

兴业证券：定价报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

经纪业务发展求变，“海西”成或有亮点

——定价报告
2010.9.16

重要日期：

询价时间：2010.9.15-2010.9.17
网下申购及缴款日：2010.9.21、2010.9.27
网上申购及缴款日：2010.9.27
定价公告刊登日期：2010.9.29

投资要点：

◇经纪：部均盈利能力突出

目前公司有50家营业部，部均盈利能力排名位居前20行列。拥有投资顾问人员数量达1600余人，平均每家营业部为32人左右。预计该业务全年收入为12亿元左右，同比下降28.7%。

◇基金：贡献比率呈递增态势

公司以51%的比例控股兴业基金，以10%的比例参股南方基金。综合近三年的情况来看，兴业基金净利润复合增长率为13.72%；预计今年净利润有望达2.81亿元，对证券公司的贡献按照权益计算可能为1.43亿元。

◇投行：“海西概念”或有超常贡献

该项业务收入近三年来的复合增长率为6.72%；加之“海西概念”的刺激，预计其未来2年的复合增长率有望保持在15%左右，2010年全年收益有望达6409.89万元。

◇自营：投资风格总体保持谨慎

截止到2010年中期，公司自营业务2007年以来的复合增长率为-128.93%。如果今年全年按照债券投资80%左右、权益类投资占比20%左右的情况配置；预计公司全年的投资收益可能为-13521.97万元，总投资收益率为-5.91%。

◇资管：业务发展中规中矩

公司受托管理客户资金约40亿元左右；如果按照1.00%的综合佣金率计算，全年该项业务收入保守估计为4000万元左右。

◇其它：起步伊始，贡献有限

目前直投公司注册资本1亿元，处于运作伊始；兴业期货日均成交量尚未进入前20行列。

投资策略：

考虑本次足额发行，即发行后总股本22亿股；预计公司2010年的基本每股收益为0.36±X元。参照部分上市券商及行业整体未来两年的动态市盈率，我们给予其理论价格估值10.58±X元。

证券业

评级：

目标价格：10.58元左右

上次预测：

当前价格：

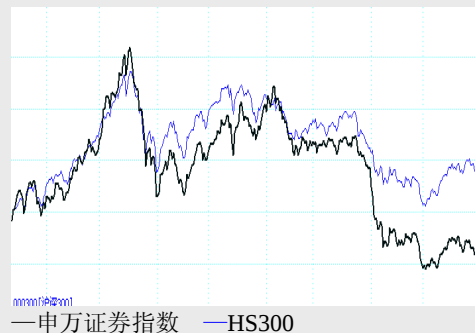
基础数据

总市值（亿元）
总股本/流通A股（亿股） 22/2.63
流通市值（亿元）
每股净资产（元）
净资产收益率（%）

交易数据

上市以来股价区间（元）
12个月滚动市盈率（倍）
PEG（倍）
市净率（倍）

行业52周走势图

孙亚超
张欣

执业编号：S0820109060528

电话
邮箱021-32229888*3506
sunchaoe@ajzq.com

相关报告

证券业下半年策略

2010-06-04

目录

1. 经纪业务:	1
1.1 部均盈利能力突出	1
1.2 领先市场打造 FC 队伍	2
1.3 该项业务全年预测	2
2. 基金业务	2
2.1 业绩整体贡献呈渐增趋势	2
2.2 该项业务全年预测	3
3. 投行业务	4
3.1 “海西概念”或有超常贡献	4
3.2 该项业务全年预测	4
4. 自营业务	5
4.1 投资风格总体趋于谨慎	5
4.2 该项业务全年预测	5
5. 资管业务	6
5.1 业务发展中规中矩	6
5.2 该项业务全年预测	6
6. 其它业务	6
6.1 期货业务年内贡献有限	6
6.2 直投业务刚刚起步	7
7. 投资策略	7

