

2010年09月16日

公司研究

新股研究

建议询价区间：7.3—8.5 元

## 具有一定区位优势 and 弹性的中型券商

——兴业证券(601377)新股研究

### 核心观点

#### 申购建议：

由于公司在规模和盈利能力上与长江、宏源、国元三家中型券商比较接近，我们认为公司的估值可以更多参照这三家券商。公司上市后合理价位为 8.25 元-9.9 元，考虑到限售期和当前市场状况，在此基础上折 15% 左右，建议询价区间为 7.3 元-8.5 元，相当于 2010 年 22.4-25.8 倍 PE。

#### 主要依据：

公司的规模在同业中居中等偏上水平。截至2009年12月31日，公司的总资产规模、所有者权益及净资产分别为253.89亿元、50.61亿和37.86亿元，在同业中分别排名22位、23位和23位。

公司的证券营业网点基本形成了以福建为基地，立足于沿海经济发达省市，面向全国发展的业务布局。目前包括福建省在内，公司已在北京、上海、深圳等城市设立了50个证券营业网点，基本覆盖了东部沿海和中西部的的主要经济发达地区。福建地区经纪业务贡献占比超过60%。近三年，公司的经纪业务市场份额都稳居行业前20位，股基权平均市场份额为1.49%，在上市券商中其经纪业务规模与长江证券大致相当。近几年，公司的综合佣金费率持续下滑，平均佣金费率较行业低20%左右。

公司自营投资稳健，07、08、09、10年的总投资收益率分别为159%、-38%、29.6%和-3.84%，居行业中。公司在投行业务上采取差异化和目标集聚策略，以优质中小企业为目标客户群，但公司投行业务的优势和特色不明显，整体的竞争力还有待增强。资管业务方面，截止2010年6月末，公司受托管理的资产规模为19.12亿，此外公司还通过控股和参股基金管理公司分享资产管理行业发展的蛋糕。2010年6月末，公司持股51%的兴业基金管理的8只公募基金产品资产净值为392.7 亿元，在60 家基金公司中位列第21 名。此外，公司还持有南方基金10%的股权。

公司所在的证券行业在收入来源上主要依赖经纪、投行、证券自营等传统业务。经纪、自营业务与二级市场的波动高度相关，二级市场行情的走势又直接影响市场的融资能力进而决定证券公司的承销收入，因此公司业绩容易随着二级市场行情的波动而波动，具有明显的周期性。由于公司业绩对经纪和自营的依存度很高，所以公司业绩弹性较大。

预计公司 2010 年、2011 年净利润分别增长-38%和 22%，全面摊薄 EPS 分别为 0.33 和 0.4 元，给予公司 2010 年 25-30 倍的动态估值较为合理，上市后合理股价为 8.25-9.9 元。

### 基础数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 总股本(万股)  | 193700.00 |
| 流通A股(万股) | 0.00      |
| 总市值(亿元)  | 0.00      |
| 总资产(亿元)  | 253.90    |
| 每股净资产(元) | 2.76      |

建议询价区间(元)

### 财务数据与估值

|            | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入(百万) | 1336.39 | 3084.96 | 2261.42 | 2491.44 |
| 同比增速(%)    | -72.04% | 130.84% | -26.70% | 10.17%  |
| 净利润(百万)    | 266.60  | 1155.35 | 718.56  | 876.66  |
| 同比增速(%)    | -86.92% | 333.36% | -37.81% | 22.00%  |
| EPS(元)     | 0.14    | 0.6     | 0.33    | 0.4     |

#### 研究员：邓婷

电话：010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号：S0940209080157

#### 联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1、本次发行一般情况

表 1:: 本次发行基本情况

|                      |              |
|----------------------|--------------|
| 公司名称                 | 兴业证券         |
| 公司简称                 | 兴业证券         |
| 发行地                  | 上海证券交易所      |
| 发行日期                 | 2010-09-27   |
| 申购代码                 |              |
| 发行股数 (万股)            | 不超过 26300 万股 |
| 发行方式                 | 网下询价, 上网定价   |
| 发行后总股本 (亿股)          | 不超过 22 亿股    |
| 每股盈利 (2009 年)        | 0.6          |
| 发行后全面摊薄每股收益 (2010 年) | 0.33         |
| 发行前每股净资产 (元)         | 2.9          |

