

建议积极申购

分享海西发展，期待二次转型

估值区间：8.00-9.00

2010年9月15日

兴业证券IPO询价报告

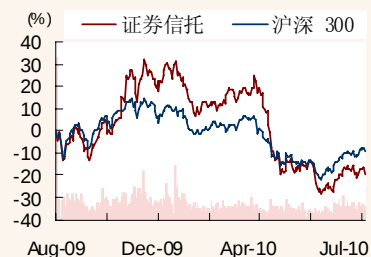
发行数据

发行前总股本(万)	193700
本次发行股数(万)	26300
发行后总股本(万)	220000
发行价(元)	NA
发行市盈率(倍)	NA
发行日期	NA
上市日期	NA

发行后主要股东

	持股比例
福建省财政厅	27.51%
福建投资企业集团公司	8.66%
上海申新(集团)	5.23%
海鑫钢铁集团有限公司	4.61%
厦门筭筭新市区开发建设公司	4.03%

行业指数



资料来源：招商证券

洪锦屏

0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

兴业证券此次发行不超过 2.63 亿股，预计募集资金 21-23 亿元，公司经营风格扎实稳健，立足海西地区，展望全国市场。目前正处“二次转型”阶段，募集资金将有助于公司业务的顺利发展。建议询价区间 8-9 元。

- **稳健成长，步入“二次转型”新阶段。** 兴业证券的前身是兴业银行的证券交易营业部，后在银行业、证券业分业经营、分业管理的原则下，与兴业银行脱钩，通过改制、增资扩股，控股股东变为福建省财政厅。2009 年末公司净资本 40 亿元，依托于“兴业”的品牌价值，成为立足于海西区域，在全国具有一定知名度的中型券商。从 09 年 9 月至今，公司计划耗时 10 年完成从行商到服务商的转变，实施稳健的战略性扩张，目标成为全国排名前 10 的券商。
- **经纪业务主动降佣，规模为先。** 兴业证券拥有 50 家营业部，28 家营业部位于福建省境内，基本形成了“扎根于福建、立足于沿海经济发达省市、面向全国”的网点布局。公司认为费率下降是行业趋势，难以避免，因而采用了主动降佣的竞争策略，公司股票市场份额在 2010 年从 1.45% 上升至 1.7% 左右，提升幅度明显，而股基权佣费率较 09 年的 0.96‰ 下降至 0.79‰。
- **上半年承销业务表现平平，爆发或在下半年。** 2010 年上半年公司实现承销业务净收入 0.55 亿元，占总收入的 5%，由于项目进度和时间上的滞后，大部分的承销项目将在下半年体现出来。依托福建股东资源，承销业务深耕细作。公司第一大股东是福建省财政厅，其他股东中有许多也具有福建国资背景，公司实际上是福建省国资下的唯一证券公司平台，通过股东与众多国有企业也形成了长期的战略合作关系，公司若能深耕细作，未来的项目机会并不少。
- **兴业证券的自营风格偏谨慎，投资规模低位运行。** 即使在 2007 年公司自营投资规模与净资本的比例也未超过 100%，而权益类投资占比在 2009 年低至 12%，使公司在利空市场环境下能够较灵活地控制投资风险。
- **投资能力出色，资管产品收益率领先。** 公司债券型产品卓越 1 号今年以来总回报率 13.25%，同类产品排名第一；股票型产品卓越 2 号今年以来投资回报率 4.5%，同类产品中排名第二，显示公司较强的投资能力。公司持股 51% 的兴业基金和 10% 的南方基金，分享资产管理业务的增长空间。兴业基金和南方基金的资产管理规模分别为 345 和 1170 亿元，国内排名第 21 和第 5，预计 2010 年可为公司带来近 2 个亿的税前利润。
- **券商板块 2010 年和 11 年的平均 PE 分别为 22.5 倍和 20.3 倍，我们给与兴业证券 2010 年 23 倍、11 年 20 倍的 PE，合理估值为 8-9 元，对应 PB 为 2.3-2.6 倍。** 我们采用 DDM 法估值，假设公司分红率从 25% 逐步上升并稳定在 45%，永续增长率 7%，3.4% 的无风险利率和 1.2 的贝塔系数下，公司的每股合理价格为 8.6 元。当前市场对券商股的热情普遍不太高，因而此前新股破发再次出现的概率不大，建议在 8-9 元区间内积极申购。

