

兴业证券

未评级

建议申购价: RMB7.76~8.62

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

分析师

张黎

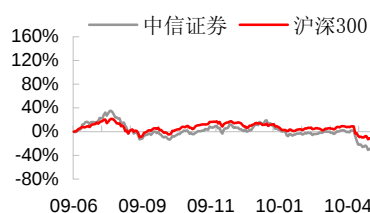
SAC 执业证书编号:S1000210060004
+755-82366995 zhanglisz@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	2200
流通 A 股(百万股)	0.00
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	N/A

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

来自海西的高弹性券商

——兴业证券 IPO 询价报告

- 投资亮点: 业务进取+业绩弹性+海西概念

1) 业务进取

A. 经纪业务: 营业部网点快速扩张使其具有更强的进攻性, 部均效率较高使其面对佣金战时具有更强的防御性。

B. 投资业务: 买方(自营)、卖方(资管)业务均表现优异。2008~2010H1 自营权益类投资持续获得超额收益, 分别为 10.7%、9.9%、9.9%; 公司旗下兴业基金 2008~2010H1 管理资产份额逐年攀升, 2007~2010H1 实现了 60% 的份额增长。

2) 业绩高弹性

我们首创的观察证券公司经营杠杆的指标为“业务及管理费/营业收入”, 该比值越高, 业绩弹性越大。2010H1 末兴业证券经营杠杆在上市证券公司中排名第 3, 即一旦股市转好, 公司业绩将会呈现出较同业更大的增幅。

3) 海西概念

证券和所有金融行业一样, 其景气度与经济高度相关。根据《福建省建设海峡西岸经济区纲要》提出的目标“2020 年地区生产总值接近或达到 4 万亿元”, 对应未来 10 年的名义 GDP 复合增速为 12%, 公司的经纪、投行、资管、直投等业务都将充分受益于海西区域经济的快速增长。

- 建议询价区间: 7.76~8.62 元/股

参考目前上市证券公司估值水平, 对应牛、熊周期下综合收益的平均 PE 为 20.41 倍, 根据我们预测, 公司 2009、2010 年平均归属母公司综合收益为 9.29 亿元, 以此来推算兴业证券二级市场的合理价格为 8.62 元/股 ($=9.29 \text{ 亿元} \times 20.41 / 22 \text{ 亿股}$), 考虑预留一级市场 10% 以内的收益空间, 建议询价区间为 7.76~8.62 元/股。

- 风险提示: 业绩弹性是双刃剑; 佣金率持续大幅下滑风险。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3085	2296	2399	2362
(+/-%)	131	-26	4	-2
归属母公司综合收益(百万元)	1218	639	670	572
(+/-%)	565	-48	5	-15
EPS-综合收益(元)	0.63	0.29	0.30	0.26

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

1 投资亮点：业务进取+业绩弹性+海西概念	3
1.1 业务进取	3
1.1.1 经纪：进可攻，退可守	3
1.1.2 投资：买、卖方业务均表现突出	4
1.2 业绩高弹性	5
1.3 海西概念	5
2 询价区间：建议 7.76~8.62 元/股	6
3 公司概况	7
3.1 公司简介	7
3.2 发行简介	7
3.3 股东结构	7
3.4 业务介绍	8
4 风险提示	10
业绩弹性是双刃剑	10
佣金率持续大幅下滑风险	10
图表 1 兴业证券营业部数量及占比	3
图表 2 兴业证券经纪业务市场份额	3
图表 3 上市证券公司营业部均成交金额	4
图表 4 上市证券公司经纪业务佣金率底限测算	4
图表 5 兴业证券自营权益类投资的业绩表现	4
图表 6 兴业基金管理资产规模及其市场份额	5
图表 7 上市证券公司 2010H1 末经营杠杆比较	5
图表 8 证券市场成交金额与 GDP 关系	6
图表 9 兴业证券营业收入结构	8
图表 10 兴业证券营业利润结构	8
图表 11 兴业证券经纪业务市场份额	9
图表 12 兴业证券经纪业务佣金率	9
图表 13 兴业证券承销金额及数量	9
表格 1 上市证券公司估值水平	6
表格 2 兴业证券前十大股东及其他股东持股情况	8

