

湘财证券研究所
非银行金融行业分析师

叶青

Tel: 021-68634510-8010

E-Mail: yq2877@xcsc.com

巢枫

Tel: 021-68634518-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

报告要点

□ **在上市公司中定位类似于长江证券和国元证券：**兴业证券前身为福建兴业银行的证券交易营业部，成立于 1991 年 9 月，目前控股股东为福建省财政厅，目前拥有 50 家营业部的创新 A 类券商兴业证券，在上市券商中，综合净资本、盈利来看，与行业领先的中信证券、海通证券差距都较为明显，但稍领先于东北证券、国金证券，基本与长江证券和国元证券处于同一竞争地位。

□ **立足福建，走向全国：**公司作为海西经济区唯一的综合类证券公司，目前 50 家营业部中福建省内占比超半数，达 28 家。兴业证券作为海西经济区唯一的综合类证券公司，有望比竞争对手更能及时把握海西经济区发展的契机，借助海峡两岸的经济交流的展开获得进一步发展的机遇。

□ **2010 年上半年公司市场交易份额稳步提升，融资后有望进一步增大：**经纪业务的收入取决于公司交易量、佣金率 and 市场份额，其中公司交易量和佣金率多受市场影响（目前公司股基佣金率为 0.79‰），兴业目前的策略是通过增加营业部数量和提高单个营业部产能的方法尽量扩大市场占有率，虽然兴业证券近几年的市场份额有所下降，但得益于领先的信息平台“优理宝”财富平台、“兴网”和对电子化服务的重视，公司网点的非现场交易量显著高于同业，公司 2010 年上半年市场交易份额稳步提升，从 09 年底的 1.4% 上升到 2010 年 6 月底的 1.55%。融资后通过新设营业网点和维持单个营业部产能，兴业市占率有望进一步增加。

□ **依托股东资源，投行业务或将迎来跨越式发展：**兴业投行业务占比较小，08，09，10 年上半年在营收中占比分别为 3%，2%，5%。公司以优质中小企业为目标客户群体的战略已明确，上市融资后将扩大投资银行业务规模，增强承销实力，并依托大股东福建财政厅的资源，公司投资银行业务或将迎来跨越式发展。

□ **基金业务是亮点：**截止 09 年底，公司控股的兴业基金旗下共有 7 只公募基金，凭借其突出的投资管理能力获得了业内的好评，兴业基金净利润近三年稳步增长，稳定发展的基金业务的是兴业证券营收和利润的主要来源，我们预计 2010-2011 年兴业证券的收入中有 20% 左右来源于基金。

□ **建议询价区间 7.43-9.50 元：**假设公司发行 2.63 亿股，在日均股票基金权证交易额 2050 亿元，自营平均收益率 4%，营业费用率 50% 等关键假设条件下，预测公司 2010 年 EPS 为 0.33 元。

目前上市券商整体 PE 估值水平大致为 26 倍，我们认为在目前的上市券商中，从各项业务指标的接近程度来看，兴业证券与长江证券、国元证券较接近，而他们的 PE 目前分别为 25 和 29 倍。综合考虑上述因素，我们认为兴业证券 2010 年享受 25 至 32 倍 PE 较为合理，因此，我们认为兴业证券的合理价格区间为 8.25-10.56 元，建议询价区间 7.43-9.50 元。

一 公司概况与行业内定位

1. 1 创新类 A 级券商

兴业证券前身为福建兴业银行的证券交易营业部，成立于 1991 年 9 月，目前注册资本 19.37 亿元。

福建省财政厅持有本公司股份 53,287 万股，占本公司总股本的 27.51%，是公司的控股股东。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。

