

推荐（首次）

业绩强势反弹，估值处于低位

风险评级：中风险

东吴证券（601555）深度报告

2019年5月29日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

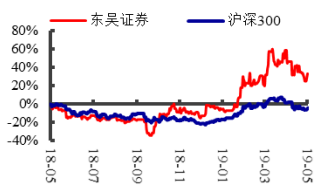
xujianfeng@dgzq.com.cn

主要数据

2019年5月28日

收盘价(元)	10.23
总市值(亿元)	306.90
总股本(百万股)	3,000.00
流通股本(百万股)	2,891.00
ROE (TTM)	4.36%
12月最高价(元)	13.09
12月最低价(元)	4.95

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **2019一季度业绩强势反弹。**公司2018年、2019年一季度营收分别为41.62亿元和14.94亿元，分别同比+0.43%和+81.26%；扣非归母净利润分别为3.47亿元和6.12亿元，分别同比-55.41%和+1072.80%；ROE（平均）分别为1.75%和2.99%，分别同比-2.09pct和2.70pct。公司上述业绩指标均好于上市券商整体，其中扣非归母净利润同比增速在上市券商中最高，ROE（平均）同比增加幅度在上市券商中排第3位。
- **经纪业务市占率平稳上升。**2019年一季度，公司经纪业务净收入为2.56亿元，同比+16.03%，推测公司2019年一季度股基成交额约同比+20%。公司2018年佣金率为3.42%，推测2019年一季度佣金率略低于2018年。按股基成交额口径测算，公司近年经纪业务市占率平稳增长，2018年市占率为1.175%，较去年-0.01个百分点。
- **投行净收入增速超上市券商整体。**2019年一季度，公司投行业务净收入为1.05亿元，同比+22.56%，表现好于上市券商整体，主要受益于债券承销规模的大幅增长。2019年一季度，公司投行业务收入来自债券承销及定增重组，暂无IPO及定增收入。目前已有1家企业申报科创板，随着IPO审核常态化，预计2019年投行业务净收入将实现同比正增长。
- **创新业务不断突破。**2018年，公司成功发行全国首单以社区商业物业为底层资产的REITs产品“中联东吴—新建元邻里中心资产支持专项计划”，发行规模20.5亿元；成功运作完成全国首批社会领域专项债券—“吴江城投社会领域专项债券”；成功发行完成国内规模最大的创新创业公司债券“苏州元禾控股创新创业债”。
- **海外业务发展势头良好。**东吴中新成立于2015年8月，2018年营收为1181万元，同比+715.62%，净利润为-1444万元，亏损较去年增加997万元，虽然目前仍处于亏损状态，但营收增长迅速。东吴香港成立于2016年6月，2018年营收为12,560.05万元，同比+536.58%，净利润10,864.65万元，实现营收快速增长，同时扭亏为盈。公司海外业务虽起步晚，但营收高速增长，发展势头良好。
- **2019年一季度自营净收入大幅增长。**2019年一季度，受益于行情回暖，公司自营业务净收入（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）为8.20亿元，同比+132.84%。

- **投资建议。**截止2019年5月28日，公司的PB为1.47倍，估值处于近5年的历史较低位置；公司PB估值与证券（申万二级）指数相同，但公司2019年一季度业绩同比增速远高于行业平均，投资价值凸显。公司PE为33.61倍，处于近5年估值合理区间。2019年至2020年预计公司EPS分别为0.69元和0.75元，对应2019年5月28日收盘价，2019年至2020年PE分别为14.83倍和13.64倍。我们给予公司推荐的投资评级。
- **风险提示：**政策效果不及预期，宏观经济超预期下滑，贸易摩擦持续恶化，股市成交量大幅萎缩。

目 录

1. 公司概况	5
1.1 历史沿革	5
1.2 营业部、主要参控股公司	5
1.3 经营范围	5
1.4 股本结构	5
2. 总体经营情况	6
2.1 营收结构：自营、经纪业务营收占比超 60%	6
2.2 公司 2019 年一季度业绩强势反弹	7
2.3 公司近年净资本略有下降	8
3. 主营业务	9
3.1 经纪业务	9
3.2 投行业务	11
3.3 资管业务	13
3.4 海外业务	14
3.5 自营业务	15
3.6 信用业务	16
4. 投资策略：	18
4.1 公司投资建议	18
4.2 公司盈利预测	19
5. 风险提示	20

插图目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系	6
图 2：上市券商 2019 年一季度营业收入结构（%）	6
图 3：东吴证券 2019 年一季度营收结构（%）	6
图 4：东吴证券历年营收结构（%）	7
图 5：东吴证券营业收入（亿元，%）	8
图 6：东吴证券扣非归母净利润（亿元，%）	8
图 7：东吴证券 ROE（平均）（%，pct）	8
图 8：2019 年一季度业绩同比增速（%）	8
图 9：东吴证券净资本（亿元，%）	8
图 10：东吴证券净资产（亿元，%）	8
图 11：市场股基日均成交额（亿元，%）	9
图 12：行业整体佣金率（%%）	9
图 13：东吴证券经纪业务净收入（亿元，%）	10
图 14：东吴证券经纪业务市占率（%，%）	10
图 15：东吴证券股基成交额（亿元）	10
图 16：东吴证券经纪业务佣金率（%%）	10
图 17：东吴证券机构客户占比（%）	10
图 18：2018 年机构客户占比（%）	10
图 19：行业整体股权融资金额（亿元，%）	11

图 20: 行业整体债券承销金额（亿元，%）	11
图 21: 东吴证券历年股权承销规模（亿元，%）	12
图 22: 东吴证券股权承销规模（亿元，%）	12
图 23: 东吴证券历年债券承销规模（亿元，%）	12
图 24: 上市券商资管业务净收入（亿元，%）	13
图 25: 券商资管规模（亿元，%）	13
图 26: 东吴证券受托客户资产管理业务净收入（亿元，%）	13
图 27: 东吴证券资管规模（亿元，%）	13
图 28: 东吴中新业绩（万元，%）	14
图 29: 东吴香港业绩（万元，%）	14
图 30: 上市券商自营业务净收入（亿元，%）	15
图 31: 上市券商投资净收入及公允价值变动净收益（亿元，%）	15
图 32: 东吴证券自营业务净收入（亿元，%）	15
图 33: 上市券商利息净收入（亿元，%）	16
图 34: 东吴证券融出资金季度期初期末余额均值（亿元，%）	16
图 35: 东吴证买入返售金融资产季度期初期末余额均值（亿元，%）	17
图 36: 东吴证券 PB-Band	18
图 37: 东吴证券 PE-Band	18

表格目录

表 1: 东吴证券主要参控股公司	5
表 2: 东吴证券细分业务收入预测（百万元）	19
表 3: 东吴证券利润表预测（百万元）	19

1. 公司概况

1.1 历史沿革

东吴证券股份有限公司的前身为苏州证券公司。1992年9月4日，苏州证券公司设立。2001年12月18日，苏州证券有限责任公司更名为“东吴证券有限责任公司”。2010年3月17日，东吴证券有限责任公司整体变更为东吴证券股份有限公司。2011年12月12日，公司股票在A股上市交易。

1.2 营业部、主要参控股公司

截止2018年年末，公司在境内共设有18家证券分公司，140家证券营业部和15家期货营业部。公司主要控股参股公司有：东吴基金管理有限公司（持股比例70%）、东吴期货有限公司（持股比例93.8%）、东吴创业投资有限公司（持股比例100%）、东吴创新资本管理有限责任公司（持股比例100%）、东吴证券中新（新加坡）有限公司（持股比例75%）、东吴证券（香港）金融控股有限公司（持股比例100%）。

表 1：东吴证券主要参控股公司

参控股公司	持股比例	2018年经营情况
东吴基金管理有限公司	70%	总资产6.42亿元，净资产4.09亿元，2018年实现营业收入23,038.44万元，利润总额3,890.53万元，净利润2,898.29万元
东吴期货有限公司	93.8%	总资产29.79亿元，净资产6.27亿元，2018年实现营业收入115,859.80万元，净利润1,865.54万元
东吴创业投资有限公司	100%	总资产9.94亿元，净资产9.63亿元，利润总额-1,197.38万元，净利润-2,837.54万元
东吴创新资本管理有限责任公司	100%	总资产32.01亿元，净资产31.92亿元，2018年实现利润总额3,077.37万元，净利润2,331.11万元
东吴证券中新（新加坡）有限公司	75%	总资产0.30亿元人民币，净资产0.27亿元人民币，2018年实现营业收入1,181.35万元人民币，利润总额-1,443.71万元人民币，净利润1,443.71万元人民币
东吴证券（香港）金融控股有限公司	100%	总资产10.66亿元人民币，净资产7.03亿元人民币，2018年实现营业收入12,560.05万元人民币，利润总额11,888.86万元人民币，净利润10,864.65万元人民币