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

## 2、公司基本情况

公司前身为福建兴业证券公司, 1999 年 11 月 20 日, 122 名股东 1 签订《关于设立兴业证券股份有限公司的发起人协议书》, 共同发起设立公司。07 年公司实行增资扩股, 注册资本由 90,800 万元增加至 149,000 万元, 08 年公司对 07 年末分配利润实施转增股本, 变更后注册资本由 149,000 万元增加至 193,700 万元。本次发行前福建省财政厅持有本公司股份 53,287 万股, 占公司总股本的 27.51%, 是公司的控股股东。本次发行不超过 26300 万股, 占发行后公司总股本的比例不超过 11.96%。

表 2: 公司发行前十大股东

| 股东名称              | 持股数       | 持股比例  | 性质          |
|-------------------|-----------|-------|-------------|
| 福建省财政厅            | 53,287.00 | 27.51 | 国家股 (SS)    |
| 福建投资企业集团公司        | 16,770.00 | 8.65  | 国有法人股 (SLS) |
| 上海申新 (集团) 有限公司    | 10,140.00 | 5.23  | 社会法人股       |
| 海鑫钢铁集团有限公司        | 8,932.30  | 4.61  | 社会法人股       |
| 厦门市筭筭新市区开发建设公司    | 7,800.00  | 4.02  | 国有法人股 (SLS) |
| 上海兴业投资发展有限公司      | 7,800.00  | 4.02  | 社会法人股       |
| 上海交大昂立股份有限公司      | 6,760.00  | 3.49  | 社会法人股       |
| 成功控股集团有限公司        | 6,760.00  | 3.49  | 社会法人股       |
| 华域汽车系统股份有限公司      | 6,240.00  | 3.22  | 国有法人股 (SLS) |
| 上海市糖业烟酒 (集团) 有限公司 | 5,564.00  | 2.87  | 国有法人股 (SLS) |
| 福建省财政厅            | 53,287.00 | 27.51 | 国家股 (SS)    |

来源: 公司招股说明书

公司的规模在同业中居中等偏上水平。截至 2009 年 12 月 31 日, 公司的总资产规模、所有者权益及净资本分别为 253.89 亿元、50.61 亿和 37.86 亿元, 在同业中分别排名 22 位、23 位和 23 位。09 年公司营业收入和归属于母公司股东净利润分别为 30.85 亿和 11.5 亿, 在同业中排名第 19 位。截止 2010 年 6 月 30 日, 公司的总资产、归属

于母公司股东权益及净资产分别为 248 亿元、53.49 亿和 40.18 亿元。

公司所在的证券行业在收入来源上主要依赖经纪、投资银行、证券自营等传统业务。经纪、自营业务与二级市场的波动高度相关，二级市场行情的走势又直接影响市场的融资能力进而决定了证券公司的承销收入，因此行业整体业绩及公司业绩容易随着二级市场行情的波动而波动。08 年由于市场大幅下跌，公司业绩同比下降 87%，09 年随着市场行情的好转，公司业绩增幅高达 333.37%。2010 年由于市场大幅调整以及佣金价格战导致费率进一步下降，公司业绩同比下降 38.2%。

**表 3：公司收入及利润变动（单位：万元）**

|              | 2007 年度    | 2008 年度    | 2009 年度    | 2010H     |
|--------------|------------|------------|------------|-----------|
| 营业收入         | 477,888.88 | 133,639.10 | 308,495.66 | 110984.53 |
| 营业支出         | 140,510.43 | 91,207.18  | 143,893.08 | 60,415.45 |
| 利润总额         | 337,404.58 | 47,029.23  | 168,527.37 | 52963     |
| 净利润          | 210,601.30 | 36,210.29  | 127,663.99 | 40373.58  |
| 归属于母公司股东的净利润 | 203,784.72 | 26,659.56  | 115,534.82 | 33614.76  |
| ROA(%)       | 92.27      | 10.67      | 29.44      | 12.9      |