表格

表 1: 营业部数量及股票交易市场份额	1
表 2: 兴业基金近三年的经营数据	3
表 3: 基金公司中期收益对比	3
表 4: 基金公司设立情况	3
表 5: 承销业务及收益情况行业对比	4
表 6: 自营业务经营情况	5
表 7: 受托客户资产管理业务营收情况	6
表 8: 全年营收预测	7
表 9: 部分上市券商及行业估值情况	7

图形

图 1: 股票交易量份额月度变化趋势	2
--------------------	---

主要业务预测：

- (1)经纪业务运营如果全年按照0.0710%的佣金率计算，全年有望实现代理买卖证券业务收入120186.19万元，较09年下降28.7%。
- (2)兴业基金近三年的净利润复合增长率为13.72%；结合兴业基金的产品分布特征，我们预计其全年净利润有望达2.81亿元；对证券公司的贡献按照权益计算可能为1.43亿元。
- (3)投行业务收入，我们预计，2010年全年有望达6409.89万元。
- (4)自营业务，如果今年全年按照债券投资80%左右、权益类投资占比20%左右的情况配置；我们预计，全年的投资收益可能为-13521.97万元；总投资收益率为-5.91%。
- (5)公司受托管理客户资金约40亿元左右；如果按照1.00%的综合佣金率计算，全年该项业务收入保守估计为4000万元左右。

1. 经纪业务

近两年来，券商经纪业务发展呈现“双降”态势：一是整体经纪业务收入占比呈下降趋势；08年经纪业务收入整体占比为70.5%，09年为69.23%，10年上半年为66.0%。二是前十大券商的市场份额占比呈下降趋势；08年前十大券商经纪业务市场份额占比为44.89%，09年为42.26%。

与此相对，兴业证券的经纪业务市场份额则基本保持了稳中有升的发展态势。这也许缘于其较为超前的市场意识；其中，FC团队的建设可谓亮点之一。当前，券商佣金战渐趋白热化，监管层亦基本明确咨询项目可予收费的指导方向；在此情境下，提高营业部员工素质，确立具备专业化水平的“咨询+营销”新模式，有望从一定程度上抵补佣金率的下跌；而FC团队的建立，似乎刚好可以迎合这一需求。

1.1 部均盈利能力突出

目前，公司有50家营业部，营业网点数量中等偏下；其中，近三成分布于福建地区。具备一定的地区优势。单从营业部数量上看，公司并不具备优势，尤其与前十大券商相比，差距十分明显。不过，公司的部均单产能力排名靠前，成长性值得期待。

表 1：营业部数量及股票交易市场份额

会员名称	营业部数量	09 年部均盈利		会员名称	市场份额(%)	排名
		万元	排名			
银河证券	206	3626	30	银河证券	5.045	1
广发证券	187	3403	37	国泰君安	4.601	2
国泰君安	179	3932	24	国信证券	4.567	3
海通证券	179	3448	36	广发证券	4.242	4
申银万国	144	3990	22	海通证券	4.073	5
齐鲁证券	135	3467	34	申银万国	3.828	6
华泰证券	127	3993	21	招商证券	3.818	7
中信建投	119	3917	25	华泰证券	3.706	8
安信证券	109	3458	35	中信建投	3.372	9
光大证券	102	3599	32	光大证券	3.064	10
兴业证券	41	4104	17	兴业证券	1.618	19

