

沪港通股票

东吴证券 布局互联网金融，但市场预期过高

依托区域优势业绩增速快于行业，看好公司的增长潜力

公司业绩预告 2014 年净利润 11.18 亿元，同比+185%，增速显著高于行业平均，与我们预测大致相当。公司依托苏州区域优势，打造投行全产业链、深挖居民理财需求，在新三板、资产管理、柜台业务等方面表现不错。同时，两融、股票质押业务规模增速明显快于行业平均。考虑到苏州地区丰富的项目资源和居民财富，以及公司目前杠杆仍处于较低水平（2014.3Q 末 2.41x），我们看好公司盈利的增长潜力。

布局互联网金融，但我们认为市场预期过高

2014 年 7 月公司与同花顺签署《战略合作协议》，在小贷和在线投顾等方面进行合作。15 年 3 月公司取得互联网证券试点资格，市场普遍预期公司将实现流量导入，并与同花顺在网上开户、众筹等互联网金融领域进行深度合作。然而 14 年 7 月与同花顺合作以来，公司经纪份额并未出现快速提升，我们认为与同花顺合作对公司业绩提升有限，市场预期过高。

基于行业假设调整，上调公司 2015-17 年盈利预测

我们预计 2015 年市场环境显著好于原先预期且公司投行、资管、融资融券等业务表现不错，因此上调公司 2015-17 年 EPS 预测至 0.79/0.98/1.12 元，上调幅度分别 31%、32%和 31%。同时根据公司业绩快报，我们将公司 2014 年净利润预测下调至 11.18 亿元。

估值：较贵，维持“卖出”评级

基于分部估值法，我们将目标价上调至 22.27 元，上调 28.2%，对应 2015E P/B 3.76x。尽管我们的盈利预测中已考虑融资类业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO 加快等乐观预期，但我们认为市场对于公司互联网金融业务的预期过高，目前股价对应 2015E P/B 4.6x，估值偏贵，维持“卖出”评级。

Equities

 中国
多样化金融服务

12 个月评级 **卖出**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb22.27**
之前: **Rmb17.38**
股价 **Rmb27.43**

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 Rmb27.58-6.93

市值 Rmb74.1 十亿/US\$11.9 十亿

已发行股本 2,700 百万 (ORDA)

流通股比例 42%

日均成交量(千股) 83,261

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,774.7

普通股股东权益 (12/14E) Rmb14.1 十亿

市净率 (12/14E) 5.3x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.43	0.41	-3.91	0.42
12/15E	0.60	0.79	31.11	0.46
12/16E	0.74	0.98	32.28	0.60

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

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	3,242	6,183	7,477	8,397	9,372
税前利润	320	345	516	1,451	2,773	3,420	3,919	4,468
净利润 (本地 GAAP)	232	282	383	1,118	2,141	2,641	3,027	3,452
净利润 (UBS)	232	282	383	1,118	2,141	2,641	3,027	3,452
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.15	0.14	0.19	0.41	0.79	0.98	1.12	1.28
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	10.2	14.2	15.5	15.6	15.7
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	51.7	26.7	21.7	18.9	16.6
市净率	1.9	2.1	2.0	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	66.3	34.6	28.0	24.5	21.5
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.1	1.2	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 2015 年 04 月 10 日 22 时 43 分的股价(Rmb27.43)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 2015-17 年日均交易额分别为 9000 亿元/9356 亿元/9661 亿元以及综合投资收益率分别为 10.5%/10.0%/9.8% 的乐观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 1.24 元/1.33 元/1.79 元，每股估值为 26.12 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 6000 亿元/6238 亿元/6441 亿元以及综合投资收益率分别为 4.5%/4.0%/3.8% 的悲观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.43 元/0.48 元/0.59 元，每股估值为 20.18 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

Rmb22.27

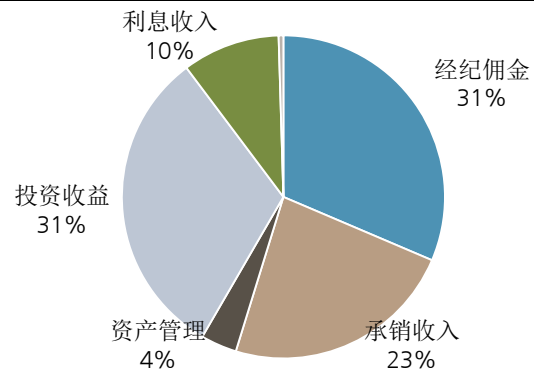
公司简介

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	32.4	61.8	74.8
营业支出	10.5	10.9	18.1	34.1	40.6
所得税	0.6	1.3	3.2	6.1	7.6
净利润	2.9	3.9	11.3	21.6	26.6
归属母公司净利润	2.8	3.8	11.2	21.4	26.4

