

东吴证券

净利润高增长但估值偏高，下调评级至中性

3Q 净利润同比大幅增长 239%，显著快于同业

公司 1-3Q 净利润 7.73 亿元、同比+144%，增速快于我们预期，主要由于东吴基金股权重估带来一次性收益 1.65 亿元；剔除此因素净利润同比约+108%。3Q 净利润 4.25 亿元、同比+239%，业绩增速显著快于主要同业。

利润高增长主要由于自营高增长、投行进步显著及费用率大幅降低

公司利润高增长除基金股权重估外，主要由于自营和投行高增长及费用率大幅下降。股市债市表现优异下自营收益同比+143%；投行进步显著，股票承销募资同比+49 倍，驱动投行收入同比+457%；管理费用率由上半年 53% 降至 49%。竞争加剧下经纪收入同比+3%，份额基本稳定、佣金率降幅与行业持平。

资产负债表扩张速度显著快于同业，大股东对公司支持力度大

公司 3Q 末资产较年初+115%，扩张速度显著快于同业。我们期待资金充裕后创新业务规模较快提升并贡献 2015 年业绩。9 月末融资融券余额 39.8 亿元、接受质押股票市值 157 亿元，分别较年初+64%、+271%。大股东同意公司单方面增资东吴期货、持股比例升至 89.8%，再次体现大股东大力支持。

估值：目前股价对应 2015 年 30.3x P/E 已偏高，下调评级至“中性”

考虑基金股权重估及 3Q 利润增速好于我们预期，我们上调 2014-16 年 EPS 预测至 0.32/0.40/0.48 元，上调幅度 23%/12%/15%。由于公司资本中介业务增长快于我们预期，基于分部估值法我们小幅上调目标价至 12.45 元，上调幅度 4.2%。考虑到目前目前股价对应 2015E 30x P/E 已偏高，且 3 季报收入中 44% 来自投资收益未来存在不确定性，因此下调评级至“中性”。

Equities

中国

多样化金融服务

12 个月评级 **中性**
之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb12.45**
之前: **Rmb11.95**

股价 **Rmb12.07**

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 Rmb12.07-6.93

市值 Rmb24.1 十亿/US\$3.95 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) 47,348

日均成交额(Rmb 百万) Rmb460.8

普通股股东权益 (12/14E) Rmb13.9 十亿

市净率 (12/14E) 2.4x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.26	0.32	23.16	0.28
12/15E	0.36	0.40	11.84	0.34
12/16E	0.42	0.48	14.82	0.41

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

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	2,823	3,510	4,091	4,602	5,065
税前利润	320	345	516	1,189	1,457	1,743	1,966	2,168
净利润 (本地 GAAP)	232	282	383	877	1,074	1,291	1,457	1,608
净利润 (UBS)	232	282	383	877	1,074	1,291	1,457	1,608
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.32	0.40	0.48	0.54	0.60
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	8.1	7.5	8.4	8.9	9.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	27.4	22.4	18.7	16.6	15.0
市净率	1.9	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	37.1	30.3	25.3	22.4	20.3
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3	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 31 日 22 时 37 分的股价(Rmb12.07)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 2,829 亿元/3,125 亿元/3,333 亿元以及综合投资收益率分别为 10%/10%/10% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.35 元/0.46 元/0.53 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 1,705 亿元/1,791 亿元/1,882 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 0.30 元/0.35 元/0.41 元，每股估值为 7.76 元。

近期催化剂

公司未来可能与同花顺进行更深度合作，是股价上涨催化剂；

完成定增并持续加大融资力度后，公司资本金大幅充实，公司融资融券、股权质押等创新业务未来增速可能超预期，导致公司业绩超预期；

随着经纪业务竞争加剧，公司佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，成为公司股价负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb12.45

