡子公司的布局，将有利于促进公司创新业务的发展，产生业务协同效益。



## 子公司布局更加全面、逐步搭建综合金融控股集团

**增持东吴基金股权、多次增资东吴创新资本，子公司布局稳步推进。**2014年9月17日，公司公告完成受让东吴基金21%股权，持股比例由49%升至70%，进一步扩大公司基金业务。2014年8月7日，公司公告东吴创新资本完成第二轮增资事项，注册资本由5亿元增至10亿元。可见，公司在发展前景较好的东吴创新子公司（是创新业务的“孵化基地”）方面加大投入，扩大另类投资规模、提升公司业绩。

**搭建金融控股集团初步实现。**东吴证券是苏州国有金融企业的带头人，多年来持续致力于借助资本市场探索构建金融控股集团。截止2014年中期末，东吴证券旗下已有基金子公司、期货子公司、直投子公司、另类投资子公司，我们预计新加坡子公司将很快获批，公司初步完成综合金融控股集团的搭建。此外，若完成收购苏州市民卡、与同花顺进一步深度合作，我们预期未来公司将形成涵盖证券、基金、期货、直投、另类投资、海外业务及互联网金融的大型综合金融控股集团。

图表 8: 东吴证券子公司相关数据（百万元）

	注册资本 (亿元)	持股 比例	2013 营业收入	2013 净利润	2013 净资产	2014年上半年情况
东吴基金	1.00	70%	208	30	227	2014年上半年末，东吴基金共管理17只基金，19只专户，37个子公司资产管理计划，管理资产规模175.92亿。上半年发行2只基金和13只专户，新增基金规模21亿
东吴期货	2.00	74.5%	121	13	244	
东吴创投	6.00	100%	17	20	621	2013年共完成投资4个项目，投资总额2452万元
东吴创新	10.00	100%		15		开展另类投资业务，自营资本创新投资的平台推进资本中介业务平台，另类投资平台
新加坡子公司	0.1(亿新元)	75%				拟与中新苏州工业园区开发集团共同出资设立，尚未完成

来源: 公司公告

## 积极探索机制改革和机构改革，有望释放制度红利

**积极探索混合所有制等机制改革。**2014年7月，苏州市政府发布了《关于全面深化苏州市属国资国企改革发展的意见》，明确提出“探索混合所有制企业在职工持股的多种形式。鼓励企业经营者、业务骨干和技术骨干持股”东吴证券作为苏州市政府重点扶持的金融企业，有望成为首批试点单位。我们认为，东吴既是苏州国资企业改革的参与者，也是国企改革的受益者。若未来公司激励机制有重大突破，则公司在人才吸引力、员工积极性激发等方面有望大幅改善。我们预期公司将首先从子公司层面开始探索混合所有制改革，而良好的机制将能够吸引到更优秀人才、提升运营效率，释放机制改革制度红利。

**积极探索按产品、客户划分业务条线的机构改革。**除机制改革外，目前公司正积极准备机构改革。公司有望改变原有的按照经纪、投行、自营、资管等牌照划分业务条块的模式，转而根据产品和客户对公司组织架构进行重新梳理。此外，东吴地处苏州，在吸引优秀金融人才方面处于劣势。若公司在探索混合所有制和机构改革方面取得突破，一方面公司可理顺激励机制、吸引和留住更多人才，另一方面正考虑将更多业务部门向北京、上海等一线城市转移，吸引更多优秀金融人才。