来源：公司招股说明书

### 3 公司主要业务及竞争优势分析

#### 3.1 经纪业务

公司的证券营业网点基本形成了以福建为基地，立足于沿海经济发达省市，面向全国发展的业务布局。目前包括福建省在内，公司已在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、济南、武汉、长沙、成都、哈尔滨等城市设立了 50 个证券营业网点，这基本覆盖了东部沿海和中西部的的主要经济发达地区。在机构业务管理架构上，公司充分考虑地区经济实力的影响，分别设置了北京、上海、广东和福州四个区域业务团队，最大程度地覆盖中国经济最具增长实力和潜力的经济区域。公司制定了“扎根于福建、立足于沿海经济发达省市、面向全国”的证券营业网点布局战略。虽然目前公司的营业部数量不多，但盈利能力较为突出。2009 年度、2008 年度及 2007 年度，来源于福建省的代理买卖证券手续费收入占比分别为 66.36%、64.58%和 63.22%。公司作为海西经济区唯一的综合类证券公司，将在海西经济区发展中获得得天独厚的优势，有望比竞争对手更能及时把握海西经济区发展的契机，并借助海峡两岸的经济、金融交流，获得新的业务增长点。

**表 4：2009 年公司营业部分布及收入贡献占比**

|      | 网点数量 | 收入         | 比例     | 部均收入     |
|------|------|------------|--------|----------|
| 福建省  | 11   | 102,668.86 | 66.36% | 9,333.53 |
| 上海市  | 3    | 16,066.15  | 10.38% | 5,355.38 |
| 广东省  | 2    | 4,940.73   | 3.19%  | 2,470.37 |
| 北京市  | 1    | 3,040.38   | 1.97%  | 3,040.38 |
| 黑龙江省 | 1    | 3,338.39   | 2.16%  | 3,338.39 |
| 陕西省  | 1    | 5,450.57   | 3.52%  | 5,450.57 |
| 山东省  | 1    | 2,573.58   | 1.66%  | 2,573.58 |

|     |   |          |       |          |
|-----|---|----------|-------|----------|
| 江苏省 | 1 | 1,867.17 | 1.21% | 1,867.17 |
| 浙江省 | 1 | 3,105.49 | 2.01% | 3,105.49 |
| 湖北省 | 1 | 6,069.99 | 3.92% | 6,069.99 |
| 四川省 | 1 | 5,578.20 | 3.61% | 5,578.20 |

来源：国都证券

近三年，公司的经纪业务市场份额都稳居行业前 20 位，股基权平均市场份额为 1.49%，在上市券商中公司经纪业务规模与长江证券大致相当。近几年，公司市场份额保持稳定，但公司的综合佣金费率持续下滑，其平均水平较市场水平低 20%左右。为了积极应对市场佣金费率下降趋势，公司采取了以下方面的竞争策略：（1）加大专业化服务力度，以差异化增值服务来维护佣金定价权；（2）因地制宜，根据营业部所处地区的佣金费率水平，采取差异化、有竞争力的弹性佣金体系；（3）推动产品化力度，提升金融理财产品销售能力，降低经纪业务对通道服务的依赖性；（4）坚持品牌发展战略，进行营业网点的重新布局和新设网点。

**表 5：公司近三年经纪业务情况及市场份额**

|              | 2007    | 2008   | 2009      | 2010H     |
|--------------|---------|--------|-----------|-----------|
| 市场平均佣金费水平（‰） | 1.47    | 1.3    | 1.19      | 1.01      |
| 公司综合佣金费水平（‰） | 1.28    | 1.11   | 0.96      | 0.79      |
| 市场股基权交易量（亿）  | 1088943 | 676852 | 1192045.6 | 479037.63 |
| 公司股基权交易量（亿）  | 16579   | 10324  | 17022     | 7424.62   |
| 市场份额         | 1.52%   | 1.53%  | 1.43%     | 1.55%     |
| 市场份额排名       | 18      | 17     | 19        | 19        |