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

我们预计 2015 年市场环境显著好于原先预期且公司投行、资管、融资融券等业务表现不错，我们将公司 2015-17 年 EPS 预测由 0.60/0.74/0.86 元上调至 0.79/0.98/1.12 元，上调幅度分别 31%、32%和 31%。

图表 27: 盈利预测调整概要

	2015E	2016E	2017E
净利润（百万元）			
调整后	2,141	2,641	3,027
调整前	1,633	1,996	2,318
调整%	31%	32%	31%
营业收入（百万元）			
调整后	6,183	7,477	8,397
调整前	5,046	6,025	6,850
调整%	23%	24%	23%
总资产金额（百万元）			
调整后	81,115	101,298	120,349
调整前	66,436	80,938	80,942
调整%	22.1%	25.2%	48.7%
融资融券余额（亿元）			
调整后	193.7	234.2	275.6
调整前	111.0	133.8	154.6
调整%	74.5%	75.0%	78.2%
股票质押余额（亿元）			
调整后	132.6	172.3	218.8
调整前	141.5	183.8	233.4
调整%	-6.3%	-6.3%	-6.3%

来源: 瑞银证券估算

估值调整概要

基于分部估值法，我们将目标价由 17.38 元上调至 22.27 元，上调幅度 28.2%。最新目标价对应 2015E P/E 28.1x，对应 2015E P/B 3.76x。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我们原先预期（日均成交额最高突破 14000 亿元），因此我们上调了公司经纪业务收入假设，我们维持估值倍数 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 83 亿元提升至 113 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 2015 年 3 月末融资融券余额突破 1.5 万亿元），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 245 亿元提升至 336 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，维持估值倍数 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 82 亿元提升至 92 亿元。

图表 28: 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	23	30	30%	市场成交显著放大，上调经纪收入假设
净利润	6	8	37%	
P/E 倍数	15	15	0%	
业务价值	83	113	37%	
资本中介业务				
净收入	11	15	36%	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	5	7	37%	
P/E 倍数	50	50	0%	
业务价值	245	336	37%	
资本投资业务				
净投资收益	12	14	11%	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	7	8	13%	
P/E 倍数	12	12	0%	
业务价值	82	92	13%	
子公司				
东吴基金	8.4	9.0	8%	
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	59	60	1%	
估值	469	601	28%	
目标价 (元)	17.38	22.27	28%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议：维持“卖出”评级

