

兴业证券 (601377)

基金管理业务是最大亮点

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjtas.com	dongle@gjtas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读：市场定位同长江、国元相仿，占据海西地缘优势，基金管理业务突出

投资要点：

- 兴业证券 IPO 计划发行不超过 2.63 亿股、不超过发行后总股本的 11.96%。上市后，公司总股本为 22 亿股、流通股本 2.63 亿股。
- 兴业证券资本实力、业务规模以及盈利水平平均处于行业 20 位左右，与上市券商中的宏源、长江、国元基本上处于同一竞争层次。
- 网点集中于福建，份额在当地居领先地位。兴业证券起步于福建，在福建的营业部数量占据了公司的半壁江山。而公司在福建网点数量为当地营业部数量的 16%、经纪份额达 18.7%，处领先地位。
- 具备综合经营优势，公司控股股东同时控股兴业银行，银行背景为公司拓展营销渠道、投行业务等方面提供了有力支持。
- 业绩波动较大。兴业证券 2006-2009 年业绩复合增速 69.5%，高于行业平均的 54.1%，但公司历史业绩波动幅度相对较大，2010 年上半年，公司实现净利润 3.4 亿元，同比下降 38.3%，降幅亦高于行业平均水平。
- 基金管理业务优势明显，兴业基金近年来规模增速远高于行业平均，2010 年上半年，基金管理费收入 3.3 亿元，占比达 25%，业绩占比达 21%，仅次于同期经纪佣金收入 62% 的占比。
- 公司佣金率政策较为灵活。今年上半年，公司股票基金市场份额 1.55%，较 2009 年增加 10.3%，但公司股票基金净佣金率已降至 0.079%，低于其他上市券商，较 2009 年下降 26%，明显高于行业平均降幅。
- 自营业务对兴业证券影响举足轻重，历史上公司投资风格较为激进，为公司业绩波动较大的主要因素，但近年来投资风格已渐趋谨慎，总体投资收益率也好于市场平均。
- 在今年市场日均成交 1700 亿元、指数 2400 的假设下，预测公司 2010-2012 年净利润将分别达到 6.6 亿元、9.1 亿元以及 10.5 亿元，对应每股收益分别为 0.30 元、0.41 元和 0.48 元。
- 分别运用 PE 和 PB、及分部估值法判断，兴业证券上市后合理定价为 8-10 元。考虑 IPO 网下申购锁定期风险，合理询价区间为 7-8 元，对应动态 PE23-26 倍，PB2-2.4 倍。

建议询价区间

7.00-8.00

上市首日定价区间

8.00-10.00

2010.09.16

发行上市资料

总股本 (万股)	193,700
发行量 (万股)	26,300
发行日期	2010.09.21
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	瑞银证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.76
净资产收益率 (%)	6.3%
资产负债率 (%)	77.4%

主要股东和持股比例

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)有限公司	5.23%
海鑫钢铁集团有限公司	4.61%
上海兴业投资发展有限公司	4.03%
厦门市筭筭新市区开发建设公司	4.03%
上海交大昂立股份有限公司	3.49%
成功控股集团有限公司	3.49%
华域汽车系统股份有限公司	3.22%
上海市糖业烟酒(集团)有限公司	2.87%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,336	3,085	2,241	2,713	3,189
(+/-)%	-72%	131%	-27%	21%	18%
经营利润 (EBIT)	424	1,646	1,011	1,322	1,529
(+/-)%	-87%	288%	-39%	31%	16%
净利润	267	1,155	663	909	1,044
(+/-)%	-87%	333%	-43%	37%	15%
每股净收益 (元)	0.12	0.53	0.30	0.41	0.47
每股股利 (元)					

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 基本情况与发行概况

1.1. 基本情况

兴业证券注册地在福建，成立于 1991 年，前身为福建兴业银行设立的证券交易营业部。公司于 1999 年同兴业银行完成脱钩，在经历多次增资后，公司目前的注册资本达到 19.4 亿元，共有 124 名股东，其中福建省财政厅持有公司股份 27.51%，为公司的实际控制人。此外，福建投资企业集团公司与上海申新（集团）有限公司持股比例均超过 5%。上市公司股东有交大昂立、华域汽车、厦工股份、大众公用和片仔癀等多家。

目前，公司已全资发起设立了直投子公司——兴业创新资本管理有限公司，控股兴业基金（持股比例 51%）、兴业期货（持股比例 91.55%），参股南方基金（持股比例 10%）。公司拥有 50 家营业部及 3 家分公司。在最近公布的证券公司分类评审结果中，兴业证券被评为 A 类 A 级券商。

1.2. 发行情况

本次公司计划发行不超过 2.63 亿股、不超过发行后总股本的 11.96%。上市后，公司总股本为 22 亿股、流通股本 2.63 亿股，受限流通股股东 124 家。

表 1 兴业证券发行后主要股东持股量及比例

序号	股东名称	持股数(万股)	持股比例
1	福建省财政厅	53,287	24.2%
2	福建投资企业集团公司	16,770	7.6%
3	上海申新（集团）有限公司	10,140	4.6%
4	海鑫钢铁集团有限公司	8,932	4.1%
5	厦门市筭筭新市区开发建设有限公司	7,800	3.5%
6	上海兴业投资发展有限公司	7,800	3.5%
7	上海交大昂立股份有限公司	6,760	3.1%
8	成功控股集团有限公司	6,760	3.1%
9	华域汽车系统股份有限公司	6,240	2.8%
10	上海市糖业烟酒（集团）有限公司	5,564	2.5%
前 10 大股东合计		130,053	59.0%
其他非流通股股东		63,647	29.0%
新发行流通股股东		26,300	12.0%
合计		220,000	100%

