

兴业证券：经纪业务具备扩张潜力

兴业证券新股分析报告

报告关键点：

- 盈利结构：经纪为主体，资管、自营为两翼
- 经纪业务具备扩张潜力
- 建议询价区间为8.8元-10.4元，首日定价区间为9.6元-11.2元

报告摘要：

- **经纪为主体，资管、自营为两翼的盈利格局。**公司是典型的区域型券商，56%的营业部都分布在福建省内。公司的盈利模式呈现以经纪业务为主体，资产管理业务、自营业务为两翼的传统盈利格局：经纪业务收入在营业收入中的比重2009年、2010年上半年都在60%左右；资产管理业务和自营业务则是公司收入的另外两个支柱。
- **营业部扩张驱动经纪业务市场份额大幅提升。**在证监会放宽营业部设立条件之际，公司大幅增加营业部的数量。营业部的数量从2009年末的29家大幅增至2010年8月底的51家，营业部数量的增幅为76%，大大超出了其它券商营业部的增幅，且公司营业部的扩张趋势还在继续。营业部的大量设立直接推动了公司经纪业务市场份额的大幅提升。公司2009年末股票交易额市场份额（交易所口径）为1.43%，而截至2010年8月末，公司股票交易额市场份额快速上升至1.59%，上升幅度为11.2%，成为上市券商中市场份额上升速度排名第二的券商。
- **经纪业务具备扩张潜力。**新增的这部分营业部对公司经纪业务的贡献力度在未来一段时间内将持续增强，公司的经纪业务市场份额有望实现较大幅度的提升；公司2010年上半年的股票佣金率水平0.8‰，未来受佣金率下降冲击的空间或相对更小。结合这两点，我们认为公司未来的经纪业务的表现将好于同业。
- **资产管理业务占比高。**2010年上半年、2009年、2008年公司分别实现基金公司业务收入2.8亿元、5.1亿元、4.4亿元，通过资产管理部门分别实现业务收入0.2亿元、0.3亿元和0.1亿元，两者的合计数分别占2010年上半年、2009年、2008年营业收入的27%、17%和34%，资产管理业务占营业收入的比重较高。
- **首日定价区间为9.6元-11.2元。**我们按照2010年2000亿元的日均交易额假设，考虑到募集资金带来的自营贡献，得出2010年公司的净利润为10亿元，全面摊薄后的每股净利润为0.40元。参照长江证券和宏源证券的估值，我们给予公司24-28倍P/E来定价，得到上市首日定价区间为9.6元-11.2元，给予公司22-26倍P/E得到询价区间为8.8元-10.4元。
- **风险提示：**（1）公司经纪业务市场份额低于预期或佣金率的下降幅度高于预期；（2）自营业务出现明显亏损。

建议询价区间：

8.80 - 10.40 元

上市首日定价区间：

9.60 - 11.20 元

报告日期：2010-09-17

发行数据

总股本(万股)	193,700
发行数量(万股)	26,300
网下发行(万股)	5,260
网上发行(万股)	21,040
保荐机构	瑞银证券有限责任公司
发行日期	2010-09-27
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

福建省财政厅	27.51%
其他股东	16.22%
福建投资企业集团公司	8.66%
上海中新(集团)有限公司	5.23%
海鑫钢铁集团有限公司	4.61%
厦门市筭筭新市区开发建设有限公司	4.03%
上海兴业投资发展有限公司	4.03%
成功控股集团有限公司	3.49%
上海交大昂立股份有限公司	3.49%
华域汽车系统股份有限公司	3.22%

研究员

杨建海	首席行业分析师
021-68765375	yangjh@essence.com.cn
证书编号	S1450209100294

财务和估值数据摘要

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,336	3,085	2,176	2,935	3,330
Growth(%)		130.91%	-29.47%	34.88%	13.46%
净利润	267	1,155	881	1,189	1,349
Growth(%)		332.58%	-23.72%	34.96%	13.46%
每股收益(元)	0.14	0.60	0.40	0.54	0.61
每股净资产(元)	2.1	2.6	3.6	4.1	4.5
市盈率					
市净率					
净资产收益率(%)	6.67%	23.08%	11.11%	13.17%	13.56%

1. 传统的盈利结构

1.1. 公司基本情况

公司本次拟发行 2.63 亿股 A 股，发行后总股本不超过 22 亿股，本次拟新发行的股份占发行后总股本的比例不超过 11.96%。

公司的前身是 1994 年成立的福建兴业证券公司，该公司在福建兴业银行的证券营业部的基础上组建而成，注册资金 1 亿元。1999 年 8 月 9 日，中国证监会同意福建兴业证券公司与福建兴业银行脱钩及增资的方案，福建兴业证券公司的资本金从 1 亿元增至 6 亿元。2000 年 3 月 15 日，中国证监会核准福建兴业证券公司按股份有限公司进行规范，公司更名为“兴业证券股份有限公司”，注册资本增加至 9.08 亿元。2007 年 9 月 28 日，经证监会批准，公司注册资本金增至 14.9 亿。2008 年 12 月 24 日，证监会核准公司以未分配利润转增股本的方式将注册资本金从 14.9 亿元增至 19.37 亿元。

福建省财政厅持有公司 27.51% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。持有公司 5% 以上股权的公司共有 4 家，其中厦门经济特区房地产开发集团有限公司直接以及通过厦门市筭筭新市区开发建设公司间接持有公司合计 6.1% 的股权，为公司的第三大股东。

表 1 直接或间接持有公司 5% 以上股份的股东

序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例
1	福建省财政厅	53,287	27.51%
2	福建投资企业集团公司	16,770	8.66%
3	上海申新(集团)有限公司	10,140	5.23%
4	厦门市筭筭新市区开发建设公司	7,800	4.03%
	厦门经济特区房地产开发集团有限公司	4,030	2.08%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