1 投资亮点：业务进取+业绩弹性+海西概念

通过对兴业证券的详细研究，我们认为公司的主要的投资亮点在于：

1) 业务进取

- A. 经纪业务：营业部网点快速扩张使其具有更强的进攻性，部均效率较高使其面对佣金战时具有更强的防御性。
- B. 投资业务：买方（自营）、卖方（资管）业务均表现优异。2008~2010H1 自营权益类投资持续获得超额收益，分别为 10.7%、9.9%、9.9%；公司旗下兴业基金 2008~2010H1 管理资产份额逐年攀升，2007~2010H1 实现了 60% 的份额增长。

2) 业绩高弹性

我们首创的观察证券公司经营杠杆的指标为“业务及管理费/营业收入”，该比值越高，业绩弹性越大。2010H1 末兴业证券经营杠杆在上市证券公司中排名第 3，一旦股市转好，公司业绩将会呈现出较同业更高的增幅。

3) 海西概念

证券和所有金融行业一样，其景气度与经济高度相关。根据《福建省建设海峡西岸经济区纲要》提出的目标“2020 年地区生产总值接近或达到 4 万亿元”，对应未来 10 年的名义 GDP 复合增速为 12%，公司的经纪、投行、资管、直投等业务都将充分受益于海西区域经济的快速增长。

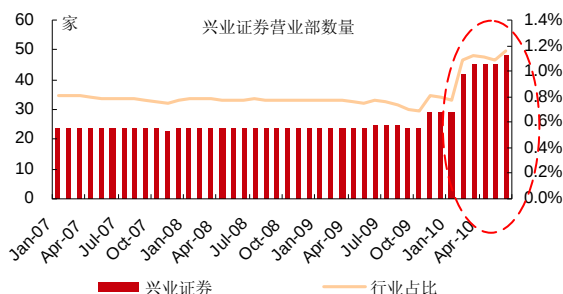
1.1 业务进取

1.1.1 经纪：进可攻，退可守

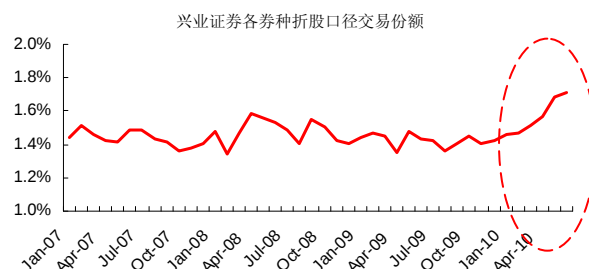
1) 营业部网点快速扩张使其具有更强的进攻性

09 年下半年至今，公司通过服务部升级和营业部新设迅速扩张营业网点，截止 10 年 6 月底，可产生交易的营业部已达到 48 家，同比增长了 23 家，扩张速度大幅超越同业，由此也推动了公司经纪业务市场份额在今年以来的快速增长。

图表 1 兴业证券营业部数量及占比



图表 2 兴业证券经纪业务市场份额



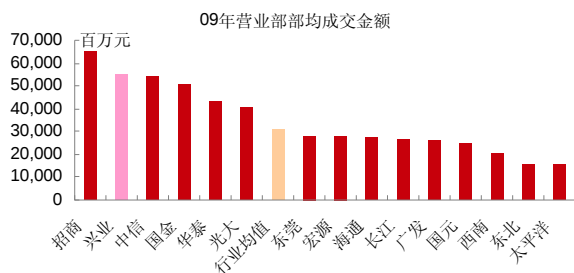
资料来源：Wind, 华泰联合证券

资料来源：Wind, 华泰联合证券

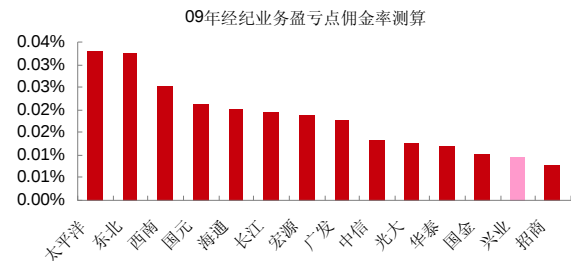
2) 部均效率较高使其面对佣金战时具有更强的防御性

由于营业部存在房租、水电、人力等刚性成本，因此经纪业务佣金率就存在成本线的问题。对于营业部部均成交金额越高的证券公司，其可接受的佣金率底线也就越低。在所有上市证券公司中，兴业证券的营业部部均成交金额排在第二高的位置，仅次于招商证券，较行业均值高出了 79%，即假设全行业各家营业部成本相同的情况下，公司可以接受的佣金率底线可低至行业底限的 56% ($=1/(1+79\%)$)。在证券行业经纪业务佣金战已成趋势的大背景下，公司较高的部均成交金额保证了经纪业务具有更强的防御性。

