

兴业证券（601377）

非银行金融行业

立足海西，力争打造一流金融服务商

——兴业证券新股定价报告

✍	陈慧	陈韶秀
☎	86-22-2845 1135	86-10-6878 4251
SAC 执业证书编号	S1150207120104	S1150110070013
✉	chenhui@bhqz.com	chensx@bhqz.com

预计首日上市价: 10.8

一年目标价: 12

2010.09.20

关键数据

预计发行价	8.8
预计首日上市价	10.8
申购收益率	22.72%
一年目标价	12

股本数据

A 股发行股数	2.63 亿股
发行后总股本	22 亿股

核心观点:

- 立足海西，区域优势明显
- 自营及资产管理业务表现突出
- 以提供高附加值服务为导向，力争打造一流金融服务商

投资要点:

● 立足海西，区域优势明显

公司的经营基本形成了以福建为基地，面向全国发展的业务布局。近年来，国家多次出台相关政策支持海西经济区的建设。而兴业证券作为该区域内唯一的综合类证券公司，将在海西经济区的发展中获得得天独厚的优势。

● 自营及资产管理业务表现抢眼

今年以来，公司债券型产品卓越 1 号总回报率为 13.3%；股票型产品卓越 2 号投资回报率 4.5%，均在同类产品中排名领先，显示公司较强的投资能力。公司旗下持股 51% 的兴业基金和 10% 南方基金的资产管理规模较大，实力较强，居于国内领先地位。

● 以向客户提供高附加值服务为导向力争打造一流金融服务商

● 盈利预测与估值

预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.35、0.45、0.56 元，参考行业地位以及整体实力较为相似的券商如宏源、长江、国元的估值水平，同时考虑到公司较小的流通股本可能享有一定溢价空间，我们认为公司上市后合理的市盈率区间可取 21-27 倍，基于预测公司 2011 年摊薄后的 EPS 0.45 元，认为公司合理估值区间为 9.45-12.15 元。在当前的市场环境下，预计公司上市首日收盘价在 10.8 元，未来一年内合理价值为 12 元左右。

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	1336	3085	2386	3102	3878
(+/-)%		131%	-23%	30%	25%
净利润	267	1151	762	980	1228
(+/-)%		331%	-34%	29%	25%
每股净收益（元）	0.14	0.60	0.35	0.45	0.56

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1 of 22

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,336	3,085	2,386	3,102	3,878
手续费及佣金净收入	1,655	2,296	1,931	2,375	2,849
其中：代理买卖证券业务净收入	1,132	1,685	1,187	1,365	1,611
证券承销业务净收入	38	62	115	148	186
受托客户资产管理业务净收入	13	29	40	54	69
利息净收入	228	210	261	326	408
投资净收益	146	372	294	337	468
公允价值变动净收益	-691	206	-103	65	153
汇兑净收益	-3	-0	-0	-0	-0
其他业务收入	1	0	4	0	0
营业支出	912	1,439	1,281	1,691	2,130
营业税金及附加	116	147	123	164	210
管理费用	731	1,292	1,157	1,526	1,919
资产减值损失	64	0	-	-	-
其他业务成本	1	0	1	1	1
营业利润	424	1,646	1,105	1,411	1,747
营业外收入	51	47	60	83	99
营业外支出	5	8	8	11	14
利润总额	470	1,685	1,157	1,483	1,832
所得税	108	409	271	352	436
净利润	362	1,277	886	1,131	1,396
归属于母公司所有者的净利润	267	1,155	762	980	1,228
少数股东损益	96	121	124	151	167