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 经营范围

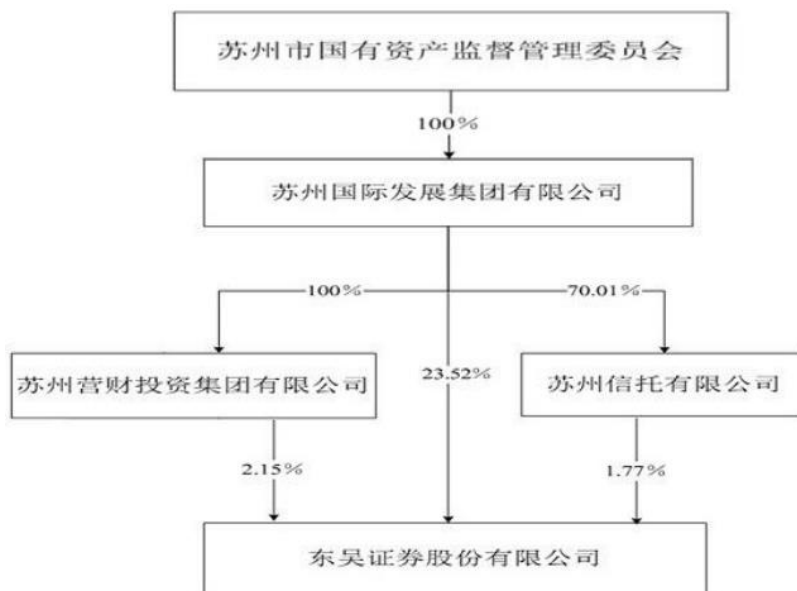
截止2018年年末，公司主要经营活动为证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；融资融券业务；代销金融产品业务。

1.4 股本结构

截止2019年5月21日，公司总股本30亿股，均为A股30亿股；无优先股和非流通股；流通A股28.91亿股，限售流通A股1.06亿股。截止2019年一季度末，公司前

5 大股东分别为：苏州国际发展集团有限公司（持股比例 23.52%）、中新苏州工业园区城市投资运营有限公司（持股比例 3.33%）、中国人寿保险（集团）公司-传统-普通保险产品（持股比例从 4.33%下降至 3.33%）、张家港市直属公有资产经营有限公司（持股比例 3.33%）、中国证券金融股份有限公司（持股比例 2.99%）。公司实际控制人为苏州市国有资产监督管理委员会。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

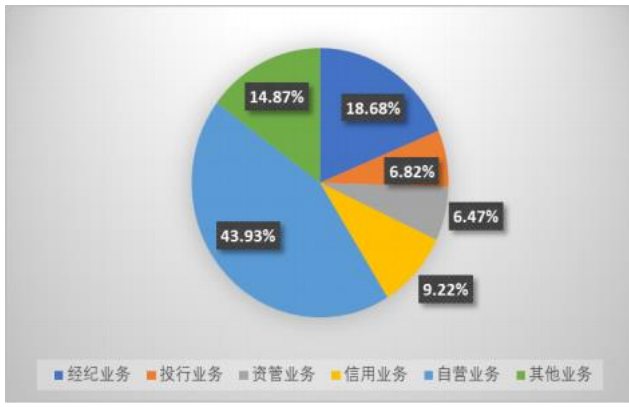
2. 总体经营情况

2.1 营收结构：自营、经纪业务营收占比超 60%

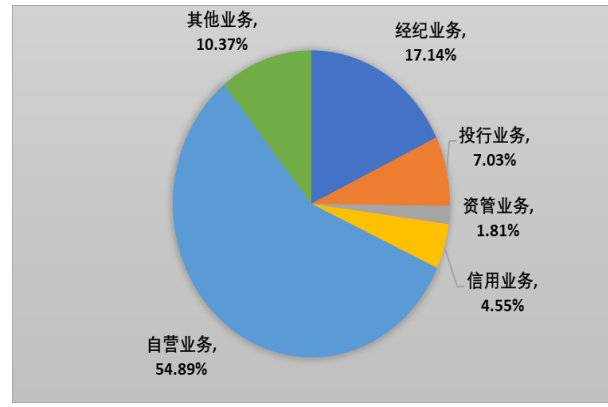
自营营收占比趋势上升，经纪营收占比趋势下降。2019 年一季度，公司经纪、投行、资管、信用、自营业务净收入营收占比分别为 17.14%、7.03%、1.81%、4.55%、54.89%，自营及经纪业务占比较大，而资管、信用业务占比较小，与上市券商（统计口径为 35 家上市券商，下同）各项主营业务营收占比情况一致。公司 2019 年一季度信用业务营收占比 2018 年有较大增加，主要是 2018 年信用业务净收入为负，而 2019 年一季度转为正数所致。随着经营环境变化，公司营收结构呈如下趋势：在经纪业务竞争加剧、佣金率持续下调的背景下，公司经纪业务净收入营收占比呈下降趋势，2019 年该项占比或将走平；随着风控水平提升，投资能力增强，公司自营业务净收入营收占比不断攀升，占比跃升至 40%以上；自营及经纪业务成为营收增长最重要的驱动因素；近年资管业务净收入营收占比呈现轻微下降，但占比整体变化不大，一直在较低水平；投行业务净收入受股债融资发行节奏影响较大，其营收占比呈横向震荡，近年有下降势头；信用业务早期经历过一段繁荣发展，其营收占比一度上升逼近 20%，但随着市场下行，信用风险暴露增加，营收占比逐年下降。经纪及自营业务受市场景气影响较大，两项业务营收占处于高位，其他主营业务营收占比偏小，公司营收随市场波动的特征仍将显著。

图2：上市券商2019年一季度营业收入结构（%）

图3：东吴证券2019年一季度营收结构（%）

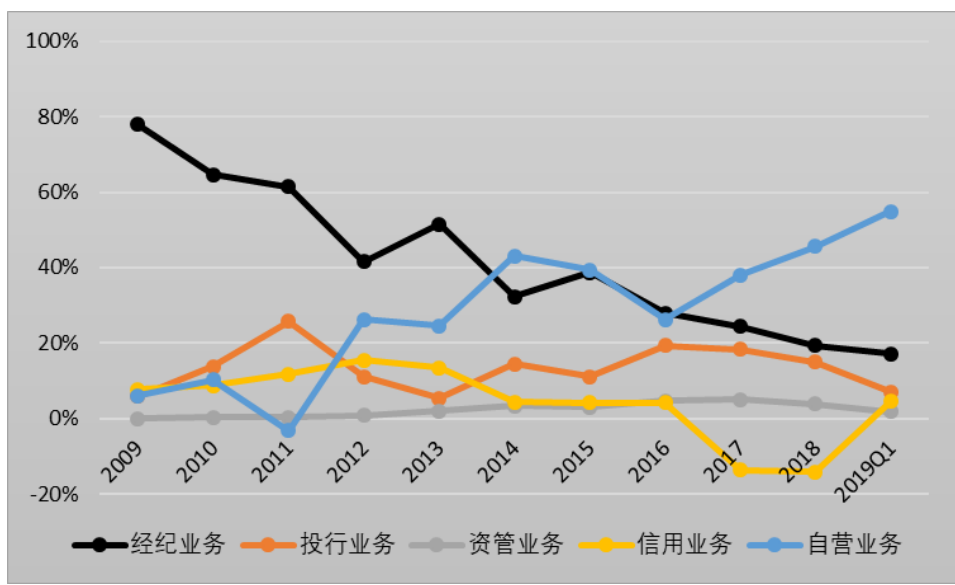


资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图4：东吴证券历年营收结构（%）



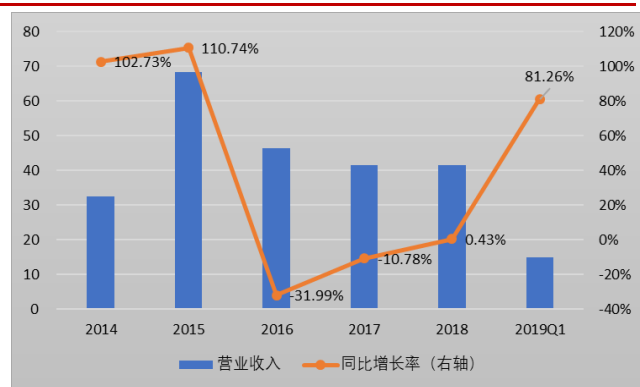
资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