作为创新类券商，兴业证券全面发展各项业务。经纪业务收入和股票交易额市场份额在行业中排名靠前，基本都在行业的 20 名左右；2010 年上半年的股票主承销金额的份额也较 2009 年全年的有较大幅度提高，排名也提升了 8 名至第 24 名；资产管理业务的净收入 2009 年为行业第 15 名，我们后面还会提到，截至 2010 年 6 月 30 日，公司管理的资产净值排名行业第 18 名，占行业总资产净值的 1.5%。

表 2 公司主要业务排名(%)

	2009 年		2010H	
	市场份额	排名	市场份额	排名
经纪业务收入	1.19	23	1.17	21
股票交易额	1.43	20	1.57	19
股票主承销金额	0.2	32	0.52	24
资产管理业务净收入		15		
资产管理业务净收入增长率		11		

数据来源：证券业协会，安信证券研究中心

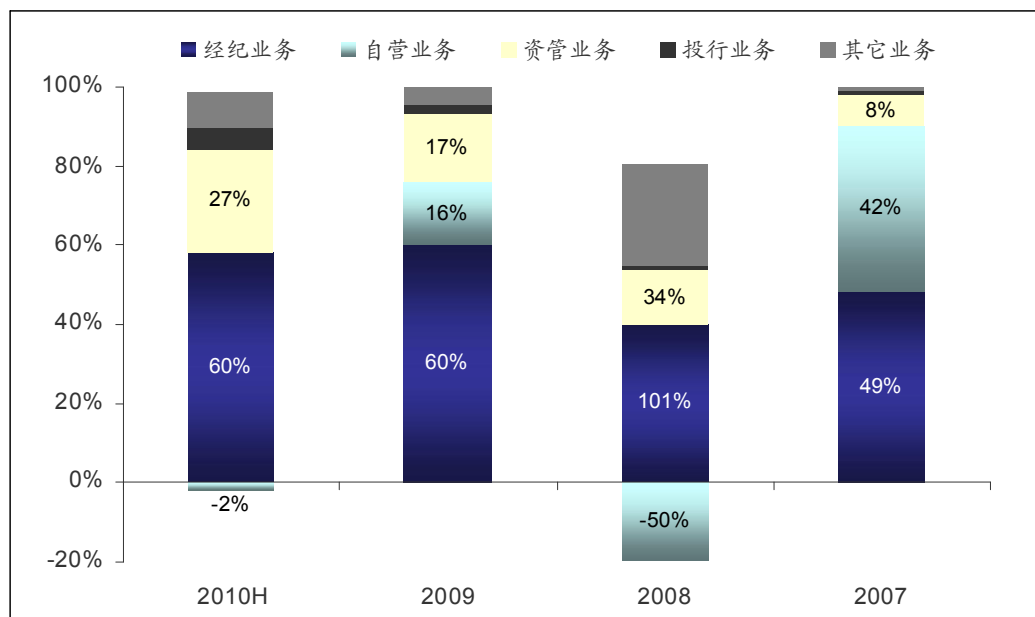
1.2. 盈利结构：经纪为主体，资管、自营为两翼

从过去三年公司的经营结果来看，公司的盈利模式呈现以经纪业务为主体，资产管理业务、自营业务为两翼的传统盈利格局。经纪业务是公司最主要的收入及利润来源。公司 2010 年上半年、2009 年度、2008 年度及 2007 年度经纪业务贡献的营业收入占公司营业收入总额的比例分别为 60.15%、60.22%、101.00% 及 48.54%。自营业务和资产管理业务则是公司收入的另外两个支柱。其中自营业务波动较大，2007 年的牛市中，公司自营业务贡献了营业收入的 43%，而在行情不好的 2008 年，自营业务则对公司业绩造成了 41% 的负面贡献，自营业务收入的大幅波动也带动了经纪业务占比的波动；公司的资产管理业务收入（主要是基金管理费及手续费）则相对

较为稳定。

与其它上市公司相比，公司 2009 年经纪业务收入在营业收入中的占比处于相对较低的位置，这与公司在 2009 年自营收入占比较高（19%）直接相关，由于公司目前只要依靠经纪业务和自营业务贡献业绩，考虑到自营业务收入的波动性，公司经纪业务在总营业收入中的占比波动仍可能会比较大。

