

兴业证券—寻求突围与超越之路

新股定价报告

兴业证券 (601377)

评级：无评级

深度报告

2010年 9月 17日 星期五

投资要点

- q 按可比公司的 PE/PB相对估值结果,我们估计兴业证券上市后的合理股价在 8.04元左右。建议 IPO发行价格在此基础上折 8折约 6.5元较为合适。
- q 兴业证券经纪、投行、资产管理、基金业务 2009年排名分别为 19名、36名、18名和 29名,相应业务的市场份额分别为 1.42% 0.53% 1.50%和 1.44%,处于行业中等偏上一点规模的水平。
- q 兴业证券主要特点是经纪业务表现不错,自营业务投资收益率总体来看保持稳健,公司的基金业务收入占比较高是其较好的特点。公司未来在投行与资产管理业务和其他创新业务的收入增长,则是其未来的主要看点。
- q 估计未来几年净利润仍处于周期性的下降之中,我们认为从长远来看,证券行业还是处于周期性波动并且总体是向上增长波动过程中的。证券公司股票短期也许难有很好表现,从几年的长期投资收益来看也许还是可以的。

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

非银行金融行业

执业证书编号: S0630207100038

联系人: 周颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本 (亿股)	23
流通股本 (亿股)	2.63
总市值 (亿元)	
流通市值 (亿元)	

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月		
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图

相关报告:

1 《小证券公司并不比大证券公司成长得更快》2010年证券行业投资策略报告

公司主要财务指标及 2010年预测值

	2008	2009	2010E
营业收入 (亿元)	13.36	30.85	23
营业收入增长率	-72.0%	130.91%	-25.45%
营业利润 (亿元)	4.24	16.46	11
营业利润增长率	-87.4%	288.21%	-33.17%
净利润 (亿元)	2.67	11.55	7
净利润增长率	-86.9%	332.58%	-39.39%
营业净利率	19.99%	37.44%	30.43%
每股收益 (元)	0.14	0.6	0.3
每股净资产 (元)	2.2	2.76	3.25

目 录

1. 兴业证券的发展情况与行业地位	3
2. 公司各项业务的经营状况	3
2.1 经纪业务	4
2.2 资产管理业务	4
2.3 投行业务	5
2.4 自营业务	5
2.5 基金业务	6
2.6 证券研究业务	6
2.7 直投与期货公司	6
3. 公司历年的总体经营情况回顾	7
3.1 公司的近几年收入构成结构	7
3.2 公司近几年费用及工资支出情况	7
4. 对公司的估值分析	8
4.1 按分部业务进行估值	8
4.2 按类似上市公司的 PE PB相对估值方法	9

表格目录

表 1. 兴业证券主要控股参股公司情况	3
表 2. 兴业证券主要业务在业内排名情况	3
表 3. 兴业证券 2007-2010年 6月主要经纪业务品种交易量及市场额	4
表 4. 公司 2007-2010年上半年年佣金率及与市场对比估计	4
表 5. 兴业证券 2007-2010年上半年资产管理情况	4
表 6. 兴业证券 2007年以来承销收入情况	5
表 7. 兴业证券 2007年以来自营业务规模及收益率情况	5
表 8. 兴业基金 2007年以来的经营情况	6
表 9. 兴业证券 2007年以来的研究经费情况	6
表 10. 兴业证券 2007年以来的主要业务收入情况	7
表 11. 兴业证券 2007年至今工资开支和业务琢管理费用情况	8
表 12. 2010年 9月 17日证券公司相对估值情况	9
表 13. 2010年上市证券公司主要收入指标对比	10

1. 兴业证券的发展情况与行业地位

公司从 1994年开始由福建兴业银行设立，注册资本为 1亿元，1999年时公司与兴业银行脱钩，注册资本增为 6亿元，2000年、2007年、2009年时分别增资为 9.08亿元、14.9亿元和 19.37亿元。发行前公司的第一大股东为福建省财政厅，发行前持股比例为 27.51%福建国资委下属全资子公司 福建投资企业集团 持股约 8.60% 兴业证券基本上是福建省财政、国资系统控股的证券公司。

公司下属公司有兴业资本、兴业基金、兴业期货和兴业物业公司，参股南方基金 10%等。

表 1. 兴业证券主要控股参股公司情况

下属公司	注册资本	持股比例	总资产	净资产	2009净利润	2010Q2净利
兴业资本	1亿	100%	1亿	1亿		亏 0.7万
兴业基金	1.5亿	51%	7.22亿	5.68亿	2.47亿	1.37亿
兴业期货	3亿	96.90%	6.08亿	0.92亿	242万	277.7万
兴证物业	50万	100%	36.55万	36.05万	亏 10.06万	亏 3.9万
南方基金	1.5亿	10%	26.2亿	20.1亿	7.85亿	2.32亿