数据来源：公司招股说明书

1.3. 主要经营指标

兴业证券的经营情况主要表现为以下几个特征：(1)业绩波动大。2008-2009 年净利润同比分别增长-87%和 333%。这主要源自于自营投资收益的剧烈波动；(2)兴业基金对公司的收入贡献较大。今年上半年达到 11%；(3)业务及管理费率较高。

发行完成后,兴业证券的EPS和ROE(2009)分别摊薄至0.53元和22.8%,而每股净资产则可增厚至3.50元左右。

表2 兴业证券历年来主要经营指标

	2007	2008	2009	2010.1H
营业收入	4,779	1,336	3,085	1,110
(+/-)%		-72%	131%	
其中:经纪佣金	2,128	1,132	1,685	565
自营投资	2,078	-544	578	41
基金管理费	370	503	575	325
(经纪+自营)/营业收入	88.0%	44.0%	73.4%	54.6%
业务及管理费	1,176	731	1,292	544
业务及管理费率	24.6%	54.7%	41.9%	49.1%
净利润	2,038	267	1,155	336
(+/-)%		-87%	333%	
净利率	42.6%	19.9%	37.5%	30.3%
净资本	3,019	2,984	3,787	4,018
交易性+可供出售资产	2,657	1,175	3,502	2,552
净资产	3,858	4,036	5,061	5,349
自营证券比例	68.9%	29.1%	69.2%	47.7%
股基交易份额	1.49%	1.51%	1.42%	1.55%
佣金率	0.128%	0.111%	0.096%	0.079%
ROE	52.8%	6.6%	22.8%	6.3%
EPS(摊薄)	0.93	0.12	0.53	0.15
BPS	1.75	1.83	2.30	2.43

数据来源: 公司招股说明书

2. 行业地位及优势分析

2.1. 综合竞争力居行业中上游水平

兴业证券综合实力居行业中上游。除2008年由于自营亏损导致收入及利润规模排名出现明显下滑外,公司资本实力、业务规模以及盈利水平均处于行业20位左右的水平,今年经纪业务进步明显,上升至16位。

表3 兴业证券主要指标在行业内排名

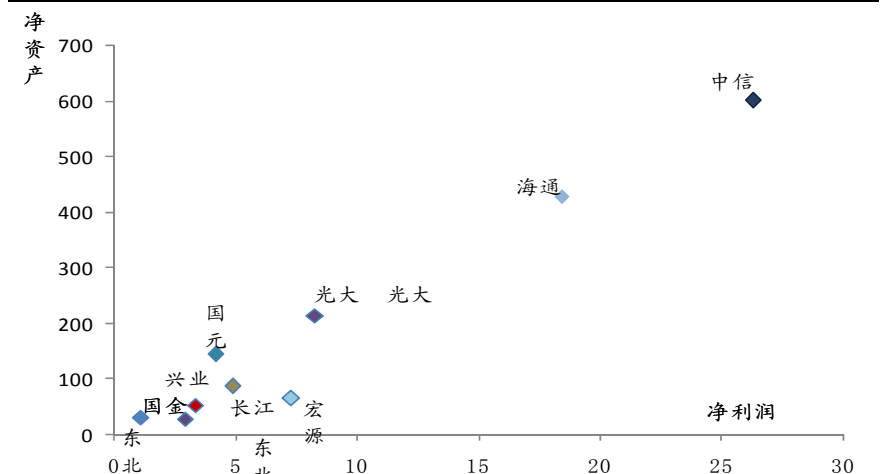
	2006	2007	2008	2009	2010.1H
盈利规模					
营业收入	20	18	32	21	20
净利润	18	19	41	20	25
资产规模					
净资产	32	20	22	23	24
净资本	34	21	21	23	
总资产	20	22	24	22	19
业务规模					
股票基金交易额	16	17	19	19	16
股票主承销家数	-	18	25	29	

债券主承销金额 - - - 25

数据来源：中国证券业协会，公司招股说明书，国泰君安证券研究

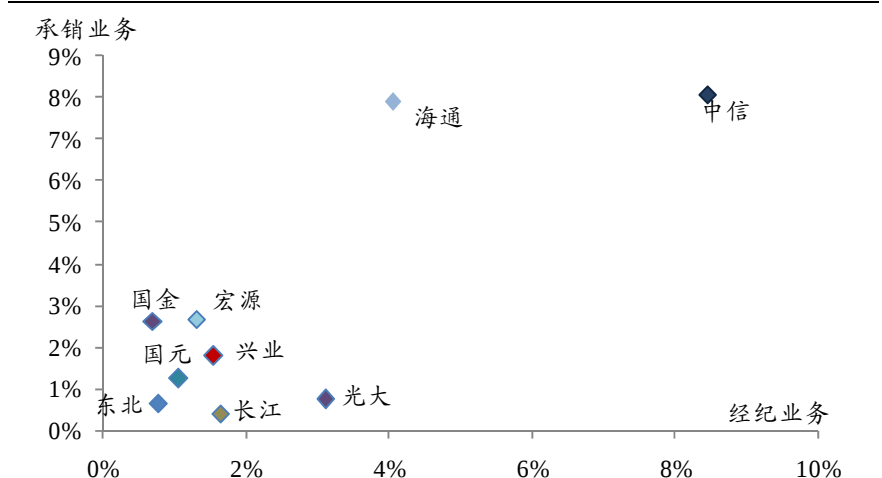
与上市券商中的宏源、长江、国元基本上处于同一竞争层次。兴业证券在盈利规模以及资本实力上略低于长江，与宏源较为相近；从业务实力上来看，兴业在经纪业务上同宏源、长江相似，承销业务介于两者之间。

图 1 兴业证券资产及利润规模同国元、长江相仿（百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2 兴业证券业务规模同宏源、长江相仿



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 4 兴业证券与上市券商的综合比较 (2010.1H)