公司此次公开发行股票不超过 2.63 亿股，占发行后总股本的比例不超过 11.96%。

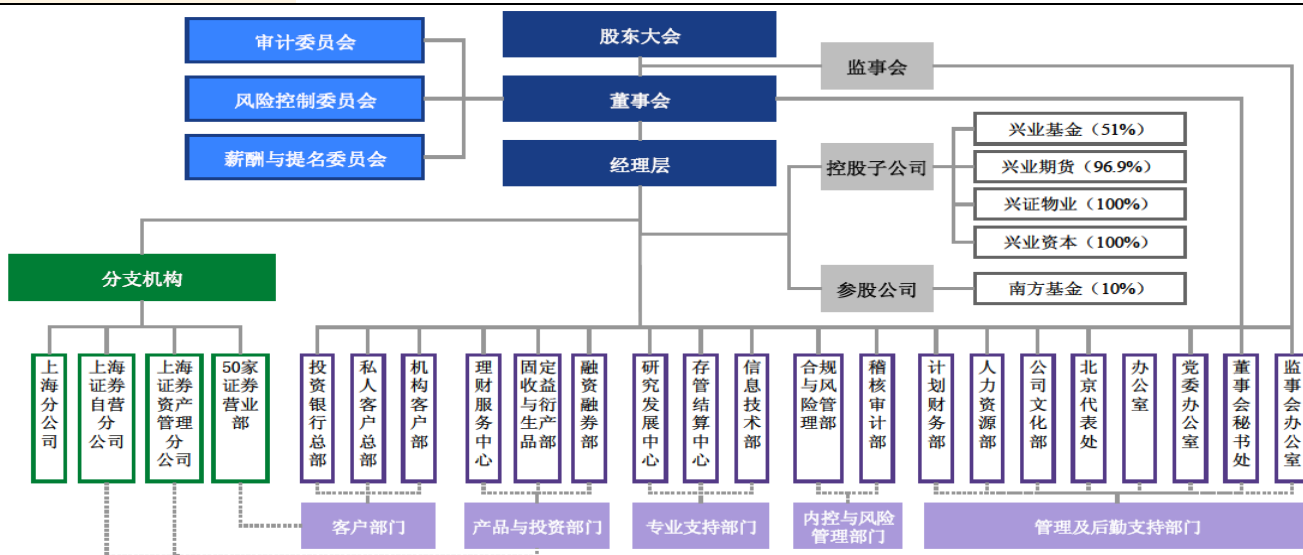
图 1 兴业上市前后公司前 5 大股东持股比例

	股东名称	上市前持股比例 (%)	上市后持股比例 (%)
1	福建省财政厅	27.51	23.73%
2	福建投资企业集团公司	8.66	7.47%
3	上海申新（集团）有限公司	5.23	4.61%
4	海鑫钢铁集团有限公司	4.61	4.06%
5	厦门市筭筭新市区开发建设公司	4.03	3.47%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

兴业证券目前直接控股的子公司有 4 家，包括兴业基金（51%）、兴业期货（96.9%）、兴证物业（100%）、兴业资本（100%），参股 10% 南方基金。截至 09 年 12 月底，证券行业共有证券营业部 3,952 家，待规范的证券服务部 325 家，目前兴业拥有 50 家营业部，7 月在福建新设 4 家、河南新设 1 家营业部的申请得到证监会批复。

图 2 兴业证券控股 4 家，参股 1 家



数据来源： 公司数据，湘财证券研究所

截止 09 年底，我国共有证券公司 106 家，创新类证券公司 28 家、规范类证券公司 34 家，兴业证券为创新类证券公司。在 2010 年证券公司分类评比中，在 98 家评价主体中，AA 级 12 家，A 级 23 家，兴业为 A 类 A 级。

1.2 在上市公司中定位类似于长江证券和国元证券

●行业各项指标排名处于中上

在现行中国证监会的要求下，以净资本为核心的风险控制机制确立了净资本在决定业务牌照和潜在业务规模方面的决定性作用，根据发达资本市场的经验，未来证券行业盈利模式也将逐步向高资本消耗型业务倾斜。截止09年底，兴业证券净资本为37.87亿元，在106家券商中排名23位，在行业中处于中上的位置。

表 1 截止 09 年底，兴业证券净资本在 106 家券商中排名 23 位

排名	证券公司	净资本
1	中信证券	349.04
2	海通证券	343.91
3	光大证券	182.46
4	国泰君安	180.66
5	招商证券	179.76
6	国元证券	127.88
7	申银万国	113.31
8	广发证券	107.76
9	国信证券	107.18
10	银河证券	100.29
11	齐鲁证券	89.15
12	华泰证券	85.31
13	长江证券	73.89
14	东方证券	72.13
15	安信证券	66.90
16	中信建投	58.92
17	方正证券	56.24
18	国都证券	54.50
19	长城证券	50.82
20	中投证券	48.10
21	宏源证券	47.19
22	中金公司	43.30
23	兴业证券	37.87

数据来源：SAC，湘财证券研究所

从兴业证券的各项主要业务指标和财务指标的排名看，兴业多居于20名左右，在业内处于中上游的位置，且近三年基本保持稳定。

表 2 兴业证券各指标在业内排名据中上水平

	指标	2007	2008	2009
业务	股票基金交易额	18	19	19
	股票债券承销额	30	45	36
财务	总资产	22	24	22
	净资产	20	21	23
	营业收入	18	32	21
	净利润	19	41	20

来源：SAC，湘财证券研究所

● 上市券商中类似长江证券和国元证券

在上市券商中，综合净资本、盈利来看，兴业证券与行业领先的中信证券、海通证券差距都较为明显，但稍领先于东北证券、国金证券，基本与长江证券和国元证券处于同一竞争地位。

表 3 兴业证券与已上市证券公司各主要指标的比较（2009）

	中信	海通	光大	招商	国元	长江	宏源	西南	国金	东北	兴业
净资本(亿元)	349	344	182	180	128	74	47	35	24	23	38
代理买卖证券 业务净收入(亿)	109	63	36	48	15	20	21	8.9	9.8	14	16.8
承销业务净收 入(亿)	24	4	2.4	5.2	1.1	1.6	1.3	1.8	1.4	0.13	0.62
营业收入(亿元)	220	99	56	87	22	32	29	20.5	14	19.9	31
净利润(亿元)	90	45	28	37	10	13.7	11.5	10	5.2	9.1	11.6
ROE (%)	15.38	11.12	18.74	34.78	17.57	24.77	20	25.20	21.71	34.35	25.48