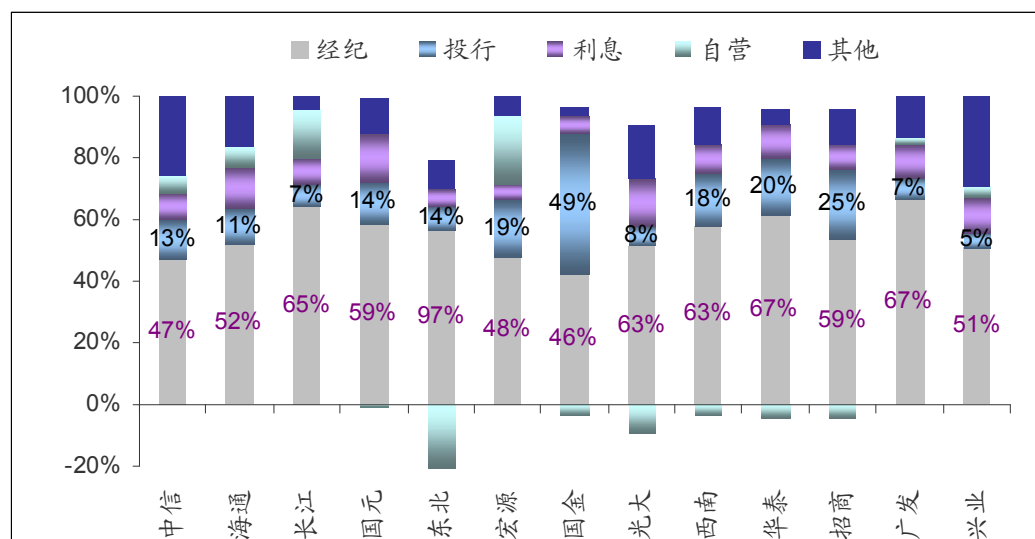
图 1 兴业证券近年的营业收入结构



数据来源：wind，公司资料，安信证券研究中心

注：“资管业务”包括“基金公司业务”在内

图 2 上市券商 2010 年上半年的营业收入结构对比



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2. 经纪业务具备较大扩张潜力

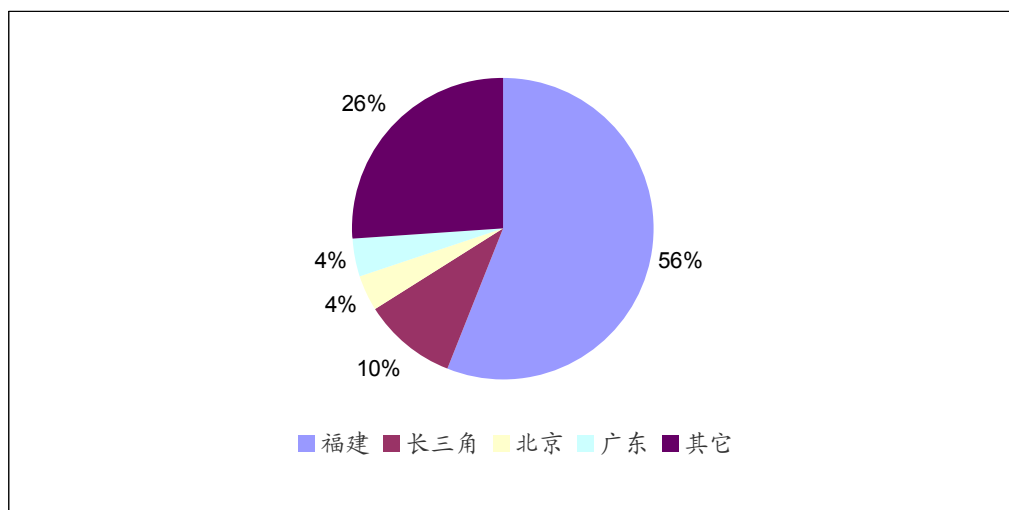
2.1. 市场份额明显提升

截至 2010 年 6 月 30 日，公司总共拥有 50 家营业部，公司的营业部数量在上市券商中处于靠后的位置。公司是典型的区域型券商，56% 的营业部（28 家）分布在福建省内。2010 年 7 月，证监会核准公司新设 5 家营业部，其中 4 家设在福建省内，显示了公司继续在福建省内扩张的战略意图。

公司经纪业务的地区分布比例与营业部的分布比例大体相当，如福建省的股基交易额占公司总股基交易额的 57%，与其 56%的营业部数目比例相当。这其中例外的是长三角地区，该地区营业部的比例只有 10%，但是股基交易额的比例却达到了 19%，显示公司在长三角地区的部均产能较高。

公司 2009 年末股票交易额市场份额（交易所口径）为 1.43%，而截至 2010 年 8 月末，公司股票交易额市场份额快速上升至 1.59%，上升幅度为 11.2%，在上市券商中的升幅仅次于西南证券（17%），与长江证券（11.2%）持平，成为上市券商中市场份额上升第二的券商。