基于分部估值法，我们将目标价上调至 22.27 元，上调 28%，对应 2015E P/B 3.76x。尽管我们的盈利预测中已考虑到公司融资类业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO 加快等乐观预期，但我们认为市场对于公司互联网金融业务发展的预期过高，目前股价对应 2015E P/B 4.6x，估值偏贵，维持“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	249	15.2	814	226.6	1,097	1,133	1,280
非利息收入总额	1,145	1,182	1,382	2,993	116.5	5,369	79.4	6,380	7,265	8,092
总盈利	1,298	1,398	1,599	3,242	102.8	6,183	90.7	7,477	8,397	9,372
现金支出总额	(943)	(1,004)	(1,044)	(1,769)	-69.5	(3,369)	-90.4	(4,015)	(4,437)	(4,862)
折旧前营业利润	355	394	555	1,473	165.3	2,814	91.0	3,462	3,960	4,510
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	1,433	180.9	2,773	93.5	3,420	3,919	4,468
总拨备	(11)	(10)	0	0	-	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	307	346	510	1,433	181.1	2,773	93.5	3,420	3,919	4,468
来自联营及合资公司的利润(税前)	1	(10)	(7)	11	-	(25)	-	(33)	(37)	(40)
其他税前项目	12	9	13	7	-43.3	25	245.7	33	37	40
税前利润 (UBS)	320	345	516	1,451	181.2	2,773	91.1	3,420	3,919	4,468
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	320	345	516	1,451	181.2	2,773	91.1	3,420	3,919	4,468
税项	(85)	(57)	(130)	(322)	-147.3	(615)	-91.1	(758)	(869)	(991)
税后利润	236	288	386	1,129	192.6	2,158	91.1	2,662	3,050	3,477
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)	-43.6	(21)	(23)	(25)
净利润(本地 GAAP)	232	282	383	1,118	192.1	2,141	91.6	2,641	3,027	3,452
净利润(不计优先股股息)	232	282	383	1,118	192.1	2,141	91.6	2,641	3,027	3,452
净利润(UBS)	232	282	383	1,118	192.1	2,141	91.6	2,641	3,027	3,452
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	0.41	116.4	0.79	91.6	0.98	1.12	1.28
每股收益(UBS 稀释后)	0.15	0.14	0.19	0.41	116.4	0.79	91.6	0.98	1.12	1.28
拨备前营业利润(稀释后)	0.21	0.18	0.26	0.53	108.1	1.03	93.5	1.27	1.45	1.65
每股股息净值	0.08	0.05	0.06	0.13	116.7	0.24	84.6	0.30	0.34	0.39
每股账面价值	3.69	3.79	3.91	5.22	33.3	5.93	13.6	6.73	7.63	8.67
每股账面价值(UBS)	3.69	3.79	3.91	5.22	33.3	5.93	13.6	6.73	7.63	8.67
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	57,446	192.5	81,115	41.2	101,298	120,349	141,796
银行资产(平均)	17,872	15,815	17,705	38,544	117.7	69,281	79.7	91,206	110,823	131,072
总资产(年底)	15,860	15,770	19,641	57,446	192.5	81,115	41.2	101,298	120,349	141,796
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	42,308	239.5	63,301	49.6	81,851	99,109	119,536
客户存款	6,670	6,042	5,969	13,070	119.0	15,684	20.0	17,252	18,978	19,927
普通股权益(年底)	7,390	7,577	7,829	14,086	79.9	15,998	13.6	18,162	20,605	23,409
普通股权益(平均)	5,788	7,483	7,703	10,957	42.2	15,042	37.3	17,080	19,384	22,007
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	7,448	7,639	7,897	14,282	80.9	16,240	13.7	18,460	20,976	23,865
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	5,847	7,543	7,768	11,090	42.8	15,261	37.6	17,350	19,718	22,420
有形资产净值	7,448	7,639	7,897	14,282	80.9	16,240	13.7	18,460	20,976	23,865
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	22.8	-25.1	19.3	-15.0	17.0	15.8	14.1
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	24.9	-38.2	20.0	-19.5	18.2	17.4	16.8

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。

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	14,086	15,998	18,162	20,605	23,409
权益对资产比率%	46.6	48.0	39.9	24.5	19.7	17.9	17.1	16.5
有形权益对有形资产比率%	46.6	48.0	39.9	24.5	19.7	17.9	17.1	16.5
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	0.65	1.18	1.20	1.02	0.98
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	10.2	14.2	15.5	15.6	15.7
经调整的资产收益率	4.0	3.8	5.0	10.2	14.2	15.5	15.6	15.7
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.32	1.82	2.18	2.93	3.11	2.92	2.75	2.65
生产率								
成本收入比	75.5	74.5	68.1	55.8	55.2	54.3	53.3	52.3
成本与平均资产比率	5.48	6.59	6.15	4.69	4.92	4.45	4.04	3.74
薪酬费用比	46.3	53.2	46.5	24.1	14.5	12.4	11.3	10.3
增长率(%)								
营业收入	-28.2	7.7	14.3	102.8	90.7	20.9	12.3	11.6
拨备前营业利润	-58.6	12.2	43.1	180.9	93.5	23.3	14.6	14.0
净利润(UBS)	-59.8	21.7	35.8	192.1	91.6	23.4	14.6	14.1
每股股息净值	-20.0	-37.5	20.0	116.7	84.6	25.0	13.3	14.7
总资产(年底)	-20.2	-0.6	24.5	192.5	41.2	24.9	18.8	17.8
客户贷款	-	-	-	-	-	-	-	-
客户存款	-52.0	-9.4	-1.2	119.0	20.0	10.0	10.0	5.0
Value (x)								
市值/收入	10.8	11.5	10.0	22.8	12.0	9.9	8.8	7.9
市值/存款	2.1	2.7	2.7	5.7	4.7	4.3	3.9	3.7
股价/拨备前营业利润(稀释后)	34.0	45.2	31.3	51.7	26.7	21.7	18.9	16.6
市盈率(本地 GAAP, 基本)	46.7	57.3	41.8	66.3	34.6	28.0	24.5	21.5
市盈率(UBS, 稀释后)	46.7	57.3	41.8	66.3	34.6	28.0	24.5	21.5
净股息收益率(%)	1.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.1	1.2	1.4
市净率	1.9	2.1	2.0	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2
市净率(UBS)	1.9	2.1	2.0	5.3	4.6	4.1	3.6	3.2

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。