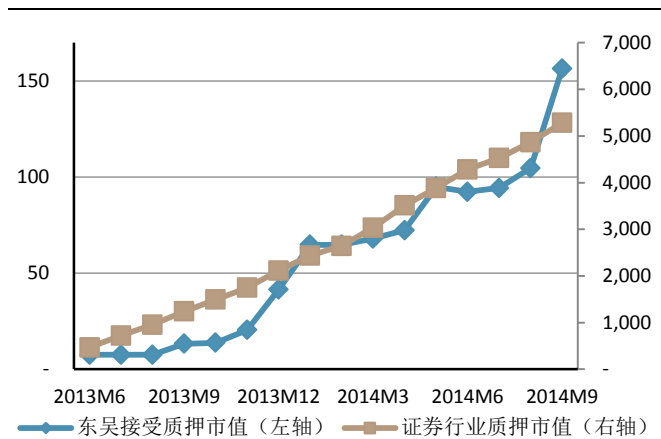
# 创新业务快速增长，多渠道融资提升杠杆

## 定增完成资金到位后，创新业务增长超预期

定增完成后，公司股权质押业务增速超预期，融资融券业务增速较快。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%。募资到位对公司创新业务发展起到了较大的推动作用。

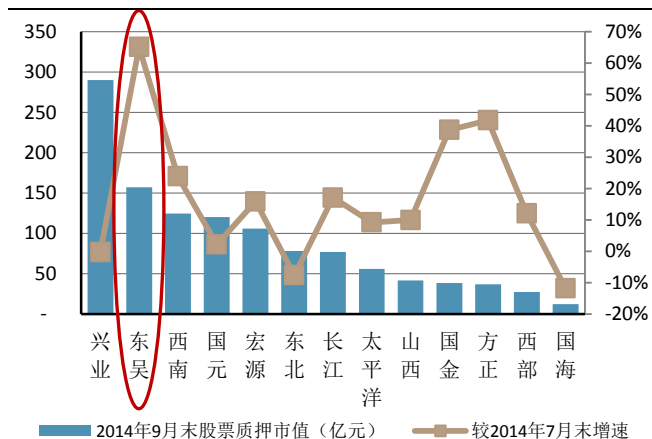
- **股权质押业务增速超出市场预期，有望贡献业绩。**2014年8月，公司接受质押股票市值10.31亿元，较2013年6月公司业务开展以来月均6.74亿元高53%；9月公司接受质押股票市值更达到51.8亿元，月度环比再次增加402%，增速超我们原先预期。截至2014年9月末公司接受质押股票总市值达到156.5亿元，在中小上市券商中仅次于兴业，行业排名由7月末的第13名快速提升至第9名。

图表 9: 东吴 9 月份股权质押业务增速超预期 (亿元)