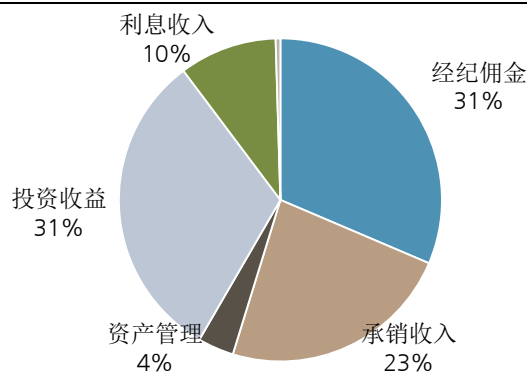
公司简介

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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	14.0	16.0	28.2	35.1	40.9
营业支出	10.5	10.9	16.3	20.5	23.5
营业利润	3.5	5.1	11.9	14.6	17.4
所得税	0.6	1.3	3.0	3.7	4.4
净利润	2.9	3.9	8.9	10.9	13.1
归属母公司净利润	2.8	3.8	8.8	10.7	12.9

来源：公司数据、瑞银证券估算

3Q 净利润同比增长 239%，显著快于同业 收入结构快速改善，对经纪业务依赖度明显降低

3 季度净利润大幅增长 239%，显著快于同业。公司 1-3 季度营收 21.06 亿元，同比+70%，净利润 7.73 亿元、同比+144%，增速快于我们预期，公司业绩大幅增长主要是由于东吴基金股权重估带来一次性收益 1.65 亿元。若剔除股权重估因素，公司 1-3 季度净利润约为 6.58 亿元，同比约+108%，占我们原 2014 年全年盈利预测的 85%。3Q 净利润 4.25 亿元、同比+239%，环比+147%。公司 1-3Q ROE 升至 4.24%、同比升 0.13 个点，盈利能力显著增强。

收入结构快速改善，经纪收入占比大幅下降。受益于市场回暖，前三季度公司经纪、投行、自营、资管等各业务收入实现同比增长。经纪、投行、自营、资管、利息和其他收入占比分别为 29%/18%/44%/3%/6%/1%，相对与上年同期 49%/5%/31%/1%/12%/2%，公司经纪收入占比大幅降低 20 个百分点，投行、自营收入占比显著提升。我们认为公司收入结构正在快速改善，对经纪业务依赖度大幅降低。

图表 1: 东吴证券主要指标(百万元)

	2014.1-3Q	2013.1-3Q	同比	2014.3Q	2014.2Q	环比
营业收入	2,106	1,235	70%	991	544	82%
经纪净佣金	621	602	3%	279	148	88%
投行收入	371	67	457%	116	135	-13%
投资收益	919	378	143%	526	187	181%
资管收入	59	18	221%	20	18	8%
利息净收入	116	147	-21%	39	49	-21%
管理费用	1,027	757	36%	443	280	59%
净利润	773	317	144%	425	172	147%
管理费用率	49%	61%		45%	51%	
净利润率	37%	26%		43%	32%	