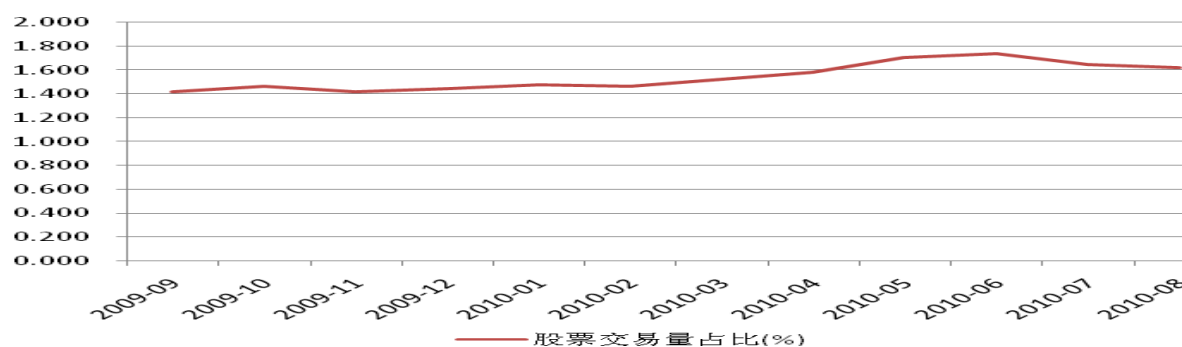
数据来源：上交所、证券业协会，爱建证券研究发展总部

说明：数据截至2010年8月；华泰证券09年部均盈利包括华泰联合，其余项目除外。

1.2 领先市场打造 FC 队伍

早在2002年，公司已开始先于市场打造自己的投资顾问团队。目前，公司更将这一制度推向深入，奉行投资顾问全员制；极大的提高了营业部的咨询及产品销售能力。据统计，如今公司的投资顾问人员数量已经达到了1600余人，平均每家营业部为32人左右。

图 1：股票交易份额月度变化趋势



资料来源：wind 资讯，爱建证券研究发展总部

1.3 该项业务全年预测

2010年上半年，公司股票、权证等的平均交易佣金率为0.0713%；未来进一步下滑的空间不是很大。如果全年按照0.0710%的佣金率计算，全年有望实现代理买卖证券业务收入120186.19万元，较09年下降28.7%。

2. 基金业务

2.1 业绩整体贡献呈渐增趋势

基金行业发展近年有不断加快趋势，而且行业竞争渐趋显性化。目前，公司以51%的比例控股兴业基金，以10%的比例参股南方基金。综合近三年的情况来看，该项业务对公司的业绩贡献呈逐年递增趋势。

公募基金方面：目前兴业基金管理3只混合基金、1只货币基金、3只股票基金和1只债券基金。

非公募基金方面：截至2010年6月份，公司的专户理财业务已全面开展。有6单“一对一”专户理财业务和5单“一对多”专户理财业务投入运作。

表 2：兴业基金近三年的经营数据

项目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
净利润（亿元）	1.37	2.47	2.21	1.91
营业收入（亿元）	3.37	6.15	5.30	4.46
净资产（亿元）	5.24	5.70	4.42	3.25
对兴业证券的净利润贡献	17.29%	9.86%	31.14%	4.63%

资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究发展总部

表 3：基金公司中期收益对比

基金管理人	管理基金只数	管理基金份额(亿份)	管理基金资产(亿元)	管理费用合计	
				亿元	排名
华夏基金	25	1,891.69	2,164.73	14.60	1
易方达基金	22	1,328.62	1,351.29	8.03	2
嘉实基金	19	1,447.59	1,296.51	7.99	3
南方基金	22	1,159.13	1,012.91	7.35	4
博时基金	18	1,361.97	1,070.55	6.76	5
广发基金	13	950.57	854.78	6.61	6
大成基金	17	1,009.23	747.90	5.69	7
华安基金	15	771.83	657.57	4.74	8
银华基金	13	563.75	602.84	4.68	9
上投摩根	11	560.13	502.69	4.06	10
兴业全球	8	345.08	392.73	2.98	20

资料来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

表 4：基金公司设立情况

时间	成立家数	公司名录
2010 年	10 余家	纽银基金、富安达、平安大华、浙商基金、财通基金、长安基金等（部分待审批）
2008 年	2	农银汇理、民生加银
2007 年	1	浦银安盛
2006 年	5	诺德基金、中邮创业、中欧基金、信达澳银、金元比联
2005 年	8	交银施罗德、工银瑞信、汇添富基金、建信基金、汇丰晋信、益民基金、信诚基金、华商基金
2004 年	12	申万巴黎、光大保德信、中海基金、中银基金、华富基金、上投摩根、东吴基金、东方基金、新华基金、天弘基金、华泰柏瑞、国海富兰克林
2003 年	11	国联安基金、广发基金、兴业全球、华宝兴业、海富通基金、大摩华鑫、景顺长城、长信基金、泰信基金、天治基金、诺安基金
2002 年	6	招商基金、银河基金、万家基金、泰达宏利、国投瑞银、金鹰基金
2001 年	5	易方达基金、银华基金、融通基金、宝盈基金、长城基金
1999 年	5	嘉实基金、大成基金、富国基金、鹏华基金、长盛基金
1998 年	5	博时基金、华夏基金、南方基金、国泰基金、华安基金