图表 3 上市证券公司营业部部均成交金额



图表 4 上市证券公司经纪业务佣金率底线测算



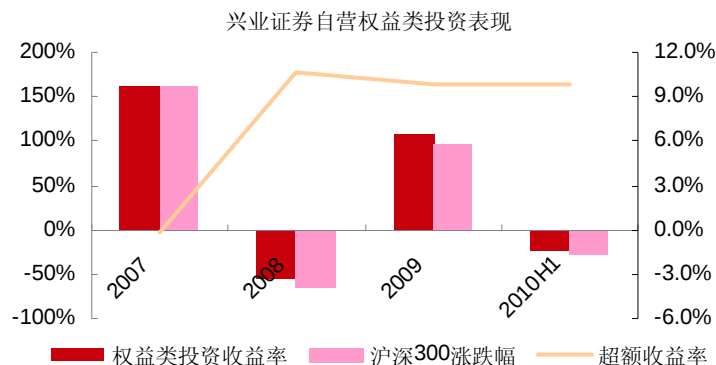
资料来源: Wind, 华泰联合证券

资料来源: Wind, 公司数据, 华泰联合证券

1.1.2 投资: 买、卖方业务均表现突出

公司在投资的买方业务(自营)方面,在股市牛、熊周期中均有不错表现,2008~2010H1 公司自营的权益类投资表现均超于股指,相对沪深 300 指数的超额收益率分别为 10.7%、9.9%、9.9%。

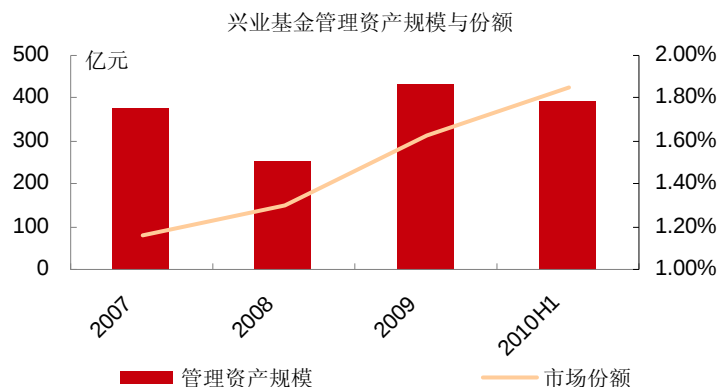
图表 5 兴业证券自营权益类投资的业绩表现



资料来源: 招股意向书, 华泰联合证券

公司在投资的卖方业务上同样表现不俗,公司持有兴业基金 51%的股权。兴业基金 2008~2010H1 管理资产规模在基金行业中的市场份额迅速攀升。从 2008 年的 1.16% 上升至 2010H1 的 1.85%, 两年半时间便实现了 60% 的增长。

图表 6 兴业基金管理资产规模及其市场份额

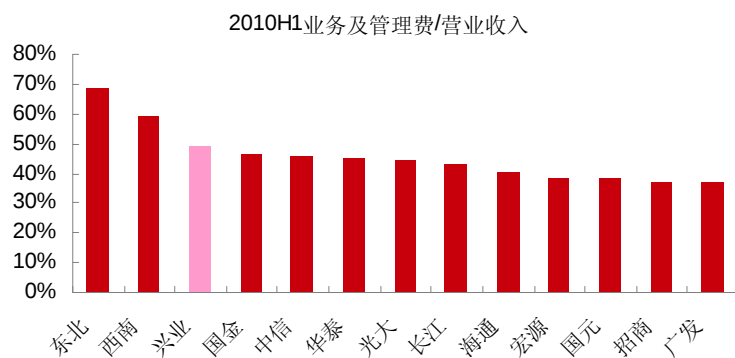


资料来源: Wind, 华泰联合证券

1.2 业绩高弹性

我们在此前报告中已多次提及使用经营杠杆指标“业务及管理费/营业收入”对证券行业进行择股,简单而实用。经营杠杆越大,当股市转暖,其业绩增幅也越大。我们使用该指标筛选出 08 年末经营杠杆最大的前 4 家上市证券公司,与 09 年牛市中业绩增幅最大的前 4 家公司完全一致,连排序都分毫不差。截止 2010H1 末,兴业证券的经营杠杆在所有上市证券公司中排名第 3,仅次于东北证券、西南证券。一旦股市转好,公司业绩将会呈现出较同业更大的增幅。