来源: 公司公告

自营、投行以及费用率大幅下降驱动公司业绩高增长

公司前三季度利润高增长除基金重估外，主要由于自营和投行高增长及业务管理费用率大幅下降。

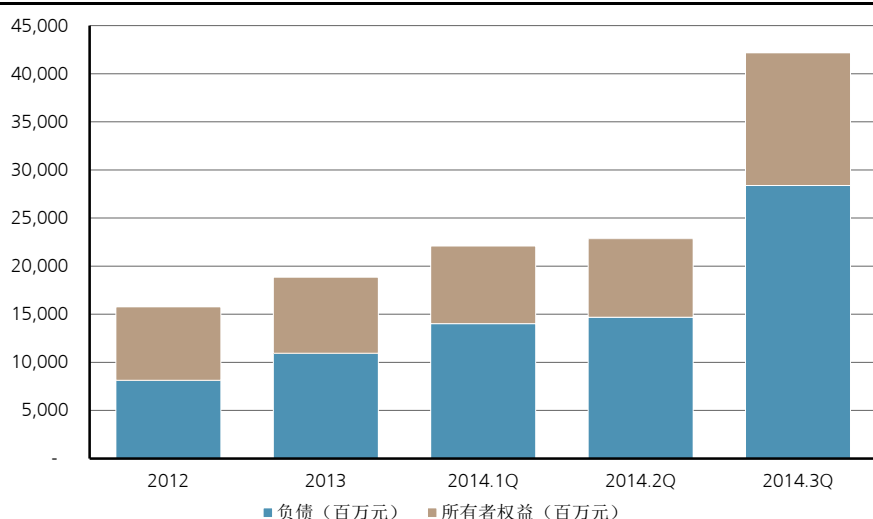
- **自营业务为公司业绩增长的最大驱动因素。**受益于股市、债市表现优异，前三季度公司投资收益（包括公允价值变动）实现 9.19 亿元（上年同期 3.78 亿元），同比增长 143%，是公司业绩增长的最大驱动因素。
- **投行进步显著，投行收入同比大幅增长。**前三季度公司投行收入实现 3.71 亿元（上年同期 0.67 亿元），同比增长 457%，是公司业绩增长的另一驱动因素。公司投行业务进步显著，投行收入大幅增长主要受益于 IPO 重启和再融资承销规模增长。根据 Wind 数据，前三季度公司股票承销募资 114.97 亿元，同比增加 4918%，其中 IPO 项目 1 个，募资 4.11 亿元（去年无 IPO）、再融资募资 110.85 亿元，同比增加 4738%。债券承销募资 70.20 亿元，同比增长 110.8%。

- **业务管理费用率较中期降低 4 个百分点，成本控制卓有成效。**前三季度公司管理费用共 10.27 亿元，同比增长 36%。1-3 季度业务管理费用率降至 49%，相对于上年同期降低 13 个百分点；相对于今年中期再次降低 4 个百分点。我们认为，公司净利润增长大幅超预期，除取得一次性股权重估收益以及各项收入全面提升外，成本控制也是十分重要的因素。公司前三季度业务管理费用率大幅降低，主要源自高毛利的自营业务投资收益的大幅增长。

资产扩张显著快于同业，大股东对公司支持力度大

资产扩张显著快于同业。3 季度末公司总资产达到 422 亿元，较年初增长 115%。东吴资产负债表扩张速度显著快于同业，公司资产规模快速扩张主要是由于抓住机遇完成定增、通过卖出回购、拆入资金、短融等多渠道融资以及会计准则变更。我们期待资金充裕后，创新业务规模较快提升并贡献 2015 年业绩。

图表 2: 东吴资产负债表扩张显著快于同业



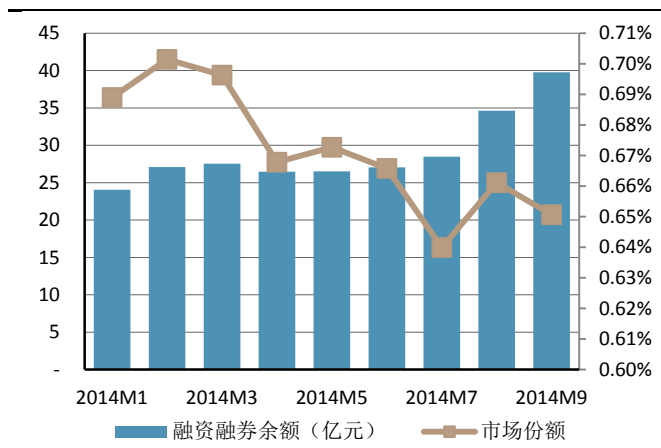
来源: 公司公告

资本中介业务快速增长，尤其股权质押排名快速提升

2014 年前三季度公司利息净收入 1.16 亿元（上年同期 1.47 亿元），同比减少 21%。我们认为公司利息收入下滑主要是负债规模增长较快，导致财务成本增加导致。从市场数据看，公司资本中介业务一直保持快速增长。