资料来源：爱建证券研究发展总部

2.2 该项业务全年预测

基于近三年的财务数据，我们得到，兴业基金的净利润复合增长率为13.72%；结合兴业基金的产品分

布特征，我们预计其全年净利润有望达2.81亿元。

3. 投行业务

上半年，境内市场完成融资 3997.89 亿元，与 09 年上半年实现的 878.49 亿元融资额相比，有了大幅增加，幅度达到了 3.55 倍。上半年，106 家公司共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 115.95 亿元，这一数据是 09 年底全年数据的 76.5%。

我们预计，受国家经济结构调整，及支持中小企业发展、振兴中西部地区发展等相关规划政策的影响，全年境内市场有望完成融资额 6500 亿元左右。同时也应看到，优秀中小项目间的争夺将会十分激烈；这其中，具备地区优势的券商有望近水楼台。

3.1 “海西概念”或有超常贡献

在业务发展的整体环境下，公司的发展亮点在于“海西概念”优势。《海峡两岸金融合作协议》的签署并实施，无疑将推动两岸金融领域的银行业、证券及期货业、保险业的相关合作。公司是处于海西经济区的唯一综合类券商，借助海峡两岸的经济、金融交流，获得新业务的契机值得期待。

表 5：承销业务及收益情况行业对比

	2010 年中期	2009	2008	2007
承销家数合计	9	54	18	12
承销金额合计（万元）	1188930.40	773204.00	640148.86	528362.20
承销收入合计（万元）	5211.11	5573.82	3031.76	4894.30
平均承销费率（%）	0.44	0.72	0.47	0.93
承销收入排名	30	37	34	26

资料来源：招股意向书、wind资讯，爱建证券研究发展总部

说明：“承销收入排名”数据根据wind资讯得出

3.2 该项业务全年预测

- (1)基于历史数据，得到公司该项业务收入近三年来的复合增长率为6.72%；
- (2)鉴于公司近年来投行队伍渐趋稳定，加之“海西概念”的刺激，其未来2年的复合增长率有望保持在15%左右。

据此我们预计，2010年该项业务的全年收益有望达6409.89万元。

4. 自营业务

公司自营业务整体发展状况，表现出与二级市场的较强相关性。从收益率上看，公司的投资风格较为谨慎；这直接表现为：在二级市场处于牛市周期时，收益率小于HS300指数同期表现；在二级市场处于熊市周期时，收益率大于HS300指数同期表现。

4.1 投资风格总体趋于谨慎

2007年以来，公司投资债券的比重整体呈现上升态势。尤其在2009年，债券投资占比达到了75.77%的高点。此外公司高管亦指出，公司未来的投资方向仍将继续保持低风险策略。由此我们认为，公司未来两年内的平均债券投资比重可能维持在60%左右。

表 6：自营业务经营情况

	2010年中期	2009年	2008年	2007年
投资规模（万元）	155383	179838	186917	110999
投资收益（万元）	-5962	53235	-71352	176038
收益率（%）	-3.84	29.60	-38.17	158.60
同期HS300指数（%）	-28.32	96.71	-65.95	161.55
其中股票、基金类				
投资规模（万元）	68329	43575	138832	109062
收益率（%）	-23.63	106.58	-55.28	161.32
其中债券类				
投资规模（万元）	87054	136263	48085	1937
收益率（%）	11.70	4.99	11.22	4.92