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

二 公司竞争优势——立足福建，走向全国

公司作为海西经济区唯一的综合类证券公司，目前50家营业部中福建省内占比超半数，达28家。

图 3 目前福建省营业部占半数多

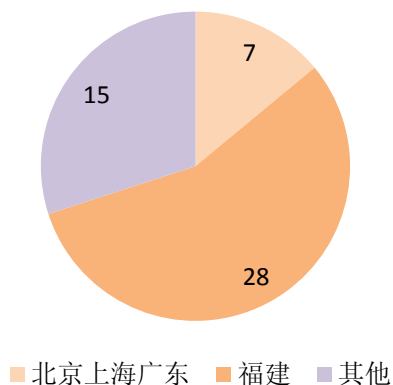
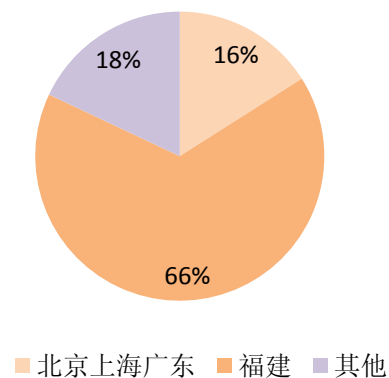
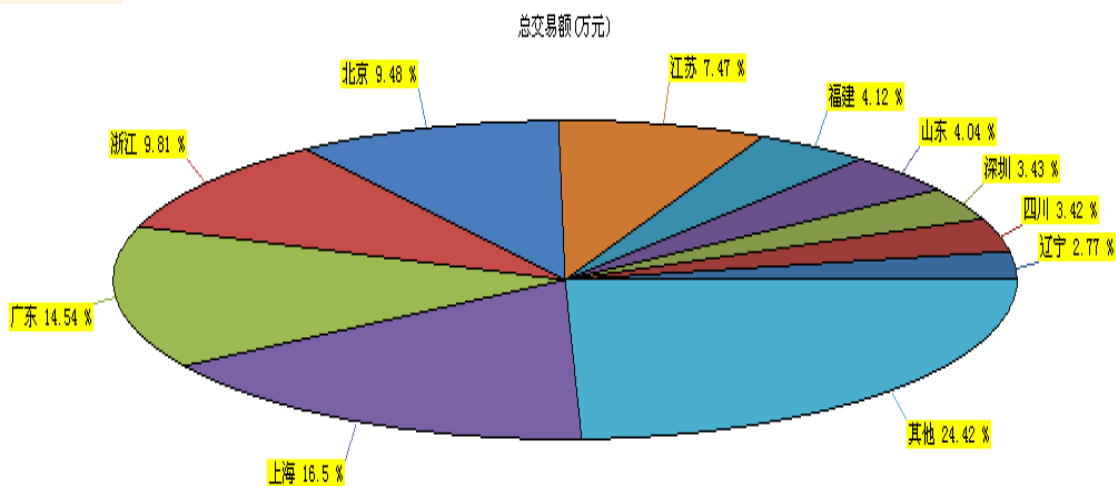


图 4 经纪业务收入地域分布



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 5 福建 09 年总交易额全国排名第六

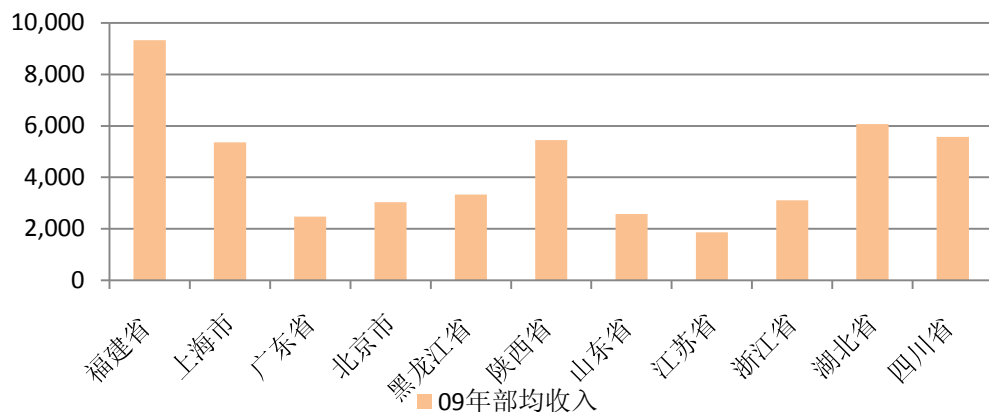


数据来源：WIND，湘财证券研究所

同时兴业证券在福建部均经纪收入最高，09年底部均收入93亿元，远超其在上海的部均收入53亿，这也说明公司在福建市场做了较深入的挖掘。

图 6 兴业证券福建部均经纪收入最高

(单位: 万元)