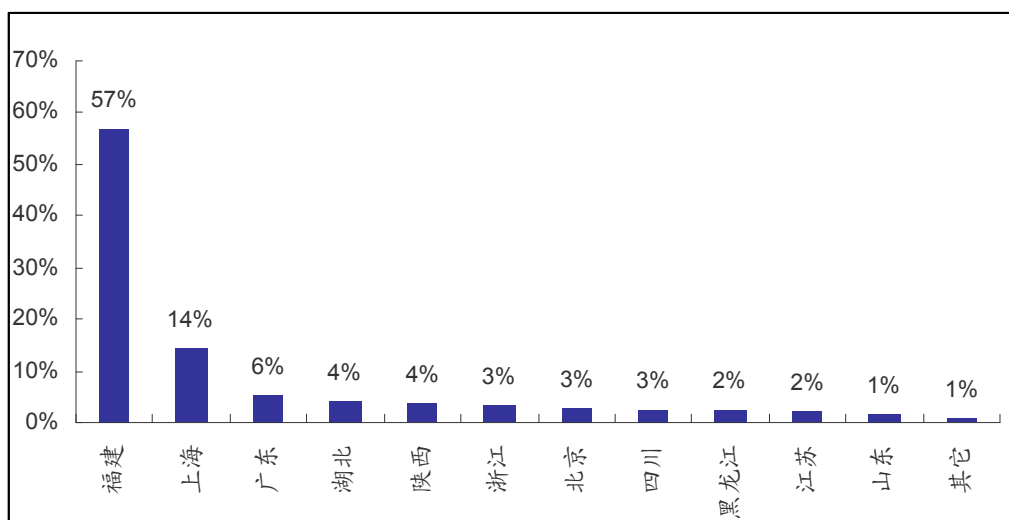
图 3 公司的营业部分布图



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

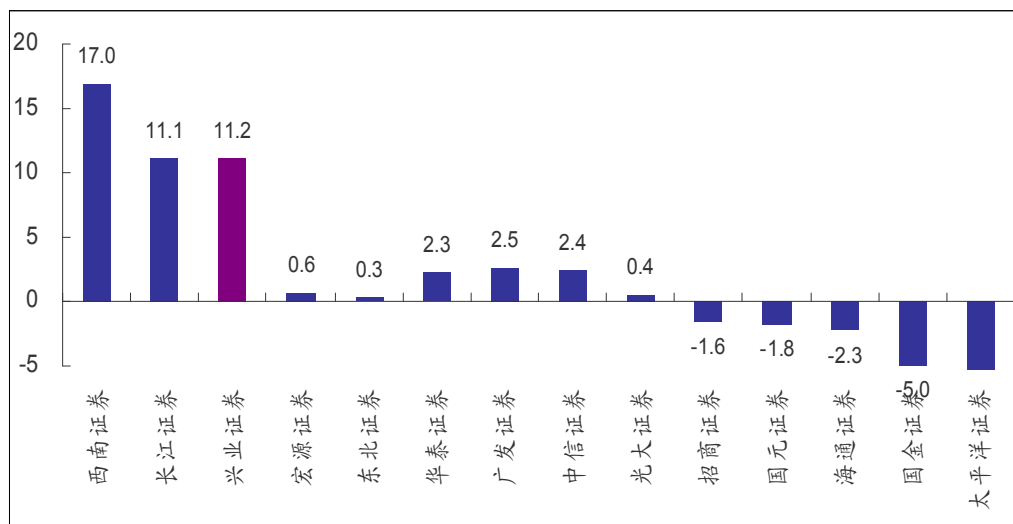
注：“长三角”包括上海、浙江和江苏

图 4 经纪业务（股基交易额）地区分布图



数据来源：伟海，安信证券研究中心

图 5 截至 2010 年 8 月，与 2009 年相比各上市券商经纪业务市场份额变动（%）

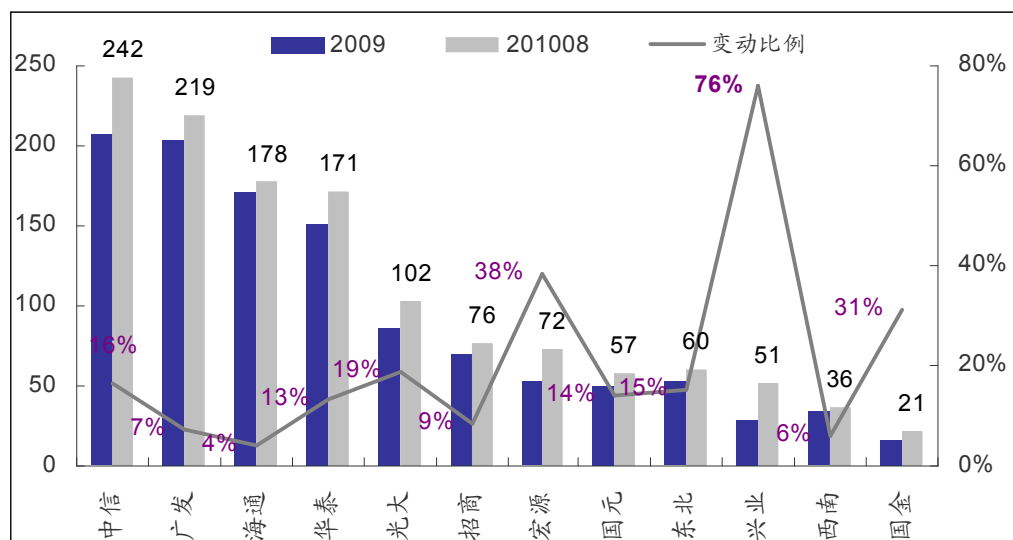


数据来源：wind，安信证券研究中心

公司在 2010 年经纪业务市场份额快速扩张的原因在于公司 2010 年大幅增加了营业部的数量。中国证监会于 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。公司抓住这一机遇，大幅进行了营业部的扩张，公司营业部的数量从 2009 年末的 29 家大幅增加至 2010 年 8 月底的 51 家，营业部数量的增幅为 76%，大大超出了其它券商营业部的增长幅度，而且在绝对数字上，22 家新增营业部的数量也仅低于中信系的 34 家。另外，从招股书披露的信息来看，公司在 2010 年 7 月又获准在福建等地新开 5 家营业部，公司营业部的扩张趋势还在继续，经纪业务市场份额有望进一步提高。

从新增营业部的分布来看，公司 80% 的新增营业部分布在福建省，显示公司未来将在福建省内精耕细作，进一步扩张在福建省的市场份额；同时公司也不忘向外省市扩张，云南、重庆等地也新增了营业部。

图 6 截至 2010 年 8 月，与 2009 年末相比各上市券商营业部数目的变动



数据来源：wind，安信证券研究中心

注：（1）中信、广发、华泰的数据为合并口径，出于数据可比性考虑，中信证券的营业部数目中仍包括中信建投的全部营业部

表 3 兴业证券营业部分布结构及新增营业部的分布（截至 2010 年 6 月）

地区	营业部数目	占比	其中 2010 年新增数
福建	28	56%	17
上海	3	6%	0
北京	2	4%	1
山东	2	4%	1
云南	1	2%	1
重庆	1	2%	1
其它	13	26%	0
合计	50	100%	21

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.2. 佣金率进一步下降空间有限

公司经纪业务市场份额在快速上升的同时，我们看到公司经纪业务的增幅却位于上市公司中等靠后位置，如 2010 年上半年的经纪业务收入占 2009 年的比重为 34%，位于 13 家上市券商（除太平洋）中的第 8 位，究其原因，主要是因为公司的佣金率下降较多。