2.2 公司 2019 一季度业绩强势反弹

公司 2019 一季度业绩强势反弹。公司 2018 年、2019 年一季度营收分别为 41.62 亿元和 14.94 亿元，分别同比+0.43%和+81.26%；扣非归母净利润分别为 3.47 亿元和 6.12 亿元，分别同比-55.41%和+1072.80%；ROE（平均）分别为 1.75%和 2.99%，分别同比-2.09pct 和 2.70pct。公司 2019 年一季度业绩呈现强势反弹，一扫去年阴霾，同时一季度上述业绩指标均好于上市券商整体，其中扣非归母净利润同比增速在上市券商中最高，ROE（平均）同比增加幅度在上市券商中排第 3 位。公司 2019 年一季度业绩反弹强劲，除了市场回暖因素，亦有基数较低的影响，2016-2018 年期间公司扣非归母净利润均同比-45%以下。

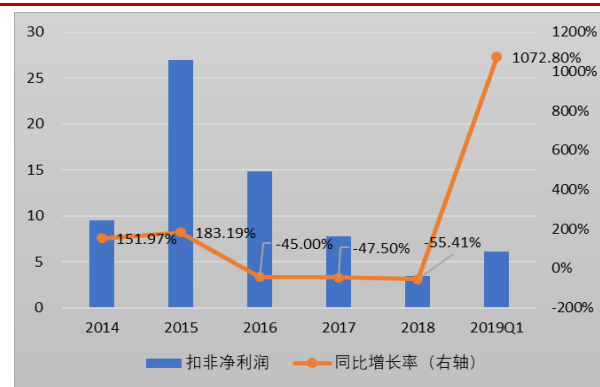
自营、信用业务为 2019 年一季度业绩反弹主要驱动因素。2019 年一季度，公司自营业务（投资净收益-对联营和合营企业的投资净收益+公允价值变动净收益）同比+132.95%，其中公允价值变动净收益由负转正，2018 年一季度为-0.30 亿元，2019 年一季度为 5.53 亿元，主要是受证券市场回暖和会计准备变动影响；利息净收入同样由负转正，2018 年一季度净收入为-2.29 亿元，2019 年一季度净收入为 0.68 亿元，主要是 2019 年一季度利息支出减少所致。

图5：东吴证券营业收入（亿元，%）



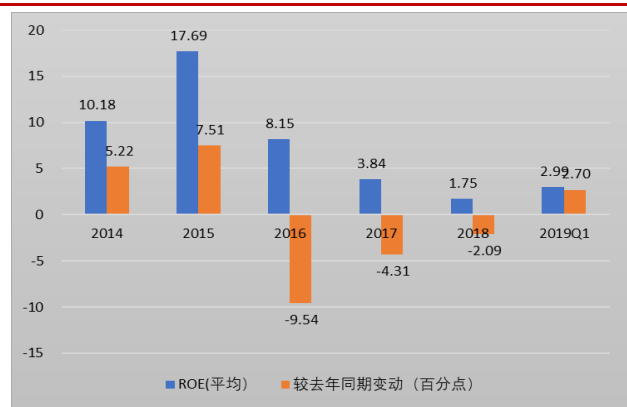
资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图6：东吴证券扣非归母净利润（亿元，%）



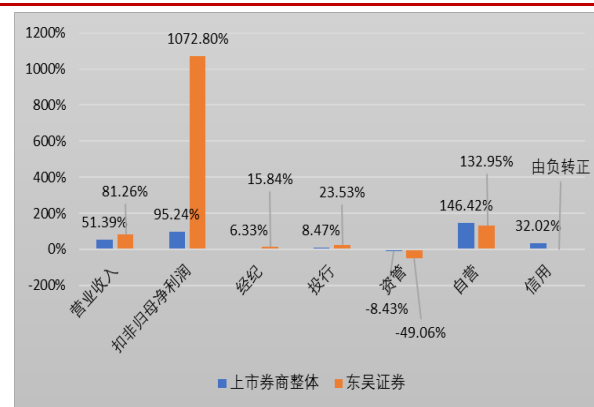
资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图7：东吴证券ROE（平均）（%，pct）



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图8：2019年一季度业绩同比增速（%）



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

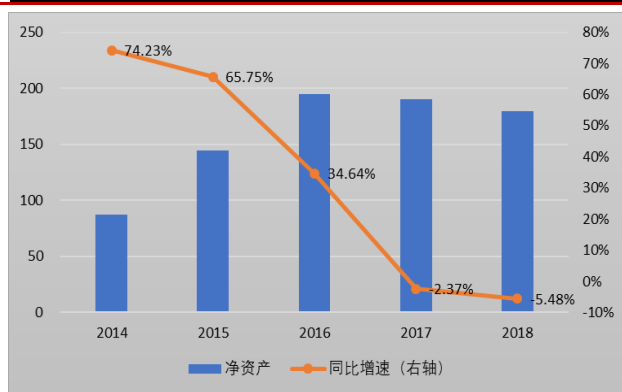
2.3 公司近年净资本略有下降

公司近年净资本规模略有下降。2016年至2018年，公司净资本分别为194.66亿元、190.04亿元和179.63亿元，分别同比+34.64%、-2.37%和-5.48%，净资本规模出现一定下滑，期间复合年增长率为7.50%，高于上市券商整体增速。2014-2018年，公司净资本规模在上市券商中排名略有上升，从第18位上升至15位，但在向重资产业务模式转变的趋势下，仍有融资增加净资本需求。

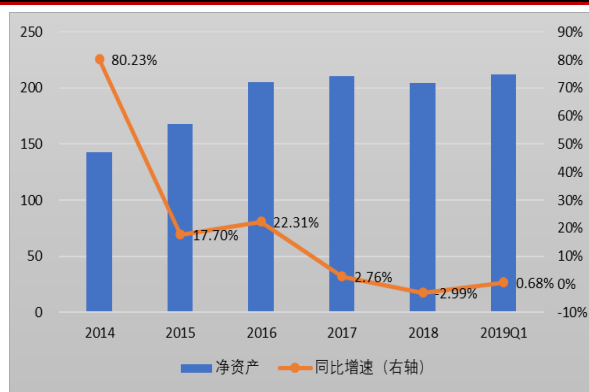
强大资本实力是券商在行业变革中获胜的基础。目前行业的发展宏观背景是：以服务实体经济为根本出发点，特别是战略新兴企业，建设多层次资本市场增加直接融资比例成为迫切需求；资本市场双向开放，通过引入外部竞争者，快速迭代国内券商商业模式和丰富金融产品；政府监管模式是以净资本为核心的风险监管体系；券商商业模式会从依靠牌照收取通道费用，向通过扩张资产负债表提供服务和产品来赚取服务费和差价，机构客户占比会逐渐上升，做市商服务需求增加，衍生品种类及数量需求将大幅提升；资产定价能力、金融产品创设能力、风险管理能力、主动管理能力、资产获取能力、资产资金对接效率、服务客户及后台运营能力等核心竞争力的提升需要增加金融科技投入。从目前券商行业监管模式，到丰富提供的服务及产品种类，再到提升核心竞争力，都需要强大的资本支撑。

图9：东吴证券净资本（亿元，%）

图10：东吴证券净资产（亿元，%）



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

3. 主营业务

3.1 经纪业务

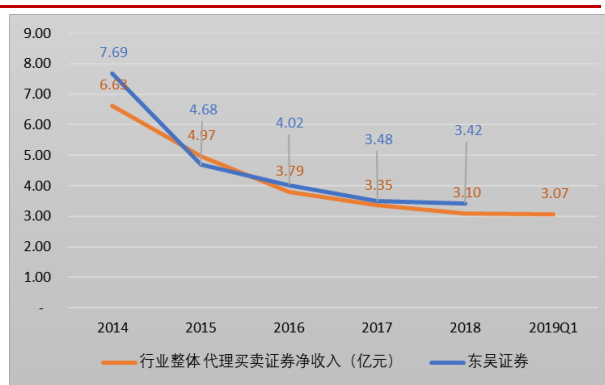
2019年二季度上市券商整体经纪业务净收入有望实现环比正增长。2015年市场由牛转熊之后,市场股基日均成交从万亿规模下降至2018年的4139亿元(交易所公布数据),而2019年一季度回升至6217亿元(同比+21.08%)。行业整体佣金率呈下滑趋势,经过多年充分竞争,下滑速度有所放缓。2015年行业整体佣金率为4.97%,2018年为3.10%,2019年一季度为3.07%。在成交额及佣金率一升一降作用下,2019年一季度上市券商整体经纪业务净收入轻微反弹,同比+6.33%。2019年4月市场股基日均交易额为6448.06亿元,略高于2019年一季度,展望2019年二季度上市券商整体经纪业务净收入将实现环比正增长,公司亦有望受益。