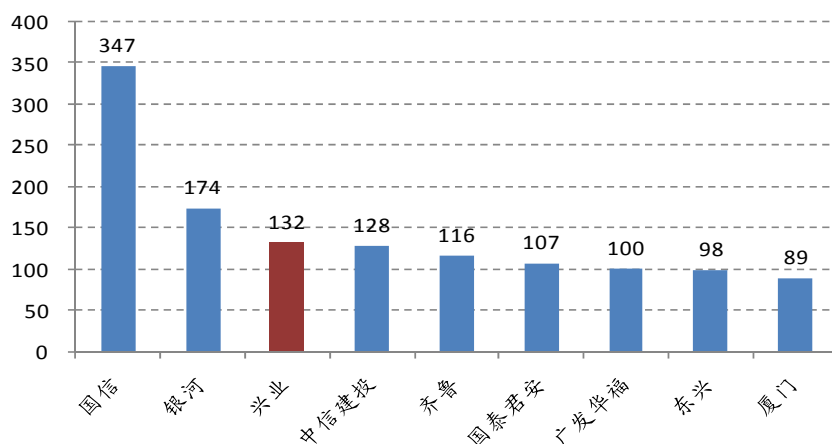
	中信	广发	海通	华泰	招商	光大	长江	国元	宏源	兴业	东北	西南	国金
净资产(亿元)	601	165	427	307	238	215	88	145	66	53	30	46	29
经纪业务份额*	8.44%	4.80%	4.04%	5.83%	4.03%	3.12%	1.64%	1.06%	1.30%	1.55%	0.77%	0.73%	0.70%
营业收入(亿元)	79.1	36.3	43.8	35.9	27.7	19.5	12.4	9.4	17.1	31	5.1	5.7	8.2
净利润(亿元)	26.3	16.4	18.4	14.2	13.7	8.3	4.9	4.2	7.3	3	1.1	1.6	3.0
ROE	4.4%	9.9%	4.3%	4.6%	5.8%	3.9%	5.6%	2.9%	11.1%	6%	3.7%	3.5%	10.3%
EPS (元)	0.26	0.66	0.22	0.27	0.38	0.24	0.23	0.22	0.50	0.17	0.17	0.08	0.30

数据来源：公司公告，公司招股说明书，国泰君安证券研究

2.2. 有一定的区域优势，受益于海西振兴计划

作为福建本土券商，公司在当地拥有 27 家营业部，占公司营业部数量的 54%、以及福建地区网点总数的 16.1%，少于广发华福（32 家）、东兴（28 家），网点数量上并不占据明显优势。但公司在福建地区营业部效率占据一定优势，今年上半年，公司福建省内营业部均股票基金交易额达 132 亿元，在福建省内经纪份额达 18.7%，高于华福以及东兴的 16.9% 以及 14.5%。

图 3 兴业证券在福建地区部均交易额较高（亿元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

除在传统业务领域占据一定优势外，公司为海西经济区内仅有两家综合类证券公司之一，随着海西地区振兴计划的实施，公司将有效分享海西经济区的快速发展，借助海峡两岸的经济、金融交流，获得新的业务增长点。

表 5 兴业证券受益于海西地区振兴计划

政策	相关内容
《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》（2009.5.6）	● 推动对台离岸金融业务，拓展台湾金融资本进入海峡西岸经济区的渠道和形式，建立两岸区域性金融服务中心，推动金融合作迈出实质性步伐。 ● 深化金融改革与创新，扩大金融改革试点，在多种所有制金融企业、离岸金融业务等方面进行改革试验，完善创业风险投资机制。 ● 吸引更多的港澳金融机构到福建设立分支机构或投资参股。
《海峡两岸金融合作协议》（2009.5.26）	● 方同意相互协助履行金融监督管理与货币管理职责，加强金融领域广泛合作，共同维护金融稳定。

数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 具备综合经营优势

除兴业证券外，公司控股股东福建省财政厅同时控股兴业银行，银行背景为公司拓展营销渠道、投行业务等方面提供了较大的支持，两家公司 2009 年在同业存款、理财产品销售等领域关联交易金额占比超过 15%，今年公司担任了兴业银行配股项目的主承销商。

表 6 兴业证券与兴业银行关联交易情况 (百万元)

	2007		2008		2009	
	金额	金额	百分比	百分比	金额	百分比
银行存款利息收入	145	194	55%	56%	167	56%
第三方存管费用	8	2	9%	29%		
营销代理渠道拓展费	16	10	18%	16%	21	29%

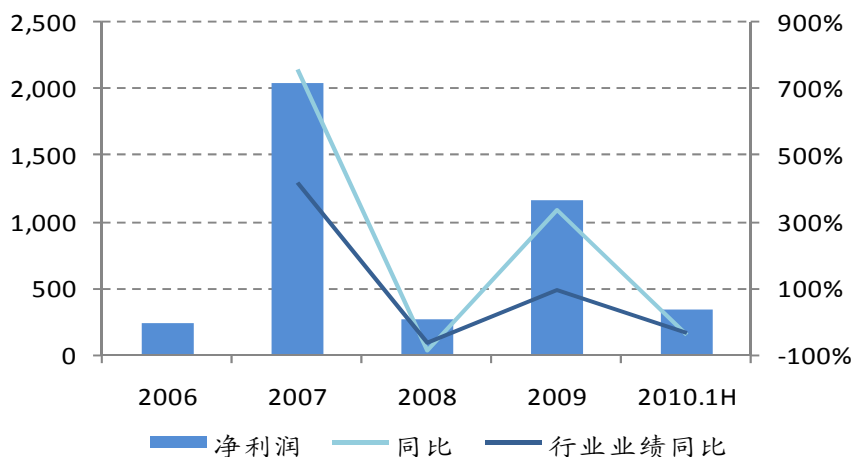
数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