一、新股发行概况

1. 具有全国知名度的区域型券商

兴业证券的前身是兴业银行的证券交易营业部，后在银行业、证券业分业经营、分业管理的原则下，与兴业银行脱钩，通过改制、增资扩股，控股股东变为福建省财政厅。2009年末公司净资本 40 亿元，依托于“兴业”的品牌价值，成为立足于海西区域，在全国具有一定知名度的中型券商。

此次 IPO 公司将募集不超过 2.63 亿股，募集后总股本不超过 22 亿元，占本次发行后公司总股本的比例不超过 11.96%，募集资金用于增加公司的资本金，拟用于增设新网点、扩大投行业务规模，开展直投、融资融券等资本消耗型的业务，并加强研发中心和信息系统等专业化平台的建设。

表 1：发行前后前十大股东持股比例

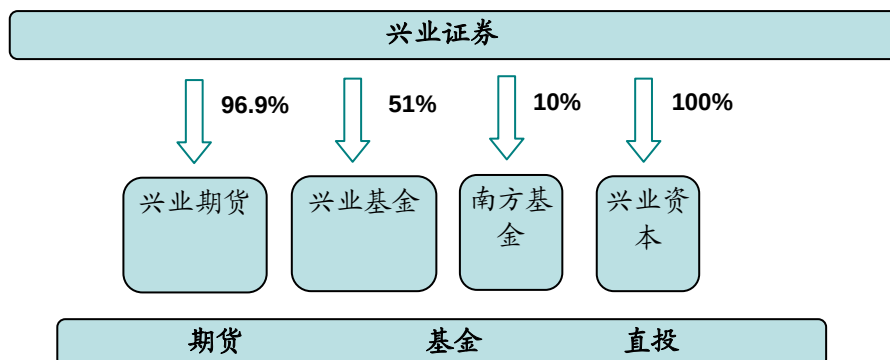
	股东名称	持股数（万）	发行前	发行后
1	福建省财政厅	53,287.00	27.51%	24.22%
2	福建投资企业集团公司	16,770.00	8.66%	7.62%
3	上海申新（集团）有限公司	10,140.00	5.23%	4.61%
4	海鑫钢铁集团有限公司	8,932.30	4.61%	4.06%
5	厦门市筭筭新市区开发建设有限公司	7,800.00	4.03%	3.55%
6	上海兴业投资发展有限公司	7,800.00	4.03%	3.55%
7	上海交大昂立股份有限公司	6,760.00	3.49%	3.07%
8	成功控股集团有限公司	6,760.00	3.49%	3.07%
9	华域汽车系统股份有限公司	6,240.00	3.22%	2.84%
10	上海市糖业烟酒（集团）有限公司	5,564.00	2.87%	2.53%
	合计	130,053.30	67.14%	59.12%

资料来源：招股书，招商证券研发中心

稳健成长，步入“二次转型”新阶段。公司将自身的发展历程分为“一次转型”和“二次转型”两个阶段，02 年 9 月至 09 年 9 月是一次转型，公司完成从坐商到行商的转变，走出福建区域成长为全国性券商；“二次转型”则是从 09 年 9 月至今，公司计划耗时 10 年完成从行商到服务商的转变，实施稳健的战略性扩张，目标成为全国排名前 10 的券商。我们认为，公司的战略规划清晰而深刻，对行业和自身的把握亦比较中肯，针对“二次转型”的若干项措施也在稳步推进之中，在目前证券行业转型和盈利模式变革的阶段，能够形成准确的战略定位将为公司构筑自己的核心竞争力，步入快速发展阶段奠定基石。

