

东吴证券

自营+经纪弹性大，估值明显偏高

公司 2014 年净利润增速有望高于主要同业，自营+经纪弹性较大

2014.1-3Q 公司在投资、投行和信用业务驱动下实现净利润 7.73 亿元、同比 +144%。10 月、11 月母公司净利润分别 0.93 亿元和 1.25 亿元。公司业绩持续超预期。前 3 季度公司经纪、投行、自营、资管、利息收入占比分别为 29%/18%/44%/3%/6%，即使剔除东吴基金股权重估一次性收益，经纪、自营占比仍然较高。我们认为市场显著回暖下，公司自营+经纪弹性较大。

大股东支持力度大，继续看好公司未来中长期发展

2014 年 6 月公司公告拟收购苏州市民卡公司 20% 股权。10 月公司再次公告，大股东同意公司单方面增资东吴期货。市民卡公司是大股东持有的优质资产，东吴期货单方面增资意味着大股东持股摊薄，我们认为均体现了大股东对公司的大力支持。大股东大力支持下，考虑到苏州地区经济较发达、中小企业资源丰富，我们继续看好公司未来中长期发展前景。

基于行业假设调整及月度财务数据，上调公司 2014-16 年盈利预测

考虑到：（1）2014.4Q 市场显著回暖；（2）公司资产扩张速度及资本中介业务增速大幅超预期，我们上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.43/0.60/0.74 元，上调幅度分别 33%、52% 和 55%。公司 1-11 月净利润已实现 9.76 亿元（10/11 月仅包括母公司），月度数据对我们 2014 年业绩预测有支撑。

估值：估值较贵，下调至“卖出”评级（原“中性”）

基于分部估值法，我们将目标价上调至 17.38 元，上调 39.6%，对应 2015E P/B 3.02x。我们目前的盈利预测已考虑 2014-16E 较为乐观的经纪、融资融券、自营等假设。但即便在此假设下，公司目前股价对应 2015E P/E 33.4x 已较贵，且公司投资收益占比较高、未来不确定性大，下调至“卖出”评级。

Equities

中国

多样化金融服务

12 个月评级 **卖出**
之前：中性

12 个月目标价 **Rmb17.38**
之前：Rmb12.45

股价 **Rmb20.20**

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 Rmb23.01-6.93

市值 Rmb40.4 十亿/US\$6.53 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) 86,175

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,285.4

普通股股东权益 (12/14E) Rmb14.1 十亿

市净率 (12/14E) 3.9x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.32	0.43	32.57	0.34
12/15E	0.40	0.60	52.02	0.42
12/16E	0.48	0.74	54.69	0.50

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	3,574	5,046	6,025	6,850	7,696
税前利润	320	345	516	1,571	2,206	2,688	3,121	3,511
净利润 (本地 GAAP)	232	282	383	1,163	1,633	1,996	2,318	2,609
净利润 (UBS)	232	282	383	1,163	1,633	1,996	2,318	2,609
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.43	0.60	0.74	0.86	0.97
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	10.6	11.0	12.2	12.8	12.9
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	34.7	24.7	20.3	17.5	15.5
市净率	1.9	2.1	2.0	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	46.9	33.4	27.3	23.5	20.9
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.6	0.9	1.1	1.3	1.4

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 12 月 15 日 16 时 56 分的股价(Rmb20.20)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，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速增长，成为新的利润增长点。但我们认为公司估值过高，给予“卖出”评级。

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 2,907 亿元/4,854 亿元/5,346 亿元以及综合投资收益率分别为 13.1%/11.6%/11.4% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.44 元/0.73 元/0.89 元，每股估值为 21.20 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 2,793 亿元/3,236 亿元/3,564 亿元以及综合投资收益率分别为 7.1%/5.6%/5.4% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.43 元/0.48 元/0.59 元，每股估值为 15.29 元。

近期催化剂

公司 2015 年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、资本金大幅充实后，2015 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，2015 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

卖出

12 个月目标价

Rmb17.38

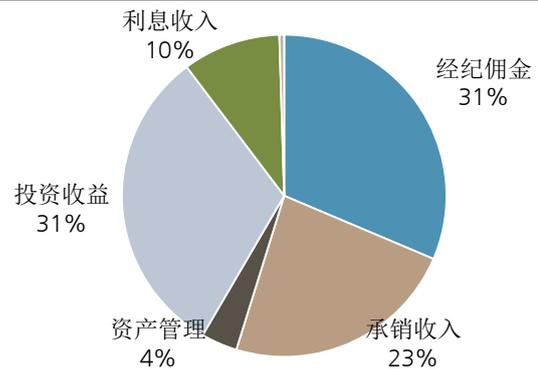
公司简介

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	35.7	50.5	60.3
营业支出	10.5	10.9	20.0	28.4	33.4
所得税	0.6	1.3	4.0	5.6	6.7
净利润	2.9	3.9	11.7	16.5	20.2
归属母公司净利润	2.8	3.8	11.6	16.3	20.0