3. 经营情况分析

3.1. 业绩弹性高

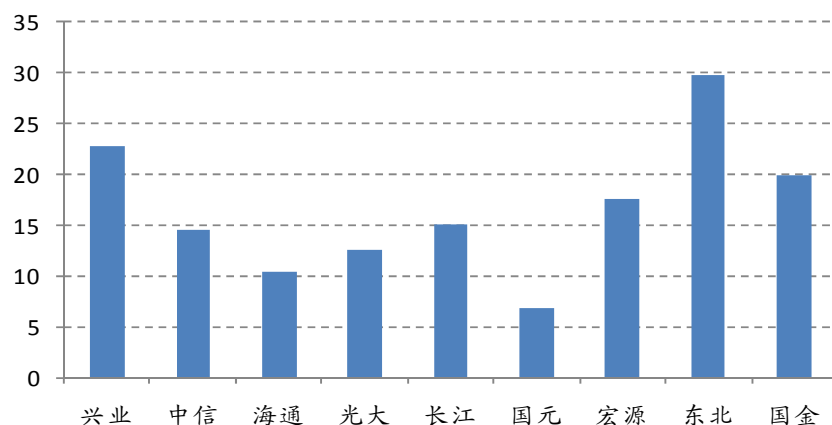
2010 年，公司实现净利润 3.4 亿元，同比下降 38.3%，降幅高于行业平均水平。公司 2006-2009 年业绩复合增速 69.5%，高于行业平均的 54.1%，但公司历史业绩波动幅度相对较大，2008 年，公司业绩同比减少 86.9%，高于行业平均的 63.4%。而在 2009 年市场快速回暖的背景下，公司业绩盈利能力快速恢复，业绩同比增长 3.3 倍。

图 4 兴业证券业绩波动明显 (百万元)



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 5 发行前 (2009 年) 兴业证券 ROE 处上市券商中较高水平



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究，公司公告

表 7 兴业证券近年来的主要业绩指标变化

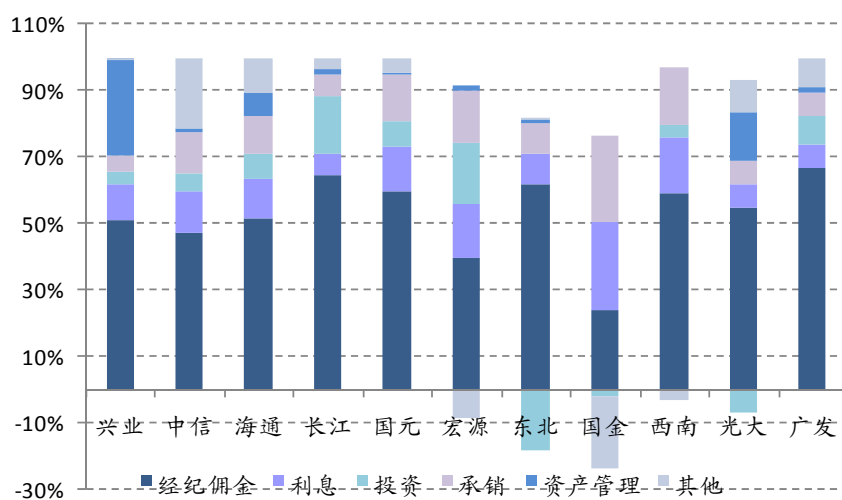
	2006	2007	2008	2009	2010.1H
营业收入(百万元)	936	4,779	1,336	3,085	1,110
同比		411%	-72%	131%	-21.5%
净利润(百万元)	237	2,038	267	1,155	336
同比		759%	-87%	333%	-38%
EPS(元)	0.26	1.37	0.14	0.60	0.17
ROE	26.35%	52.82%	6.60%	22.83%	6.3%

数据来源：公司招股说明书，中国货币网

3.2. 业务结构较为均衡，基金管理收入占比较高

公司业务结构在中小券商中相对均衡、基金业务表现突出，2010 年上半年，基金管理收入占比达 25%，业绩占比达 21%，经纪、自营收入占比分别为 62%与 3.7%。但值得注意的是，公司对自营业务依赖程度依然较高，在市场较好的 2009 年公司自营收入占比达 18.7%，处行业较高水平。

图 6 兴业证券基金管理收入较高



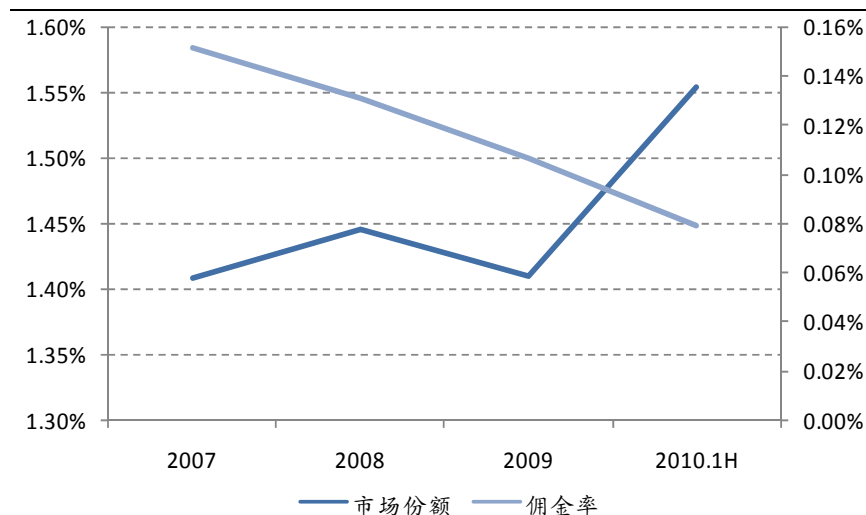
数据来源：公司招股说明书，公司公告，国泰君安证券研究

4. 业务情况

4.1. 经纪业务：市场份额提升伴随佣金率快速下滑

近年来公司经纪份额呈持续提升趋势，今年上半年，公司股票基金市场份额 1.55%，较 2009 年增加 10.3%，但公司佣金率水平同样处于快速下滑过程中，今年上半年，公司股票基金净佣金率 0.079%，低于其他上市券商，较 2009 年下降 26%，明显高于行业平均降幅。