各业务线基本完备，但平台广度和深度仍显不足。兴业证券目前拥有基金、期货、直投三个子公司，并在共同的“兴业”品牌下协同发展，彼此增强，成为平台基本完备的综合型券商。但子公司的规模在业内均属中等，且公司目前在融资融券、产业基金、海外控股和综合投资等领域尚存空白，在未来金融综合化和渠道化的趋势下，平台的广度和深度仍需要加强。此次公司 IPO 后将有助于公司在创新业务上开拓更大的空间。

图 1：平台基本完备，广度和深度仍显不足



资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

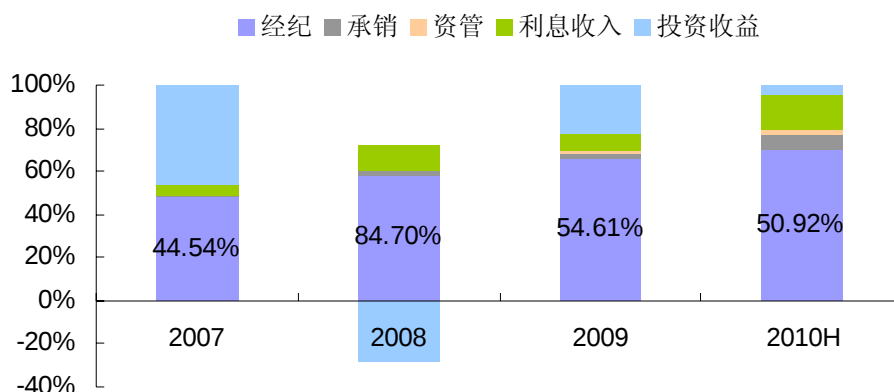
二、业绩扎实，亮点略欠

1. 经纪业务-主动降佣，规模为先

兴业证券拥有 50 家营业部，2010 年 7 月又获得新设 5 家营业部的资格。公司有 28 家营业部位于福建省境内，福建省的经纪业务收入占比达到 60%。公司的经营网点覆盖了上海、北京、深圳等主要经济发达城市，基本形成了“扎根于福建、立足于沿海经济发达省市、面向全国”的网点布局。经纪业务是公司主要的收入来源，07 年至 2010 年中，收入占比分别为 45%、85%、55%和 51%。

上市前以价补量，佣金费率大幅下滑换取份额上升。公司股票市场份额在 2010 年从 1.45%上升至 1.7%左右，提升幅度明显，而股基权佣金费率较 09 年的 0.96‰下降至 0.79‰，虽然行业环境亦处于下降通道之中，但公司费率水平与行业的差距不断走阔，07 年至 2010 年中，公司费率占行业平均水平的比例分别为 87%、85%、80%和 78%。

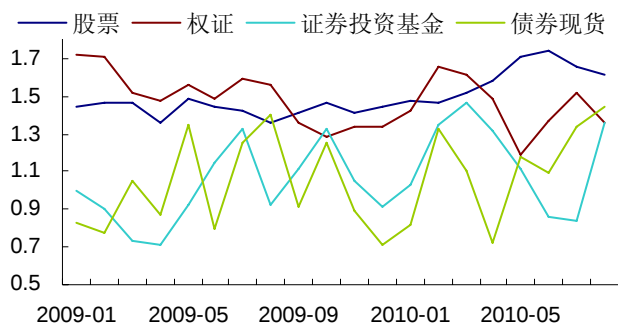
图 2：经纪业务占收入的 50%以上



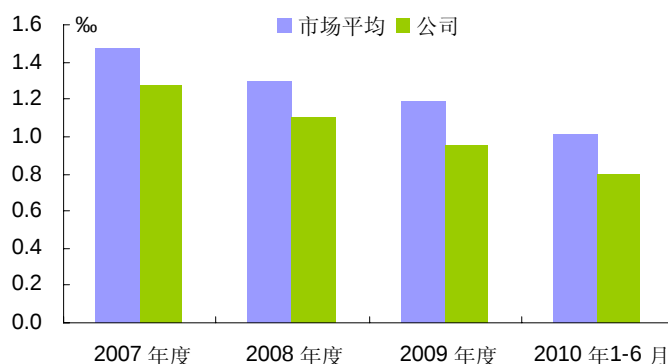
资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