数据来源：公司招股说明书

公司 2010年中期末有员工 2493人，50家证券营业部，公司各项业务在业内的地位情况如下：

表 2. 兴业证券主要业务在业内排名情况

	2009年交易金额或承销金额或管理规模	2009年排名	市场份额
经纪	13555.2亿	第 19名	1.42%
投行	52.92亿（股票 17.92亿）	第 36名	0.53%
资产管理 *	19.1	第 18名	1.50%
基金业务 *	345.1	第 29 名	1.44%

数据来源：公司招股说明书、WIND, 其中资产管理与基金业务为 2010 年中期末的数据。

2. 公司各项业务的经营状况

2.1 经纪业务

表 3. 兴业证券 2007-2010年 6月主要经纪业务品种交易量及市场额

	2010年 6月		2009		2008		2007	
	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额	交易量	市场份额
A股	7055.78	1.58%	15,168.20	1.42%	7,723.04	1.47%	12,661.28	1.39%
B股	12.78	0.74%	29.12	0.69%	15.32	0.63%	70.28	0.57%
基金	87.58	1.12%	198.55	0.96%	147.55	1.33%	327.62	2.01%
权证	268.48	1.46%	1,626.25	1.52%	2,438.31	1.76%	3,519.85	2.26%
国债回购	503.01	0.95%	665.42	0.94%	409.69	0.84%	140.02	0.76%
合计	7936.16	1.48%	17729.96	1.38%	10,778.92	1.45%	16,731.67	1.49%

数据来源：公司招股说明书

公司经纪业务的网上交易金额比例较高，2007年至 2010年中期，网上交易金额比重分别达到 69% 79% 85%和 91.82%，呈逐年上升的趋势。

表 4. 公司 2007-2010年上半年年佣金率及与市场对比估计

	2010年 1-6月	2009	2008	2007
市场平均佣金率（千分之一）	1.01	1.19	1.3	1.47
公司综合佣金率（千分之一）	0.79	0.96	1.11	1.28
市场股票基金权证交易量（万亿）	47.9	119.2	67.7	108.9
公司股票基金权证交易量（万亿）	0.74	1.7	1.03	1.66

数据来源：公司招股说明书

可见公司的佣金率一直低于行业平均水平，并且公司的佣金率下降速度比市场整体还快，公司的佣金率水平在上市券商中是比较低的。

2.2 资产管理业务

表 5. 兴业证券 2007-2010年上半年资产管理情况

	2010年上半年	2009年	2008年	2007年
期末受托管理资金（亿）	19.12	24.37	1.57	1.2
受托资金总体损益（亿）	-1.16	0.64	-0.19	0.93
平均受托资产管理收益率	-6.04%	22.14%	-28.05%	177%
业务净收入（万元）	1873.3	2888.7	1259.4	1087.7

数据来源：公司招股说明书

应当说兴业证券的资产管理业务业绩表现一般，2009 年收益率偏低，而 2008年与 2010年上半年的熊市中表现强于市场整体，显示在资产管理业务中公司注重防范下跌的风险。

兴业证券资产管理业务规模近几年有了较大增长，但在业内有从事资产管理业务的证券公司中只排名中等，业务收入近几年有所增长，但总体收入金额有限。

2.3 投行业务

公司投行业务曾经受到投行人员集体出走的影响，近几年增长不快，在2009年下半年至2010年受创业板开设IPO重启影响，很多券商的投行业务收入有了大幅的增升，很多券商2010年上半年投行业务收入增长N倍的情况下，兴业证券的投行同期收入增长不太多。

表 6. 兴业证券 2007年以来承销收入情况

	2010年上半年	2009年	2008年	2007年
承销业务收入(万元)	5488.83	6173.7	3750.7	5794.3

数据来源：公司招股说明书

2.4 自营业务

表 7. 兴业证券 2007年以来自营业务规模及收益率情况

	2010年上半年	2009年	2008年	2007年
投资规模	15.54	17.98	18.69	11
总投资收益	-0.6	5.32	-7.13	17.6
收益率	-3.84%	29.60%	-38.17%	158.60%
其中股票基金类				
投资规模	6.83	4.36	13.88	10.9
总投资收益	-1.61	4.64	-7.67	17.59
收益率	-23.63%	106.58%	-55.28%	161.32%
其中债券类				
投资规模	8.71	13.62	4.81	0.19
总投资收益	1.02	0.68	0.54	0.01
收益率	11.70%	4.99%	11.22%	4.92%