数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

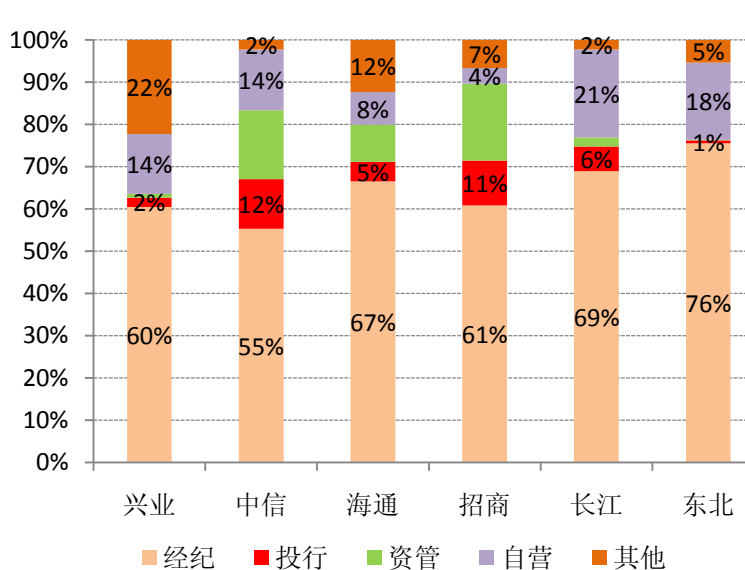
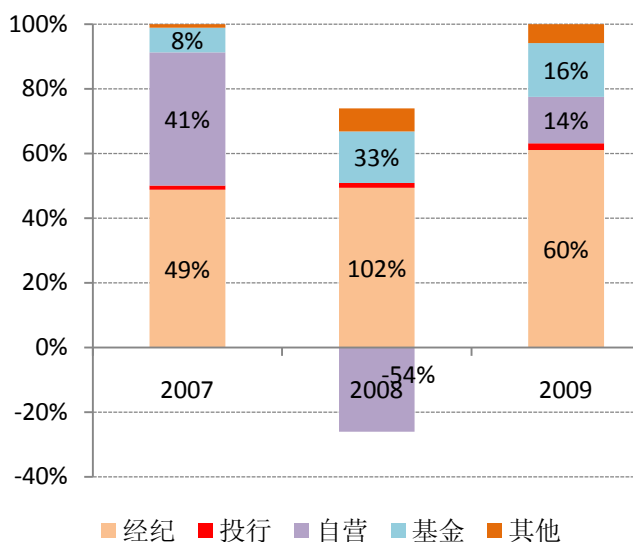
兴业证券作为海西经济区唯一的综合类证券公司, 有望比竞争对手更能及时把握海西经济区发展的契机, 借助海峡两岸的经济交流的展开获得进一步发展的机遇。

三 业务更待进一步多元化

资管、投行业务占比小是兴业这种中等券商区别于大券商的一个标志, 若经纪自营业务占比较大, 或使得公司业绩多依赖于市场表现, 兴业的基金业务在09年收入中占比达16%, 甚至超过自营业务的14%, 是公司的一大特色, 也有益于公司业绩的稳定性。

图 7 兴业证券经纪、自营、基金为主要业务

图 8 09 上市公司业务占比比较



数据来源: 公司数据, 湘财证券研究所

3.1 2010年上半年公司市场交易份额稳步提升，融资后有望进一步增大

经纪业务的收入取决于公司交易量、佣金率和市场份额，其中公司交易量和佣金率多受市场影响，兴业目前的策略是通过增加营业部数量和提高单个营业部产能的方法尽量扩大市场占有率，公司2010年上半年市场交易份额稳步提升，融资后有望通过新设营业网点市占率有望进一步增加。

●兴业交易量和佣金率多受市场影响

较高的换手率和高涨的估值造成07年市场交易量的井喷，随着全球金融危机的上演，2008年市场交易量急速下滑，09年开始由于我国宏观经济的企稳，市场交易量又有了明显的回升，兴业的股基权交易量几乎与市场同步变动。

2002年5月以来，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，兴业证券也不例外。

图 9 兴业股基权交易量变化与市场同步

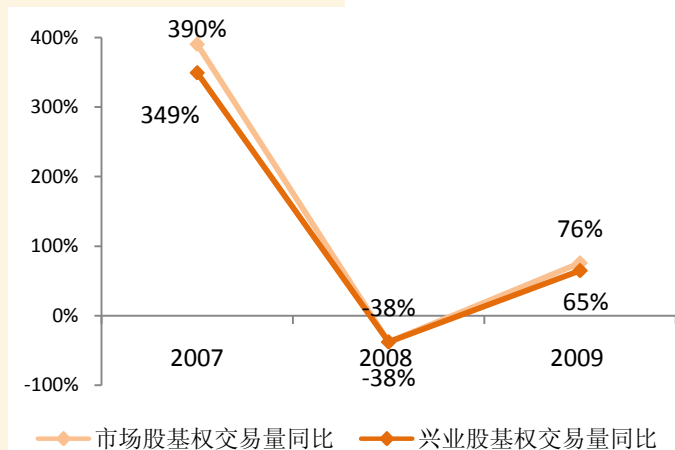
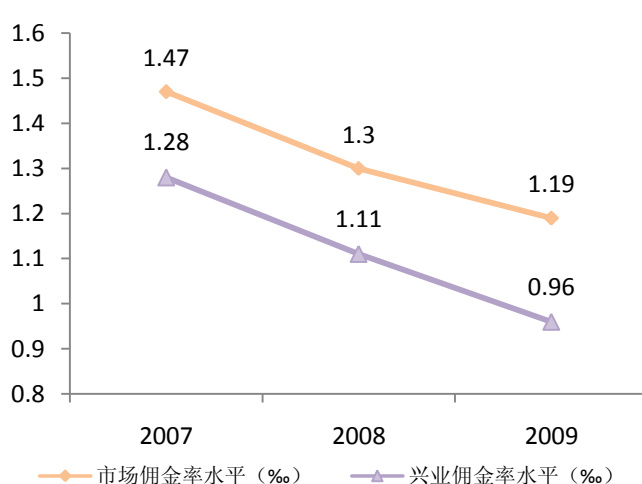