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	10,293	18,504	20,005	20,891	21,401
其中：客户资金存款	7,670	16,348	17,054	17,907	18,151
结算备付金	811	2,220	2,436	2,558	2,635
其中：客户备付金	576	1,950	2,166	2,274	2,342
交易性金融资产	1,006	3,065	2,842	3,041	3,191
买入返售金融资产	4	-	0	0	0
应收利息	13	26	54	57	59
存出保证金	115	254	298	313	307
可供出售金融资产	169	437	460	540	615
长期股权投资	24	19	27	28	29
固定资产	528	584	585	600	615
无形资产	7	5	5	5	5
递延所得税资产	57	73	81	85	88
投资性房地产	2	2	2	2	2
其他资产	167	201	274	303	330
资产总计	13,196	25,390	27,070	28,423	29,276
交易性金融负债	-	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	4	580	677	711	732
代理买卖证券款	8,199	18,477	17,054	17,338	17,858
应付职工薪酬	297	564	541	568	586
应交税费	208	166	217	227	234
应付利息	1	2	2	2	2
预计负债	10	-	-	-	-
长期借款	100	78	81	85	88
递延所得税负债	3	43	54	57	59
其他负债	113	133	171	378	57
负债合计	8,935	20,042	18,797	19,367	19,615
股本	1,937	1,937	2,200	2,200	2,200
归属于母公司所有者权益	4,036	5,061	7,860	8,604	9,178
少数股东权益	224	287	414	453	483
所有者权益合计	4,260	5,348	8,273	9,056	9,661
负债及股东权益总计	13,196	25,390	27,070	28,423	29,276

目 录

1 公司简介与发行概况	6
1.1 公司简介.....	6
1.2 发行概况.....	7
2 立足海西，区域优势明显	7
2.1 近年来政府陆续出台相关政策支持海西经济区的发展	7
2.2 作为福建本土券商，具有区域优势	8
3 自营及资产管理业务表现突出	12
3.1 自营业务已从激进向稳健转变	12
3.2 资产管理业务起步较晚，表现突出	14
4 力争打造一流金融服务商	16
5 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测及假设	17
5.2 估值结果.....	17

图 目 录

图 1 公司组织结构	6
图 2 2010 年上半年部分券商福建地区部均交易额（亿元）	8
图 3 兴业证券佣金率与市场平均佣金率的比较（2007-2010H1）	9
图 4 兴业证券网上交易量占比变动（2007-2010H1）	9
图 5 经纪业务收入占比变动（2007-2010H1）	10
图 6 福建上市公司主承销商情况	11
图 7 福建上市公司主承销商情况	12
图 8 自营规证券比率变动	12
图 9 自营规模及收益率变动	13
图 10 股票基金与债券投资规模及收益率变动	13
图 11 自营收入占比变动	14
图 12 资产管理业务受托管理资金及收益率	15
图 13 兴业公募基金平均资产管理规模的市场份额变动	15