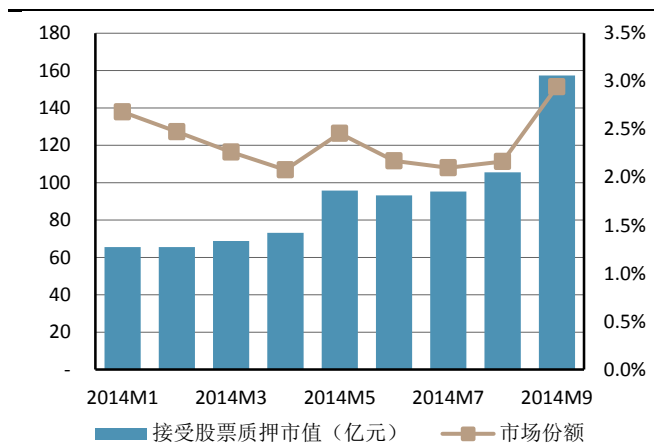
- **2014 年下半年以来融资融券业务持续快速增长。**9 月末公司融资融券余额达到 39.76 亿元，较上年末增长 64%，略低于 76% 的行业平均增速。行业排名方面，公司融资融券余额由 28 位下降至 34 位。
- **股权质押业务排名快速提升。**我们估算 9 月末公司股权质押业务规模约 63 亿元，较上年末增长 271%，增速大幅高于 150% 的行业平均水平。从行业排名来看，公司股权质押业务快速提升，由上年末的第 16 位提升至第 9 位。

图表 3: 2014 年以来公司融资融券增速慢于行业, 市场份额小幅下降



来源: WIND

图表 4: 公司股票质押快速增长, 尤其 9 月完成定增后市场份额快速提升



来源: WIND

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。市民卡公司是东吴大股东转让的优质资产, 我们认为市民卡股权的转让体现了控股股东对公司的大力支持。继市民卡公司之后, 10 月 31 日东吴再次公告, 大股东同意公司单方面增资东吴期货, 持股比例由 74.5% 升至 89.8%。我们认为这再次体现了公司大股东的大力支持。此外, 公司正在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。

盈利预测调整概要

考虑一次性收益, 我们调整了盈利预测

- 考虑到公司 3 季度取得东吴基金股权重估带来的一次性投资收益 1.65 亿元, 调高公司 2014 年投资收益。
- 考虑到 2014 年 7 月以来市场持续回暖, 经纪日均股基成交额超出我们原先预期, 我们将 2014-16 年日均股基成交额假设由 2,155/2,305/2,464 亿元上调至 2,450/2,620/2,804 亿元。
- 考虑到公司资产负债表快速扩张, 我们将 2014-16 年负债假设由 177/207/241 亿元上调至 311/395/471 亿元。

基于市场持续回暖且公司积极扩张资产负债表、资金相对充裕, 我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.26/0.36/0.42 元上调至 0.32/0.40/0.48 元, 上调幅度达到 23%、12% 和 15%, 高出 WIND 市场一致预期 17%、20% 和 12%。

图表 5: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润 (百万元)			
调整后	877	1,074	1,291
调整前	712	960	1,124
调整%	23%	12%	15%
营业收入 (百万元)			
调整后	2,823	3,510	4,091
调整前	2,400	3,300	3,756
调整%	18%	6%	9%
日均股基成交额 (亿元)			
调整后	2,450	2,620	2,804
调整前	2,155	2,305	2,464
调整%	14%	14%	14%
负债金额 (百万元)			
调整后	31,071	39,524	47,054
调整前	17,667	20,737	24,076
调整%	76%	91%	95%

来源: 瑞银证券估算

图表 6: 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	2,339	2,823	21%
	净利润	748	877	17%
	EPS (元)	0.28	0.32	17%
2015E	营业收入	2,821	3,510	24%
	净利润	899	1,074	20%
	EPS (元)	0.33	0.40	20%
2016E	营业收入	3,299	4,091	24%
	净利润	1,157	1,291	12%
	EPS (元)	0.43	0.48	12%