主动降佣，规模为先。在佣金费率这一问题上，公司认为费率下降是行业趋势，难以避免，因而采用了主动降佣的竞争性策略，一方面是公司 09 年下半年以来新设 20 多家

营业部市场进入的客观需求,另一方面公司认为抢占市场份额获得渠道的增长相对于短期的手续费收入更为重要。我们认为公司的战略具有合理性,其在福建的市场份额约19%,位居第一,但广发华福、东兴证券的的市场份额也在10%以上,三者鼎足而立,而后两者作为经纪为主的券商,将使兴业遭遇较大的竞争压力,主动降佣抢占份额,再发挥公司的综合优势提升客户的忠诚度,也是可行的策略。不过短期对公司的业绩有较大的负面影响。

图 3: 股票交易市场份额在 1.7%左右


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 4: 佣金费率下滑速度快于行业水平


资料来源: 招股书, 招商证券研发中心

2. 承销业务-平稳增长, 爆发或在下半年

上半年承销业务表现平平, 爆发或在下半年。2010 年上半年公司实现承销业务净收入 0.55 亿元, 占总收入的 5%, 仅主承销海特高新和众和股份两家中小板的增发及兴业银行的配股, 并未在密集上市的创业板中分得一杯羹, 较同等规模的券商表现逊色。公司表示由于项目进度和时间上的滞后, 大部分的承销项目将在下半年体现出来。

依托福建股东资源, 承销业务深耕细作。公司第一大股东是福建省财政厅, 其他股东中有许多也具有福建国资背景, 公司实际上是福建省国资下的唯一证券公司平台, 与福建境内一半的上市企业有过服务合作, 通过股东, 与众多国有企业也形成了长期的战略合作关系, 公司若能深耕细作, 未来的项目机会并不少。

表 2: 兴业证券承销统计

发行类型	承担角色	承销家数				承销金额 (万元)			
		2010 年中	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2010 年中	2009 年度	2008 年度	2007 年度
IPO	主承销	-	2	2	2		118004	41230	101340
	副主承销	-	-	-	1		-	-	199950
	分销	-	-	4	5		-	40517	124043
增发	主承销	2	1	2	2	76930	61,200.00	76400	85030
	副主承销	-	-	-	-		-	-	-
	分销	-	-	-	-		-	-	-
配股	主承销	1	-	-	-	1080000	-	-	-
	副主承销	-	-	-	-		-	-	-
	分销	-	-	-	-		-	-	-
可转债	主承销	-	-	-	-		-	-	-
	副主承销	-	-	-	-		-	-	-

发行类型	承担角色	承销家数				承销金额 (万元)			
		2010 年中	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2010 年中	2009 年度	2008 年度	2007 年度
债券发行	分销	-	-	1	1	-	20,001.60	15000	
	主承销	1	2	1	-	20000	310000	440000	-
	副主承销	1	2	-	-	3000	7000	-	-
	分销	4	47	8	1	9000	277000	22000	3000
合计		9	54	18	12	1188930	773204	640149	528362

