



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：证券

魏涛, CPA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004
(8610)66229364
tao.wei@bocichina.com

罗惠洲

证券投资咨询业务证书编号: S1300516030001
(8610)66229014
huizhou.luo@bocichina.com

*孙艺农为本报告重要贡献者

东吴证券: 业绩环比持续向好, 参股地方 AMC 受益于债转股推进

公布 9 月月度经营数据, 环比业绩持续向好

近日, 东吴证券(601555.CH/人民币 13.05, 未有评级)公布 2016 年 9 月月度经营数据。2016 年 9 月, 公司实现营业收入 3.50 亿元, 净利润 1.72 亿元, 环比继续保持上升。与 2015 年相比, 营业收入方面同比稍有下滑, 净利润同比则上涨接近 40%。截至 2016 年 9 月末, 东吴证券净资产 192.93 亿元。根据中报数据, 今年上半年, 东吴证券经纪业务客户数量稳定增长, 市场占有率从 1.047% 上升为 1.116%, 代理买卖业务成交量 (A 股+基金) 16,141 亿。经纪及财富管理业务实现营业收入 8.20 亿元。投资银行业务实现营业收入 5.15 亿元, 同比增长 82.10%。尽管在监管收紧的情况下, IPO 主承销业务未有斩获, 但在股权融资方面, 上半年公司完成赢时胜、二三四五、良信电器、紫鑫药业、东北证券等 5 单 A 股增发、配股项目, 合计承销金额 93.46 亿元; 完成新三板定增 35 家, 融资 9.42 亿元。债承规模合计 275.82 亿, 同比增长 60%。

参股苏州资产管理公司, 业务发展空间广阔

2016 年 5 月, 东吴证券正式公告公司拟出资 2.4 亿元, 与国发集团、东吴人寿保险、昆山创业控股等关联/非关联方共同发起设立苏州资产管理有限公司, 注册资本 12 亿元, 东吴证券持股 20%。苏州资管是根据国家相关法律法规及政策规定设立的地方金融资产管理公司, 收购、受托经营金融/非金融机构的不良资产, 对不良资产进行管理、投资和处置, 可以作为债转股主体对股权资产进行管理、投资和处置。

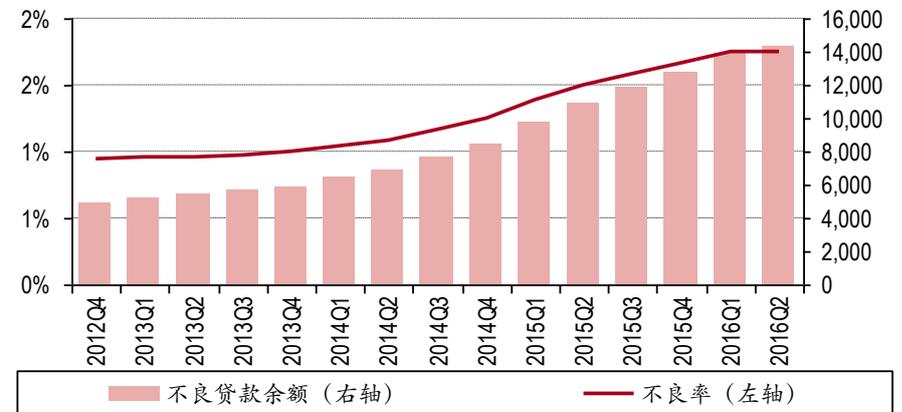
图表 1. 苏州资产管理公司主要股东情况

股东名称	出资金额 (万元)	出资比例
苏州市人民政府国有资产监督管理委员会	26,000	21.67%
东吴证券股份有限公司	24,000	20%
苏州国际发展集团有限公司	10,000	8.33%
东吴人寿保险股份有限公司	10,000	8.33%
苏州广电传媒集团有限公司	10,000	8.33%
苏州市农业发展集团有限公司	10,000	8.33%
昆山市创业控股有限公司	5,000	4.17%
(其他 5% 以下中小股东合计)	25,000	20.83%
(合计)	120,000	100%