图11: 市场股基日均成交额 (亿元, %)



资料来源: 交易所, 东莞证券研究所

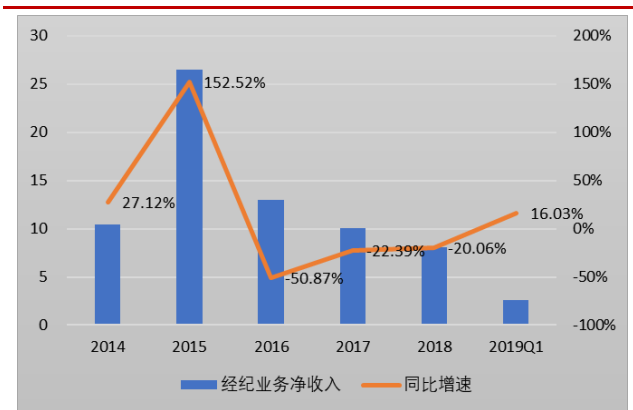
图12: 行业整体佣金率 (%%)



资料来源: 交易所, 公司公告, 东莞证券研究所

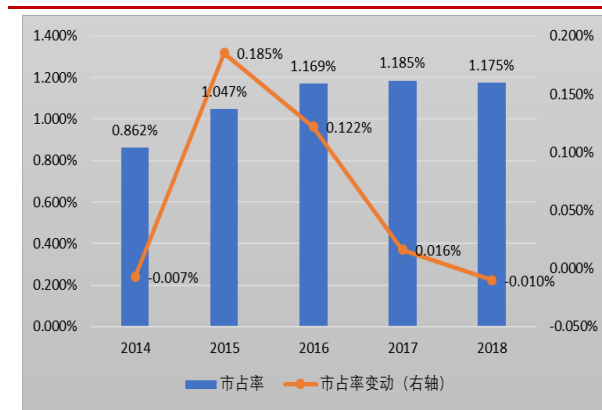
公司市占率平稳上升。2018年、2019年一季度,公司经纪业务净收入分别为8.07亿元和2.56亿元,分别同比-20.06%和+16.03%。2018年公司股基成交额为23595亿元,同比-18.53%;公司没公布2019年一季度股基成交额,但当期代理买卖证券款余额期初期末平均值同比+22.15%,且当期行业整体股基成交额同比+21.08,推测公司当期股基成交额约同比+20%。由于经纪业务同质化严重,互联网拓展模式加剧竞争,公司佣金率呈下降趋势,佣金率与行业整体基本一致,经过多年市场充分竞争,近年公司佣金率降速放缓。公司2018年佣金率为3.42%,推测2019年一季度佣金率略低于2018年。按股基成交额口径测算,公司2018年经纪业务市占率为1.175%,较去年-0.01个百分点。

图13：东吴证券经纪业务净收入（亿元，%）



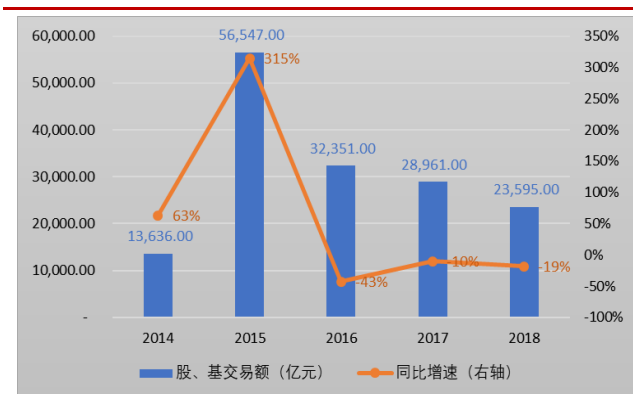
资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图14：东吴证券经纪业务市占率（%，%）



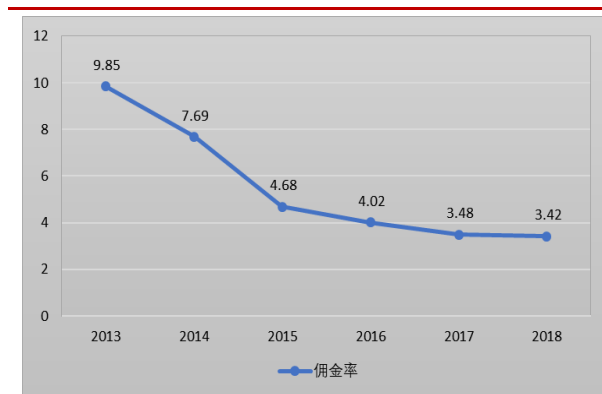
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图15：东吴证券股基成交额（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

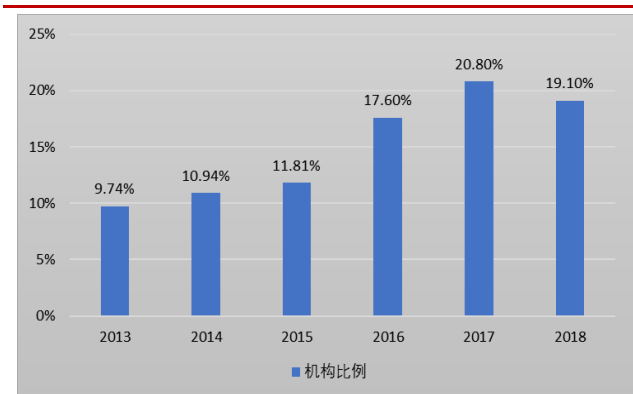
图16：东吴证券经纪业务佣金率（%%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

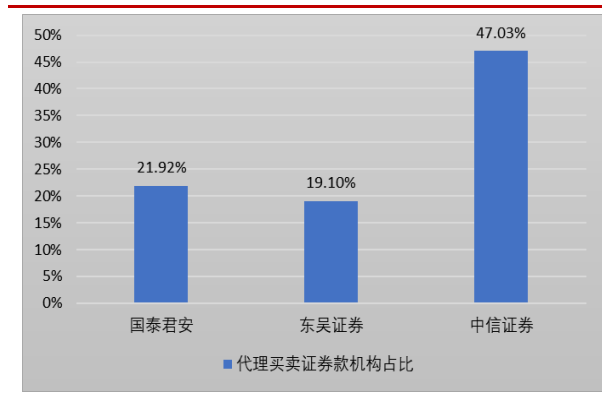
公司经纪业务中机构客户占比略低。2018 年公司代理买卖证券款期初期末余额均值中机构客户占比为 19.10%，较 2017 年-1.70pct。公司持续做优客户结构，深化集团客户开发，2016 年经纪业务机构客户占比（按代理买卖证券款口径测算）取得较大提高，但往后提升幅度放缓，与机构客户占比较高的券商比较，仍有较大差距（2018 年，中信证券机构客户占比为 47.03%）。机构客户对证券市场波动的顺周期性弱于个人客户，经纪业务中较高的机构客户占比有利于降低市场低迷情况对经纪业务的负面影响。

图17：东吴证券机构客户占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图18：2018年机构客户占比（%）



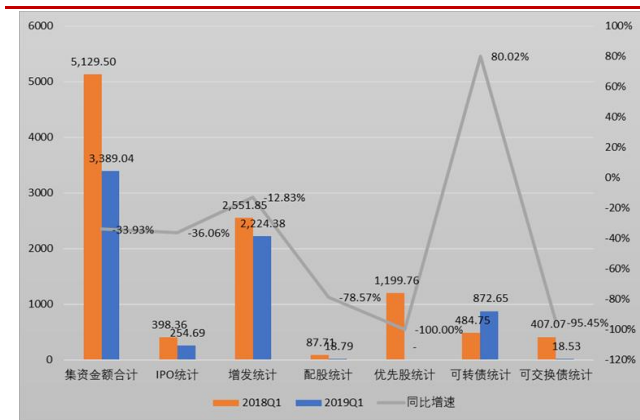
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