图表 7 上市证券公司 2010H1 末经营杠杆比较

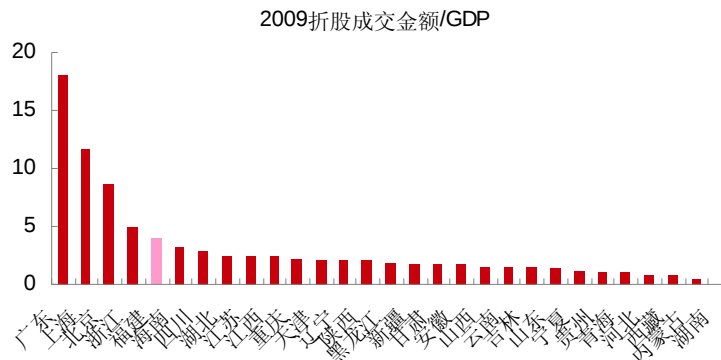


资料来源: 公司数据, 华泰联合证券

1.3 海西概念

证券和所有金融行业一样,其景气度与经济实力密切相关。以证券市场的成交金额为例, GDP 越高的省份,其成交金额/GDP 的比值越高,即证券市场景气度呈现出较 GDP 更高的成长速度。

图表 8 证券市场成交金额与 GDP 关系



资料来源: Wind, 华泰联合证券

截止 2010H1 末, 兴业证券在全国的 50 家营业部中福建省就占了 28 家, 占比 56%。根据《福建省建设海峡西岸经济区纲要》提出的目标“2020 年地区生产总值接近或达到 4 万亿元”, 对应未来 10 年的名义 GDP 复合增速为 12%, 公司的经纪、投行、资管、直投等业务都将充分受益于海西区域经济的快速增长。

另外, 根据 2009 年的《海峡两岸金融合作协议》, 两岸金融领域的银行业、证券及期货也、保险业可能率先在海西经济区开展试点。兴业证券是海西经济区唯一一家综合类证券公司, 将优先从海西经济区试点业务中受益。

2 询价区间: 建议 7.76~8.62 元/股

证券行业属于典型的周期性行业, 难以确定未来稳定现金流, 因此我们建议使用牛、熊周期下的平均业绩对应的 PE 来进行估值, 其中业绩数据使用归属母公司综合收益替代净利润。参考目前上市证券公司估值水平, 对应牛熊周期下的平均 PE 为 20.41 倍, 根据我们预测, 兴业证券 2009、2010 年平均归属母公司综合收益为 9.29 亿元, 以此来推算兴业证券二级市场的合理价格为 8.62 元/股 ($=9.29 \text{ 亿元} \times 20.41 / 22 \text{ 亿股}$), 考虑预留一级市场 10% 以内的收益空间, 建议询价区间为 7.76~8.62 元/股。

表格 1 上市证券公司估值水平

	P/E(综合收益口径)		
	09	10E	平均
中信	11.50	26.04	15.95
广发	17.96	24.21	20.62
海通	12.72	26.38	17.16
招商	19.34	28.71	23.11
光大	17.92	35.38	23.79
长江	20.54	23.54	21.94
国元	22.33	26.82	24.37
西南	22.00	401.04	41.70
宏源	14.43	29.36	19.35
东北	18.84	44.19	26.41

国金	33.46	24.19	28.08
行业	15.89	28.52	20.41

资料来源：公司数据，华泰联合证券

3 公司概况

3.1 公司简介

兴业证券是证监会核准的全国创新类证券公司和 A 类 A 级证券公司，公司前身可追溯至 1991 年设立的兴业银行证券业务部，1994 年在证券业务部的基础上改组设立福建兴业证券公司，1999 年根据国家关于金融业分业经营和分业管理的政策要求，公司改制增资并与兴业银行脱钩，更名为兴业证券股份有限公司。