图 7 兴业证券经纪业务市场份额上升伴随佣金率快速下滑



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

从网点布局看，公司 50 家营业部中有 27 家位于福建省内，占公司网点总数的 54%，在当地经纪业务占据一定垄断优势。尽管如此，由于福建省内营业部分布已十分密集，市场化程度较高，佣金率已处较低水平。今年 7 月，公司已获批在福建省连江县、漳浦县、建瓯市、福州市仓山区及河南省郑州市各设立 1 家证券营业部。

图 8 兴业证券在福建省内营业网点布局完备

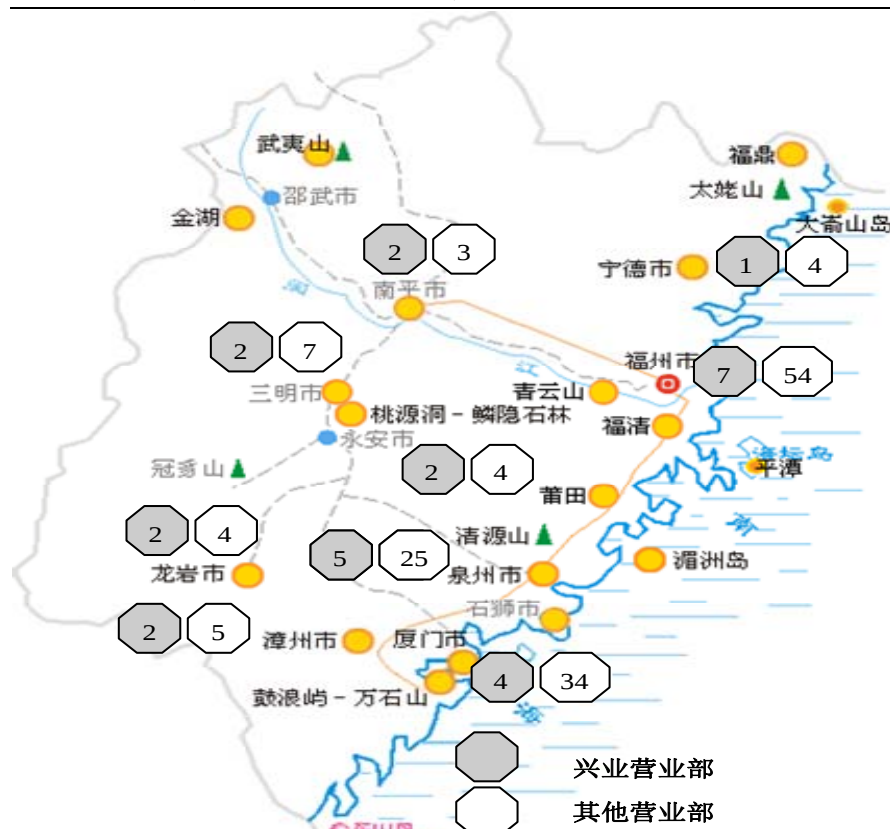
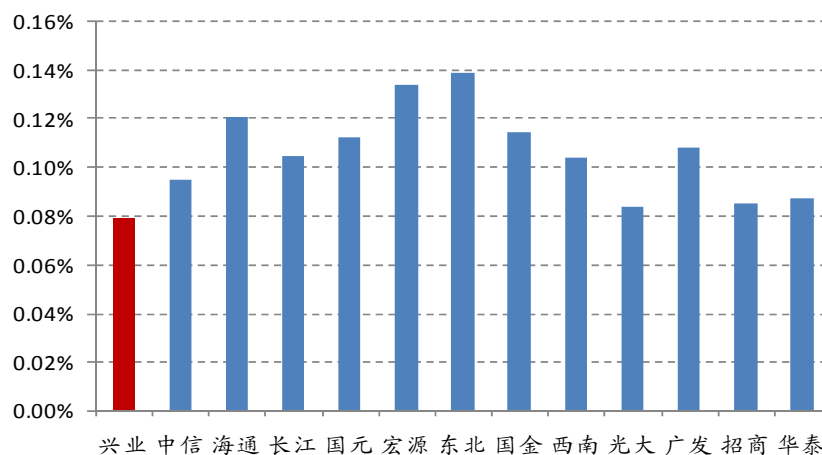


图 9 兴业证券佣金率低于其他上市券商 (2010.1H)



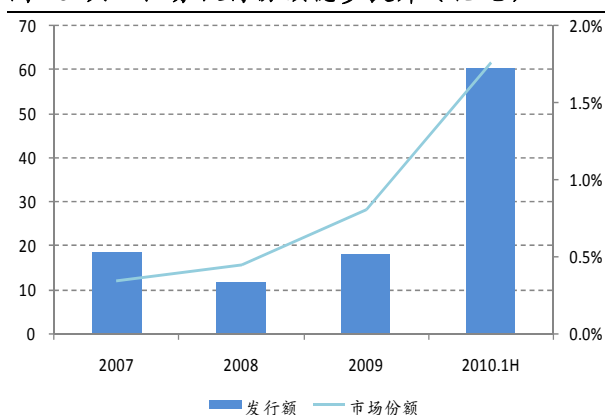
数据来源：公司招股说明书，公司公告，国泰君安证券研究，

4.2. 投行业务：中小项目为主

公司投行业务主要针对中小项目，目前拥有 16 名保荐人，2007-2010 年上半年，公司投行业务平均市场份额为 0.84%，今年上半年公司联合主承销兴业银行配股项目，募集资金 180 亿元。在债券承销方面，公司于 2008 年实现突破，完成金融债联合主承销 1 家，企业债分销 8 家。公司 2010 年上半年，公司实现承销收入 0.6 亿元，收入占比 5%。