数据来源：公司招股说明书，单位：亿元

由于债券业务自营规模较大，收益率不错，从而使2008年以来的自营总体收益率的波动率大为减少。受益于2007年至今的较好股市行情，公司2007年到2010年上半年自营业务总体投资收益为15.19亿元，为股东带来了较好的回报。

2.5 基金业务

旗下有持股 51%的兴业基金，参股 10%的南方基金。

表 8. 兴业基金 2007年以来的经营情况

项目	2010年上半年（底）	2009年度（底）	2008年度（底）	2007年度（底）
营业收入	3.37	6.15	5.3	4.46
净利润	1.37	2.47	2.21	1.91
净资产	5.24	5.7	4.42	3.25

数据来源：公司招股说明书，单位：亿元

兴业证券的基金管理业务近几年经营情况不错，2007年以来累计为兴业证券提供了 4亿元的投资收益，基金管理业务的投资收益有望在未来继续为兴业证券提供较为稳定的回报。

2.6 证券研究业务

截止 2010 年中期末，公司研究所共有分析师 44 名，基本上均有硕士以来的学历。2007年研究中心有一些分析师获得了各种奖项，为兴业证券的研究信誉和研究实力提升作出了贡献。

2007年至 2010年上半年基金分仓佣金收入分别为 0.94亿、0.93亿、1.54 亿和 0.93亿元。

2.7 直投与期货公司

公司设立了直投子公司，在今年公司保荐的投行上有一些直投参与，设立了期货公司进行相关期货业务。其货公司 2009年和 2010年上半年的营业收入分别为 3962万元和 3176万元，营业利润分别为 271万元和 345.9万元。

表 9. 兴业证券 2007年以来的研究经费情况

	2010年上半年	2009年	2008年	2007年
研究经费（万元）	866.18	2456.14	3316.73	2314.7
占营业收入比例（%）	0.78%	0.80%	2.48%	0.48%

数据来源：公司招股说明书，单位：亿元

在 2008 年这样的熊市中公司的研究经费总额最高，而且占营业收入比重

也最高，可见在熊市中公司更重视研究工作。

3. 公司历年的总体经营情况回顾

3.1 公司的近几年收入构成结构

表 10. 兴业证券 2007年以来的主要业务收入情况

	2010 中报	2010中期占比	2009 年	2008 年	2007 年	累计	累计占比
手续费及佣金净收入	9.42		22.96	16.55	25.17	74.10	
代理买卖证券业务净收入	5.65	50.9%	16.85	11.32	21.28	55.61	53.4%
基金业务净收入	2.67	24.1%	4.67	4.14	2.87	14.59	14.0%
证券承销业务净收入	0.55	5.0%	0.62	0.38	0.58	2.18	2.1%
受托客户资产管理业务净收入	0.19	1.7%	0.29	0.13	0.11	0.74	0.7%
利息净收入	1.25	11.3%	2.1	2.28	1.83	7.57	7.3%
投资净收益	1.7	15.3%	3.72	1.46	15.76	22.79	21.9%
公允价值变动净收益	-1.29	-11.6%	2.06	-6.91	5.02	-1.24	-1.2%
汇兑净收益	0	0.0%	0	-0.03	-0.01	-0.04	0.0%
其他业务收入	0.03	0.3%	0	0.01	0.01	0.05	0.1%
营业收入合计	11.1	100.0%	30.85	13.36	47.79	104.10	100.0%

数据来源：WIND, 公司招股说明书分部报告 单位：亿元

这些年以来，公司代买卖证券业务净收入占 50%以上，加上利息收入实际也应归入经纪业务收入，两项合计，经纪业务收入占营业收入的比在 60%以上。基金等业务的收入 2007年至今累计占比为 14%，而到 2010年上半年则上升到 24.1%，上升比较快。公司自营投资业务收入 2007 年至今累计为公司贡献了 20.7%比重的营业收入（投资收益加上公允价值变动），投行、资产管理业务收入金额不大，占比较低，2010年上半年投行业务收入占比上升到 9%。