未来券商结算模式将带来红利。2019年2月监管层明确新公募基金新产品采用券商结算模式的规定从试点转为常规,同时鼓励老基金新产品采用该模式,保险公司及保险资产管理公司、商业银行及商业银行理财机构、期货公司资产管理子公司等金融机构及其管理的各类产品都适用上述要求。券商结算模式指公募基金等管理的各类产品参与证券交易所交易的,应当委托证券公司办理结算。券商结算模式带来2点好处,一是券商处理结算更专业、二是该模式下券商能对产品的交易进行实时验资验券,并能对异常交易行为进行实时监控,符合监管层穿透式监管的要求。对于券商自身的好处是公募基金管理的产品相关的托管、代售、研究服务等业务未来有望逐渐从银行转移到券商,增厚券商产品代销、托管、结算、研究分仓、FICC等收入。此外,监管层同时规定,基金产品管理人可选择一家或多家证券公司开展证券交易,可免于执行“一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金,不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的30%。”,该规定可能导致公募基金的研究分仓走向集中。短期看,销售渠道广,销售能力强的券商最为受益;长期则交易结算系统、交收、代销、研究、托管等综合金融服务能力强的券商更为受益。2018年末,公司在境内共设有18家证券分公司,140家证券营业部,且集中的经济发达地区,代销能力较强,未来有望受益于券商结算模式带来的业绩增厚。

3.2 投行业务

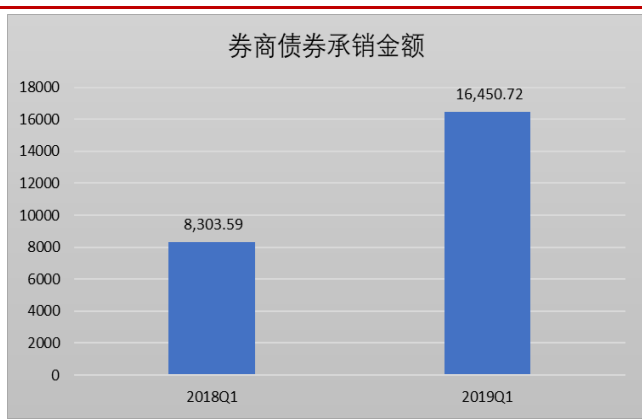
行业整体股权融资规模较去年同期收缩。上市券商整体2018年和2019年一季度投行业务净收入分别为294.06亿元和66.62亿元,分别同比-24.28%和+8.47%,债券承销金额同比大幅上升是主要的正面影响因素。2019年一季度,债券承销金额为16450.72亿元,同比+98.12%。而2019年一季度股权承销金额为3389.04亿元,同比-33.93%,其中IPO及增发融资金额分别为254.69亿元和2,224.38亿元,分别同比-36.06%和-12.83%,股权融资金额同比下降成为拖累当期投行业务净收入的主要因素。若未来股基成交额维持高位,则有利于IPO融资规模扩大,并且科创板亦将带来增量业务,有望增厚行业投行业务收入。

图19: 行业整体股权融资金额(亿元, %)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图20: 行业整体债券承销金额(亿元, %)

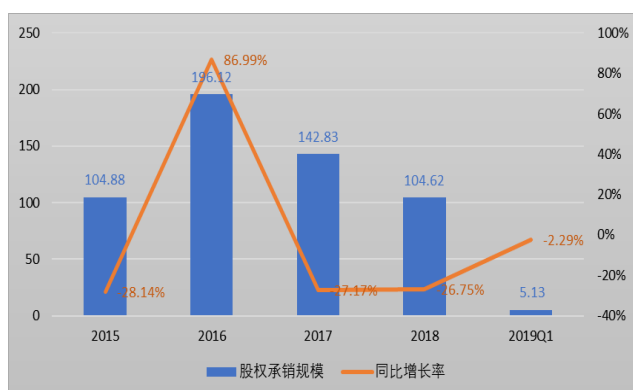


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

2019年一季度, 公司IPO尚未破局。市场整体股权融资规模从2017年开始出现明显下降, 受市场环境影响, 公司股权承销规模亦从2017年起呈下降趋势, 但降幅有明显收窄。2019年一季度, 公司完成定增重组业务规模5.13亿元, 同比-2.29%, IPO、增发承销规模0元。目前公司IPO储备项目37家, 预期随着IPO审核正常化, 2019年公司IPO承销规模有望超越去年。按募资规模口径, 2019年一季度公司股权市场份额

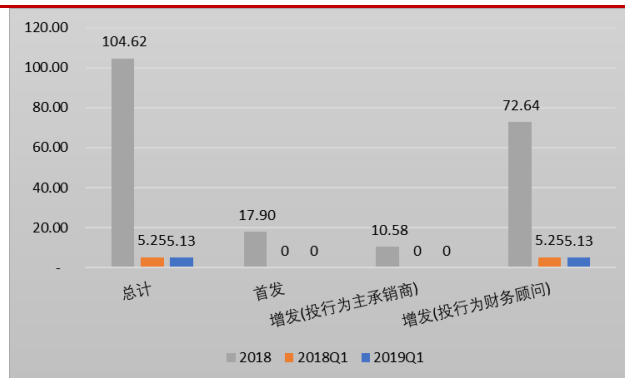
为 0.15%，较去年同期+0.05pct，较 2018 年-0.71pct。

图21：东吴证券历年股权承销规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

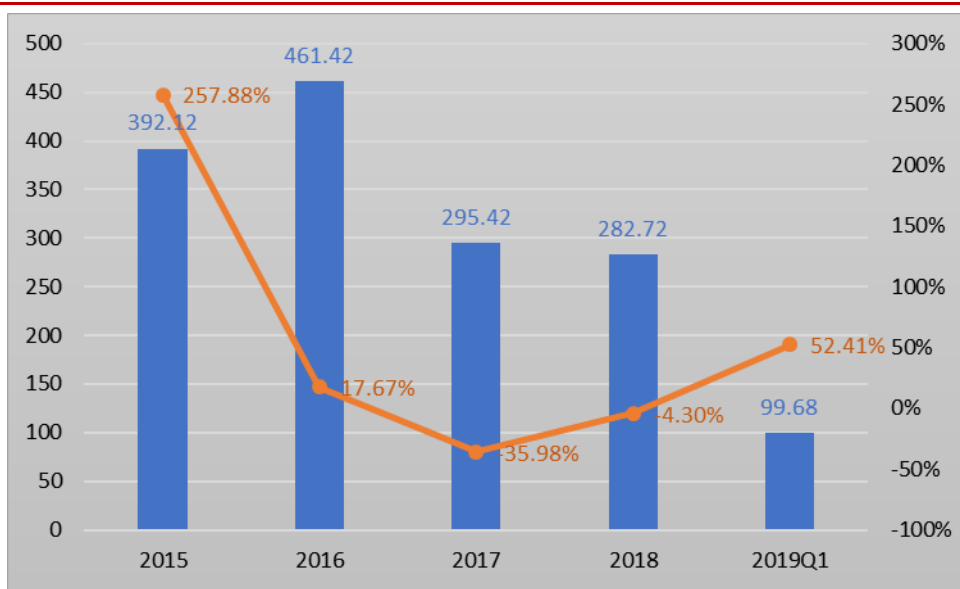
图22：东吴证券股权承销规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司债券承销市场份额边际改善。2019 年一季度，公司债券承销（不含可转债、可交换债）金额为 99.68 亿元，同比+52.41%；市场份额为 0.68%，较去年同期-0.19pct，较 2018 年+0.19pct。2019 年一季度，在市场整体债券承销规模扩大情况下，公司债券承销金额同比大幅增加，较 2018 年市场份额增加，显示市场份额正在边际改善。

图23：东吴证券历年债券承销规模（亿元，%）



资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

公司 2019 年一季度投行净收入增速超上市券商整体。2018 年及 2019 年一季度，公司投行业务净收入分别为 6.27 亿元和 1.05 亿元，分别同比-17.52%和+22.56%，两时期增速表现均好于上市券商整体，主要受益于债券承销规模的大幅增长。2019 年一季度，公司投行业务收入来自债券承销及定增重组，暂无 IPO 及定增收入。公司积极谋划布局科创板，集中优势资源重点挖掘长三角区域的优质创新企业，目前已有 1 家企业申报科创板。随着 IPO 审核常态化，预计 2019 年投行业务净收入将实现同比正增长。