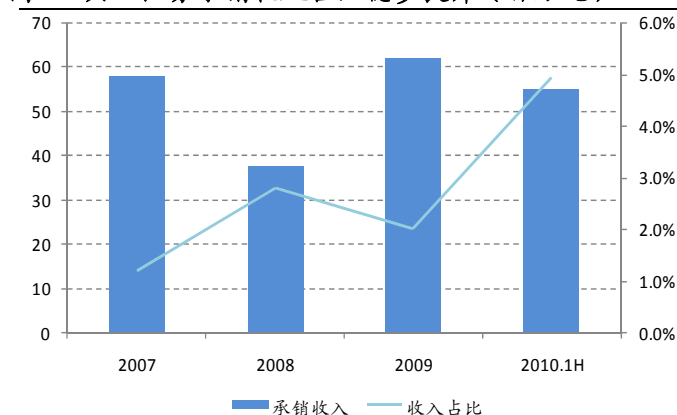
今年下半年，公司已完成两家 IPO，募集资金 11 亿元，另有 2 单 IPO 项目已完成过会，预计募集资金 8 亿元。

图 10 兴业证券投行份额稳步提升 (亿元)



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 11 兴业证券承销收入占比稳步提升 (百万元)

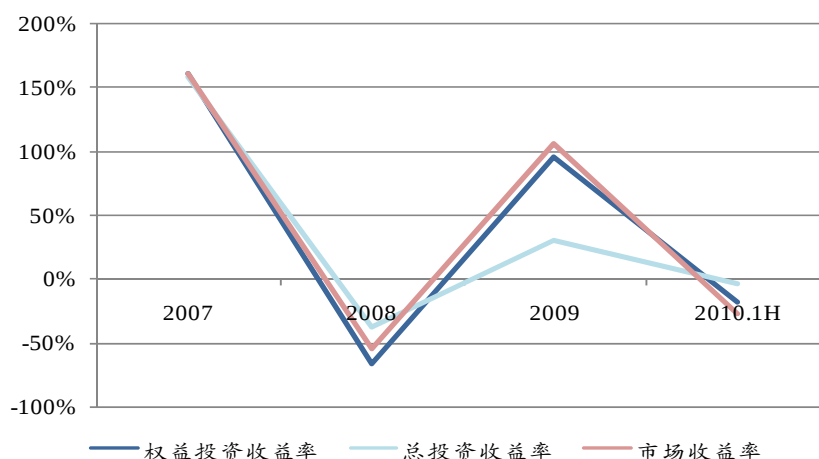


数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

4.3. 自营业务：弹性较大

自营业务对兴业证券影响举足轻重。2007 与 2009 年，自营业务收入占比分别达到 43.5%与 18.7%，2008 年在市场大幅下跌的背景下，公司自营亏损 5.4 亿元，同样为公司当年业绩下滑的主要因素。2007-2009 年公司权益投资收益率均高于市场平均水平，体现出公司较强的投资能力。2010 年上半年在市场下跌 28%的背景下，公司权益投资收益率-17%，强于市场，总投资收益率-3.8%。

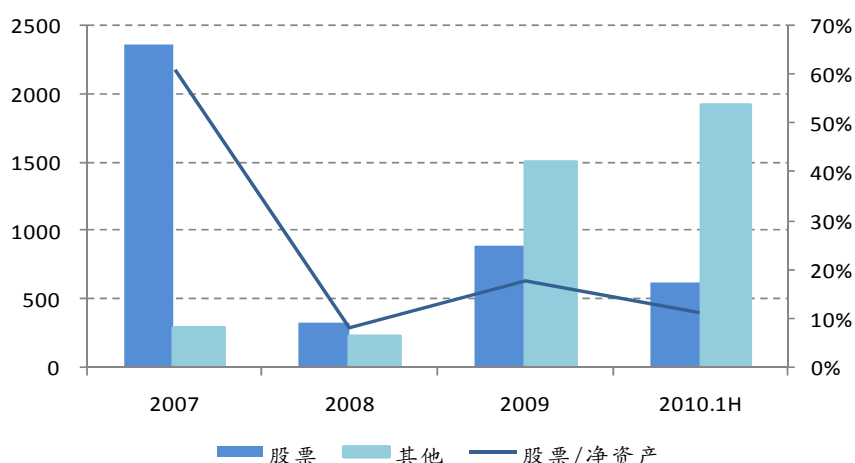
图 12 兴业证券历年以来自营收益率



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

公司历史上投资风格较为激进，2007 年末公司股票投资规模曾达 23.6 亿元，占净资产的 61%。但此后规模显著减少。2010 年末，公司股票投资规模 6.2 亿元，占净资产 11%，处上市券商平均水平。

图 13 兴业证券自营投资规模及结构



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

4.4. 资产管理：起步阶段，进步显著

公司首支集合理财产品于 2009 年 2 月推出，起步相对较晚，目前公司集合理财业务拥有 2 支产品，截至 2010 年中期末，规模合计 18 亿元，位列市场第 14 位，市场份额 1.94%。目前公司第 4 支集合理财产品金麒麟 3 号正在推广。公司定向资产管理业务自 2006 年起步，在 2008 年 6 月《证券公司定向资产管理业务实施细则（试行）》公布后，公司于 2008 年 11 月正式运作第一单业务。2010 年公司实现资产管理业务收入 0.2 亿元，收入占比 1.7%。