表 目 录

表 1: 发行前后股本结构	7
表 2 兴业基金盈利情况	16

1 公司简介与发行概况

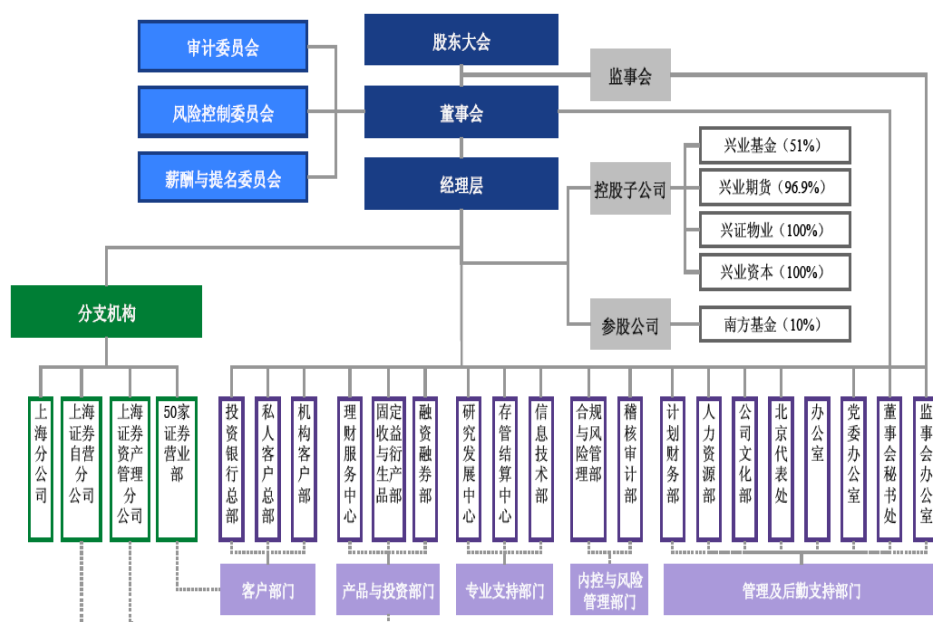
1.1 公司简介

兴业证券注册地在福建，成立于 1991 年，前身为福建兴业银行设立的证券交易营业部。2007 年 9 月 28 日，中国证监会批准公司增加注册资本 5.82 亿元，注册资本由 9.08 亿元增加至 14.9 亿元；2008 年 12 月 24 日，中国证监会批准公司以未分配利润转增股本的方式变更注册资本，变更后注册资本由 14.9 亿元增加至 19.37 亿元。

公司目前控股的公司包括：兴业全球基金管理有限公司（持股比例 51%）、兴业期货（持股比例为 96.9%）、兴业物业（100%）、兴业创新资本（持股比例为 100%）；同时公司参股南方基金（持股比例 10%）。目前公司在全国拥有 50 家营业部，在福建本地 28 家，基本形成了以福建为基地，上海为主要重心之一（设立上海分公司、上海自营分公司、上海资产管理分公司），分别设置了北京、上海、广东和福州四个区域业务团队面向全国发展的业务布局。在最近公布的证券公司分类评审结果中，兴业证券被评为 A 类 A 级券商。

从公司的整体实力来看，截至到 2010.6，公司净资本为 40.18 亿元、净资产 51.46 亿元；实现营业收入 11.1 亿元、归属母公司净利润 3.36 亿元、每股收益为 0.17 元，在上市券商中规模、业绩处于中下水平。

图 1 公司组织结构



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.2 发行概况

本次公司计划发行不超过 2.63 亿股、不超过发行后总股本的 11.96%。上市后，公司总股本为 22 亿股、流通股本 2.63 亿股。本次募集资金主要用途包括：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；8) 加强公司信息系统建设，提升后台服务能力。

表 1: 发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
福建省财政厅	53,287	27.5%	53,287	24.2%
福建投资企业集团公司	16,770	8.7%	16,770	7.6%
上海申新(集团)有限公司	10,140	5.2%	10,140	4.6%
海鑫钢铁集团有限公司	8,932	4.6%	8,932	4.1%
厦门市筭筭新市区开发建设有限公司	7,800	4.0%	7,800	3.5%
上海兴业投资发展有限公司	7,800	4.0%	7,800	3.5%
上海交大昂立股份有限公司	6,760	3.5%	6,760	3.1%
成功控股集团有限公司	6,760	3.5%	6,760	3.1%
华域汽车系统股份有限公司	6,240	3.2%	6,240	2.8%
上海市糖业烟酒(集团)有限公司	5,564	2.9%	5,564	2.5%
其他原始股东	63,647	32.9%	63,647	28.9%
本次 IPO 发行股份			26,300	12.0%
合计	193,700	100.0%	220,000	100.0%