来源：公司招股说明书

**表 6：2009 年上市券商经纪业务市场份额比较（单位：万元）**

|       | 股票         |       | 股基权        |       |
|-------|------------|-------|------------|-------|
|       | 交易量(万元)    | 占比(%) | 交易量(万元)    | 占比(%) |
| 中信系   | 88,523.34  | 8.31  | 95,195.45  | 7.99  |
| 华泰系   | 56,423.00  | 5.30  | 68,675.15  | 5.76  |
| 海通证券  | 44,482.31  | 4.176 | 48,363.85  | 4.06  |
| 光大证券  | 32,979.23  | 3.096 | 37,361.25  | 3.13  |
| 招商证券  | 43,138.78  | 4.050 | 48,908.22  | 4.10  |
| 广发系   | 50,783.23  | 4.77  | 54,847.86  | 4.60  |
| 长江证券  | 15,964.55  | 1.499 | 16,872.15  | 1.42  |
| 兴业证券  | 15,197.320 | 1.427 | 17,022.120 | 1.43  |
| 宏源证券  | 13,816.07  | 1.297 | 15,476.27  | 1.30  |
| 国元证券  | 11,510.09  | 1.081 | 13,160.77  | 1.10  |
| 国金证券  | 8,017.24   | 0.753 | 8,283.65   | 0.69  |
| 东北证券  | 8,152.05   | 0.765 | 8,663.90   | 0.73  |
| 西南证券  | 6,771.88   | 0.636 | 7,476.15   | 0.63  |
| 太平洋证券 | 3,259.58   | 0.306 | 3,466.96   | 0.29  |

来源：国都证券

### 3.2 自营业务

投资业务收益情况与市场波动密切相关。公司坚持价值投资理念，挖掘优秀企业，优化持仓组合。公司重视实地调研，在权益投资研究策划的前瞻性和及时性方面处于业内领先地位。同时公司固定收益与衍生产品部通过投资债券产品优化公司投资组合配置，有效降低了资本市场波动风险，提高了自营业务投资收益的稳定。09 年公司股票、基金投资取得了 106.58% 的投资收益，总投资收益率也达到 29.6%，这在同业中属于较好水平。2010 年上半年，由于股票市场出现较大幅度的调整，公司权益投资收益率为 -23.6%，总投资收益率下降只有 -3.84%。自营收入的波动是导致公司业绩波动的主要原因之一。

表 7：公司自营投资收益情况（单位：万元）

|           | 2007 年度 | 2008 年度 | 2009 年度 | 2010H   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 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%  |

来源：公司招股说明书

### 3.3 承销业务

公司在投行业务上采取差异化和目标集聚策略，围绕特定客户群体和产业领域形成竞争力，以优质中小企业为目标客户群体，提供股本融资、债务融资、兼并收购等服务。在股票承销业务方面，公司在 07-09 年间成功完成了广博股份、冠福家用、三钢闽光、澳洋科技、中国南车、水晶光电、南平太阳电缆、鼎汉技术等公司的首次公开发行项目和三房巷、顺鑫农业、华兰生物、南天信息、龙元建设等公司的再融资项目。其中公司于 2008 年 8 月完成的中国南车首次公开发行项目募集资金达到 65.40 亿元。公司的承销业务收入稳步上升，07 年、08 年及 09 年公司承销金额分别为 528,362.20 万元、640,148.86 万元和 773,204.00 万元，承销业务收入分别为 4,894.30 万元、3,031.76 万元和 5,573.82 万元。2010 年上半年，公司完成两家股票增发和兴业银行配股，完成一家债券主承销，实现承销业务收入 5211 万元；下半年公司已经有 3 家新股 IPO 成功发行上市。不过与同业相比，公司投行业务的优势和特色不明显，整体的竞争力还有待增强。



**表 8：近三年公司主承销情况(单位：万元)**

|           | 2007    | 2008     | 2009     | 2010H   |
|-----------|---------|----------|----------|---------|
| <b>股票</b> |         |          |          |         |
| 主承销家数     | 2       | 2        | 2        | 3       |
| 主承销金额     | 101,340 | 41,230.3 | 118,004  | 115690  |
| 主承销商收入    | 2359    | 1006.3   | 2495.5   | 2495.5  |
| <b>债券</b> |         |          |          |         |
| 主承销家数     | -       | 1        | 2        | 1       |
| 主承销金额     | -       | 440000   | 310000   | 20000   |
| 主承销商收入    | -       | 857.57   | 1,055.48 | 5211.11 |