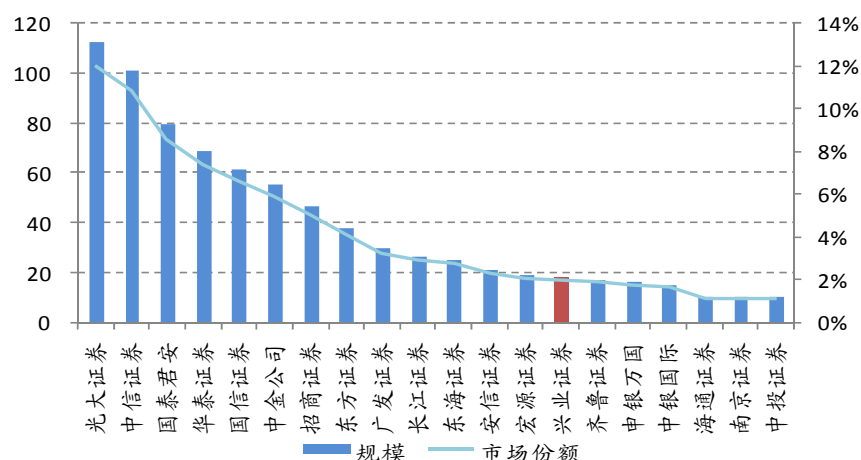
表 8 公司集合理财产品情况

	类型	规模(亿,201006)	管理费率	到期日
卓越 1 号	债券型	4.1	0.67%	2015-3-26

卓越 2 号	混合型	14.1	1.50%	2015-11-25
金麒麟 3 号	股票型		1.5%	2018-8-18

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 14 资产管理规模及份额排名



数据来源：WIND，公司招股说明书，国泰君安证券研究

4.5. 基金管理：品牌优势明显

目前公司持有兴业基金 51% 的股权，持有南方基金 10% 的股权。截至 2010 年中期末，公司权益基金规模达 302 亿元。近 3 年以来兴业基金资产管理规模复合增速达 7.1%，远高于行业平均水平。2010 年上半年兴业基金实现净利润 1.4 亿元，业绩贡献程度达 21%。

表 9 2010 年上半年证券公司基金管理业务情况（单位：亿元）

证券公司	控参股的基金公司	按股权折算的规模		按股权折算的份额	
		2010.1H	2009	2010.1H	2009
中信证券	华夏(100%)	2,169	2,658	10.27%	9.90%
广发证券	广发(48.33%)、易方达(25%)	1067	933	5.05%	3.50%
招商证券	博时(49%)、招商(33.3%)	661	856	3.13%	3.20%
华泰证券	友邦华泰(49%)、南方(45%)	540	658	2.56%	2.50%
光大证券	光大保德信(67%)、大成(25%)	375	532	1.78%	2.00%
长城证券	景顺长城(49%)、长城(47.06%)	355	459	1.68%	1.70%
海通证券	海富通(51%)、富国(27.78%)	331	415	1.57%	1.60%
兴业证券	兴业（51%）、南方（10%）	302	344	1.43%	1.29%
东方证券	汇添富(47%)、长城(17.65%)	291	363	1.38%	1.40%
申银万国	申万巴黎(67%)、富国(27.78%)	209	340	0.99%	1.30%
国信证券	鹏华(50%)	238	298	1.12%	1.10%
合计		6,540	7,099	30.95%	29.49%

资料来源：Wind。注：括号中为对该基金的持股比例。

4.6. 创新业务：

由于公司历史上仅被评为规范类券商，创新业务开展进度较晚，资产管理、直接投资业务于 2009 年起步，2007 年完成对期货公司的收购，目

前具备中金所结算会员资格，融资融券业务已参与第三批试点券商联网测试，预计今年内有望获得相关业务牌照。

表 10 兴业证券的创新业务已经全面铺开

创新业务	进展情况	对业绩的贡献
资产管理	2009 年 2 月推出首只集合理财产品，截止到目前，已发行 2 只集合理财产品	2009 年资产管理实现收入 0.3 亿元，收入占比 1%。
融资融券	2010 年 7 月参与第三批融资融券试点券商联网测试	
直接投资	公司已于 2009 年 9 月 22 日获准开展直接投资业务试点，直投子公司兴业资本于今年 10 月成立	
金融期货	2007，收购华商期货，并完成更名及增资；目前拥有 5 家营业部；已获得金融期货结算会员资格；	2009 年兴业期货实现营业收入 0.4 亿元、净利润 242 万元。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

5. 资金募集运用

伴随着传统业务的逐步萎缩以及融资融券、股指期货等创新业务的快速增长，证券行业资本密集型的特征将日益凸显。相比于同类的长江、国元等上市券商，兴业证券目前在资本实力上已处明显弱势，IPO 上市将快速提升公司资本实力，缩小同类差距，预计发行完成后公司净资产将增厚 24 亿元至 75 亿元。

公司对募集资金的主要投向包括：增加营业网点，提升经纪业务的市场份额；扩大投资银行业务规模；开展直接投资、融资融券业务；增加期货公司资本金；加强信息系统建设等。我们认为对于上述业务及领域的投入尽管投资回报周期相对较长，短期 ROE 将被摊薄，但提升资本实力对公司获得创新业务牌照、长期提升业务规模都是不可或缺的。

6. 盈利预测及估值

6.1. 盈利预测假设及预测

经纪业务：我们维持全年股票基金日均成交额 1700 亿元的判断；上市融资后有助于兴业证券市场份额维持稳步增长，但公司短期佣金率仍将延续持续下滑趋势。

承销业务：2010 年市场 IPO 规模爆发式增长，公司有望分享行业的快速增长。

自营业务：2010 年市场重心呈整体下降趋势，加之基数较高，公司股票自营收入将大幅减少。

表 11 2010-2012 年兴业证券主要业务份额及费率假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经纪业务 市场份额	1.51%	1.42%	1.55%	1.58%	1.61%
佣金率（股基权）	0.110%	0.099%	0.074%	0.073%	0.073%

