

东吴证券 (601555)

依傍姑苏，奋力转型

——东吴证券 2015 年半年报点评

	刘欣琦 (分析师)	孔祥 (研究助理)	耿艳艳 (研究助理)
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880113090014	S0880115060008

本报告导读：

作为强市场周期的券商，周期性强的传统业务成长性受局限，公司后续有望在互联网、城市产业基金领域加速转型，受益于苏州地区证券化率提升。维持“增持”评级。

投资要点：

- 维持“增持”评级，维持 2015-17 年 EPS 盈利预测 1.11/1.24/1.58 元。因 6 月股灾以来券商整体估值中枢下行，下调目标价至 26.6 元，对应 2015 年盈利预测 24 倍，略高于券商平均估值水平。公司上半年营业收入/归母净利润 39.7/18.3 亿元，同比增长 256%/426%，业绩符合预期。公司已认识周期性强的传统业务成长性有限，公司后续有望在互联网、城市产业基金领域加速转型，受益于苏州地区证券化率提升。
- 经纪份额稳步提升，互联网金融已有小成。继 2014 下半年与同花顺合作后，公司陆续发布“秀财”系列 APP，发掘移动投资/社交投资业务新模式。经纪业务份额由年初 0.9% 提至 1.1%，不逊于网络券商，而佣金率降至 0.056%。子公司进一步与金融 IT 设备提供商赢时胜设立东吴在线。公司在国资券商中执行力强，苏州地区财富管理空间广，这将显著提升公司互联网金融布局想象力。承销规模跻身前 10，预计后续融资动力仍强劲。(1) 公司上半年自营实现 8.7% 的收益率，投行业务实现收入 2.83 亿元，共完成 3 单 IPO，承销 11 亿元，挂牌数量行业第 8。(2) 公司 5 月份发布 75 亿元定增方案，定增底价 (23.5 元) 与现价倒挂。基于公司互联网金融/新三板等多业务布局，我们预计后续仍有融资动力。苏州发展提升成长空间。苏州 2015 年 GDP 有望突破 1.4 万亿元，跻身全国前 8。公司推进新加坡 RQFII 项目落地苏州产业园，通过“资本+中介”模式运作苏州城市产业基金 (该模式不动用政府资金和银行流动性支持)，示范显著。
- 核心风险：互联网金融推进低于预期，市场大幅回调。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,599	3,241	7,124	8,466	9,832
(+/-)%	22%	103%	120%	19%	16%
经营利润 (EBIT)	510	1,431	3,420	4,487	5,408
(+/-)%	38%	181%	139%	31%	21%
净利润	383	1,115	2,999	3,355	4,264
(+/-)%	37%	192%	169%	12%	27%
每股净收益 (元)	0.19	0.41	1.11	1.24	1.58
每股股利 (元)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	32%	44%	48%	53%	55%
净资产收益率 (%)	5%	8%	15%	13%	13%
总资产收益率 (%)	2%	2%	4%	4%	4%
市净率	9.15	5.08	3.50	2.80	2.24
市盈率	189	65	24	22	17
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：26.60

上次预测：32.83

当前价格：17.62

2015.08.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.25-30.00
总市值 (百万元)	47,574
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,700/2,591
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	6789.11
日均成交额 (百万元)	1483.53

资产负债表摘要 (14/12)

股东权益 (百万元)	14,233
每股净资产	5.27
市净率	5.08
净负债率	308.3%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.08	0.20
Q2	0.09	0.48
Q3	0.19	0.25
Q4	0.05	0.18
全年	0.41	1.11

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-34%	110%
相对指数	-9%	-23%	35%

相关报告

《定增加速互联网转型，子公司持股谋激励》2015.05.31

《定增促创新，互联网金融正推进》2015.01.26

《定增力推业务转型，苏州国企改革启动》2014.10.31

《定增实现跃变，盈利估值双升》2014.08.24

《牵手同花顺，互联网金融再下一城》2014.07.09

模型更新时间: 2015.08.13

股票研究

金融

综合金融

东吴证券 (601555)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 26.60

上次预测: 32.83

当前价格: 17.62

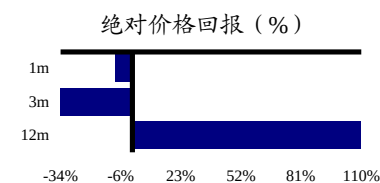
公司网址

www.dwzq.com.cn

公司简介

公司是一家各项业务齐头并进、具有自身特色和核心竞争力的综合性证券公司。

公司下属北京、上海、苏州、昆山、常熟、张家港、吴江、太仓 8 个分公司, 拥有 48 家证券营业网点, 并参股东吴基金管理有限公司, 控股东吴期货有限公司, 下设全资子公司东吴投资有限公司。