来源：公司招股说明书

### 3. 4 资管业务

资管业务包括公司自身的客户资产管理业务以及控股和参股公司的基金管理业务。经过多年的发展公司的客户资产管理业务逐步确立了以收取资产管理费和业绩报酬为核心的业务模式。2006 年，公司通过发展机构定向资产管理产品，扩大了客户基础。2007 年，公司客户资产管理业务产品进一步丰富和完善，资金管理规模大幅提升。2008 年，公司首只集合理财产品卓越 1 号获批并于 2009 年初成功发行。根据中国证券业协会公布的 09 年度证券公司受托客户资产管理业务净收入排名、受托管理资金本金总额排名以及受托客户资产管理业务净收入增长率排名，公司分别位列第 15 名、第 18 名以及第 11 名。

**表 9：公司客户资产管理业务情况（单位：万元）**

| 项目          | 2007 年  | 2008 年  | 2009 年 | 2010H  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| 期末受托管理资金    | 12,093  | 15,654  | 243744 | 191239 |
| 受托资金总体损益    | 9326    | -1939   | 6378   | -11552 |
| 平均受托资产管理收益率 | 177.00% | -28.05% | 22.14% | -6.04% |

公司通过控股和参股基金管理公司分享国内资产管理行业发展的蛋糕。2010 年 6 月末，公司持股 51% 的兴业基金管理的 8 只公募基金产品资产净值为 392.7 亿元，在 60 家基金公司中位列第 21 名。此外，公司还持有南方基金 10% 的股权。截至 2010 年 6 月末，南方基金总资产为 25.5 亿元，2010 年上半年实现净利润 2.32 亿。

**表 10：兴业基金财务数据（单位：亿元）**

| 项目   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H |
|------|------|------|------|-------|
| 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  |

来源：招股说明书

## 4. 盈利预测

我们盈利预测的主要假设包括以下方面：(1) 10 年、11 年两市日均股票成交额为 1900 亿和 1950 亿，公司的市场份额分别为 1.45% 和 1.47%，综合手续费率为 0.08% 和 0.075%；(2) 10 年、11 年成本收入比为 48% 和 45%，有效税率为 24.3%。

我们的预测显示公司 10、11 年净利分别为 7.19 亿和 8.77 亿，分别下降 37.8% 和增长 22%，摊薄 EPS 分别为 0.33 元和 0.40 元。

**表 11: 盈利预测**

|               | 2008     | 2009   | 2010E   | 2011E   |
|---------------|----------|--------|---------|---------|
| 营业收入          | 1336.39  | 3085   | 2261.42 | 2491.44 |
| 手续费及佣金净收入     | 1655.02  | 2296.4 | 1857.42 | 1902.44 |
| 代理买卖证券业务净收入   | 1131.90  | 1684.8 | 1220.42 | 1190.44 |
| 证券承销业务净收入     | 37.51    | 61.74  | 160     | 190     |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 12.59    | 28.89  | 37      | 42      |
| 利息净收入         | 227.70   | 210.03 | 234     | 253     |
| 投资净收益         | 146.45   | 372.17 | 250     | 280     |
| 公允价值变动净收益     | (690.62) | 206.14 | -80     | 56      |
| 汇兑净收益         | (3.44)   | -0.02  | 0       | 0       |
| 其他业务收入        | 1.27     | 0.27   | 0       | 0       |
| 营业支出          | 912.07   | 1438.9 | 1210.24 | 1210.24 |
| 营业税金及附加       | 115.83   | 146.61 | 101.76  | 112.12  |
| 管理费用          | 731.47   | 1292   | 1085.48 | 1121.15 |
| 资产减值损失        | 64.02    | 0.02   | 23.00   | 12.00   |
| 其他业务成本        | 0.74     | 0.3    | 0.00    |         |
| 营业利润          | 424.32   | 1646   | 1051.17 | 1281.20 |
| 加：营业外收入       | 50.54    | 47.17  | 56.00   | 45.00   |
| 减：营业外支出       | 4.57     | 7.92   | 10.00   | 3.00    |
| 利润总额          | 470.29   | 1685.3 | 1097.17 | 1323.20 |
| 减：所得税         | 108.19   | 408.63 | 266.61  | 321.54  |
| 净利润           | 362.1    | 1276.6 | 830.56  | 1001.66 |
| 减：少数股东损益      | 95.51    | 121.29 | 112.00  | 125.00  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 266.6    | 1155.4 | 718.56  | 876.66  |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.14     | 0.60   | 0.33    | 0.4     |