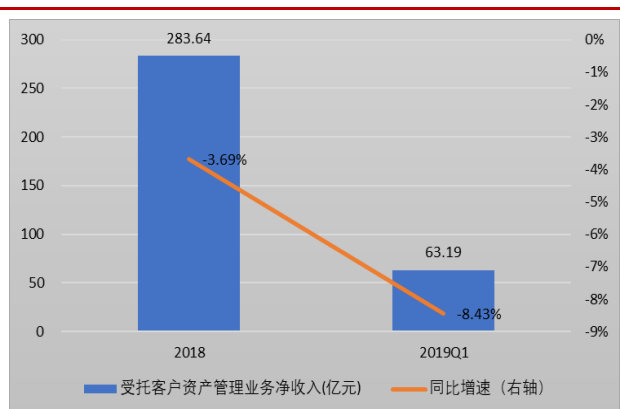
公司创新业务不断突破。2018 年，公司成功发行全国首单以社区商业物业为底层

资产的 REITs 产品“中联东吴—新建元邻里中心资产支持专项计划”，发行规模 20.5 亿元；成功运作完成全国首批社会领域专项债券—“吴江城投社会领域专项债券”；成功发行完成国内规模最大的创新创业公司债券“苏州元禾控股创新创业债”。

3.3 资管业务

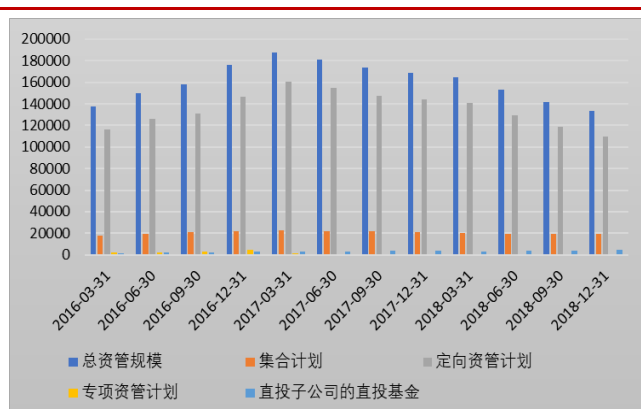
上市券商资管规模收缩延续，资管业务净收入同比下降。上市券商 2018 年及 2019 年一季度资管业务净收入分别为 283.64 亿元和 63.19 亿元，分别同比-3.69%和-8.43%。受资管新规影响，券商资管规模收缩明显，资管业务净收入同步下降。券商资管规模于 2017 年第二季度开始逐季回落，2018 年末资管规模为 133569.30 亿元，较 2017 年一季度下降 28.84%，其中集合计划、定向资管和专项资管规模分别为 19137.26 亿元、109937.47 亿元、31.34 亿元和 4463.23 亿元，较 2017 年一季度分别下降 16.25%、31.56%、96.85%和上升 38.18%。预计 2019 年通道业务规模（定向资管）继续下降，但随着往主动管理转型，提高管理费总收入，资管规模收缩的负面影响将边际下降。

图24：上市券商资管业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图25：券商资管规模（亿元，%）

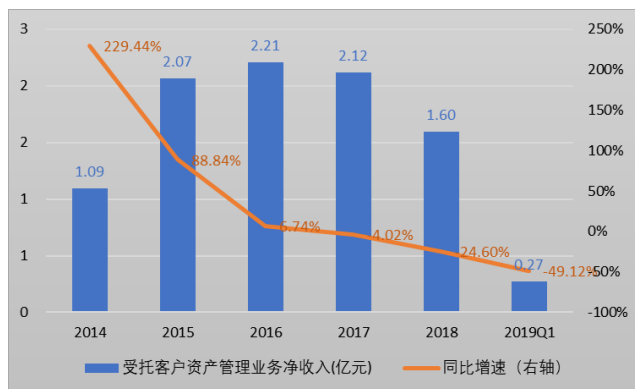


资料来源：Wind，东莞证券研究所

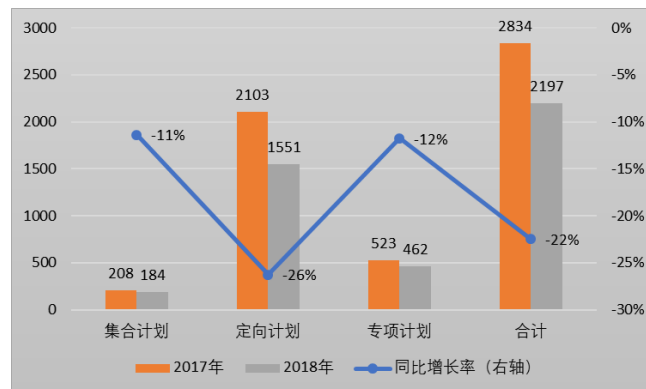
公司资管规模收缩，净收入下降。2018 年及 2019 年一季度，公司受托客户资产管理业务净收入分别为 1.60 亿元及 0.27 亿元，分别同比-24.60%、-49.12%，两期跌幅均大于上市券商整体。从资管规模看，2018 年公司资管规模（集合+定向+专项）期初期末均值为 2196.79 亿元，同比-22%，其中集合、定向、专项计划规模期初期末均值分别同比-11%、-26%、-12%，预计 2019 年一季度资管规模呈相同趋势。因此受资管新规影响，资管业务整体规模、通道业务规模均出现下降，致使受托客户资产管理业务净收入同比下降。

图26：东吴证券受托客户资产管理业务净收入（亿元，%）

图27：东吴证券资管规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



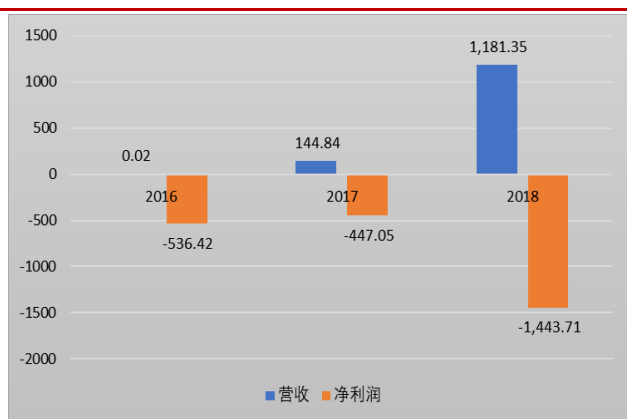
资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司主动管理规模占比提升。2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。资管新规明确指出资产管理行业应当坚持服务实体经济的根本目标、切实服务实体经济的投融资需求，积极引导资产管理业务去杠杆、消除嵌套、打破刚兑、规范资金池等。未来资产管理行业核心商业模式将从监管套利、利差套利迅速转向资产管理、风险定价。公司稳步转型主动管理，2017、2018年公司主动管理资管计划占比（集合、专项计划占比）分别为26%、29%，随着转型深入，主动管理规模占比提升，被动管理规模下降的影响将递减。

3.4 海外业务

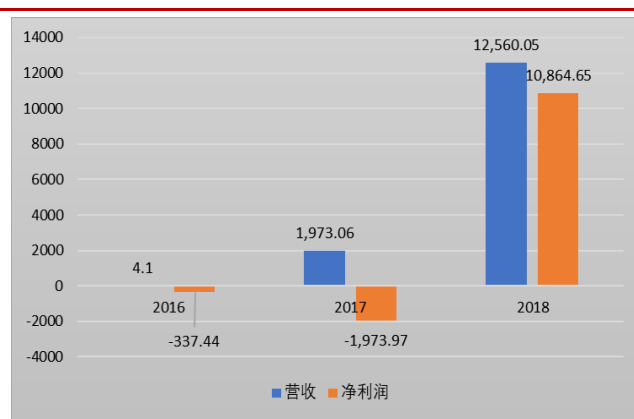
公司海外业务发展势头良好。公司主要通过东吴证券中新（新加坡）有限公司（下文简称东吴中新）及东吴证券（香港）金融控股有限公司（下文简称东吴香港）开展海外业务。东吴中新成立于2015年8月，2018年营收为1181万元，同比+715.62%，净利润为-1444万元，亏损较去年增加997万元，虽然目前仍处于亏损状态，但营收增长迅速。东吴香港成立于2016年6月，2018年营收为12,560.05万元，同比+536.58%，净利润10,864.65万元，实现营收快速增长，同时扭亏为盈。公司海外业务虽起步晚，但营收高速增长，发展势头良好。

图28：东吴中新业绩（万元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图29：东吴香港业绩（万元，%）