资料来源：招股意向书，爱建证券研究发展总部

4.2 该项业务全年预测

截止到2010年中期，公司自营业务2007年以来的复合增长率为-128.93%。如果今年全年按照债券投资80%左右、权益类投资占比20%左右的情况配置；考虑到公司债券投资收益率的复合增长率为33.48%，权益类投资收益率的复合增长率为-152.71%；我们预计，公司全年的投资收益可能为-13521.97万元；总投资收益率为-5.91%。

5. 资管业务

5.1 业务发展中规中矩

经过几年的发展，公司基本确立了以收取资产管理费和业绩报酬为核心的业务模式。该项业务的发展，并未体现出有别于其它券商的差异化特征。目前，公司拥有卓越1号、卓越2号及金麒麟3号等集合理财产品；其中，卓越1号募集资金18.78亿元，卓越2号募集资金15.00亿元，金麒麟3号募集资金22.35亿元。此外，公司第一单定向理财产品亦于2008年11月正式实现运作。业务条线比较完备。

表 7：受托客户资产管理业务营收情况

	2010年中期	2009年	2008年	2007年
期末受托管理资金（万元）	191239	243744	15654	12093
受托资金总体损益（万元）	-11552	6378	-1939	9326
平均受托资产管理收益率（%）	-6.04	22.14	-28.05	177.00
受托资产管理业务净收入（万元）	1873.32	2888.74	1259.42	1087.74
综合佣金费率（%）	0.98	1.19	8.05	8.99

资料来源：招股意向书，爱建证券研究发展总部

5.2 该项业务全年预测

据公司高管介绍，截止到公司上市发行路演推介日，公司受托管理客户资金约40亿元左右。如果按照1.00%的综合佣金率计算，全年该项业务收入保守估计在4000万元左右。

6. 其它业务

6.1 期货业务年内贡献有限

公司以96.90%的比例控股兴业期货公司。兴业期货公司于2010年5月完成注册资本变更，现注册资本变为3亿元，拥有5家营业部。当前，兴业证券公司总部、兴业期货公司具备期货中间介绍业务资格，另有11家证券营业部均已完成当地证监局的报备工作，可以开展中间介绍业务。

不过，从期货公司的日均成交量来看，兴业期货尚未进入前20行列。因此，该项业务收入的年内贡献相对有限。

6.2 直投业务刚刚起步

公司已设立直属直投公司，注册资本为1亿元。目前，有部分项目处于酝酿期，尚未到收获之时。

7. 投资策略

考虑本次足额发行，即发行后总股本22亿股；我们预计公司2010年的基本每股收益为 $0.36 \pm X$ 元。参照部分上市券商及行业整体未来两年的动态市盈率，我们给予其理论价格估值 $10.58 \pm X$ 元。

表 8：全年营收预测

主要收入项目（亿元）					
经纪业务收入	基金业务收入	投行业务收入	自营业务收入	资管业务收入	利息收入
12.02	1.43	0.64	-1.35	0.40	2.25
支出项目合计（亿元）					
营业支出	所得税				
9.23	2.53				
净利润（亿元）	每股收益（元）				
8.03	0.3648				

资料来源：爱建证券研究发展总部

表 9：部分上市券商及行业估值情况

	总市值（亿元）	流通市值（亿元）	2010EPS	2010PE（动态）	PB
中信证券	1150.72	1140.30	0.58	18.35	1.91
招商证券	745.78	74.58	0.80	23.18	3.13
光大证券	520.56	166.46	0.50	28.71	2.42
长江证券	243.61	124.17	0.52	19.70	2.78
国元证券	242.57	96.96	0.48	24.32	1.67
宏源证券	250.60	250.59	1.00	14.70	3.82
西南证券	307.27	50.19	0.20	61.76	6.66
国金证券	150.94	64.38	0.58	21.18	5.27
行业均值	480.41	210.08	0.61	29.06	3.94

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：(1)股价选取基准日为 2010 年 9 月 1 日

(2)动态市盈率计算参照中期增长率持续 2 年

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。