可见保持经纪业务的主要业务收入的稳定与增长对公司是非常重要的事，另外自营业务、基金管理和资产管理业务收入增长也十分重要，未来进一步做大投行业务对公司也相当重要。

如同行业整体，公司的收入也是严重依赖于经纪业务、自营投资收益其他业务等收入贡献不大，基金管理业务收入占比比较高是公司的一大特点。

3.2 公司近几年费用及工资支出情况

表 11. 兴业证券 2007年至今工资开支和业务管理费用情况

	2010年上半年	2009	2008	2007
业务及管理费用	5.44	12.92	7.31	11.76
其中工资支出	2.95	7	3.25	7.63
工资支出占比	54.2%	54.2%	44.5%	64.9%
营业收入	11.1	30.85	13.36	47.79
业务及管理费占营业收入比例	49.0%	41.9%	54.7%	24.6%

数据来源：公司招股说明书

公司业务及管理费用开支占营业收入的比重在 40%以上，2008 年时高达 54.7%，2010 年上半年则为 49%。公司工资支出占业务管理费用比重 2009 年与 2010 年上半年均为 54.2%。显示证券公司费用开支一半以上为员工工资的特点。

3.3 公司近几年的主要经营指标

表 12. 兴业证券 2007年以来主要财务指标

	2010Q2	2009	2008	2007
净资产 (归母公司股东，下同)	53.49	50.61	40.36	38.58
总资产 (亿元)	248.35	253.9	131.96	208.7
净利润 (亿元)	3.36	11.55	2.67	20.38
营业收入 (亿元)	11.1	25.39	13.2	20.89
自营证券比率 (%)	15.58	20.43	11.46	65.41
净资本 (亿元)	40.18	37.87	29.8	30.19
加权平均 ROE (%)	6.47	25.48	6.75	85.66
营业费用率 (%)	49.05	41.88	54.73	24.62
EPS (元)	0.17	0.6	0.14	1.64

数据来源：公司招股说明书

4. 对公司的估值分析

4.1 按分部业务进行估值

根据我们在 2010 年证券行业投资策略中建立的对证券公司各业务加总估值的方法，我们对兴业证券的经纪业务、投行业务和下属基金公司股权价值估值如下：

经纪业务价值：

按 10 倍 P/S，即接近于 20 倍 PE 对经纪业务进行估值，并按 10 倍 P/S 即

接近于 30 倍左右 PE 对投行业务进行估值，对下属基金公司股权价值按博时基金股权拍卖价格折算的基金行业总价值，按兴业证券下属的兴业达基金与南方基金所占的基金管理费收入的占比来估值，结果如下：

经纪业务价值： $5.65 \times 2 \times 10 = 113$ 亿元；

投行业务价值： $(0.55 + 0.7) \times 10 = 12.5$ 亿元，其中 0.7 亿元为预计 2010 年下半年投行业务收入

2007 年 12 月 26 日以 63.2 亿元招商证券拍得 48% 的博时基金股权，而在 2009 年 9 月 14 日以 26.28 亿出售博时基金 24% 股权，二次交易对博时基金的总估值分别为 131.67 亿元和 109.5 亿元。不考虑控制权折溢价因素，按 2007 年和 2009 年上半年博时基金管理费收入占比，计算得整个基金管理行业在 2007 年底和 2009 年底附近的价值分别为 2155 亿元和 2078 亿元。

按 2009 年兴业基金与南方基金管理费收入占比，估计的兴业基金与南方基金的总估值分别为 37.64 亿元和 109.7 亿元，兴业证券持有的 51% 兴业基金股权与 10% 南方基金股权的价值合计约为 30.16 亿元。

我们试着对资产管理业务、自营业务、直投业务、期货公司业务和其他创新业务的价值，按净资产 53.4 亿元的 1.3-1.5 倍进行估值，得到这些业务的价值约为 69.42 亿元至 80.1 亿元。