来源：国都证券研究所

## 5. 竞争劣势和风险因素

公司的竞争劣势主要包括以下几个方面：(1) 规模偏小，营业网点和资本实力都有待扩张和提高。目前公司拥有 50 家营业部，与大型券商相比，公司的营业网点仍然偏少，市场占有率仍有待提高。公司净资本规模也有待提高。按照以净资本为核心的监管原则，净资本规模将成为决定证券公司各项业务规模的核心因素。经过多年的发展，公司的经营实力与规模有了很大的提高，但与一些大型证券公司相比仍然存在一定差距，对公司的经纪、投资银行、客户资产管理、证券自营等业务的快速发展及创新业务的开拓形成了一定的制约。(2) 收入结构单一，对传统业务依赖大。07 年、08 年及 09 年，经纪业务贡献的营业收入分别为 231949.83 万元、134977.91 万元和 185787.64 万元，占公司营业收入的比例分别为 48.54%、101.00% 和 60.22%；经纪业务贡献的营业利润分别为

158044.81 万元、87,891.29 万元和 119174.73 万元，占公司营业利润的比例分别为 46.84%、207.13%和 72.40%。07 年、08 年以及 09 年本公司证券自营业务净收入分别为 198,827.82 万元、-66,289.70 万元和 48,050.46 万元，占本公司营业收入的比例分别为 41.61%、-49.60%和 15.58%。尽管公司近年来已经开始着手研究和拓展创新业务，如集合资产管理和直投业务等，但目前公司的业务收入主要依靠证券经纪、证券投资等传统业务，承销收入、创新业务所占的比重仍然较低。

公司未来面临的风险主要包括两方面：（1）证券市场周期波动带来的盈利风险。经纪业务是公司最主要的收入及利润来源，经纪业务收入与市场行情密切相关。证券自营投资收益也与证券场景气程度高度相关。在证券市场大起大落的情况下，证券公司难以通过套期保值等手段规避市场波动的风险，从而造成证券自营业务收益和业绩的大幅波动。（2）行业竞争加剧风险。截至 2009 年末，我国共有证券公司 106 家。目前，证券行业的竞争格局正处在由分散经营、低水平竞争向集中化的演变阶段，许多证券公司已在不同地域或全国范围内形成了自身的经营特点和竞争优势，越来越多的证券公司通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本规模，提升自身竞争力，行业竞争格局越来越白热化。经纪业务是行业最主要的收入来源，同时也是竞争最激烈的领域，目前各公司对客户的争夺进入了升级阶段，直接导致行业的佣金费率水平呈逐步下降趋势。证监会于 2009 年 10 月 28 日发布《关于修改〈关于进一步规范证券营业网点的规定〉的决定》，放宽了证券公司在住所地辖区和全国设立证券营业部的条件，并鼓励在没有证券营业网点或仅有 1 家证券营业网点的县级行政区新设证券营业部。2009 年 12 月底，全行业共有证券营业部 3,952 家，待规范的证券服务部 325 家。证券公司营业部的不断扩容可能引起佣金费率的进一步下调将使得公司经纪业务面临利润率下降的风险。

## 6、募集资金用途

本次 A 股发行募集资金扣除发行费用后，将全部用于充实本行资本金，以支持未来业务发展。募集资金具体用于以下方面：（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。

## 7、估值定价及申购建议

我们主要用相对估值法对公司进行定价。由于兴业证券在规模和盈利能力上与长江、宏源、国元三家中型券商比较接近，我们认为公司的估值可以更多参加这三家券商。目前，长江、宏源、国元三家券商 10 年动态 PE 和 PB 分别为 24 倍和 2.6 倍。次新券商光大证券、华泰证券及招商证券的发行定价和当前也比较具有参考意义。光大证券、华泰证券及招商证券发行后 PB 最低为 3.16 倍，最高为 5.44 倍；按照 09 年摊薄收益计算的发行后 PE 最低为 25.4 倍，最高为 34.8 倍。目前这三家券商 10 年动态 PE 和