来源: WIND, 瑞银证券估算, 注: 市场一致预期截至 2014 年 10 月 31 日

从公司月度季度财务数据看, 我们的盈利预测有支撑

根据三季报, 公司 1-3Q 净利润 7.73 亿; 剔除东吴基金股权重估带来的一次性投资收益 1.65 亿元, 净利润约 6.58 亿元, 相当于我们原先 2014 年全年净利润的 85%, 略高于我们预期。从公司月度财务数据看, 公司月均净利润为 0.59 亿元。考虑到 10 月以来市场依然活跃 (经纪、自营、融资融券均表现

不错)，我们预期四季度公司业绩也应不错。我们认为，从公司月度财务数据看，我们新的盈利预测 2014 年净利润实现 8.77 亿元有支撑。

图表 7: 东吴证券月度/季度财务数据 (百万元)

	母公司营业收入			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	326	118%	43	87	101%	125	425	239%
10月	107			23					
11月	124			24					
12月	105			23					
1-9月累计	1,100	1,753	59%	279	533	91%	317	773	144%

来源: 公司公告

估值：目前股价对应 2015 年 30.3x P/E 已偏高，下调评级至“中性”

根据公司 3 季报，剔除东吴基金股权重估带来的一次性投资收益后净利润约 6.58 亿元，相当于我们原先 2014 年全年净利润的 85%。公司 3 季度利润增速高于我们预期，因此我们上调公司 2014-16 年盈利预测。

基于 2015 年，我们按照分部估值法小幅上调目标价，由 11.95 元上调至 12.45 元、上调幅度 4.2%。目标价的变动主要是因为资本中介业务增长快于我们预期。主要调整包括：

- **传统业务：**我们上调日均股基交易额假设，但考虑竞争加剧，下调传统业务估值倍数（保持与西南、兴业等同类公司一致）。我们估算公司传统业务价值保持 51 亿元不变。
- **资本中介业务：**考虑公司定增募资已使用完毕，有望贡献 2015 年业绩，我们上调公司 2015 年及之后资本中介业务收入。我们估算公司资本中介业务价值由 183 亿元提升至 195 亿元。
- **资本投资业务：**考虑到公司资产负债表扩张较快，我们预计公司自营规模将大幅超出我们原先预期，因此我们上调公司 2014-15 年投资收益预测。估值倍数保持 10x 不变，与西南、东吴等同类公司一致。我们估算公司资本投资业务价值由 30 亿元提升至 32 亿元。

最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 31.3x、26.0x，对应 2015E P/B 2.28x。考虑到目前股价对应 2015E 30x P/E 大幅高于可比公司，估值已偏高，且 3 季报收入中 44% 来自投资收益未来存在不确定性，因此下调评级至“中性”。

图表 8: 可比公司估值比较

	市价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2013A	2014E	2015E	2013 A	2014E	2015E
兴业证券	6.45	335	23.9	27.1	20.9	1.29	2.38	2.17
长江证券	6.98	331	33.2	23.5	21.0	2.61	2.43	2.23
东吴证券	12.06	326	63.5	37.1	30.3	3.08	2.35	2.21
西南证券	10.54	297	39.0	25.4	18.8	2.26	1.84	1.69