公司 2010 年上半年的股票交易额佣金率为 0.8‰，较 2009 年的佣金率水平（1.1‰）下降了 28%，相比 2008 年下降幅度为 24%，下降幅度在上市券商中相对较高。公司的股基佣金率与其他区域型券商如东北、宏源、国元等相比处于相对较低的位置。但是，未来随着证监会放宽证券公司在住所地辖区和全国设立证券营业部的条件，我们认为佣金率较高的区域性券商所受到的边际冲击将较大幅度地超过佣金率相对较低的区域型券商，因此，虽然兴业证券目前的佣金率绝对水平不高且之前下降较为明显，然而其继续下降的空间却相对有限，公司受佣金进一步下降的冲击将相对更小。

我们认为，营业部的大量增加是公司经纪业务市场份额快速扩张的重要原因，并且这一扩张趋势还在延续。考虑到新增的营业部在初始营业阶段可能存在一段盈利的过渡期，我们认为新增的这部分营业部对公司经纪业务的贡献力度在未来一段时间内将持续增强，公司的经纪业务市场份额有望实现较大幅度的提升。考虑到公司佣金率较窄的下降空间，公司未来的经纪业务的表现或将好于同业。

表 4 上市券商经纪业务收入对比（百万元）

证券	2008A	2009A	YoY	2009H	2010H	YoY
广发	4,837	7,453	54%	NA	2,423	
华泰	5,257	7,440	42%	2,007	2,418	20%
国金	535	978	83%	333	374	12%
西南	500	895	79%	379	359	-5%
长江	1,208	2,047	70%	850	800	-6%
宏源	1,189	2,138	80%	943	815	-14%
国元	861	1,539	79%	656	557	-15%
海通	4,023	6,274	56%	2,774	2,273	-18%
东北	877	1,402	60%	608	494	-19%
招商	3,041	4,793	58%	2,115	1,622	-23%
中信	7,457	10,922	46%	4,904	3,740	-24%
兴业	1,132	1,685	49%	743	565	-24%
光大	2,441	3,641	49%	1,756	1,229	-30%

数据来源：公司资料，中国货币网，安信证券研究中心

表 5 各上市券商佣金率变动情况

佣金率	2008A	2009A	变动 (%)	2010H1	变动 (%)
中信	0.17%	0.12%	-26	0.10%	-20
海通	0.18%	0.14%	-20	0.12%	-13
广发	0.19%	0.15%	-23	0.11%	-24
华泰	0.16%	0.12%	-25	0.09%	-25
招商	0.15%	0.11%	-26	0.09%	-20
光大	0.14%	0.11%	-20	0.09%	-21
长江	0.16%	0.13%	-19	0.11%	-17
国元	0.17%	0.13%	-22	0.12%	-14
东北	0.22%	0.17%	-22	0.14%	-18
宏源	0.22%	0.15%	-29	0.14%	-12
西南	0.17%	0.13%	-23	0.11%	-18
国金	0.14%	0.12%	-15	0.12%	-5
兴业	0.15%	0.11%	-24	0.08%	-28

数据来源: wind, 安信证券研究中心

注: 佣金率=经纪业务收入/股票交易额, 交易所口径

3. 资产管理业务稳步前进

公司通过参股控股基金公司间接进行资产管理业务以及通过自身资产管理部门直接开展资产管理业务。资产管理业务稳步前进, 有望为公司做出持续、稳定的业绩贡献。

资产管理业务是公司仅次于经纪业务的重要支柱。其中资产管理业务收入主要来自于控股、参股的基金管理公司: 2010 年上半年、2009 年、2008 年公司分别实现基金公司业务收入 2.8 亿元、5.1 亿元、4.4 亿元, 通过资产管理部门分别实现业务收入 0.2 亿元、0.3 亿元和 0.1 亿元, 两者的合计数分别占 2010 年上半年、2009 年、2008 年营业收入的 27%、17%和 34%。

公司持有兴业全球基金 51%的股权, 截至 2010 年 9 月 14 日, 公司控股的兴业基金管理的总资产为 393 亿元, 在 60 家基金公司中位列第 21 名; 公司还参股南方基金, 持股比例为 10%, 截至 2010 年 9 月 14 日, 南方基金管理的总资产为 1013 亿元, 在 60 家基金公司中位列第 5 名。公司加权后的基金管理总资产为 302 亿元, 在上市券商中排在第 7 位。

客户资产管理业务方面, 公司 2006 年发展了机构定向资产管理业务, 于 2009 年成功发行 2 支集合资产管理, 两只集合理财产品的募集资金均超过 15 亿元; 公司于 2010 年 6 月成功发行第 3 支理财产品, 募集资金超过 22 亿元。根据中国证券业协会公布的 2009 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, 公司排名分别为第 15 位、第 18 位、第 11 位, 均在中位数以上。根据 wind 截至 2010 年 6 月 30 日的数据显示, 公司管理的资产净值排名行业第 18 名, 占行业总资产净值的 1.5%。

表 6 上市券商持有的基金资产概况（截至 2010 年 9 月 14 日）

券 商	基金名称	资产规模	股权比例	权益资产	合计
中信证券	华夏基金	2,171	100.00%	2,171	2,171
广发证券	易方达基金	1,287	25.00%	322	738
	广发基金	860	48.33%	416	
招商证券	博时基金	1,126	49.00%	552	656
	招商基金	312	33.30%	104	
华泰证券	南方基金	1,013	45.00%	456	539
	华泰柏瑞基金	169	49.00%	83	
光大证券	光大保德信基金	273	67.00%	183	378
	大成基金	779	25.00%	195	
海通证券	海富通基金	376	51.00%	192	340
	富国基金	534	27.78%	148	
兴业证券	兴业全球基金	393	51.00%	200	302
	南方基金	1,013	10.00%	101	
东北证券	银华基金	646	21.00%	136	174
	东方基金	82	46.00%	38	
西南证券	银华基金	646	29.00%	187	187
国元证券	长盛基金	370	41.00%	152	152
长江证券	长信基金	193	49.00%	95	105
	诺德基金	36	30.00%	11	