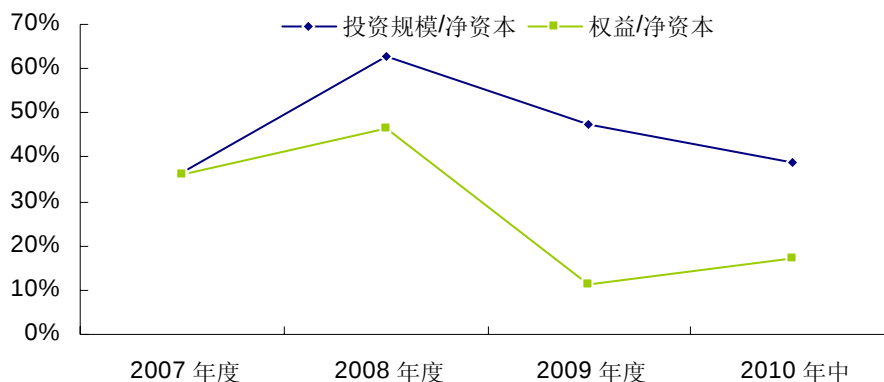
资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

3. 自营业务-规模低位运行，风险敞口有限

兴业证券的自营风格偏谨慎，投资规模低位运行。即使在 2007 年公司自营投资规模与净资本的比例也未超过 100%，而权益类投资占比在 2009 年低至 12%，使公司在利空市场环境下能够较灵活地控制投资风险。

2010 年中期，公司实现投资收益 0.4 亿元，其他综合收益浮亏 0.6 亿元，整体来看仍有所亏损，与 09 年相比，公司虽然降低整体自营的投资规模，但主要是压缩了债券的投资规模，权益类的绝对规模反而上升了 2.5 亿元。权益投资收益率-24%，和 A 股整体跌幅基本相当。

图 5：自营投资规模低位运行



资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

表 3：自营投资表现

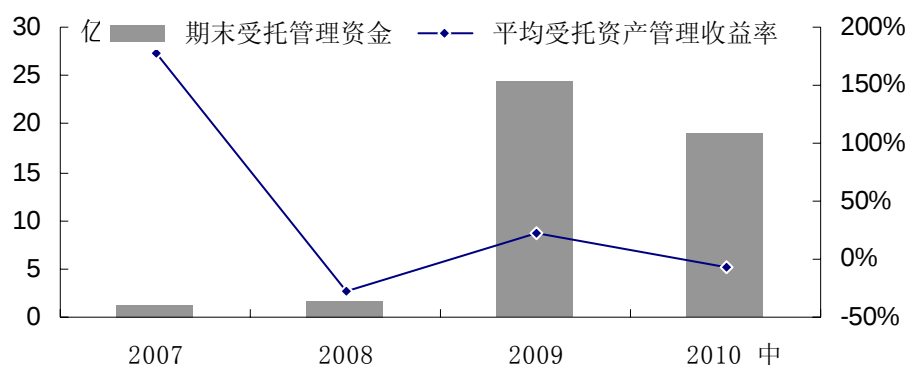
单位：万	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010 年中
投资规模	110,999	186,917	179,838	155,383
总投资收益	176,038	-71,352	53,235	-5,962
收益率	158.60%	-38.17%	29.60%	-3.84%
其中股票基金类：				
投资规模	109,062	138,832	43,575	68,329
总投资收益	175,943	-76,748	46,441	-16,143
收益率	161.32%	-55.28%	106.58%	-23.63%
其中债券类：				
投资规模	1,937	48,085	136,263	87,054
总投资收益	95	5,396	6,794	10,181
收益率	4.92%	11.22%	4.99%	11.70%

资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

4. 资管业务-规模居中，收益率领先

公司的资管业务由自身的客户资产管理业务和基金公司资管业务两部分构成。截至目前，公司平均受托管理资产规模为 15.2 亿元，受净值缩水和赎回率上升的影响，较 09 年末 24 亿的规模有较大回落。公司目前拥有三支集合资产管理产品，其中 FOF 型的金麒麟 3 号在 2010 年 7 月才进入推广期，成立规模为 22 亿份，则公司目前的集合资管规模将接近 40 亿元。