来源: WIND, 瑞银证券估算; 注: 估值市价采用 2014 年 10 月 31 日收盘价

图表 9: 东吴证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2014E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	14	16	16%	上调日均股基交易额假设, 经纪收入增加
净利润	3	4	16%	
P/E 倍数	15	13	-14%	考虑到未来竞争可能加剧, 下调传统业务估值倍数
业务价值	51	51	0%	
资本中介业务				
净收入	8	9	12%	公司定增资金使用完毕, 2015 年资本中介业务收入有望提升
净利润	4	4	6%	
P/E 倍数	50	50	0%	
业务价值	183	195	6%	
资本投资业务				
净投资收益	5	6	5%	公司资产负债表扩张较快, 自营规模有望大幅超原先预期
净利润	3	3	6%	
P/E 倍数	10	10	0%	
业务价值	30	32	6%	
子公司				
东吴基金	6.8	6.8	0%	
东吴创业投资	16.9	16.9	0%	
东吴创新资本	29.6	29.6	0%	
东吴期货	4.5	4.5	0%	
子公司价值小计	58	58	0%	
估算市值	323	336	4.2%	
每股价值 (元)	11.95	12.45	4.2%	

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	142	-34.4	276	94.1	418	472	479
非利息收入总额	1,145	1,182	1,382	2,681	93.9	3,235	20.7	3,673	4,130	4,586
总盈利	1,298	1,398	1,599	2,823	76.6	3,510	24.4	4,091	4,602	5,065
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,594)	-52.7	(2,013)	-26.3	(2,306)	(2,596)	(2,856)
折旧前营业利润	355	394	555	1,229	121.3	1,498	21.9	1,784	2,007	2,209
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	318	357	510	1,189	133.0	1,457	22.5	1,743	1,966	2,168
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	307	346	510	1,189	133.2	1,457	22.5	1,743	1,966	2,168
来自联营及合资公司的利润(税前)	1	(10)	(7)	(7)	-11.7	(2)	-195.3	(23)	(23)	(24)
其他税前项目	12	9	13	7	-43.3	22	195.3	23	23	24
税前利润 (UBS)	320	345	516	1,189	130.3	1,457	22.5	1,743	1,966	2,168
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	320	345	516	1,189	130.3	1,457	22.5	1,743	1,966	2,168
税项	(85)	(57)	(130)	(300)	-130.3	(367)	-22.5	(436)	(491)	(542)
税后利润	236	288	386	889	130.3	1,090	22.5	1,307	1,474	1,626
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)
净利润(本地 GAAP)	232	282	383	877	129.3	1,074	22.4	1,291	1,457	1,608
净利润(不计优先股股息)	232	282	383	877	129.3	1,074	22.4	1,291	1,457	1,608
净利润(UBS)	232	282	383	877	129.3	1,074	22.4	1,291	1,457	1,608
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	0.32	69.8	0.40	22.4	0.48	0.54	0.60
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.32	69.8	0.40	22.4	0.48	0.54	0.60
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.18	0.26	0.44	72.6	0.54	22.5	0.65	0.73	0.80
每股股息净值	0.08	0.05	0.06	0.10	66.7	0.12	20.0	0.15	0.16	0.18
每股账面价值	3.69	3.79	3.91	5.13	31.1	5.47	6.6	5.85	6.28	6.75
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.13	31.1	5.47	6.6	5.85	6.28	6.75
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	45,125	139.5	54,531	20.8	63,135	71,432	79,184
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,307	31,985	84.8	49,828	55.8	58,833	67,284	75,308
总资产(年底)	15,860	15,770	18,844	45,125	139.5	54,531	20.8	63,135	71,432	79,184
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	34,100	192.3	42,997	26.1	51,066	58,801	65,964
客户存款	6,670	6,042	5,969	9,803	64.2	10,293	5.0	10,807	11,348	11,915
普通股权益(年底)	7,390	7,577	7,829	13,858	77.0	14,766	6.6	15,806	16,945	18,218
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,844	40.8	14,312	32.0	15,286	16,376	17,581
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	7,448	7,639	7,897	14,055	78.0	15,007	6.8	16,081	17,255	18,569
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	5,847	7,543	7,768	10,976	41.3	14,531	32.4	15,544	16,668	17,912
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	14,055	78.0	15,007	6.8	16,081	17,255	18,569
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	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	21.7	-31.4	18.9	-13.1	17.1	15.9	15.0
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	31.1	-25.7	27.5	-11.6	25.5	24.2	23.4