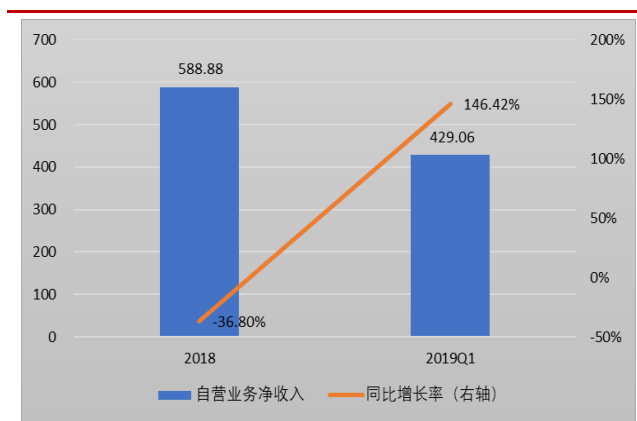


资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.5 自营业务

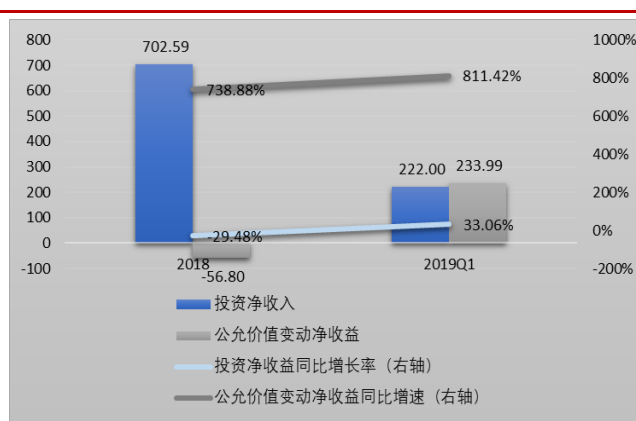
2019 年一季度上市券商自营强势反弹。上市券商 2018 年及 2019 年一季度自营业务净收入分别为 588.88 亿元和 429.06 亿元，分别同比-36.80%和+146.42%，受益于证券市场大幅上涨，自营业务净收入呈现强势反弹。2019 年一季度，上证综指上涨 23.93%，深证成指上涨 36.84%，创业板指上涨 35.43%，上市券商投资净收入和公允价值净收入分别获得 33.06%和 811.42%的同比涨幅，从而驱动自营净收入大幅增长。2019 年 4 月，证券市场进入调整，预计二季度自营净收入将弱于一季度，但 2019 年上半年仍将好于去年同期。

图30：上市券商自营业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

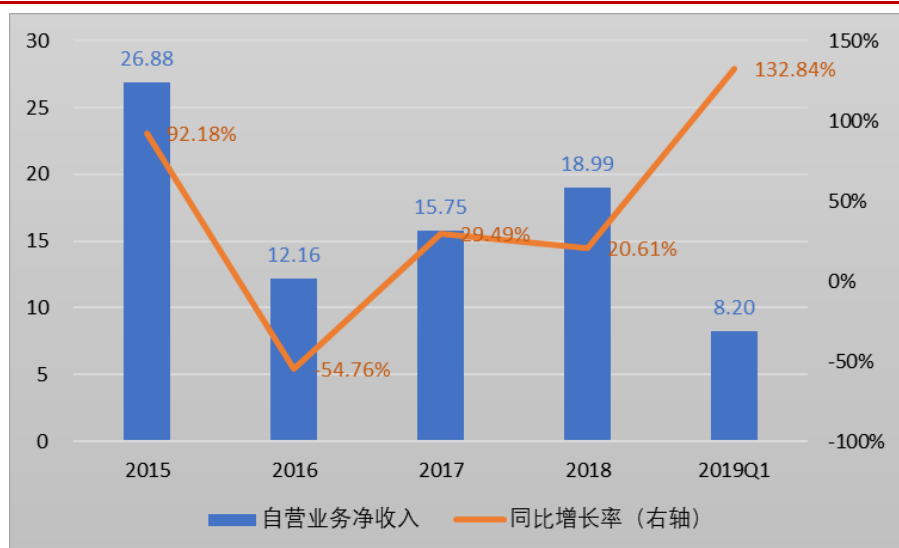
图31：上市券商投资净收入及公允价值变动净收益（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司 2019 年一季度自营净收入大幅增长。2019 年一季度，受益于行情回暖，公司自营业务净收入（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）为 8.20 亿元，同比+132.84%，增速略低于上市券商整体；其中，投资净收入 2.84 亿元，同比-24.56%；公允价值变动 5.53 亿元，去年同期为-0.30 亿元，实现扭亏。2019 年 4 月市场开始进入调整，预计二季度公司自营净收入将环比下降。

图32：东吴证券自营业务净收入（亿元，%）

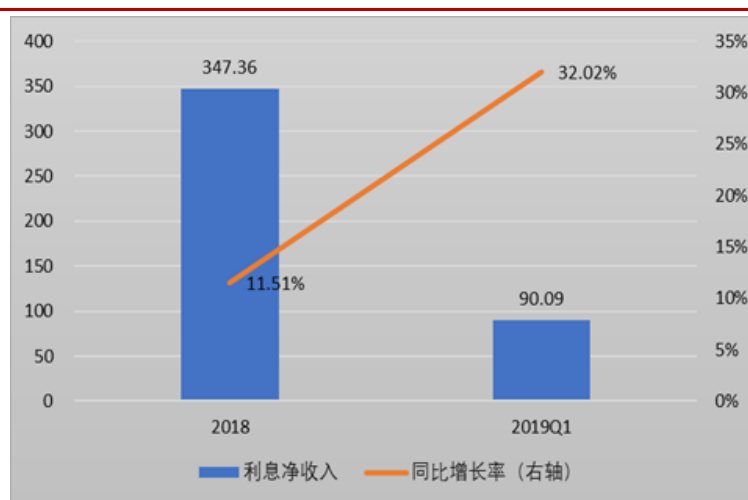


资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

3.6 信用业务

上市券商 2018 年、2019 年一季度信用业务净收入均同比增长。上市券商 2018 年及 2019 年一季度信用业务净收入分别为 347.36 亿元和 90.09 亿元，分别同比+11.51%和 +32.02%。2019 年一季度信用业务净收入变动主要受以下因素影响：一、上市券商 2019 年一季度期初期末平均融出资金余额同比-16.13%，期初期末买入返售金融资产平均余额同比-23%，推测一季度两融余额及股票质押规模同比下降较大；二、2019 年信会计准则变动，债券投资和其他债券投资持有期间利息收入从“投资收益”科目转移至“利息收入”科目。综上因素，会计准则变动起到主要影响。而 2018 年上市券商融出资金季度末余额平均值较去年同期略下降 5%，买入返售金融资产季度末余额平均值同比上升 6%，后者规模略高于融出资金，因此 2018 年信用业务净收入同比增速为正。

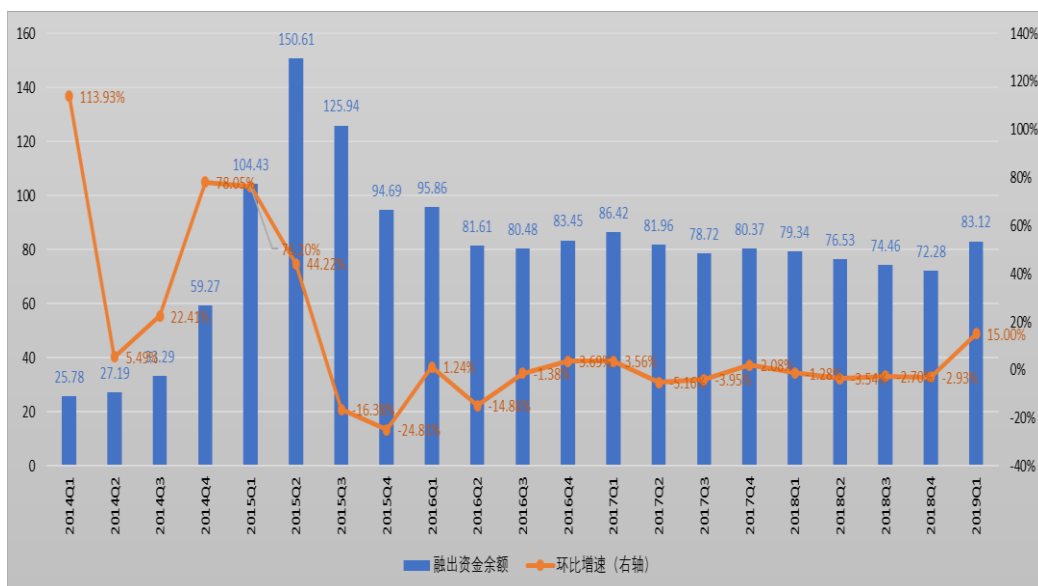
图33：上市券商利息净收入（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