图 10 兴业佣金率水平与市场同步下跌

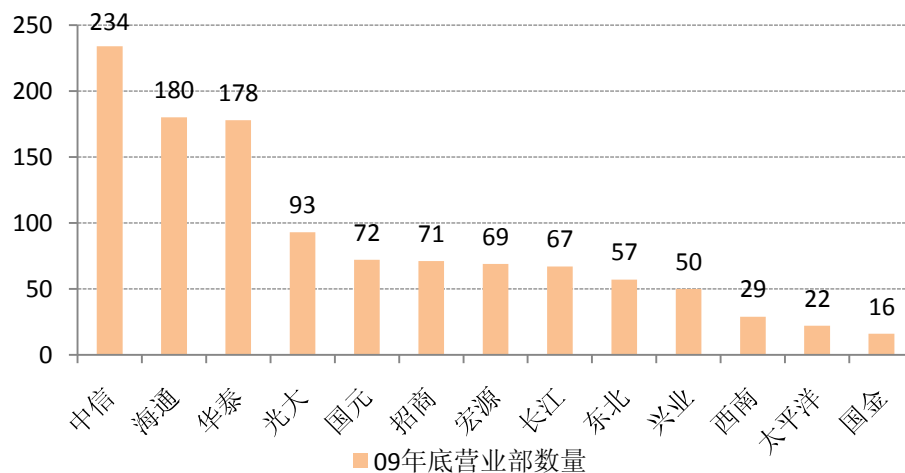


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

●2010年上半年公司市场交易份额稳步提升，融资后有望进一步增大

兴业证券目前营业部数量为50家，在上市券商中属偏少，除28家分布于福建省内，其余分布并不均衡，北京上海广东7家，其余散落于各较大城市如武汉、杭州、南京、成都、西安、哈尔滨、长沙、南昌、石家庄、合肥等。上市融资后，公司有望通过新设或外延式并购等策略增加营业部数量并提升业务规模。

图 11 兴业证券营业部数量在上市公司中偏少



数据来源： WIND， 湘财证券研究所

源于专业的经纪业务团队、“专业化、差异化”的客户服务体系和多层次的营销渠道，兴业证券08、09年实现部均代理买卖证券业务净收入分别为0.34 亿元和0.41 亿元，分别位列全国第9 位和第17位，体现了其较为突出的零售业务经营效率。

表 4 兴业证券 08，09 部均代理买卖证券业务净收入分列全国第 9 和第 17 位

排名	2008		2009	
	证券公司	部均代理买卖 证券净收入	证券公司	部均代理买卖证 券净收入
1	中金公司	2.97	中金公司	2.24
2	北京高华	1.00	北京高华	1.48
3	国信证券	0.79	国信证券	1.15
4	中信证券	0.44	招商证券	0.65
5	招商证券	0.41	中信证券	0.63
6	中银国际	0.40	中银国际	0.60
7	中信金通	0.37	第一创业	0.51
8	国联证券	0.37	东莞证券	0.48
9	兴业证券	0.34	国联证券	0.46
10	东莞证券	0.34	中信金通	0.46
11	联合证券	0.33	华西证券	0.45
12	东吴证券	0.29	西藏证券	0.45
13	平安证券	0.29	国金证券	0.44
14	中信万通	0.27	长城证券	0.43
15	华泰证券	0.27	东吴证券	0.43
16	第一创业	0.27	平安证券	0.42

17	中信建投	0.27	兴业证券	0.41
18	申银万国	0.27	华林证券	0.41
19	光大证券	0.27	华泰证券	0.41
20	浙商证券	0.26	民生证券	0.40

数据来源：SAC，湘财证券研究所

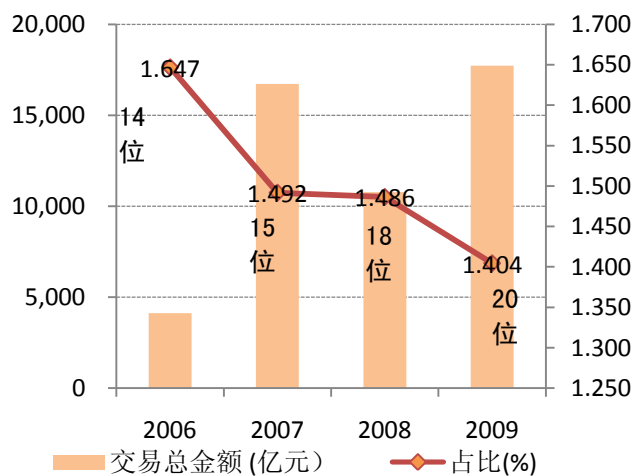
虽然兴业证券近几年的市场份额有所下降，但得益于领先的信息平台“优理宝”财富平台、“兴网”和对电子化服务的重视，公司网点的非现场交易量显著高于同业，公司2010年上半年市场交易份额稳步提升，从09年底的1.4%上升到2010年6月底的1.55%。融资后通过新设营业网点和维持单个营业部产能，兴业市占率有望进一步增加。