52 周价格范围

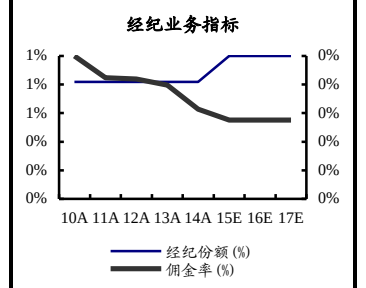
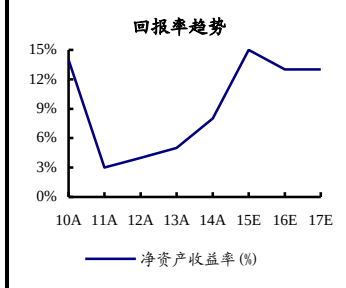
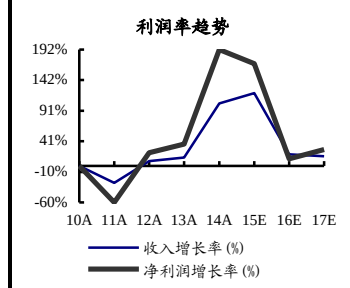
8.25-30.00

市值 (百万)

47,574

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,807	1,298	1,398	1,599	3,241	7,124	8,466	9,832
代理买卖证券业务净收入	1,167	797	581	824	1,048	3,115	3,115	3,115
市场日均股票基金成交额 (亿元)	2,292	1,754	1,328	2,018	3,238	9,000	10,000	11,000
公司经纪份额	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
公司股票基金权证成交额 (亿元)	9,935	7,948	5,849	8,742	14,190	21,780	21,780	21,780
公司股票基金净佣金率	0.118%	0.100%	0.099%	0.094%	0.074%	0.065%	0.052%	0.050%
证券承销业务净收入	248	335	155	86	468	1,171	1,522	1,827
公司股票承销额 (亿元)	35	42	7	2	119	299	388	466
公司债券承销额 (亿元)	0	25	15	52	110	274	356	427
受托资产管理业务净收入	7	5	11	33	109	274	356	427
公司资产管理规模 (亿元)	6	4	442	590	1,428	3,570	4,641	5,569
投资收益+公允价值变动	197	-30	376	405	1,406	1,617	1,778	1,956
上证指数涨幅	0%	-14%	-22%	3%	45%	15%	10%	10%
股票投资规模					0	10,678	11,773	13,350
其中: 交易性金融资产					0	0	0	0
可供出售金融资产					0	0	0	0
其他投资规模					0	0	0	0
债券投资规模					0	23,164	24,687	32,000
利息收入	157	153	217	216	142	448	695	1,008
营业支出	1,045	991	1,052	1,089	1,810	3,705	3,979	4,424
税金及附加	92	69	56	82	179	394	468	543
业务及管理费用	949	912	985	1,007	1,579	3,311	3,511	3,881
营业利润	763	307	346	510	1,431	3,420	4,487	5,408
所得税	172	85	57	130	324	821	1,032	1,244
少数股东损益	5	4	6	3	9	100	100	100
净利润	576	232	282	383	1,115	2,999	3,355	4,264
资产负债表								
货币资金	16,090	10,432	6,930	5,913	10,250	12,812	16,015	20,019
交易性金融资产	1,026	1,147	2,433	3,401	17,316	21,645	27,056	33,820
可供出售金融资产	255	217	2,270	2,244	5,963	7,454	9,317	11,646
长期股权投资	114	209	354	400	10	13	16	20
资产合计	19,885	15,860	15,770	18,844	57,461	74,699	93,374	116,718
代理买卖证券款	14,765	7,369	6,679	6,321	13,579	16,974	21,218	26,522
应付职工薪酬	324	153	186	247	651	814	1,018	1,272
负债总计	15,639	8,412	8,131	10,947	43,228	54,035	67,543	84,429
股东权益合计	4,246	7,448	7,639	7,897	14,233	20,665	25,831	32,289
每股净资产	1.57	2.76	2.83	2.92	5.27	7.65	9.57	11.96
收入构成								
经纪佣金	1,167	797	581	824	1,048	3,115	3,115	3,115
承销	248	335	155	86	468	1,171	1,522	1,827
资产管理	7	5	11	33	109	274	356	427
自营收入	197	-30	376	405	1,406	1,617	1,778	1,956
利息收入	157	153	217	216	142	448	695	1,008
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	0%	2%	-2%	1%	1%	21%	0%	0%
收入增长率	0%	-28%	8%	14%	103%	120%	19%	16%
营业利润增长率	0%	-60%	13%	47%	181%	139%	31%	21%
净利润增长率	0%	-60%	22%	36%	192%	169%	12%	27%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	14%	3%	4%	5%	8%	15%	13%	13%
总资产收益率 (ROA)	3%	1%	2%	2%	2%	4%	4%	4%
营业费用率	58%	76%	75%	68%	56%	52%	47%	45%
所得税率	10%	7%	4%	8%	10%	12%	12%	13%
自营资产/净资产	30%	18%	62%	71%	164%	141%	141%	141%
股票投资/净资产	11%	6%	22%	25%	57%	49%	49%	49%
估值比率								
PE	126	312	257	189	65	24	22	17
PB	17.02	9.70	9.46	9.15	5.08	3.50	2.80	2.24
股息率				0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		