投行业务	承销份额					
	股票融资	0.45%	0.80%	1.0%	1.0%	1.0%
	企业债	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	承销费率					
	IPO	1.71%	2.32%	2.00%	3.00%	3.00%
	企业债	0.35%	1.01%	1.00%	1.00%	1.00%
资产管理	受托资产管理					
	市场份额	0%	2%	2%	2%	2%
	费率	9.08%	2.23%	1.50%	1.50%	1.50%
	基金管理					
	市场份额	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
	费率	1.68%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
利息收入	保证金余额增速	-44%	125%	-13%	17%	19%
	保证金利差	1.38%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%
	自有资金余额增速	39%	-35%	139%	3%	3%
	自有资金利息率	2.31%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
证券投资	证券/净资产	30.3%	67.4%	44.5%	44.5%	44.5%
	自营投资收益率	-67%	45%	3%	16%	15%
创新业务	直接股权投/净资产		0%	0%	4%	5.0%
	融资融券余额/净资产		0%	0%	5.0%	10.0%
	股指期货市场份额		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

数据来源：国泰君安证券研究

表 12 2010-2012 年兴业证券费率及税率假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
业务及管理费用率	38.9%	51.5%	52%	52%	52%
营业税率	8.7%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
所得税率	23%	24%	24%	25%	25%

数据来源：国泰君安证券

受制于交易水平、市场指数以及佣金率的下滑，兴业证券 2010 年业绩将面临快速下滑压力，我们预测公司 2010-2012 年净利润将分别达到 6.6 亿元、9.1 亿元以及 10.5 亿元，增速分别达-43%、37%以及 15%，对应每股收益分别为 0.30 元、0.41 元和 0.48 元。

表 13 兴业证券盈利预测表（单位：百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,336	3,085	2,243	2,716	3,193
手续费及佣金净收入	1,655	2,296	1,831	1,933	2,239
其中：代理买卖证券业务净收入	1,132	1,685	1,048	1,153	1,293
证券承销业务净收入	38	62	111	173	190
基金管理费收入	473	521	638	574	675
利息净收入	228	210	260	280	322
投资收益	-544	578	105	318	325
其他业务收入	1	0	47	185	307
二、营业支出	912	1,439	1,231	1,392	1,662
营业税金及附加	116	147	129	156	184
业务及管理费	731	1,292	1,102	1,236	1,478
三、营业利润	424	1,646	1,012	1,324	1,531
五、归属母公司净利润	267	1,155	663	910	1,045
EPS (元)	0.14	0.60	0.30	0.41	0.48

数据来源：国泰君安证券

6.2. 估值：询价区间 7-8 元，合理上市首日定价 8-10 元

我们分别运用 PE 和 PB、以及分部估值法对兴业证券的价值进行讨论。目前 12 家上市券商 2009 年 PE 平均为 20 倍、2010 年对应于 (1700/2400) 预期下平均 PE 29 倍。分规模来看，大券商 2009-2010 年 PE 分别为 18 倍和 25 倍；中小券商则为 23 倍和 34 倍。而从 PB 来看，12 家券商 PB 为 3.3 倍、其中已融过资的 8 家券商平均 PB 为 2.5 倍。

我们在上文中已经做出判断，兴业证券的市场地位应同宏源和长江、国元等相仿，这 3 家 2010 年 PE 平均为 27 倍、PB 为 2.8 倍。按照我们对兴业证券 2010 年 0.30 元的业绩，以及发行之后 3.50 元的净资产，兴业证券二级市场的合理定价应在 8-10 元，对应于 2010 年 PE 27 倍和 PB 2.7 倍左右。而对兴业证券各业务的分部估值法表明，兴业证券上市后二级市场定位在 10 元左右。由以上讨论，我们认为，兴业证券上市后合理定价应在 8-10 元附近。建议询价区间为 7-8 元。

表 14 上市证券公司的估值水平比较

	EPS(09)	EPS(10E)	PE(09)	PE(10E)	PB	总市值 (亿元)
中信证券	0.90	0.63	13	18	1.90	1,145
海通证券	0.55	0.38	17	25	1.82	780
广发证券	1.87	1.29	18	26	4.99	824
华泰证券	0.68	0.54	21	26	2.54	780
招商证券	1.04	0.76	20	28	3.53	759
光大证券	0.83	0.60	19	26	2.45	525
宏源证券	0.79	0.72	22	24	3.91	254
国元证券	0.53	0.41	24	31	1.71	247
长江证券	0.63	0.43	18	26	2.79	245
西南证券	0.53	0.42	25	31	2.88	304
东北证券	1.43	0.61	16	37	4.91	147
国金证券	0.52	0.31	33	55	5.98	171
平均			20.5	29.4	3.3	

数据来源：国泰君安证券研究

表 15 兴业证券的分业务估值方法

	2009	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
每股收益	0.45	0.25	0.27	0.31
PE 倍数	20	20	20	20
每股价值	9.0	5.0	5.5	6.2
自营业务				
每股净资产	1.81	1.37	1.55	1.70
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
每股价值	2.0	1.5	1.7	1.9
承销业务				
每股收益	0.00	0.01	0.02	0.02

PE 倍数	25	25	25	25
每股价值	-0.1	0.4	0.6	0.6
资产管理				
集合理财规模（亿元）	24.4	20.8	22.8	25.3
基金管理规模（亿元）	343.9	284.6	312.8	348.6
Price/Aum	8%	8%	8%	8%
每股价值	1.5	1.1	1.2	1.4
每股现金价值	1.0	1.7	1.7	1.8
创新溢价	0%	2%	10%	15%
合计（元）	13.4	9.8	11.8	13.6

数据来源：国泰君安证券研究

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		