表 5 兴业网上交易量占比不断提高

	2007	2008	2009	2010 年 1-6 月
网上交易量（10 亿元）	1058	731	1320	729
占交易总量比例	69%	79%	85%	92%

图 12 兴业证券 2006-2009 市场份额略有下降

表 6 兴业证券 2010 年 1-6 月交易额市场占比逐步上升



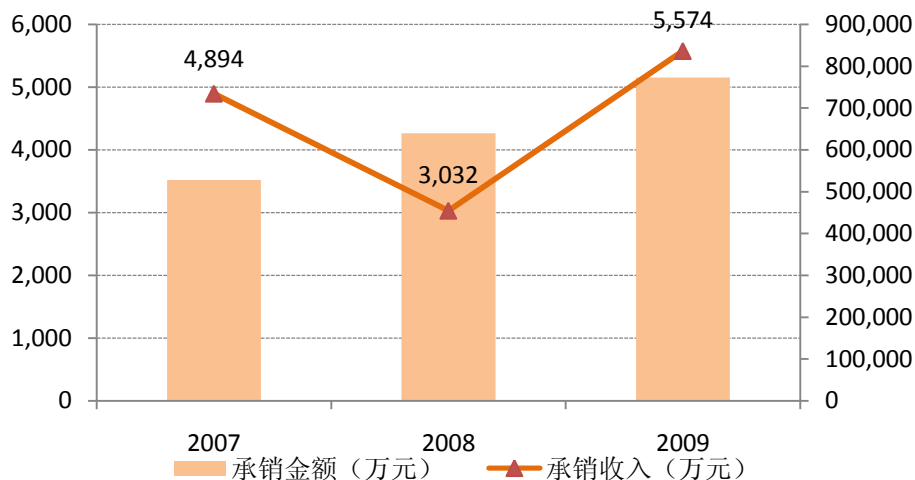
	各类交易市场 份额 (%)	股票交易市场 份额 (%)
2010 年 1 月	1.42	1.47
2010 年 2 月	1.46	1.46
2010 年 3 月	1.49	1.52
2010 年 4 月	1.51	1.58
2010 年 5 月	1.62	1.71
2010 年 6 月	1.62	1.74

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

3. 2 依托股东资源，投行业务或将迎来跨越式发展：

兴业投行业务占比较小不大，08，09，10年上半年在营收中占比分别为3%，2%，5%。公司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体，提供股本融资、债务融资、兼并收购等服务，近三年承销收入起伏不大，但主承销收入较08年有所回落。

图 13 兴业证券近几年承销收入较为稳定



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

表7：兴业证券主承销收入09年有所回落

	2007	2008	2009
IPO 主承销家数	4	7	7
主承销商承销收入	5181	8176	2847
承销收入排名	17	12	31
承销收入市场份额	0.62	2.67	0.51

来源：WIND，湘财证券研究所

公司以优质中小企业为目标客户群体的战略已明确，上市融资后将扩大投资银行业务规模，增强承销实力，并依托大股东福建财政厅的资源，公司投资银行业务或将迎来跨越式发展。

3.3 自营风格偏激进

目前我国证券市场投资品种较少，缺乏有效的对冲机制和金融避险工具。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率与证券市场整体景气程度高度相关。

表8 兴业自营业务投资收益率一览 单位（百万元）

	2007	2008	2009	2010 年 1-6 月
总投资规模	1110	1869	1798	1554
总收益率	158.60%	-38.17%	29.60%	-3.84%
其中股票、基金类：				
投资规模	1091	1388	436	683
收益率	161.32%	-55.28%	106.58%	-23.63%

同期上证综指涨跌幅	93.74%	-65.46%	74.24%	-26.06%
其中债券类:				
投资规模	19	481	1363	871
收益率	4.92%	11.22%	4.99%	11.70%
股票、基金类占比	98%	74%	24%	44%
债券占比	2%	26%	76%	56%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