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

基于市场持续活跃且公司融资渠道进一步拓展、资产负债表扩张速度有望加快，我们将公司 2014-16 年 EPS 预测由 0.32/0.40/0.48 元上调至 0.43/0.60/0.74 元，上调幅度分别为 33%/52%/55%，盈利预测调整主要包括：

- 考虑到公司前三季度净利润加上 10 月、11 月净利润达到 9.76 亿元，我们上调 2014 年盈利预测 33%。
- 考虑到公司信用交易业务增速超预期，我们将 2014-16 年融资融券余额假设由 51.0/88.7/104.0 亿元上调至 72.0/111.0/133.8 亿元；我们将 2014-16 年股权质押业务规模假设由 88.0/118.8/148.5 亿元上调至 93.6/141.5/183.8 亿元。

图表 48: 盈利预测调整概要

	2014E	2015E	2016E
净利润（百万元）			
调整后	1,163	1,633	1,996
调整前	877	1,074	1,291
调整%	33%	52%	55%
营业收入（百万元）			
调整后	3,574	5,046	6,025
调整前	2,823	3,510	4,091
调整%	27%	44%	47%
融资融券余额（亿元）			
调整后	72.0	111.0	133.8
调整前	51.0	88.7	104.0
调整%	41.2%	25.2%	28.6%
股票质押业务规模（亿元）			
调整后	93.6	141.5	183.8
调整前	88.0	118.8	148.5
调整%	6.4%	19.1%	23.8%

来源: 瑞银证券估算

图表 49: 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	326	118%	43	87	101%	125	425	239%
10月	107	293	173%	23	93	310%	23	93	
11月	124	347	179%	24	125	430%	24	125	
12月	105			23					
1-11月累计	1,331	2,393	80%	325	751	131%	363	976	169%

来源: 公司公告

估值调整概要

基于分部估值法, 我们将目标价由 12.45 元上调至 17.38 元, 上调幅度 39.6%。最新目标价对应 2015-16E P/E 分别 28.7x、23.5x, 对应 2015E P/B 3.02x。估值调整主要包括:

- 传统业务:** 考虑到 A 股市场交易量持续超预期 (日均成交额最高突破 10000 亿), 因此我们上调了公司经纪业务收入假设, 并上调估值倍数由 13x 上调至 15x, 该估值与兴业一致, 高于西南 13x 估值、长江 10x 估值。我们估算公司传统业务价值由 51 亿元提升至 83 亿元。
- 资本中介业务:** 股市显著回暖下, 考虑到整个行业融资融券、股权质押等信用业务规模增长大幅超出市场预期 (截至 2014 年 12 月 12 日融资融券余额 9400 亿), 且公司信用业务增速不断超预期, 融资渠道进一步拓展, 我们上调融资融券、股权质押业务规模假设, 维持资本中介业务 50x P/E 倍数, 该估值高于兴业 48x、西南 48x、长江 40x 估值倍数。我们估算公司资本中介业务价值由 195 亿元提升至 245 亿元。
- 资本投资业务:** 考虑到公司资产规模快速扩张, 投资规模有所增加以及市场活跃环境可能持续, 我们上调公司投资收益假设, 并上调估值倍数由 10x 至 12x, 该估值与兴业、西南一致, 高于长江 10x 估值倍数。我们估算公司资本投资业务价值由 32 亿元提升至 82 亿元。

图表 50: 东吴证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	16	23	39%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	4	6	39%	
P/E 倍数	13	15	16%	市场显著回暖下, 公司经纪收入、投资收益存在较大向上潜力, P/E 倍数由 13x 上调至 15x
业务价值	51	83	62%	
资本中介业务				
净收入	9	11	26%	上调融资融券、股权质押业务规模假设, 公司资本中介业务收入预测增加
净利润	4	5	26%	
P/E 倍数	50	50	0%	
业务价值	195	245	26%	
资本投资业务				
净投资收益	6	12	114%	考虑资产快速扩张, 投资规模增加及市场活跃可能持续, 上调投资收益预测
净利润	3	7	114%	
P/E 倍数	10	12	20%	市场显著回暖, 公司投资收益存在较大向上潜力, P/E 倍数由 10x 至 12x
业务价值	32	82	157%	
子公司				
东吴基金	6.8	8.4	24%	
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	59	3%	
估算市值	336	469	40%	
每股价值 (元)	12.45	17.38	40%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 下调评级至“卖出”

考虑基于分部估值法, 我们将目标价上调至 17.38 元, 上调 39.6%, 对应 2015E P/B 3.02x。我们目前的盈利预测已考虑 2014-16E 较为乐观的经纪、融资融券、自营等假设。但即便在此假设下, 公司目前股价对应 2015E P/E 33.4x, 我们认为估值已较高, 且公司投资收益占比较高、未来不确定性大, 下调至“卖出”评级。