来源: WIND

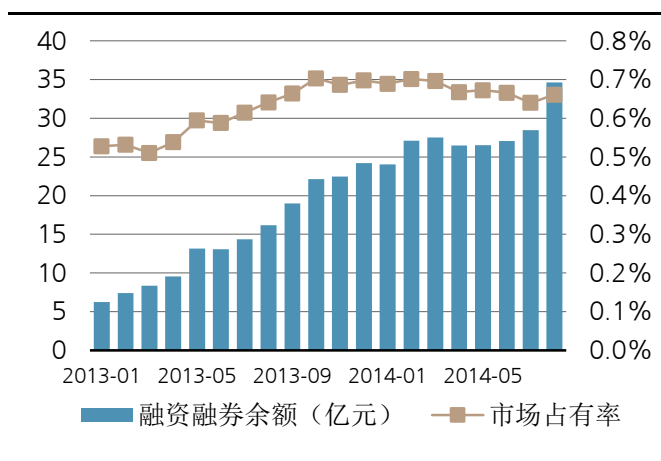
图表 10: 8 月以来，东吴股权质押业务增速较快



来源: WIND

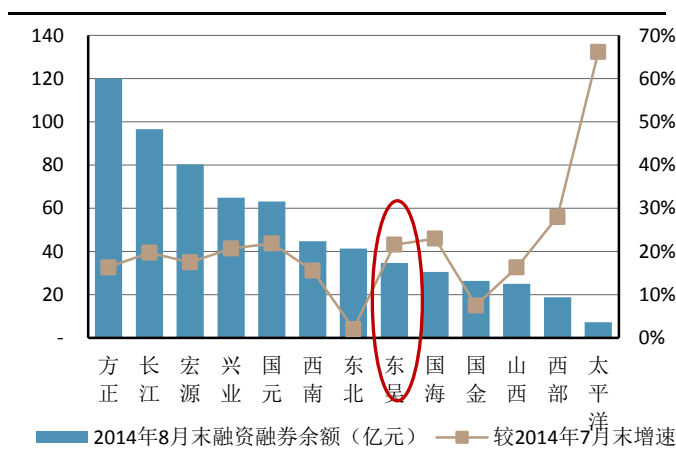
- **融资融券业务起步并不快，但增速较快。**2014年8月末公司融资融券余额达到34.62亿元，处于同类公司中等水平。但东吴融资融券业务增速较快，8月份环比增加22%。在13家中小上市券商中，东吴完成定增后增速高于兴业、宏源、长江、方正等，仅次于太平洋、西部和国海（基数较低因素）。

图表 11: 东吴融资融券业务规模持续增长



来源: WIND

图表 12: 8 月以来, 东吴融资融券业务增速较快



来源: WIND

## 定增募资使用完毕并扩大融资渠道, 有望贡献业绩

预计定增募资已使用完毕, 有望贡献 2014-15 年业绩。根据公司融资融券、股权质押业务规模, 我们估算截至 9 月末, 公司在资本中介业务已投入资金约 40 亿元 (两融 15 亿元、股权质押 25 亿元)。再考虑 8 月初东吴创新资本增资 5 亿元, 5 亿元用于量化投资、互联网金融产品开发等, 我们预计公司定增募资 50 亿元已基本使用完毕。考虑到公司定增募集资金已有效使用于利润率较高的资本中介、另类投资、量化投资等业务, 我们看好对公司 2014.2H-2015 年的业绩贡献。

### 公司进一步拓宽渠道融资渠道、继续加杠杆, 有望进一步提升公司盈利能力。

东吴证券杠杆率一直较低, 2013 年末有效杠杆仅 1.64x, 大幅低于 2.02x 的行业平均水平。虽然 2013 年末以来, 公司采取了发行公司债、短期融资券等方式进行融资, 但 2014 年 8 月公司完成定向增发后杠杆率再次降低 (2014 年中期末行业平均杠杆率已提升至 2.23x)。考虑到公司较低的杠杆率, 以及 8、9 月份连续发行两期短期融资券, 共募集资金 15 亿元, 我们看好公司未来进一步拓展多渠道融资、继续提升杠杆, 以支撑创新业务持续高增长, 从而提升公司盈利能力。

## 盈利预测调整概要

- 考虑到公司 8 月初完成定向增发后, 充裕资金支持下股权质押业务规模增速超预期, 我们将 2014-16 年股权质押业务规模预测由 65 亿元、84 亿元、105 亿元上调至 88 亿元、119 亿元、149 亿元。
- 考虑到公司 2014 年上半年管理费用率仅 53%, 低于我们原先 59% 的测值, 以及公司成本管控加强下过高费用率有望持续下降, 我们将公司 2014-16 年管理费用率预测由 59%、56%、56% 下调至 55%、55%、54%。
- 我们将估值模型滚动至 2015 年。

基于上述调整, 我们对公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.23/0.32/0.37 元上调至 0.26/0.36/0.42 元, 上调幅度分别为 17%、10% 和 13%。

图表 13: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
<b>净利润 (百万元)</b>			
调整后	712	960	1,124
调整前	610	874	999
调整%	17%	10%	13%
<b>营业收入 (百万元)</b>			
调整后	2,400	3,300	3,756
调整前	2,312	3,067	3,449
调整%	3%	7%	8%
<b>股权质押业务规模 (亿元)</b>			
调整后	88.0	118.8	148.5
调整前	64.9	84.3	105.4
调整%	35.7%	40.9%	40.9%
<b>管理费用率</b>			
调整后	55%	55%	54%
调整前	59%	56%	56%
调整%	-7.7%	-1.8%	-2.7%