数据来源：wind，安信证券研究中心

单位：亿元

表 7 证券行业资产管理业务资产净值排名（截至 2010 年 6 月 30 日）

排名	管理人	资产净值	占比	排名	管理人	资产净值	占比
1	中信证券	115	11.4%	10	长江证券	43	4.2%
2	光大证券	98	9.7%	11	广发证券	24	2.4%
3	国泰君安	92	9.2%	12	浙商证券	23	2.3%
4	华泰证券	62	6.1%	13	中银国际	22	2.1%
5	国信证券	61	6.1%	14	华西证券	21	2.1%
6	招商证券	59	5.8%	15	安信证券	19	1.9%
7	东海证券	58	5.8%	16	东北证券	18	1.7%
8	东方证券	55	5.5%	17	海通证券	16	1.6%
9	中金公司	48	4.7%	18	兴业证券	15	1.5%

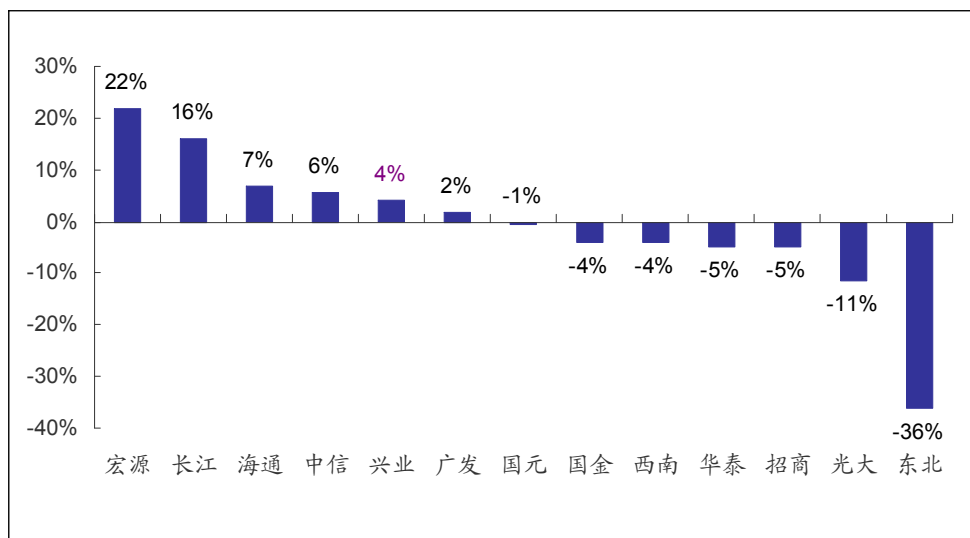
数据来源：WIND，安信证券研究中心

单位：亿元

4. 自营风格趋于谨慎

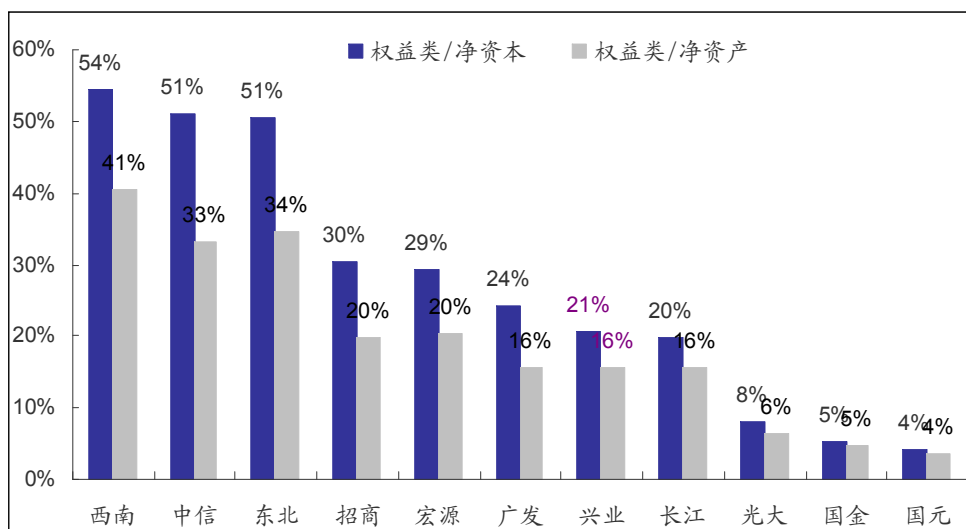
自营业务也是公司业绩的重要组成部分。2010 年上半年，公司自营业务收入占总营业收入的比重为 4%，而 2007 年~2009 年自营业务收入占营业收入的比重分别为 42%、-50%、16%，我们看到，公司的自营趋于谨慎，还是较好地规避了上半年的市场风险。2010 年中期末，公司权益类证券占净资本的比重为 21%，权益类证券占净资产的比重为 16%，在上市券商中处于中等偏下水平。总的来说，公司自营风格还是呈现出中性色彩，且趋于谨慎。

图 7 2010 年上半年各上市券商自营收入占营业收入的比重



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 8 2010 年上半年各上市券商权益类证券占净资本和净资产的比重