这样我们得到兴业证券总估值约为：

$$113 + 12.5 + 30.16 + 69.42(80.1) = 225.08(235.76)$$

对应于兴业证券发行后总股本 23 亿股，折合每股价值为 9.78 元至 10.25 元之间，中间值约为 10.01 元。

考虑到 2010 年年初至 2010 年 9 月 16 日证券股价指数平均下跌了约 42.31%，我们上述估值方法也许有点过于乐观。

4.2 按类似上市公司的 PE、PB 相对估值方法

表 13. 2010 年 9 月 17 日证券公司相对估值情况

证券简称	总市值	PE1	PE2	PB	2010Q2净利润	2010Q2归属 母公司股东的权益
宏源证券	241.24	16.51	20.95	3.68	7.31	65.64
海通证券	743.80	20.19	16.35	1.74	19.25	427.49
中信证券	1106.96	21.06	12.32	1.84	30.56	601.21
长江证券	232.97	23.73	16.98	2.66	4.91	87.69
广发证券	811.03	24.73	16.47	4.91	17.15	165.18
华泰证券	736.40	25.92	19.40	2.40	14.43	306.53
招商证券	729.64	26.64	19.57	3.07	13.69	238.02
国金证券	161.74	27.31	31.32	5.64	2.96	28.66
国元证券	233.73	27.69	22.53	1.61	4.22	145.01
东北证券	139.18	63.03	15.25	4.66	1.10	29.86
西南证券	294.27	91.28	29.22	6.38	1.61	46.15
太平洋	168.97	149.59	41.69	9.33	0.56	18.11
4家合计	869.69				19.40	327.00
4家平均		22.42	2.66			

数据来源：WIND，PE1与 PE2分别指按 2010年中报 EPS乘以 2，与 2009 年 EPS计算的 PE。

表 14. 2010年上市证券公司主要收入指标对比

简称	营业收入	手续费及 佣金业务 净收入	投资 收益	代理买卖 证券业务 净收入	证券承销 业务净收 入	受托客户 资产管理 业务净收 入
中信证券	79.05	67.03	4.08	37.40	9.94	0.86
海通证券	43.82	34.39	3.34	22.73	4.98	3.12
华泰证券	35.89	31.81	-0.43	24.18	7.10	0.54
广发证券	36.33	29.33	3.11	24.23	2.59	0.49
招商证券	27.67	24.70	0.55	16.22	6.93	0.29
光大证券	19.48	17.16	-1.51	12.29	1.63	3.23
宏源证券	17.09	12.45	3.76	8.15	3.23	0.39
兴业证券	11.10	9.42	0.41	5.65	0.55	0.19
长江证券	12.38	9.21	2.09	8.00	0.83	0.23
国金证券	8.15	7.98	-0.33	3.74	4.02	
国元证券	9.37	7.07	0.75	5.57	1.27	0.05
东北证券	5.10	5.98	-1.43	4.94	0.72	0.09
西南证券	5.69	4.87	0.22	3.59	1.04	
太平洋证券	2.47	2.81	-0.57	2.07	0.61	

数据来源：WIND

从上表可见兴业证券收入与长江证券、国金证券和国元证券比较接近，而续费及佣金业务净收入刚与宏源证券也比较接近。故而我们试着以长江证券、国金证券、国元证券和宏源证券的相对估值来对兴业证券作估值。

表 12 中这四家公司的平均 PE PB 分别为 22.42 倍和 2.66 倍，按兴业证券 2010 年中期的 EPS 与每股净资产 0.17 元和 2.9 元，估计的兴业证券的每股股票价格约为 7.62 元和 7.71 元。

假定本次筹资以 7.5 元价格发行 2.63 亿股，筹得资金约 19.7 元，刚发行后每股净资产约为 3.18 元，按此计算的 PB 估值结果约为 8.46 元。

故而 PE PB 相对估值表明兴业证券的股价约在 7.62 至 8.46 元之间，取其中间值为 8.04 元，兴业证券上市后的合理股价应当在此之间比较合理。

为了成功 IPO 发行，考虑到本次 IPO 筹资规模不大，而且光大、招商、华泰证券最近上市的几家券商增色是一路下跌，为了给公司上市以后的股价表现树立良好形象，建议对兴业证券的发行定价较上市后的合理估值作较大折让为好，我们认为 8 折至 9 折比较合适，即 6.43-7.24 元左右的发行价对兴业证券可能是比较合适的选择。

证券行业中的公司经过 2007 年的业绩高峰，2009 年的业绩次高峰后，估计未来几年净利润仍处于周期性的下降之中，作为周期性行业证券公司的下一个业绩高峰也许是 4-5 后的事了。正如我们注意到的：中信证券在 2002 年发行时的发行价格仅为 4.5 元，而在 2007 年时股价最高时高达 117.89 元。证券公司净利润大幅增长要在中国经济进一步增长，民众收入进一步增加，并且证券公司在经纪业务大幅下降后，证券公司其他适应国民经济与投资者需要的业务收入有了大幅发展后才有可能。我们认为从长远来看，证券行业还是处于周期性波动并且总体是向上增长波动过程中的，这样看来，证券公司股票短期也许难有很好表现，从几年的长期投资收益来看也许还是可以的。

附注：

分析师简介及跟踪范围：

姓名，陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司：中国人寿，中国平安，中国太保，中信证券，海通证券，安信信托、光大证券、招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122