来源: 瑞银证券估算

## 我们大幅上调盈利预测，高出市场一致预期 10%、23%和 19%

考虑到：（1）公司目前定增募资使用完毕并继续扩大融资渠道加杠杆，创新业务规模增速超预期，有望贡献未来业绩；（2）2014.1H 管理费用率低于预期，我们认为随着公司成本管控加强，过高费用率有望持续下降。因此，我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.26/0.36/0.42 元，上调幅度分别为 17%、10%和 13%，高出 WIND 市场一致预期 10%、23%和 19%。

从公司月度财务数据来看，我们盈利预测是有支撑的。公司 1-8 月份合并净利润约 4.5 亿元，考虑到 9 月份市场行情较好（经纪、自营和融资融券表现不错），我们预期 9 月份净利润好于 8 月份。因此，我们预计公司前 3 季度净利润约 5.2-5.3 亿元，预计全年净利润超过 7 亿元。

图表 14: 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	2,177	2,400	10%
	净利润	647	712	10%
	EPS（元）	0.24	0.26	10%
2015E	营业收入	2,611	3,300	26%
	净利润	780	960	23%
	EPS（元）	0.29	0.36	23%
2016E	营业收入	2,986	3,756	26%
	净利润	943	1,124	19%
	EPS（元）	0.35	0.42	19%

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。市场一致预期截至 2014 年 10 月 13 日。

图表 15: 东吴证券月度季度财务数据（百万元）

	营业收入			母公司净利润			合并净利润		
	2013	2014	同比	2013	2014	同比	2013	2014	同比
1月	166	174	5%	58	53	-8%			
2月	152	193	27%	49	72	46%			
3月	108	145	34%	23	31	33%	141	161	14%
4月	106	152	44%	28	39	38%			
5月	151	141	-7%	47	42	-10%			
6月	24	228	860%	(24)	92	-485%	50	172	244%
7月	114	184	61%	22	49	126%			
8月	129	209	62%	32	68	116%			
9月	149			43					
10月	107			23					
11月	124			24					
12月	105			23					
1-8月累计	950	1,427	50%	235	446	90%	244	450	84%

来源: 公司公告

## 估值：滚动至 2015 年，上调目标价至 11.95 元，维持“买入”评级

我们将估值滚动至 2015 年，因此将目标价由 10.12 元上调至 11.95 元，上调 18%，对应 2015-16E P/E 分别 33.6、28.7x，对应 2015E P/B 2.23x，低于同类公司 2.87x P/B（基于 2014 年 10 月 13 日收盘价）的平均估值，维持“买入”评级。

图表 16: 东吴证券分部估值表（亿元）

	调整前 基于 2014E	调整后 基于 2015E	调整幅度	备注
传统业务价值	66	51	-22%	考虑佣金战或将导致传统业务利润率下滑，调低传统业务价值
资本中介业务价值	127	183	44%	考虑公司资金充裕，预期资本中介业务将持续快速增长，上调资本中介业务价值
资本投资业务价值	26	30	16%	考虑公司定增募资到位后投资规模增长，上调资本投资业务价值
子公司				
东吴基金	6.0	6.8	13%	14 年 9 月公司对东吴基金持股比例由 49% 提升至 70%，预计 2015 年东吴基金将为公司贡献更多业绩
东吴创业投资	16.0	16.9	5%	
东吴创新资本	29.0	29.6	2%	
东吴期货	4.0	4.5	13%	
子公司价值小计	55	58	5%	
估值合计	273	323	18%	
每股估值（元）	10.12	11.95	18%	