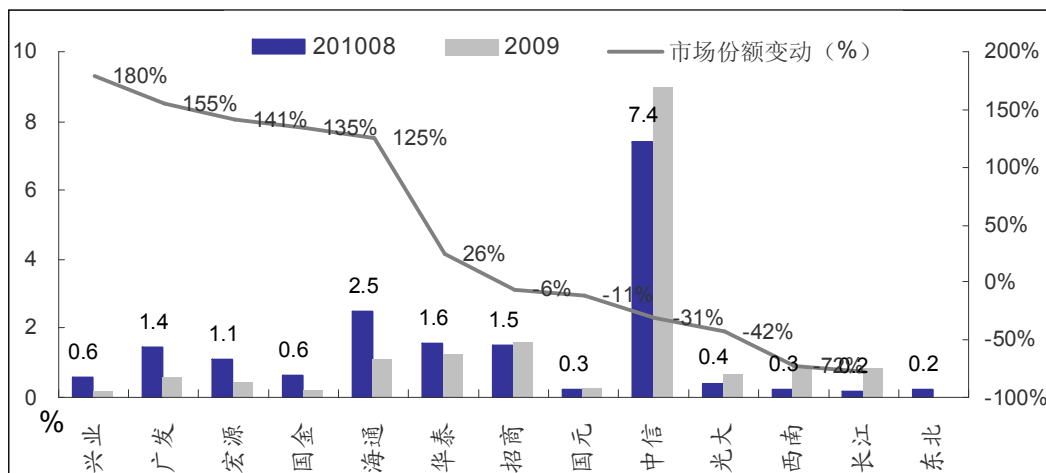
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：2010 年中报中，华泰证券和海通证券未披露该项数据

5. 投行业务市场份额上升迅猛

投资银行业务方面，2010 年上半年、2009 年度、2008 年度及 2007 年度本公司投资银行业务收入分别为 6,634 万元、7,221 万元、4,864 万元和 6,996 万元，其中承销业务收入分别为 5211 万元、5574 万元、3032 万元和 4894 万元。投行业务收入在营业收入中的占比有所提升，至 5% 左右。2010 年以来，公司主承销市场份额迅速扩大，截至 2010 年 8 月底，公司的主承销市场份额从 2009 年末的 0.2% 上升至 0.56%，上升幅度为 180%，在所有上市券商中增幅最大。

图 9 2010 年上半年各上市券商投行业务的市场份额(%)的变动



数据来源：WIND，安信证券研究中心

注：该份额为主承销市场份额(%)

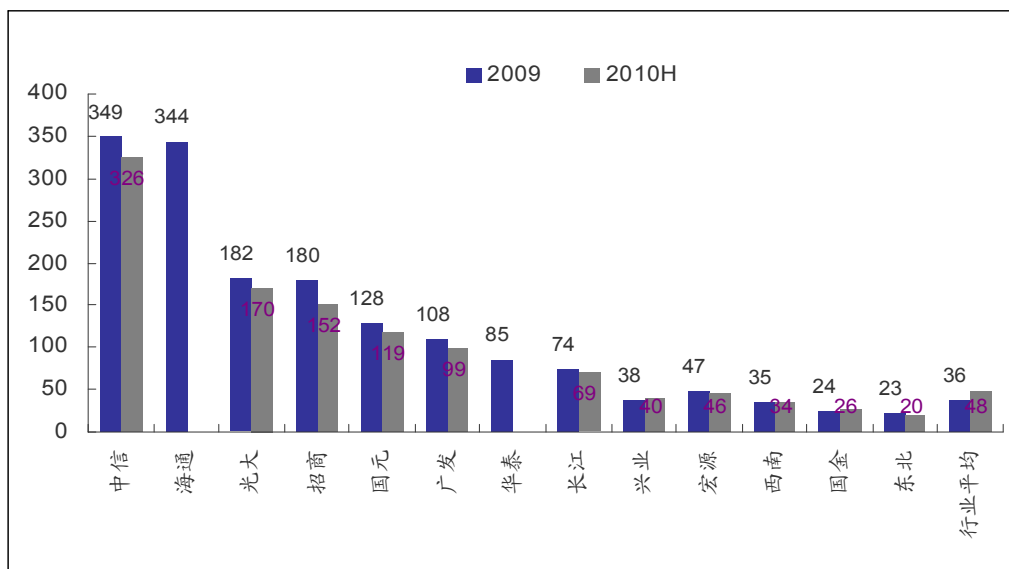
6. 创新业务贡献业绩值得期待

我们预计本次公开发行公司将募集 25 亿元左右的资金，公司的净资产和净资本将分别增至 73 亿元和 63 亿元左右，募资后公司的净资本水平将提升近 70%。募资后公司的净资本在上市券商中处于中等位置，在区域型上市券商中仅次于国元证券和长江证券，高出西南证券、国金证券和东北证券不少。根据公司招股书所述，所募集的资金拟全部用于增加公司资本金，扩展相关业务，募集资金的具体用途包括：

- 1、进一步增加证券营业网点，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，调整自营及资管业务规模；
- 3、经中国证监会批准的前提下，开展双融、直投等创新业务；
- 4、增资兴业期货，提高其净资本规模，加快业务发展；
- 5、提升研究实力及加强后台运行支持水平等。

公司在募集资金从而净资本获得大幅提升后，我们认为，公司的创新业务或将开始对业绩做出贡献。一方面，公司符合融资融券的条件（最近 6 个月净资本均在 30 亿元以上），新募资金也将对融资融券业务形成直接的资本支持，因此，融资融券很有可能在 2011 年开始为公司贡献业绩；另一方面，公司在 2008 年新增了直接投资部，2009 年 9 月获得了直投业务资格，虽然公司目前还没有成立直接投资子公司，但直接投资业务仍然值得期待。

图 10 各上市券商净资本对比（亿元）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：海通和华泰没有公布 2010 年中期的净资本