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。

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	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	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	13,858	14,766	15,806	16,945	18,218
权益对资产比率%	46.6	48.0	41.5	30.7	27.1	25.0	23.7	23.0
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	41.5	30.7	27.1	25.0	23.7	23.0
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	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
盈利能力								
净息差(平均资产)	0.86	1.37	1.25	0.44	0.55	0.71	0.70	0.64
拨备与营业利润率	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	8.1	7.5	8.4	8.9	9.1
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	8.1	7.5	8.4	8.9	9.1
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.32	1.82	2.23	2.78	2.19	2.22	2.19	2.16
生产率								
成本收入比	75.5	74.5	68.1	57.9	58.5	57.4	57.3	57.2
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.29	5.11	4.12	3.99	3.92	3.85
薪酬费用比	46.3	53.2	46.5	27.7	24.4	21.7	20.2	19.1
增长率(%)								
营业收入	-28.2	7.7	14.3	76.6	24.4	16.5	12.5	10.0
拨备前营业利润	-58.6	12.2	43.1	133.0	22.5	19.6	12.8	10.3
净利润(UBS)	-59.8	21.7	35.8	129.3	22.4	20.1	12.9	10.3
每股股息净值	-20.0	-37.5	20.0	66.7	20.0	25.0	6.7	12.5
总资产(年底)	-20.2	-0.6	19.5	139.5	20.8	15.8	13.1	10.9
客户贷款	-	-	-	-	-	-	-	-
客户存款	-52.0	-9.4	-1.2	64.2	5.0	5.0	5.0	5.0
Value (x)								
市值/收入	10.8	11.5	10.0	8.6	6.9	5.9	5.2	4.8
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)	34.0	45.2	31.3	27.4	22.4	18.7	16.6	15.0
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	37.1	30.3	25.3	22.4	20.3
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	37.1	30.3	25.3	22.4	20.3
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5
市净率	1.9	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8

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	+3.1%
预测股息收益率	0.9%
预测股票回报率	+4.0%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	-5.3%

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

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%	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 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 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

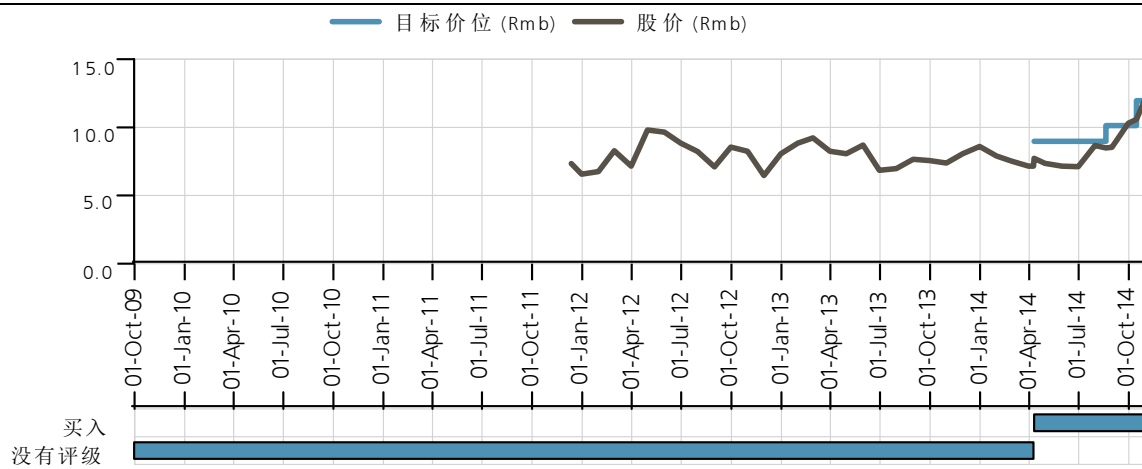
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
东吴证券	601555.SS	买入	不适用	Rmb12.07	2014 年 10 月 31 日

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 31 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。