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	227	4.7	526	132.1	695	812	898
非利息收入总额	1,145	1,182	1,382	3,348	142.2	4,520	35.0	5,330	6,039	6,798
总盈利	1,298	1,398	1,599	3,574	123.6	5,046	41.2	6,025	6,850	7,696
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,964)	-88.2	(2,799)	-42.6	(3,295)	(3,689)	(4,144)
折旧前营业利润	355	394	555	1,611	190.1	2,246	39.5	2,730	3,162	3,552
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	1,571	207.9	2,206	40.4	2,688	3,121	3,511
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	307	346	510	1,571	208.2	2,206	40.4	2,688	3,121	3,511
来自联营及合资公司的利润(税前)	1	(10)	(7)	(7)	-11.7	(24)	-231.3	(30)	(35)	(37)
其他税前项目	12	9	13	7	-43.3	24	231.3	30	35	37
税前利润 (UBS)	320	345	516	1,571	204.4	2,206	40.4	2,688	3,121	3,511
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	320	345	516	1,571	204.4	2,206	40.4	2,688	3,121	3,511
税项	(85)	(57)	(130)	(396)	-204.4	(556)	-40.4	(672)	(780)	(878)
税后利润	236	288	386	1,175	204.4	1,650	40.4	2,016	2,341	2,633
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	(17)	-39.7	(20)	(22)	(24)
净利润(本地 GAAP)	232	282	383	1,163	204.0	1,633	40.4	1,996	2,318	2,609
净利润(不计优先股股息)	232	282	383	1,163	204.0	1,633	40.4	1,996	2,318	2,609
净利润(UBS)	232	282	383	1,163	204.0	1,633	40.4	1,996	2,318	2,609
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	0.43	125.2	0.60	40.4	0.74	0.86	0.97
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.43	125.2	0.60	40.4	0.74	0.86	0.97
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.18	0.26	0.58	128.1	0.82	40.4	1.00	1.16	1.30
每股股息净值	0.08	0.05	0.06	0.13	116.7	0.19	46.2	0.23	0.26	0.29
每股账面价值	3.69	3.79	3.91	5.23	33.7	5.76	10.0	6.37	7.07	7.86
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.23	33.7	5.76	10.0	6.37	7.07	7.86
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	19,641	51,946	164.5	66,436	27.9	80,938	95,938	112,345
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,705	35,793	102.2	59,191	65.4	73,687	88,438	104,142
总资产(年底)	15,860	15,770	19,641	51,946	164.5	66,436	27.9	80,938	95,938	112,345
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	12,462	38,675	210.3	50,863	31.5	63,956	77,410	92,931
客户存款	6,670	6,042	5,969	11,203	87.7	13,443	20.0	14,788	16,267	17,080
普通股权益(年底)	7,390	7,577	7,829	14,127	80.4	15,542	10.0	17,192	19,087	21,226
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,978	42.5	14,835	35.1	16,367	18,139	20,156
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	7,448	7,639	7,897	14,323	81.4	15,796	10.3	17,515	19,491	21,724
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	5,847	7,543	7,768	11,110	43.0	15,060	35.5	16,656	18,503	20,608
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	14,323	81.4	15,796	10.3	17,515	19,491	21,724
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	30.4	21.6	-29.0	20.2	-6.2	18.3	17.0	15.2
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	40.2	27.6	-31.4	23.8	-13.8	21.6	20.3	19.3

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

东吴证券 (601555.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	0	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	14,127	15,542	17,192	19,087	21,226
权益对资产比率%	46.6	48.0	39.9	27.2	23.4	21.2	19.9	18.9
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	39.9	27.2	23.4	21.2	19.9	18.9
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	1.22	0.63	0.89	0.94	0.92	0.86
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	10.6	11.0	12.2	12.8	12.9
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	10.6	11.0	12.2	12.8	12.9
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.32	1.82	2.18	3.28	2.79	2.74	2.65	2.53
生产率								
成本收入比	75.5	74.5	68.1	56.0	56.3	55.4	54.4	54.4
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.15	5.60	4.80	4.53	4.22	4.02
薪酬费用比	46.3	53.2	46.5	22.5	17.6	15.2	13.8	12.8
增长率(%)								
营业收入	-28.2	7.7	14.3	123.6	41.2	19.4	13.7	12.3
拨备前营业利润	-58.6	12.2	43.1	207.9	40.4	21.9	16.1	12.5
净利润(UBS)	-59.8	21.7	35.8	204.0	40.4	22.3	16.1	12.5
每股股息净值	-20.0	-37.5	20.0	116.7	46.2	21.1	13.0	11.5
总资产(年底)	-20.2	-0.6	24.5	164.5	27.9	21.8	18.5	17.1
客户贷款	-	-	-	-	-	-	-	-
客户存款	-52.0	-9.4	-1.2	87.7	20.0	10.0	10.0	5.0
Value (x)								
市值/收入	10.8	11.5	10.0	11.3	8.0	6.7	5.9	5.2
市值/存款	2.1	2.7	2.7	3.6	3.0	2.7	2.5	2.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	34.7	24.7	20.3	17.5	15.5
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	46.9	33.4	27.3	23.5	20.9
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	46.9	33.4	27.3	23.5	20.9
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.6	0.9	1.1	1.3	1.4
市净率	1.9	2.1	2.0	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6

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。