从公司 08、09 年金融资产中股票、基金的占比中我们可以看出公司自营风格较激进，有望在上升期的资本市场中取得强于大市的投资收益。

图 14 兴业 08 年交易性金融资产配置股票占比较大

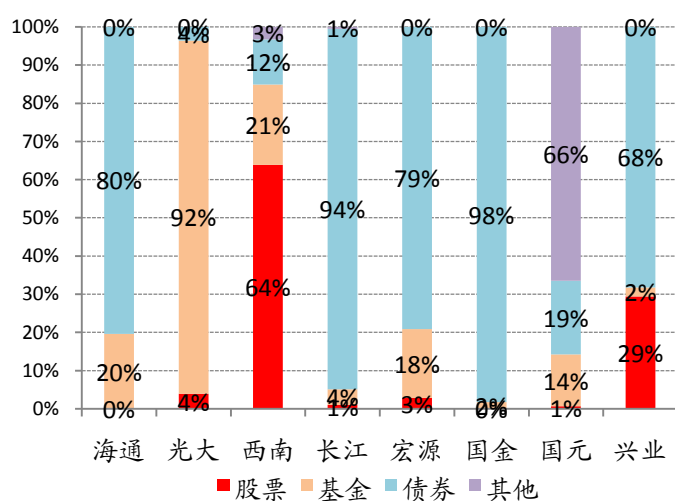
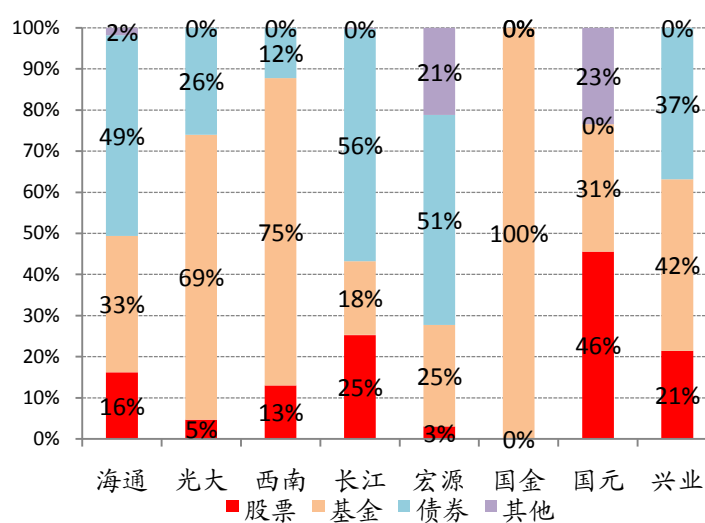


图 15 兴业 09 年交易性金融资产配置股票占比较大



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 16 兴业证券 08 年可供出售金融资产配置

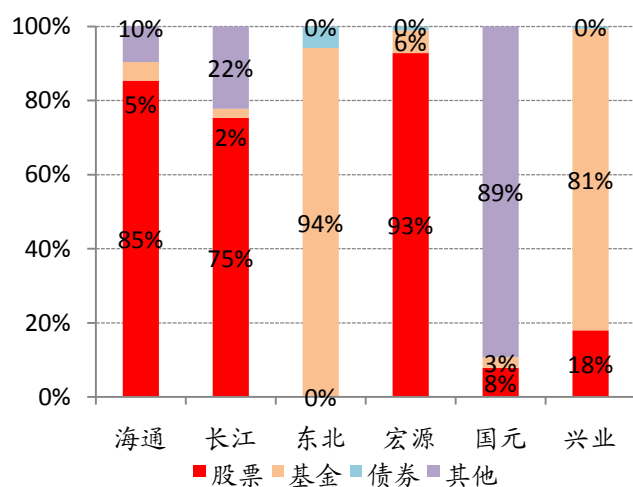
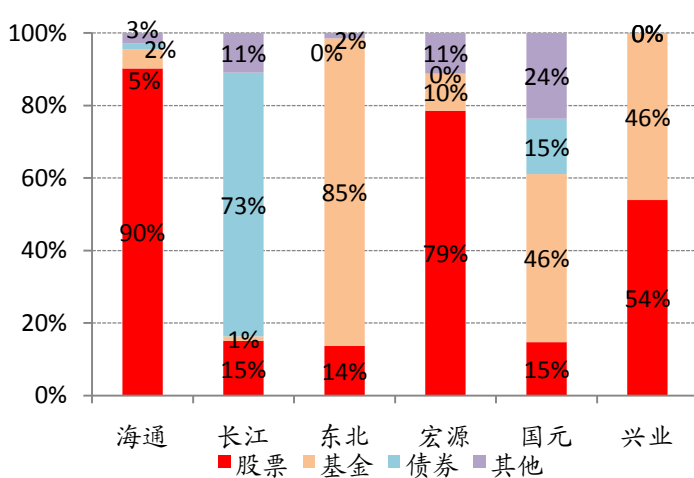


图 17 兴业证券 09 年可供出售金融资产配置



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

3.4 基金管理业务是亮点

截止 09 年底，公司控股的兴业基金旗下共有 7 只公募基金，凭借其突出的投资管理能力获得了业内的好评，兴业基金净利润近三年稳步增长，其营收和营业利润在兴业证券的总营收和营业利润中均占有相当的比重。