来源: 瑞银证券估算

## 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	392	80.9	920	135.0	1,068	1,180	1,288
非利息收入总额	1,145	1,182	1,382	2,009	45.3	2,380	18.5	2,688	2,922	3,113
<b>总盈利</b>	<b>1,298</b>	<b>1,398</b>	<b>1,599</b>	<b>2,400</b>	<b>50.1</b>	<b>3,300</b>	<b>37.5</b>	<b>3,756</b>	<b>4,101</b>	<b>4,400</b>
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,392)	-33.4	(1,954)	-40.4	(2,189)	(2,392)	(2,566)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>355</b>	<b>394</b>	<b>555</b>	<b>1,008</b>	<b>81.6</b>	<b>1,346</b>	<b>33.5</b>	<b>1,567</b>	<b>1,709</b>	<b>1,834</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>318</b>	<b>357</b>	<b>510</b>	<b>968</b>	<b>89.8</b>	<b>1,305</b>	<b>34.7</b>	<b>1,525</b>	<b>1,668</b>	<b>1,793</b>
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>307</b>	<b>346</b>	<b>510</b>	<b>968</b>	<b>90.0</b>	<b>1,305</b>	<b>34.7</b>	<b>1,525</b>	<b>1,668</b>	<b>1,793</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	1	(10)	(7)	(7)	-11.7	(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>308</b>	<b>336</b>	<b>503</b>	<b>961</b>	<b>91.0</b>	<b>1,283</b>	<b>33.5</b>	<b>1,502</b>	<b>1,645</b>	<b>1,769</b>
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>308</b>	<b>336</b>	<b>503</b>	<b>961</b>	<b>91.0</b>	<b>1,283</b>	<b>33.5</b>	<b>1,502</b>	<b>1,645</b>	<b>1,769</b>
税项	(85)	(57)	(130)	(244)	-87.6	(329)	-34.7	(384)	(421)	(452)
<b>税后利润</b>	<b>223</b>	<b>279</b>	<b>373</b>	<b>717</b>	<b>92.2</b>	<b>954</b>	<b>33.1</b>	<b>1,118</b>	<b>1,225</b>	<b>1,317</b>
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)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>712</b>	<b>86.2</b>	<b>960</b>	<b>34.8</b>	<b>1,124</b>	<b>1,231</b>	<b>1,323</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>712</b>	<b>86.2</b>	<b>960</b>	<b>34.8</b>	<b>1,124</b>	<b>1,231</b>	<b>1,323</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>383</b>	<b>712</b>	<b>86.2</b>	<b>960</b>	<b>34.8</b>	<b>1,124</b>	<b>1,231</b>	<b>1,323</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.15	0.14	0.19	0.26	37.9	0.36	34.8	0.42	0.46	0.49
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.26	37.9	0.36	34.8	0.42	0.46	0.49
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.18	0.26	0.36	40.6	0.48	34.7	0.56	0.62	0.66
每股股息净值	0.08	0.05	0.06	0.08	33.3	0.12	50.0	0.14	0.14	0.15
每股账面价值	3.69	3.79	3.91	5.05	29.1	5.35	5.9	5.66	6.00	6.37
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.05	29.1	5.35	5.9	5.66	6.00	6.37
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
银行资产(年底)	15,860	15,770	18,844	31,388	66.6	35,271	12.4	39,461	42,829	46,819
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,307	25,116	45.1	33,330	32.7	37,366	41,145	44,824
总资产(年底)	15,860	15,770	18,844	31,388	66.6	35,271	12.4	39,461	42,829	46,819
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	23,898	104.9	27,448	14.9	31,289	34,291	37,896
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	13,645	74.3	14,449	5.9	15,294	16,197	17,196
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,737	39.4	14,047	30.8	14,871	15,745	16,697
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	7,448	7,639	7,897	13,721	73.7	14,533	5.9	15,385	16,293	17,300
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	5,847	7,543	7,768	10,809	39.1	14,127	30.7	14,959	15,839	16,797
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	13,721	73.7	14,533	5.9	15,385	16,293	17,300
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</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	20.0	-37.0	18.7	-6.6	17.5	16.9	16.3
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	43.7	4.3	41.2	-5.7	39.0	38.0	37.0