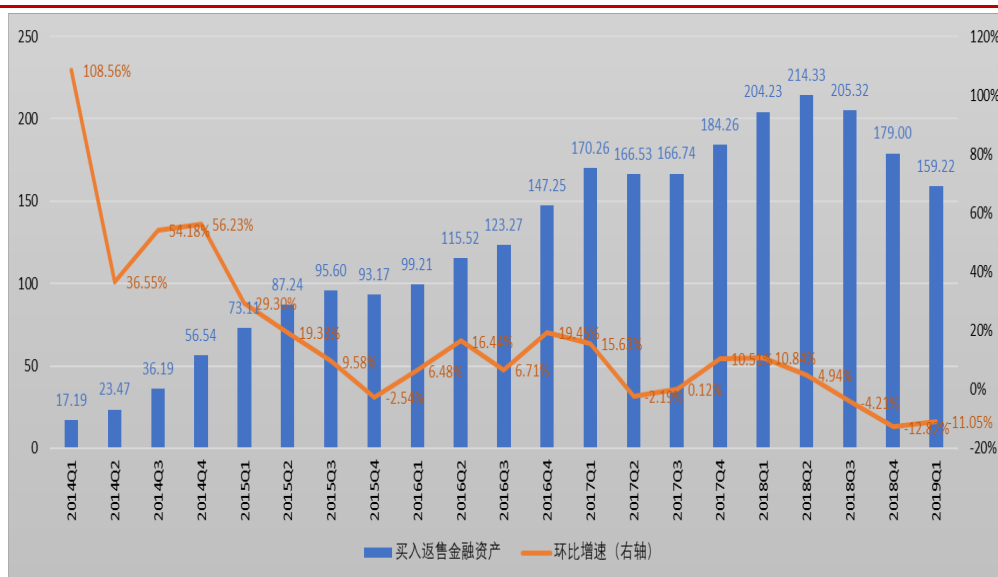
公司两融环比上升，股票质押环比下降。公司融出资金季度期初期末平均余额在 2015 年二季度达到高峰，随后逐步下降。2019 年一季度市场大幅走高，投资者交投活跃，场内杠杆回升，公司当季融出资金期初期末平均余额为 83.12 亿元，环比+15.00%，同比+4.77%。公司买入返售金融资产季度期初期末平均余额在 2018 年二季度达到顶峰，后随在市场大幅走低背景下，季度平均余额快速下降，信用风险有所释放。2019 年一季度公司买入返售金融资产季度期初期末平均余额为 159.22 亿元，环比 -11.05%，同比 -22.04%。因此，推断 2019 年一季度公司两融余额环比上升，同比略涨；股票质押余额环比、同比均下降。由于 2019 年 4 月市场开始进入回调整整，预计公司两融及股票质押余额将环比下降。

图34：东吴证券融出资金季度期初期末平均余额（亿元，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图35：东吴证买入返售金融资产季度期初期末平均余额（亿元，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

预计公司 2019 年一季度信用风险损失计提同比下降。2019 年一季度，公司净利息收入为 0.68 亿元，去年同期净利息收入为-2.29 亿元，公司实现扭亏为盈，主要是利息收入同比+15.94%，且利息支出同比-17.69%。融出资金规模同比增长，对利息收入增厚起到一定支撑作用。2016 年至 2018 年买入返售金融资产信用风险损失呈上升趋势，2018 年大幅攀升，同比+2261.68%。因 2019 年一季度买入返售金融资产期初期末平均余额低于 2018 年一季度，且市场回暖，预计 2019 年一季度该项资产的信用风险损失计提同比下降。2016 年至 2018 年，公司融出资金减值损失均为转回状态，转为金额分别为 452.20 万元、112.99 万元、200.11 万元，预计 2019 年一季度公司融出资金减值损失仍为转回。

4. 投资策略：

4.1 公司投资建议

2019年5月28日MISC正式启动对A股纳入比例从5%扩大至10%，而按照MSCI纳入A股进程，今年8月及11月A股有望迎来MSCI另外两次扩容。此外，今年6月24日开盘后富时指数开始按5%纳入因子纳入A股，未来将在2019年9月、2020年3月纳入第二批和第三批A股，三批之后纳入因子提升到25%。这部分外资虽不一定给A股带来很大规模的直接增量资金，但能以点带面，调动市场情绪，逐渐推动市场成交量上升。财政及货币政策逆周期调节下，经济有望在2019年下半年企稳，市场上涨逻辑将找到基本面支撑。现阶段中美贸易摩擦风险已被市场定价，贸易摩擦对市场影响将边际减弱，市场运行逻辑将回到经济基本面上。市场回暖直接利好券商业绩，而公司2019年一季度扣非归母净利润展现出10倍的同比增速，反弹力度居行业第一，公司业绩弹性极强。公司目前有1家企业申报科创板，科创板预期2019年三季度开板，届时将成为市场焦点，公司有望受益于估值提升。

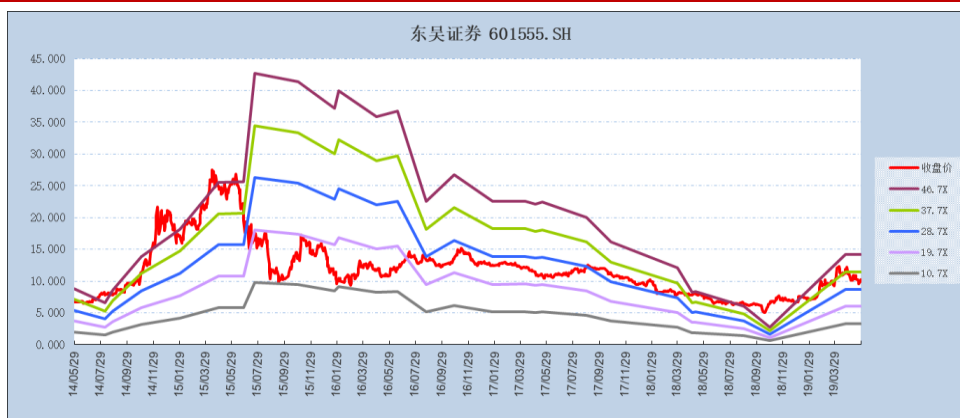
从估值来看，截止2019年5月28日，公司的PB为1.47倍，估值处于近5年的历史较低位置；证券（申万二级）指数PB为1.47倍，与公司PB估值相等，但公司一季度业绩同比增速远高于行业平均。公司PE为33.61倍，处于近5年估值合理区间。2019年至2020年预计公司EPS分别为0.69元和0.75元，对应2019年5月28日收盘价，2019年至2020年PE分别为14.83倍和13.64倍。我们给予公司推荐的投资评级。

图36：东吴证券PB-Band



资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

图37：东吴证券PE-Band



资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

4.2 公司盈利预测

表 2：东吴证券细分业务收入预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	4,144	4,162	5,274	5,769
手续费及佣金净收入	2,202	1,779	2,133	2,346
代理买卖证券业务净收入	1,009	807	968	1,065
证券承销业务净收入	760	627	815	896
受托客户资产管理业务净收入	212	160	128	140
利息净收入	-566	-587	273	300
投资净收益	1,942	1,980	1,584	1,742
其中：对联营企业和合营企业的投资	43	17	68	75
收益				
公允价值变动净收益	-324	-63	664	697
汇兑净收益	1	4	-0	1
其他收益	21	23	2	2
其他业务收入	868	1,030	618	680
资产处置收益		-3	-0	-

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

表 3：东吴证券利润表预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	4,144	4,162	5,274	5,769
营业支出	3,063	3,779	3,119	3,405
税金及附加	35	35	44	48
管理费用	1,798	1,933	2,449	2,680
资产减值损失	360	785	-	-
信用减值损失			10	-
其他业务成本	870	1,026	616	677
加：营业利润差额(特殊报表科目)			-	-
营业利润差额(合计平衡项目)			-	-
营业利润	1,081	383	2,155	2,364
加：营业外收入	1	1	6	6
减：营业外支出	9	7	0	0

其中：非流动资产处置净损失			-	-
加：利润总额差额(特殊报表科目)			-	-
利润总额差额(合计平衡项目)			-	-
利润总额	1,074	376	2,160	2,370
减：所得税	263	29	164	180
加：未确认的投资损失			-	-
加：净利润差额(特殊报表科目)			-	-
净利润差额(合计平衡项目)			-	-
净利润	811	347	1,996	2,189
减：少数股东损益	23	-11	4	5
归属于母公司所有者的净利润	788	358	1,992	2,184
每股收益：				
基本每股收益	0.26	0.12	0.66	0.73

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

5. 风险提示

政策效果不及预期，宏观经济超预期下滑，贸易摩擦持续恶化，股市成交量大幅萎缩。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn