

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

新股询价报告：经纪优势突出，业绩有待提升

事件描述

兴业证券发布上市招股意向书，其主要内容为：

- 公司 09 年全年实现营业收入 30.85 亿元，净利润 12.77 亿元，每股收益 0.6 元；2010 年上半年实现营业收入 11.10 亿元，同比减少 21.5%，净利润 4.04 亿元，同比减少 33.22%，每股收益 0.17 元；本次公司 A 股发行数量不超过 2.63 亿股，发行后公司总股本为 22 亿股，前两大股东福建省财政厅、福建投资企业集团公司持股比例分别下降至 24.22%、7.62%。
- 公司经纪业务市场份额增长迅速，2010 年上半年市场份额为 1.55%，较 09 年底 1.41% 增长 9.93%，行业内排名第 19 位；投行业务呈恢复增长态势、自营业绩波动较大、资管规模较小、基金业务已成公司稳定收入来源；在创新业务发面，由于公司起步较晚，业务贡献尚未凸显。

我们认为：近年来公司部均交易额及市场份额增长迅速，使得公司经纪业务具有一定的发展潜力；但与此同时公司佣金费率基数较低且下滑迅速（2010 年上半年佣金费率为 0.079%），加之收入费用比过高，一定程度上削弱了经纪业务利润贡献率；此外公司投行及自管业务业绩增速有限，加上自营今年业绩贡献率较低，预计 2010 年全年 EPS 为 0.33 元，建议首发询价区间为 9.05 至 11.07 元。

事件评论

第一， 公司同其他上市券商估值比较

我们仍以经纪份额和佣金费率相比较，得出各上市券商的**经纪业务价值系数**，同时考虑到各券商收入结构的差异，测算后**调整后的价值系数**，以此衡量各券商的实际投资价值。

经过测算，我们认为兴业证券的佣金费率与市场份额的乘积在上市券商中并不具备优势，经纪业务价值系数相对较低。但考虑到 2010 年以来，公司经纪业务市场份额的迅速增长势头，及佣金费率有望先行企稳的趋势，公司经纪业务价值系数还有上升空间。

目前同类证券公司的经纪业务价值系数约在 6.5 至 7 之间，即使考虑到发行股本小、以及公司今年业绩不佳等极端因素，公司的经纪业务价值系数也不能低于 5，这意味着目前市场环境下公司合理股价的极限值是 11.07 元。因此我们认为此次询价区间是 9.05 至 11.07 元，对应的 2010 年 PE 倍数约 27.42 至 33.56 倍，建议可以参与网上申购。

表 1：上市券商经纪业务价值系数对比

	海通	国元	东北	宏源	国金	太平洋	兴业
市值	772	247	146	256	168	178	199
市场份额	4.10%	1.07%	0.79%	1.34%	0.73%	0.29%	1.55%
佣金水平（10 年上半年）	0.1221%	0.1140%	0.1399%	0.1357%	0.1154%	0.1562%	0.0800%
经纪业务价值系数	6.48	4.92	7.57	7.09	5.02	2.51	6.23
经纪业务收入比重	63%	70%	70%	56%	69%	70%	60%
调整后价值系数	10.27	6.99	10.76	12.62	7.27	3.58	10.38
	西南证券	光大	招商	华泰证券	广发	新中信	
市值	248	522	753	774	831	759	
市场份额	0.72%	3.10%	4.06%	5.83%	4.72%	5.14%	
佣金水平（10 年上半年）	0.1040%	0.0857%	0.0874%	0.0900%	0.1096%	0.0962%	
经纪业务价值系数	3.01	5.09	4.71	6.78	6.23	6.52	
经纪业务收入比重	44%	65%	54%	65%	63%	45%	
调整后价值系数	6.91	7.81	8.78	10.50	9.88	14.53	

资料来源：长江证券研究部

第二，兴业证券基本情况及发行概况

公司前身为兴业银行证券交易营业部，2007 年 9 月 28 日，中国证监会批准公司增加注册资本 5.82 亿元，注册资本由 9.08 亿元增加至 14.9 亿元；2008 年 12 月 24 日，中国证监会批准公司以未分配利润转增股本的方式变更注册资本，变更后注册资本由 14.9 亿元增加至 19.37 亿元。

公司目前控股的公司包括：兴业全球基金管理有限公司（持股比例 51%）、兴业期货（持股比例为 96.9%）、兴业物业（100%）、兴业创新资本（持股比例为 100%）；同时公司参股南方基金（持股比例 10%）。目前公司在全国拥有 51 家营业部，在福建本地 28 家，基本形成了以福建为基地，上海为重心（设立上海分公司、上海自营分公司、上海资产管理分公司），北京、深圳为两翼，面向全国发展的业务布局。

截至到 2010.6，公司净资本为 40.18 亿元、净资产 51.46 亿元；实现营业收入 11.1 亿元、归属母公司净利润 3.36 亿元、每股收益为 0.17 元，在上市券商中规模、业绩处于中下水平。

表 2：上市券商中公司规模、业绩处于中下游水平（2010 年上半年）

	营业总收入	净利润	净资产	EPS
中信	79.05	26.28	637.80	0.26
海通	43.82	18.42	438.00	0.22
广发	36.33	16.40	174.45	0.66
华泰	35.89	14.20	308.88	0.27
招商	27.67	13.69	238.02	0.38
光大	19.48	8.29	216.22	0.24
宏源	17.09	7.31	65.64	0.50
长江	12.38	4.91	87.69	0.23
兴业	11.10	3.36	51.46	0.17
国元	9.37	4.22	145.52	0.21
国金	8.15	2.96	28.70	0.30
西南	5.69	1.61	46.15	0.08
东北	5.10	1.10	29.90	0.17
太平洋	2.47	0.56	18.11	0.04

资料来源：长江证券研究部

本次公司 A 股发行数量不超过 2.63 亿股。其中，网下发行数量不超过 0.53 亿股，占本次发行数量的 20%；网上资金申购部分不超过 2.1 亿股，占本次发行数量的 80%。

发行后公司总股本 22 亿股，前两大股东福建省财政厅、福建投资企业集团公司持股比例分别下降至 24.22%、7.62%。

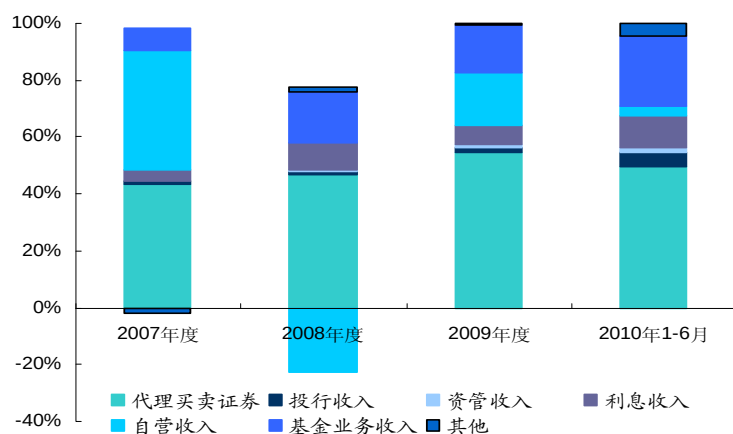
表 3：发行后兴业证券的股权结构

股东名称	持股数（亿股）	发行后持股比
福建省财政厅	5.33	24.22%
福建投资企业集团公司	1.68	7.62%
上海申新（集团）有限公司	1.01	4.61%
海鑫钢铁集团有限公司	0.89	4.06%
厦门市筭筭新市区开发建设公司	0.78	3.55%
上海兴业投资发展有限公司	0.78	3.55%
上海交大昂立股份有限公司	0.68	3.07%
成功控股集团有限公司	0.68	3.07%
华域汽车系统股份有限公司	0.62	2.84%
上海市糖业烟酒（集团）有限公司	0.56	2.53%
福建省投资担保公司	0.51	2.30%
厦门厦工机械股份有限公司	0.49	2.22%
泉州市宏源投资发展有限公司	0.42	1.92%
厦门经济特区房地产开发集团有限公司	0.40	1.83%
厦门象屿集团有限公司	0.34	1.54%
上海大众公用事业（集团）股份有限公司	0.34	1.54%
福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	0.30	1.38%
上海银都商城发展（集团）有限公司	0.22	1.00%
福建省三钢（集团）有限责任公司	0.20	0.92%
福建华通置业有限公司	0.20	0.89%
其他	2.95	13.40%
本次发行流通股份	2.63	11.95%
合计	22	100%

资料来源：长江证券研究部

就公司整理业绩来看，经纪业务和基金收入仍是公司的主要收入来源，今年上半年分别占营业收入的 50.92%、25.19%；

图 1：兴业证券的收入结构图



资料来源：Wind，长江证券研究部

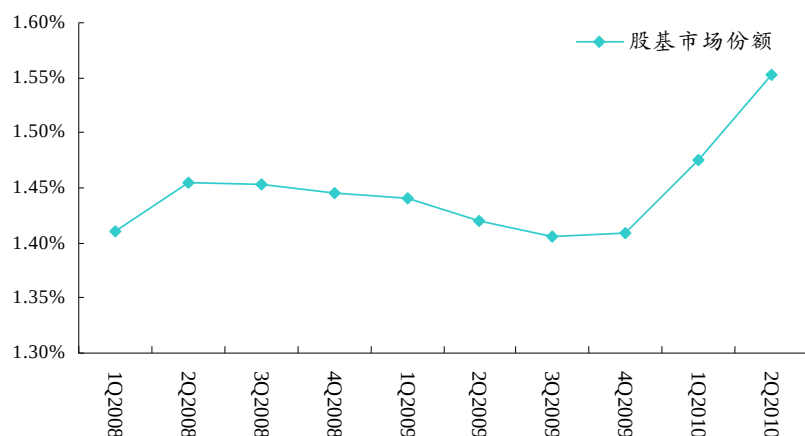
第三，经纪业务成长较快，但费率偏低

公司经纪业务市场份额呈逐步上升趋势，截至今年 6 月末，市场份额为 1.55%，行业内排名第 19 位；

09 年公司部均交易额 475 亿，行业排名第 5 位，今年上半年下降 10 位，下降幅度较大，主要原因在于营业网点大幅增加，另外为配合上市整顿工作，一定程度上调整工作重心，预计未来将逐步回升。

自国家有关主管部门对证券交易佣金费率实行设定最高上限并向下浮动的政策之后，近年来证券市场经纪业务佣金费率持续下滑，随着未来证券市场经纪业务竞争加剧，可能造成本公司佣金费率水平进一步下降，从而导致公司经纪业务收入下滑。

图 2：经纪业务市场份额增长迅速



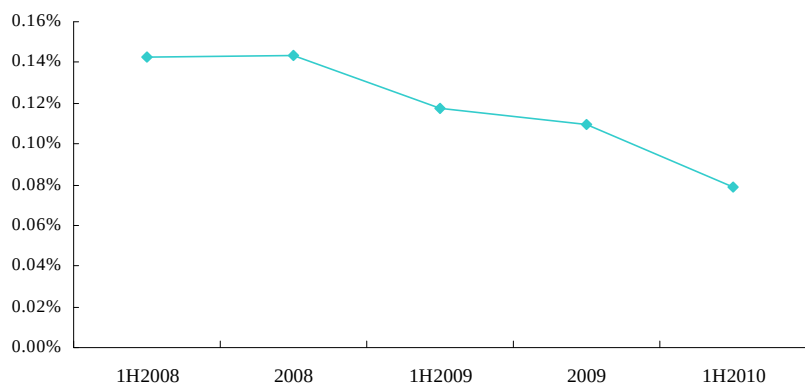
资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 4：部均交易额位居行业前列

	部均交易额	排名
2007	515	8
2008	311	6
2009	475	5
2010 年 1-6 月	131	15

资料来源：公司公告

图 3：公司综合佣金费率基数较低且下滑迅速



资料来源：Wind, 长江证券研究部

第四，投行业务业绩有待提升

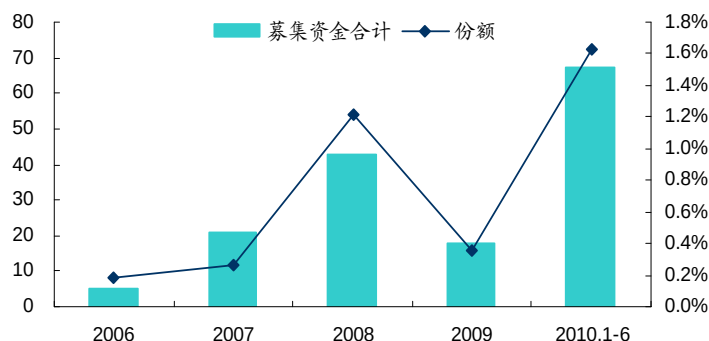
公司股票承销金额呈逐步上升趋势，截至今年6月底，共募集资金67亿元，占市场份额1.63%，行业内排名第16位；IPO承销收入较为稳定，但是对于公司收入的贡献仍然较小，上半年共实现投行收入0.55亿元，占总营业收入的4.95%，较以往年度有较大幅度的提高。

表 5：今年上半年公司股票募集资金市场份额 1.63%

排名	机构名称	总计	募集资金合计	份额
2	海通证券	13	318	7.67%
6	招商证券	16	155	3.75%
7	中信证券	7	139	3.34%
10	宏源证券	9	106	2.55%
11	国金证券	7	99	2.40%
13	华泰联合	10	78	1.89%
14	广发证券	9	76	1.84%
16	兴业证券	3	67	1.63%
21	华泰证券	7	50	1.22%
22	中信建投	4	47	1.13%
28	国元证券	4	31	0.75%
29	西南证券	5	30	0.73%

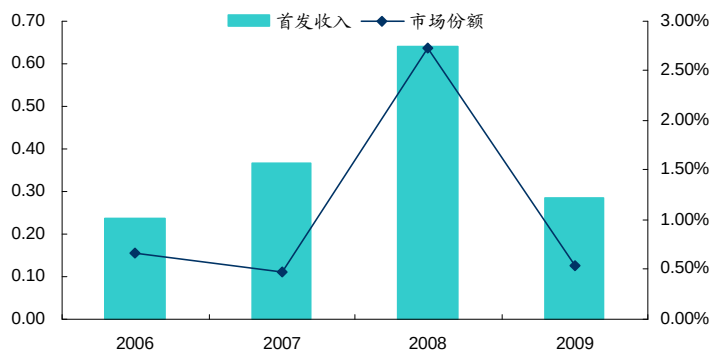
资料来源：公司公告

图 4：公司股票承销金额呈逐步恢复性上升



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：IPO 承销收入较为稳定



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，自营风格较为激进，资产配置灵活

公司上半年实现自营收入 0.41 亿元，占营业收入的 3.68%，各年度收入呈现较大程度的变动性；

自营风格较为激进，2007 年股票投资一度达到 90%以上，今年上半年股票投资占 21.57%、基金及债权资产占 78.43%，根据市场行情的变化适时的调整配置比例，也进一步显示了资产配置的灵活性。

表 6：自营投资情况

	2010.1-6	2009	2008	2007
股票	21.57%	21.43%	29.45%	93.27%
基金	0.69%	41.76%	2.35%	4.45%
国债	0.95%	0.82%	6.65%	2.28%
其他债券	76.80%	35.99%	61.55%	-
自营收入/营业收入	3.68%	18.75%	-40.72%	43.74%

资料来源：公司公告

第六，资产管理、基金业务成最稳定收入来源

公司目前有两支集合理财产品，截至目前其总回报分别为 7.79%、-3.96%，上半年为公司带来业务净收入 0.19 亿元，维持稳定表现；

基金业务方面，控股子公司兴业全球基金管理有限公司（持股比例 51%）、参股公司南方基金（持股比例 10%）是公司主要的收入来源，今年上半年实现收入 2.8 亿元，占 25.19%。

表 7：公司目前 2 支集合理财产品

简称	单位净值	总回报(%)	最新规模(亿元)	成立日期	投资类型	管理公司
39 兴业卓越 1 号	1.0679	7.79	3.7584	2009-3-27	混合债券型一级基金	兴业证券
109 兴业卓越 2 号	0.9607	-3.96	12.1877	2009-11-26	平衡混合型基金	兴业证券

资料来源：公司公告

表 8：资产管理、基金业务占营业收入 27%

	2010.1-6		2009		2008		2007	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
基金业务净收入	2.80	25.19%	5.07	16.44%	4.40	32.94%	3.63	7.59%
资管业务净收入	0.19	1.70%	0.29	0.94%	0.13	0.99%	0.11	0.23%

资料来源：公司公告

第七，创新业务尚处起步阶段

2008.3 月兴业期货注册资本由 0.6 亿元变更为 1.1 亿元，公司持股比例变更为 91.55%；2010 年 1-6 月、2009 年、2008 年及 2007 年期货公司业务收入分别为 3176.29 万元、3962.15 万元、1456.96 万元和 316.86 万元，收入呈稳步上升趋势，未来取得 IB 业务资格将拓展收入来源；

2010.4 月出资 1 亿元全资设立直投子公司兴业创新资本管理有限公司，券商直投业务的良好环境将成为其发展的重要优势。

第八，投资建议及风险提示

我们认为：近年来公司日均交易额及市场份额增长迅速，使得公司经纪业务具有一定的发展潜力；但与此同时公司佣金费率基数较低且下滑迅速（2010 年上半年佣金费率为 0.079%），加之收入费用比过高，一定程度上削弱了经纪业务利润贡献率；此外公司投行及资管业务业绩增速有限，加上自营全年盈利贡献度较低，预计 2010 年全年 EPS 为 0.33 元，建议首发询价区间为 9.05 至 11.07 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万）					资产负债表（百万）				
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012
代买卖证券收入	1685	1138	1552	1968	现金及银行存款	18504	20876	25051	30061
承销业务净收入	62	90	250	400	结算备付金	2221	2505	3006	3607
资产管理净收入	29	39	100	200	交易性金融资产	3065	2783	3340	4008
利息净收入	210	243	414	459	存出保证金	254	278	334	401
投资净收益	372	240	510	354	买入返售金融资产	0	0	0	0
公允价值变动	206	-60	0	0	可供出售金融资产	437	487	585	701
营业收入合计	3085	2308	3008	4473	长期股权投资	19	20	24	30
营业税金及附加	147	122	167	248	固定资产	584	654	785	942
业务及管理费	1292	1099	1089	1789	资产总额	25390	27835	33402	40082
营业成本合计	1439	1213	1256	2038	交易性金融负债	0	0	0	0
利润总额	1685	1135	1812	2496	卖出回购金融款	580	700	840	1008
所得税	409	272	453	624	代理买卖证券款	18477	18446	22135	26562
少数股东损益	121	124	217	299	应付款项	567	401	481	577
净利润	1277	735	1359	1872	负债总额	20042	20050	24060	28872
EPS	0.60	0.33	0.52	0.71	少数股东权益	287	298	357	429
					普通股东权益合计	5348	7785	9342	11210
					负债及股东权益	25390	27835	33402	40082

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。