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	13,645	14,449	15,294	16,197	17,196
权益对资产比率%	46.6	48.0	41.5	43.5	41.0	38.8	37.8	36.7
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	41.5	43.5	41.0	38.8	37.8	36.7
<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	1.56	2.76	2.86	2.87	2.87
拨备与营业利润比率	3.3	2.9	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	6.6	6.8	7.6	7.8	7.9
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	6.6	6.8	7.6	7.8	7.9
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.25	1.76	2.16	2.85	2.86	2.99	2.98	2.94
<b>生产率</b>								
成本收入比	75.5	74.5	68.1	59.7	60.5	59.4	59.3	59.3
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.29	5.70	5.99	5.97	5.91	5.82
薪酬费用比	46.3	53.2	46.5	32.0	26.5	24.1	23.0	22.3
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-28.2	7.7	14.3	50.1	37.5	13.8	9.2	7.3
拨备前营业利润	-58.6	12.2	43.1	89.8	34.7	16.9	9.4	7.5
净利润 (UBS)	-59.8	21.7	35.8	86.2	34.8	17.0	9.5	7.5
每股股息净值	-20.0	-37.5	20.0	33.3	50.0	16.7	0.0	7.1
总资产(年底)	-20.2	-0.6	19.5	66.6	12.4	11.9	8.5	9.3
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	11.5	10.0	8.3	6.0	5.3	4.8	4.5
市值/存款	2.1	2.7	2.7	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	27.7	20.5	17.6	16.1	15.0
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	37.6	27.9	23.9	21.8	20.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	37.6	27.9	23.9	21.8	20.3
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5
市净率	1.9	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

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	+20.3%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+21.2%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+11.9%

---

## 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。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 09 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

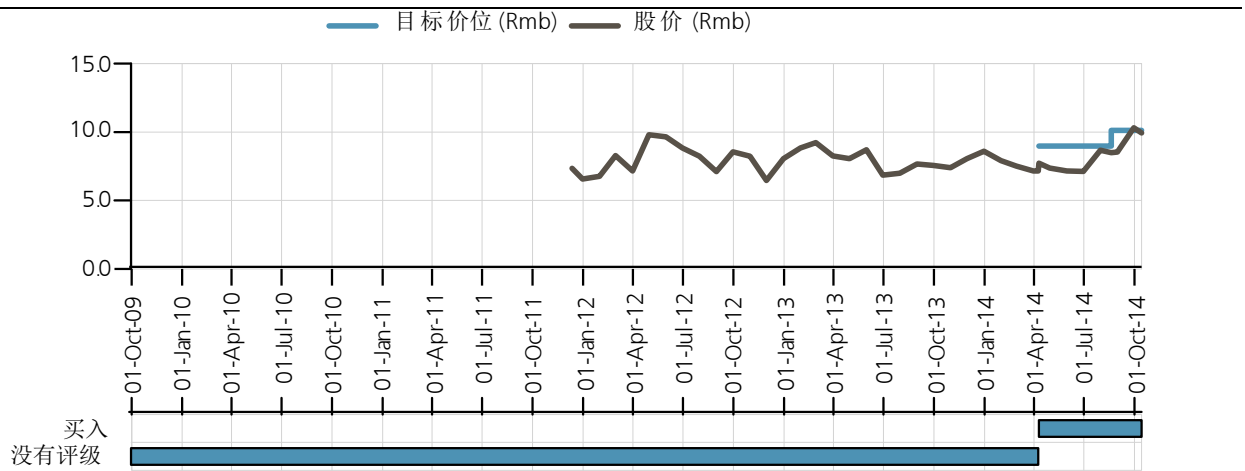
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东吴证券	601555.SS	买入	不适用	Rmb9.93	2014 年 10 月 14 日

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 10 月 14 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受的损失(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) 条的规定，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合格投资者，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。