截止 2010H1 末，兴业证券总资产 248.35 亿元，归属母公司所有者权益 53.49 亿元，2010H1 营业收入 11.10 亿元，归属于母公司综合收益为 2.88 亿元。

兴业证券的控股子公司包括：兴业基金（51%）、兴业期货（92%）、兴证物业（100%）、兴业资本（100%）；参股公司包括：南方基金（10%）。

3.2 发行简介

公司发行前股本 19.37 亿股，本次发行不超过 2.63 亿股（占本次发行后公司总股本的比例不超过 11.96%），发行后合计不超过 22 亿股。本次募集资金主要用途包括：

- 1)通过新设和收购方式，增加证券营业网点，提高经纪业务机构覆盖面和市场占有率水平；
- 2)扩大投资银行业务规模，增强承销实力，推动投资银行业务的跨越式发展；
- 3)经中国证监会批准的前提下，开展直接投资业务；
- 4)经中国证监会批准的前提下，开展融资融券业务及其他创新业务；
- 5)根据市场条件，调整证券自营规模及适当扩大客户资产管理业务；
- 6)加强研发中心基础数据库和金融工程平台建设，并扩大研究队伍，提高整体研究实力；
- 7)增资兴业期货，提高其净资本规模，加快业务发展；
- 8)加强公司信息系统建设，提升后台服务能力。

3.3 股东结构

福建省财政厅持有兴业证券 53,287 万股，占本次发行前、后公司总股本的比例分别为 27.5%、24.2%，是公司的控股股东和实际控制人。

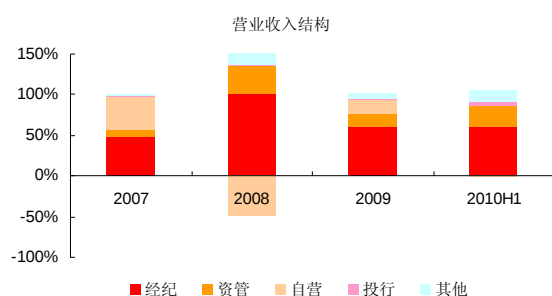
表格 2 兴业证券前十大股东及其他股东持股情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
福建省财政厅	53,287	27.5	53,287	24.2
福建投资企业集团公司	16,770	8.7	16,770	7.6
上海申新 (集团) 有限公司	10,140	5.2	10,140	4.6
海鑫钢铁集团有限公司	8,932	4.6	8,932	4.1
厦门市筭筭新市区开发建设有限公司	7,800	4.0	7,800	3.5
上海兴业投资发展有限公司	7,800	4.0	7,800	3.5
上海交大昂立股份有限公司	6,760	3.5	6,760	3.1
成功控股集团有限公司	6,760	3.5	6,760	3.1
华域汽车系统股份有限公司	6,240	3.2	6,240	2.8
上海市糖业烟酒 (集团) 有限公司	5,564	2.9	5,564	2.5
其他原始股东	63,647	32.9	63,647	28.9
本次 IPO 股份	-	-	26,300	12.0
合计	193,700	100.0	220,000	100.0