图 6：经纪业务占收入的 50%以上



资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

投资能力出色，资管产品收益率领先。公司债券型产品卓越 1 号今年以来总回报率 13.25%，同类产品排名第一；股票型产品卓越 2 号今年以来投资回报率 4.5%，同类产品排名第二，显示公司较强的投资能力。

公司持股 51%的兴业基金和 10%的南方基金，分享资产管理业务的增长空间。兴业基金和南方基金的资产管理规模分别为 345 和 1170 亿元，国内排名第 21 和第 5，预计 2010 年可为公司带来近 2 个亿的税前利润。

表 4：兴业基金保持较强盈利能力

单位：亿	2007	2008	2009	2010 中
营业收入	4.46	5.3	6.15	3.37
净利润	1.91	2.21	2.47	1.37
净资产	3.25	4.42	5.7	5.24

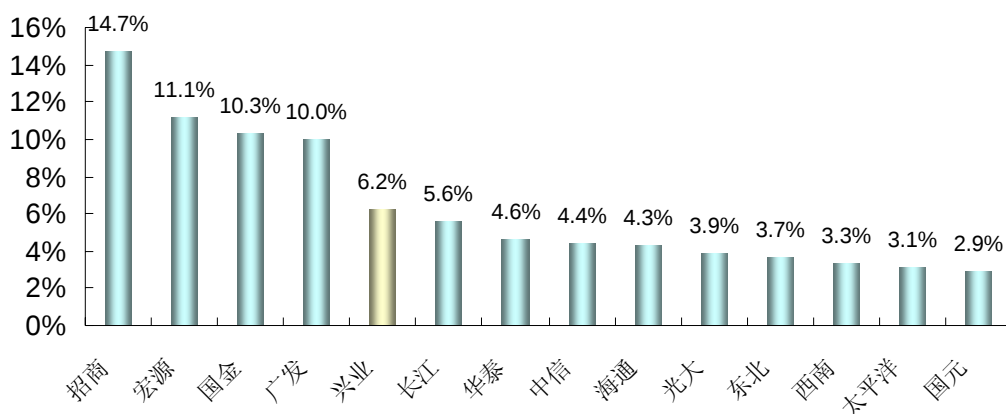
资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

三、建议 8-9 元区间内积极申购

1. 相对估值：合理价值 8-9 元

我们预计兴业证券 2010 年-12 年的摊薄后 EPS 分别为 0.35、0.44 和 0.5 元，对应的日均交易量为 1800 亿、2000 亿和 2200 亿元。当前券商板块 2010 年和 11 年的平均 PE 分别为 22.5 倍和 20.3 倍，兴业证券 2010 年中期的 ROE 为 6.2%，处于上市券商中的第五位，考虑公司发行后 ROE 将摊薄同时募集资金也将产生部分收益，预计上市后的 ROE 将略有下降，介于长江和华泰证券之间。以这两者为参照，我们给与兴业证券 2010 年 23 倍、11 年 20 倍的 PE，合理估值为 8-9 元，对应 PB 为 2.3-2.6 倍。

图 7：兴业证券 ROE（2010 年中期）在上市券商中排名靠前



资料来源：公司报表，招商证券研发中心

表 5：券商板块当前估值水平

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	10E	11E	
中信证券	1,137.79	1,127.49	14.61	13.28	14.83	1.89
广发证券	830.58	30.50	51.05	24.09	20.38	5.03
华泰证券	773.92	108.43	19.65	23.87	19.00	2.52
海通证券	771.77	447.04	19.60	19.70	16.63	1.81
光大证券	522.27	167.01	21.43	22.82	19.08	2.43
西南证券	303.09	49.51	41.09	44.94	35.26	6.57
宏源证券	256.00	256.00	18.81	21.33	19.29	3.90
国元证券	247.28	98.85	24.78	25.06	20.99	1.71
长江证券	243.61	124.17	19.86	20.29	17.68	2.78
太平洋	177.69	30.65	69.50	62.49	62.34	9.81
国金证券	168.34	71.81	27.60	34.22	28.94	5.87
东北证券	145.64	145.63	26.63	22.88	17.65	4.88