资料来源: 公司公告, 中银证券

随着实体经济增速持续下滑，银行业资产质量问题也一直未得到改善，根据银监会数据，今年2季度前，我国不良贷款余额及不良率水平已经连续19个季度保持双升。截至2016年2季度，我国商业银行不良贷款率1.75%，环比与上季度持平，不良贷款余额1.44万亿，关注类贷款占比4.03%。不良资产处置行业发展空间依然广阔。

图表 2. 2012Q4-2016Q2 商业银行不良贷款余额及不良贷款率



资料来源：中国银监会，中银证券

而江苏省作为我国经济大省，截至2015年年末，全省不良资产余额1,104.4亿元，位列全国各省市自治区直辖市第三。

图表 3. 2015 年年末各省市自治区商业银行不良贷款余额(单位: 亿元)

排行	地区	商业银行不良贷款余额
1	浙江	1,600.7
2	广东	1,151.5
3	江苏	1,104.4
4	山东	1,081.1
5	福建	719.2
6	总行	605.9
7	四川	573.4
8	辽宁	444.3
9	内蒙古	441.0
10	上海	397.3
11	北京	366.3
12	安徽	362.3
13	湖北	341.2
14	陕西	319.7
15	河南	316.8
16	山西	315.1
17	天津	304.0
18	湖南	287.6
19	云南	273.6
20	河北	272.3
21	江西	268.3
22	广西	246.9
23	重庆	180.3
24	贵州	165.6
25	吉林	140.2
26	黑龙江	138.5
27	甘肃	85.8
28	新疆	83.0
29	青海	57.4
30	宁夏	54.5
31	海南	21.9
32	境外分行	19.7
33	西藏	4.3
	合计	12,744.1

资料来源: 万得, 中银证券

国务院发布债转股实施方案, 银行不得直接实施债转股

2016 年 10 月 10 日, 国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及附件《关于市场化银行债权转股的指导意见》, 正式为这一轮的债转股拉开大幕。文件要求此次债转股:

- 1、市场化运作, 政策引导: 市场化选择, 市场化定价, 资金市场化筹集, 股权市场化退出。
- 2、遵循法制, 防范风险: 银行转股债权洁净转让, 真实出售, 进行风险隔离。政府不承担损失兜底责任。
- 3、重在改革, 协同推进: 与深化企业改革、降低实体经济企业成本、化解产能过剩和企业兼并重组等工作有机结合。

同时要求: 银行不得直接实施债转股, 银行向实施机构转让债权, 由实施机构将债权转化为对象企业股权方式实现。

并鼓励金融资产管理公司，保险资产管理机构，国有资本投资运营公司等多种类型的实施机构开展市场化债转股；支持银行充分利用现有符合条件的所属机构，或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股。鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制。支持不同银行通过所属机构交叉实施债转股。支持各类实施机构与私募股权投资基金等股权投资机构开展合作。

此次债转股方案要求债转股进行市场化运作，同时要求银行不得直接实施债转股，需要先向实施机构转让债权，进行风险隔离。虽然可以参与债转股的实施机构众多，但可以预见的是，作为专业的不良资产处置机构，四大及地方 AMC 将在此次债转股中占据重要一环。此前成立的江苏资产管理公司目前主要业务集中于无锡市，而江苏省有超过 1000 亿的账面银行不良资产亟待处置，业务发展空间非常广阔。此次债转股方案的推出将极大利好参股苏州资产管理公司 20% 股权的东吴证券。此外，债权人债权置换为股权后将可能逐步参与公司后续的经营管理中。不同于传统的不良资产管理公司收购处置类业务，债转股要求实施机构有较强的资本运营和财务顾问能力。苏州资产管理公司作为“券商系”AMC，其业务发展将可能与东吴证券快速扩张的投行业务产生明显的协同效应。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371