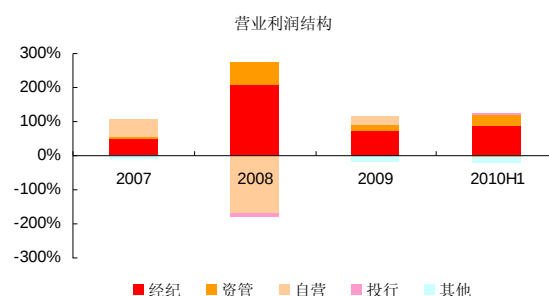
资料来源：招股意向书，华泰联合证券

3.4 业务介绍

兴业证券的收入和利润主要来源于经纪、资管（含基金）、自营业务，投行及其他业务占比相对较低。

图表 9 兴业证券营业收入结构


资料来源：公司数据，华泰联合证券

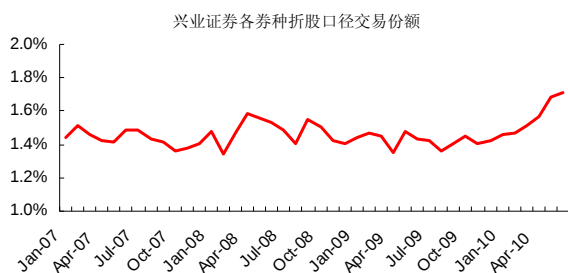
图表 10 兴业证券营业利润结构


资料来源：公司数据，华泰联合证券

1) 经纪业务

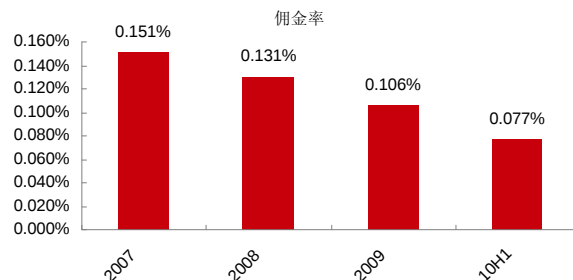
公司最主要的收入来源为经纪业务，2007~2010H1 经纪业务占其公司营业收入的比例分别为 49%、101%、60%、60%，占公司营业利润的比例分别为 47%、207%、72%、85%。公司份额在 2010H1 实现了快速增长，主要归于网点扩张和佣金率下调。

图表 11 兴业证券经纪业务市场份额



资料来源: Wind, 华泰联合证券

图表 12 兴业证券经纪业务佣金率

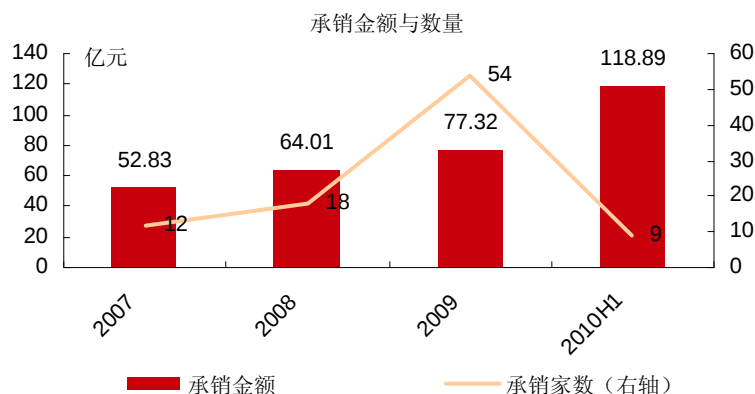


资料来源: 公司数据, 华泰联合证券

2) 投行业务

兴业证券的主要目标客户群体为中小企业, 近三年曾两度被深交所评为“中小企业板优秀保荐机构”, 承销金额和数量稳步增加。

图表 13 兴业证券承销金额及数量



资料来源: 招股意向书, 华泰联合证券

公司在中小企业客户群中有一定业务优势, 在大型项目越来越少的投行市场中未来业前景广阔。此外, 公司在海西经济区中的地缘优势和政策优势, 也会给公司的投行带来许多潜在项目。

3) 资管业务

资产管理业务的最大特点是收入波动性小。公司持有兴业基金 51% 的股权, 后者管理资产规模份额从 2008 年的 1.16% 上升至 2010H1 的 1.85%, 两年半时间便实现了 60% 的增长。2007~2010H1 为兴业证券创造的营业利润占比分别达到 7.6%、63.8%、18.7%、34.2%。

兴业证券自有资管业务对利润贡献相对较小, 2007~2010H1 贡献的营业利润占比仅为 0%、1.0%、-0.5%、2.4%。但考虑到公司较强的投资管理能力, 未来资管业务的业绩贡献有望获得进一步提升。

4) 自营业务

公司近年来自营业务表现出色，2008~2010H1 权益类投资获取的超额收益率分别为 10.7%、9.9%、9.9%。随着公司募投资金的到位，预计未来公司自营业务还会持续贡献不错的收益。

4 风险提示

业绩弹性是双刃剑

前文已提到兴业证券经营杠杆较大，因此业绩呈现出高弹性特征。而弹性既可以向上，同样也可以向下，一旦股市走弱，那么公司业绩也将较同业下降幅度更大。

佣金率持续大幅下滑风险

公司 2010H1 佣金率已较 2009 年大幅下滑了 27%，远远超过了同业降幅，我们暂且可以将部分原因归为公司为了 IPO 而冲刺份额所致，但不排除公司未来继续采取该策略抢占市场份额。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com