资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 6: 盈利预测表

单位: 亿元	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	19.56	23.41	26.68
手续费及佣金净收入	16.56	18.25	20.24
代理买卖证券业务净收入	10.13	11.59	12.63
证券承销业务净收入	2.32	1.70	1.63
受托客户资产管理净收入	0.35	0.40	0.48
利息净收入	2.21	2.87	3.58
投资净收益	(0.97)	1.77	2.30
公允价值变动净收益	1.77	0.53	0.56
汇兑净收益	(0.01)	(0.01)	(0.01)
其他业务收入	0.01	0.01	0.01
二、营业支出	7.49	8.17	9.35
营业税金及附加	0.98	1.17	1.33
业务及管理费	6.46	7.02	8.00
资产减值损失	0.05	(0.03)	0.01
其他业务成本	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	12.08	15.24	17.33
加: 营业外收入	0.30	0.30	0.30
减: 营业外支出	0.09	0.07	0.08
四、利润总额	12.29	15.47	17.55
减: 所得税费用	3.07	3.87	4.39
五、净利润	9.22	11.61	13.16
归属于母公司所有者的净利润	7.66	9.78	11.02
少数股东损益	1.55	1.82	2.14
六、每股收益			
每股收益	0.35	0.44	0.50

资料来源: 招商证券研发中心

2. 绝对估值: DDM 模型估值 8.6 元

我们采用 DDM 法估值, 假设公司分红率从 25% 逐步上升并稳定在 45%, 永续增长率 7%, 3.4% 的无风险利率和 1.2 的贝塔系数下, 公司的每股合理价格为 8.6 元。

综合而言, 我们给出公司的询价区间在 8-9 元之间。券商股估值目前处于低位, 而行业基本面处于触底反弹阶段, 交易量回暖和股市的回升有助于公司夯实下半年业绩, 而创新业务的连续推出将为券商带来盈利模式升级的机会。当前市场对券商股的热情普遍不太高, 因而此前新股破发再次出现的概率不大, 建议在 8-9 元区间内积极申购。

表 7: 采用 DDM 模型估值, 每股合理价格为 8.6 元

百万	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
净利润	11.55	7.66	9.78	11.02	12.24	13.32	13.73	15.09	16.63	18.13	19.32	21.14
净利润增长率		-34%	28%	13%	11%	9%	3%	10%	10%	9%	7%	9%
总股本		22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
每股收益		0.348	0.445	0.501	0.556	0.605	0.624	0.686	0.756	0.824	0.878	0.961
分红率		0.250	0.250	0.300	0.300	0.350	0.350	0.400	0.400	0.450	0.450	0.450
每股股利		0.087	0.111	0.150	0.167	0.212	0.218	0.274	0.302	0.371	0.395	0.432
折现系数		0.914	0.836	0.764	0.698	0.638	0.583	0.533	0.487	0.445	0.407	0.372

现值	0.080	0.093	0.115	0.117	0.135	0.127	0.146	0.147	0.165	0.161	0.161
2020 后稳定增长											19.277
稳定增长现值											7.175
稳定增长阶段	2018 年以后										
增长率	7%										
无风险利率	3.4%										
贝塔	1.2										
市场溢价	5%										
折现率	9.4%										
每股价格	8.622										

资料来源：招商证券研发中心

表 8：DDM 模型敏感性分析

		贴现率				
		9.0%	9.5%	10.0%	11.0%	12.0%
永续增长率	6.0%	7.40	6.26	5.41	4.22	3.44
	6.5%	8.62	7.09	6.01	4.56	3.65
	7.0%	10.45	8.26	6.80	4.99	3.90
	7.5%	13.49	10.00	7.91	5.53	4.21
	8.0%	19.58	12.91	9.58	6.25	4.60
	8.5%	37.84	18.73	12.36	7.27	5.09

资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。