7. 盈利预测和估值

我们按照 2010 年 2000 亿元的日均交易额假设，考虑到募集资金带来的自营贡献，得出 2010 年公司的净利润为 10 亿元，全面摊薄后的每股净利润为 0.46 元。在上市券商中我们选取经纪业务市场份额、净资本（考虑兴业证券募资）均与公司相近的长江证券以及经纪业务市场份额、净资本（不考虑兴业证券的募资）与公司相近的宏源证券作为参照系，目前长江证券 2010 年的市盈率为 19 倍，宏源证券 2010 年的市盈率为 24 倍，考虑到公司经纪业务比长江证券更具成长性，募资后净资本比宏源证券更雄厚，因此，我们给予公司 22-26 倍 P/E 来定价，得到上市首日定价区间为 9.4 元-11.1 元，给予公司 20-24 倍 P/E 得到询价区间为 8.6 元-9.9 元。

此外，我们还考虑按照市值佣金比对公司来进行定价。我们仍然参照经纪业务市场份额以及净资本与公司相近的长江证券和宏源证券。截至 2010 年 9 月 14 日收盘价，长江证券和宏源证券的市值佣金比分别为 12 倍，如果按照长江证券和宏源证券的市值佣金比来对兴业证券进行估值的话，那么兴业证券经纪业务价值则为 187 亿元（ $17 \times 12 = 202$ ），募集资金到位后公司净资产预计为 73 亿元左右，那么公司的总市值大致为 260 亿元。发行后的股本为 22 亿股，二级市场每股合理价格为 11.8 元左右，考虑到一级市场的 20%~30% 左右的折价，得到一级市场价格 8.8~10.0 元之间。

表 8 券商估值水平比较

证券代码	证券简称	价格（元）	市值（百万元）	EPS（元）		P/E(X)	
		2010-9-14	2010-9-14	2009A	2010E	2009A	2010E
600030.SH	中信证券	11.51	114,475	1.35	1.52	8.5	7.6
600109.SH	国金证券	17.13	17,134	0.53	0.66	32.3	26.1
600369.SH	西南证券	13.09	30,402	0.54	0.40	24.2	32.9
600837.SH	海通证券	9.48	78,000	0.60	0.68	15.8	13.8
600999.SH	招商证券	21.17	75,904	0.95	0.86	22.2	24.6
601688.SH	华泰证券	13.92	77,952	0.72	0.76	19.4	18.3
601788.SH	光大证券	15.37	52,535	0.83	0.79	18.6	19.4
000562.SZ	宏源证券	17.39	25,410	0.79	0.71	22.1	24.5
000686.SZ	东北证券	22.95	14,672	1.43	1.15	16.1	20.0
000728.SZ	国元证券	12.59	24,728	0.53	0.69	23.8	18.1
000776.SZ	广发证券	32.88	82,432	2.34	1.72	14.0	19.1
000783.SZ	长江证券	11.27	24,470	0.61	0.59	18.6	19.1

数据来源：wind，安信证券研究中心

表 9 上市券商的市值佣金比

代码	公司	总市值	净资产	经纪业务收入	市值佣金比
600030	中信证券	1,145	616	109	10
600837	海通证券	780	434	63	12
000776	广发证券	824	164	75	11
601688	华泰证券	780	139	74	10
600999	招商证券	759	226	48	16
601788	光大证券	525	225	36	14
000783	长江证券	245	91	20	12
000728	国元证券	247	151	15	16
600369	西南证券	304	47	9	34
000562	宏源证券	254	65	21	12
000686	东北证券	147	31	14	10
600109	国金证券	171	26	10	18

数据来源: wind, 安信证券研究中心

单位: 亿元

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2010-09-17

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,336	3,085	2,176	2,935	3,330	货币资金	10,293	18,504	21,279	24,471	28,142
手续费净收入	1,655	2,296	1,444	1,676	1,853	结算备付与保证金	811	2,220	2,554	2,937	3,377
代理买卖证券业务净收入	1,132	1,685	1,339	1,543	1,683	交易性金融资产	1,006	3,065	3,525	4,054	4,662
证券承销业务净收入	38	62	74	96	124	买入返售金融资产	4	0	0	0	0
资产管理业务净收入	13	29	32	38	46	可供出售金融资产	169	437	502	578	664
利息净收入	228	210	231	254	280	其他资产	912	1,164	1,338	1,539	1,770
投资收益及公允价值变动	-544	578	501	1,005	1,198	资产总计	13,196	25,390	29,198	33,578	38,615
其他业务收入	-2	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	912	1,439	870	1,174	1,332	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	116	147	109	147	167	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	731	1,292	762	1,027	1,166	卖出回购金融资产款	4	580	600	699	812
营业利润	424	1,646	1,306	1,761	1,998	代理买卖证券款	8,199	18,477	19,128	22,265	25,887
营业外收支	46	39	0	0	0	其他负债	732	986	1,021	1,188	1,381
利润总额	470	1,685	1,306	1,761	1,998	负债合计	8,935	20,042	20,749	24,152	28,080
所得税	108	409	326	440	500	股本	1,937	1,937	2,200	2,200	2,200
净利润	362	1,277	979	1,321	1,499	归属母公司所有者权益	4,036	5,061	7,997	8,921	9,970
归属母公司所有者净利润	267	1,155	881	1,189	1,349	少数股东权益	224	287	453	505	564
少数股东损益	96	121	98	132	150	所有者权益合计	4,260	5,348	8,449	9,426	10,535
经营指标						风险指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	1.56%	5.99%	3.23%	3.79%	3.74%	净资本					
平均净资产收益率	6.75%	25.40%	13.50%	14.05%	14.28%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	68.25%	46.64%	40.00%	40.00%	40.00%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	10.13%	12.15%	7.45%	8.74%	8.62%	权益自营规模/净资本					
每股数据(元)						估值					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.14	0.60	0.40	0.54	0.61	市盈率					
每股净资产	2.1	2.6	3.6	4.1	4.5	市净率					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034