稳定发展的基金业务的是兴业证券营收和利润的主要来源，我们预计 2010-2011 年兴业证券的收入中有 20% 左右来源于基金。

图 18 兴业证券营收中基金收入占比较大

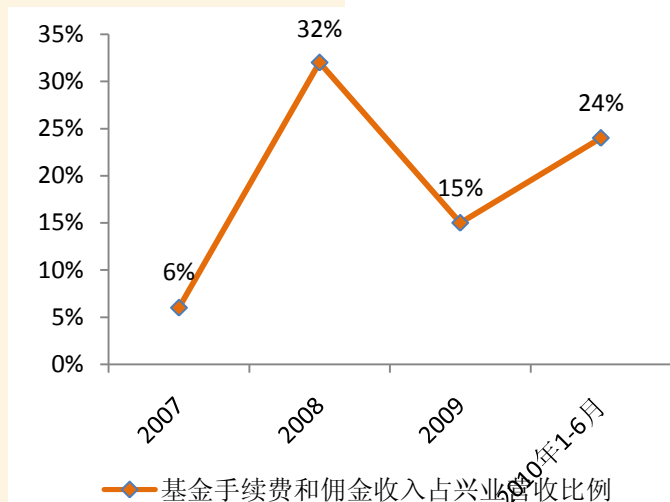
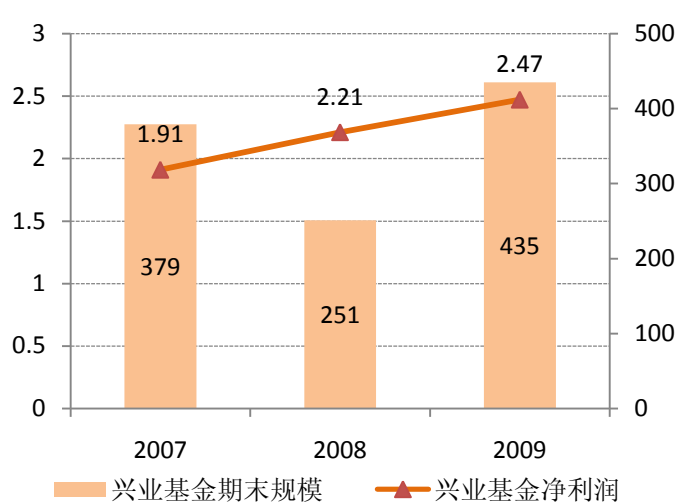


图 19 兴业基金净利润稳步增长



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

兴业证券本次 A 股上市，拟发行不超过 26,300 万股，募集资金扣除发行费用后，全部用于增加公司资本金，本次募集资金到位后，公司净资本将进一步增加，为与净资本规模挂钩的业务发展拓展了空间：包括增加证券营业网点、增强承销实力、开展直投业务、开展融资融券及其他创新业务等，有利于改变“生存基础单一、赢利模式单一”的现状。

本次募集资金到位后，可能在短时间内无法提升公司的盈利能力，但长期看来，有利于增强资本实力及推进各项业务的发展，从而有利于提高公司的盈利能力、实现公司的战略发展目标。

四 建议询价区间 7.43-9.50 元

假设公司发行 2.63 亿股，在日均股票基金权证交易额 2050 亿元,自营平均收益率 4%，营业费用率 50%等关键假设条件下，预测公司 2010 年 EPS 为 0.33 元。

目前上市券商整体 PE 估值水平大致为 26 倍，我们认为在目前的上市券商中，从各项业务指标的接近程度来看，兴业证券与长江证券、国元证券较接近，而他们的 PE 目前分别为 25 和 29 倍。综合考虑上述因素，我们认为兴业证券 2010 年享受 25 至 32 倍 PE 较为合理，因此，我们认为兴业证券的合理价格区间为 8.25-10.56 元，建议询价区间 7.43-9.50 元。

兴业证券 - 利润表 (单位: 百万)	2007	2008	2009	2010	2011
一、营业收入	4778.00	1336.00	3084.00	2263.26	2720.89
手续费及佣金净收入	2517.00	1655.00	2296.00	1892.37	2177.28
其中：代理买卖证券业务净收入	2128.00	1131.00	1684.00	1135.42	1197.50
证券承销业务净收入	58.00	37.00	62.00	124.00	148.80
受托客户资产管理业务净收入	11.00	12.00	29.00	36.00	43.20
利息净收入	183.00	227.00	210.00	240.00	288.00
投资收益	2078.00	-544.00	578.00	130.90	255.61
其他业务收入	0.00	-2.00	0.00	0.00	0.00
二、营业支出	1405.00	912.00	1438.00	1254.11	1550.91
营业税金及附加	233.00	116.00	146.00	124.48	136.04
管理费用	1176.00	731.00	1292.00	1131.63	1414.86
资产减值损失	-4.00	64.00	0.00	-2.00	0.00
其他业务成本	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	3374.00	424.00	1646.00	1009.15	1169.98
营业外收支	0.26	45.97	39.00	20.00	20.00
四、利润总额	3374.00	470.00	1685.00	1029.15	1189.98
减：所得税	1268.00	108.00	408.00	247.00	285.60
五、净利润	2106.00	362.00	1276.00	782.16	904.39
归属于母公司股东的净利润	2038.00	266.00	1155.00	664.83	768.73
股本	1490.00	1937.00	1937.00	2200.00	2200.00
EPS	1.37	0.14	0.60	0.33	0.35

分析师介绍

叶青，南开大学精算学硕士，已通过中国准精算师的考核。2009年8月加入湘财证券，从事保险、证券行业研究。曾任职德勤审计保险组，审计H股上市、及多家寿险公司的财务报表。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。