PB 分别为 27.5 倍和 2.56 倍。结合最具可比同业的估值和次新券商股的定价和估值，我们认为公司上市后可以给予其 2010 年摊薄每股收益 25-30 倍的 PE，对应的价格区间为 8.25-9.9 元，考虑到三个月的锁定期和当前市场状况，发行定价应折让 15% 左右，建议询价区间为 7.3 元-8.5 元，此价格相当于 22-25.8 倍发行后 PE 以及 2.2-2.47 倍发行后 PB。

**表 12：可比同业估值情况**

|      | 09EPS | 10EPS | 09PE  | 10PE  | 09BPS | 10BPS | 09PB | 10PB | 价格    |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| 华泰证券 | 0.68  | 0.55  | 19.69 | 24.35 | 2.89  | 5.65  | 4.63 | 2.37 | 13.39 |
| 海通证券 | 0.55  | 0.44  | 16.67 | 20.84 | 5.28  | 5.53  | 1.74 | 1.66 | 9.17  |
| 广发证券 | 2.34  | 1.38  | 13.73 | 23.28 | 8.19  | 7.19  | 3.92 | 4.47 | 32.13 |
| 招商证券 | 1.04  | 0.73  | 19.82 | 28.23 | 6.3   | 6.9   | 3.27 | 2.99 | 20.61 |
| 光大证券 | 0.83  | 0.5   | 18.07 | 30.00 | 6.57  | 6.48  | 2.28 | 2.31 | 15.00 |
| 长江证券 | 0.68  | 0.45  | 16.09 | 24.31 | 4.2   | 4.26  | 2.60 | 2.57 | 10.94 |
| 宏源证券 | 0.79  | 0.86  | 21.34 | 19.60 | 4.48  | 4.78  | 3.76 | 3.53 | 16.86 |
| 国元证券 | 0.69  | 0.43  | 17.67 | 28.35 | 7.7   | 7.51  | 1.58 | 1.62 | 12.19 |
| 国金证券 | 0.516 | 0.4   | 31.51 | 40.65 | 2.59  | 2.95  | 6.28 | 5.51 | 16.26 |
| 东北证券 | 1.43  | 0.4   | 15.43 | 55.18 | 4.78  | 4.83  | 4.62 | 4.57 | 22.07 |
| 西南证券 | 0.54  | 0.24  | 23.89 | 53.75 | 2.51  | 4.6   | 5.14 | 2.80 | 12.90 |
| 中信证券 | 0.85  | 1.07  | 13.19 | 10.48 | 6.19  | 7.26  | 1.81 | 1.54 | 11.21 |

来源：Wind

**表 13：次新券商上市定价估值**

|      | 发行前 PE | 发行后 PE | 发行前 PB | 发行后 PB |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 华泰证券 | 21.51  | 25.39  | 6.92   | 3.80   |
| 光大证券 | 26.72  | 29.25  | 5.27   | 3.16   |
| 招商证券 | 31.31  | 34.83  | 10.76  | 5.44   |

来源：Wind

## 8、风险提示

资本市场大幅下跌

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                             |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                          |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                         |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                      |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域         | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com   |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com   |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com       |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com    |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com       | 潘蕾  | 医药           | panlei@guodu.com       |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 王招华 | 钢铁           | wangzhaohua@guodu.com  |
| 刘芬  | 汽车及零部件    | liufen@guodu.com      | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com   |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com     | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com   |
| 魏静  | 机械        | weijing@guodu.com     | 赵宪栋 | 商业贸易         | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药行业      | huboxin@guodu.com     | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com    |
| 刘斐  | 煤炭、基础化工   | liufei@guodu.com      | 傅浩  | 建筑建材         | fuhao@guodu.com        |
| 王双  | 石化        | wangshuang@guodu.com  | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com       |
| 李韵  | 纺织服装      | liyun@guodu.com       | 吕爱兵 |              | lvaiying@guodu.com     |
| 姚小军 | 产品设计      | yaoxiaojun@guodu.com  | 陈薇  | 衍生品          | chenwei@guodu.com      |
| 苏昌景 | 数量研究      | suchangjing@guodu.com | 吴昊  | 宏观经济、固定收益    | wuhao@guodu.com        |
| 赵荣杰 | 衍生品       | zhaorongjie@guodu.com | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com    |