来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

2 立足海西，区域优势明显

2.1 近年来政府陆续出台相关政策支持海西经济区的发展

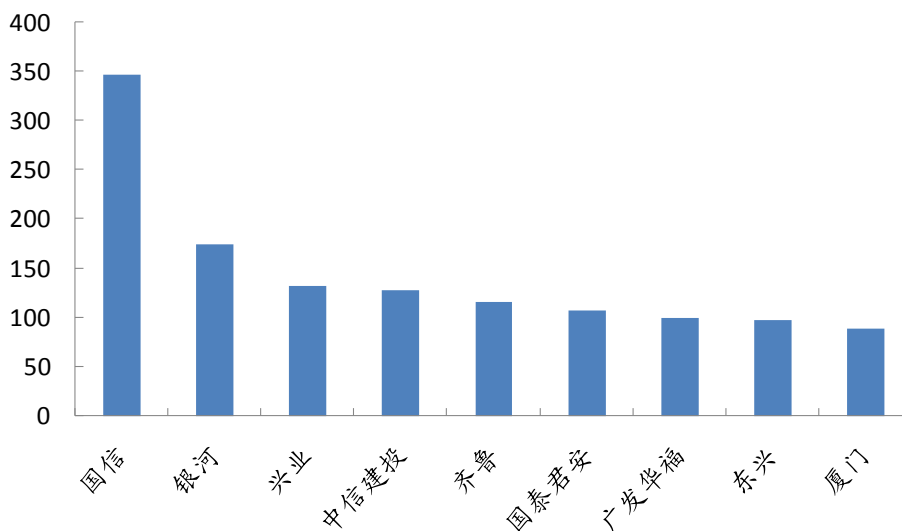
2009 年 5 月 6 日，国务院原则通过《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，提出采取更加有力的措施，进一步发挥福建省的比较优势，赋予先行先试的政策，加快建设海西经济区，推动对台离岸金融业务，拓展台湾金融

资本进入海峡西岸经济区的渠道和形式，建立两岸区域性金融服务中心，推动金融合作迈出实质性步伐。2009 年 4 月 26 日，海峡两岸关系协会与海峡交流基金会签署《海峡两岸金融合作协议》，两岸金融领域的银行业、证券及期货业、保险业的相关合作将可能率先在海西经济区全面展开试点。本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。

2.2 作为福建本土券商，具有区域优势

福建证券经纪业务市场主要存在兴业、广发华福和东兴证券三大竞争者，市场份额分别为 18.7%，17.1%和 14.4%。在福建省拥有营业部的数量分别为 28 家，32 家和 28 家。公司在营业部运营效率上的优势却十分明显，今年上半年，福建省内营业部均股票基金交易额达 132 亿元，显著高于广发华福的 100 亿元和东兴证券的 98 亿元。

图 2 2010 年上半年部分券商福建地区部均交易额（亿元）

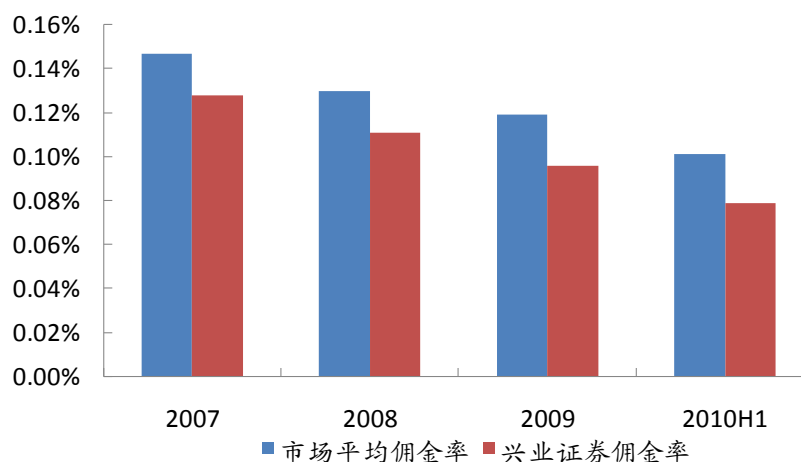


来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

此外，从佣金率水平来看，兴业证券的佣金率水平一直低于行业平均水平。这主要是管理层在佣金率大幅下降之前就预判到佣金率的下滑趋势，灵活调整佣金制定机制，扩大网上交易量，抢占市场份额，公司经纪业务市场份额从 2009 年的 1.38%上升到 2010 年半年的 1.48%。在当前佣金下滑趋势放缓的形势下，管理

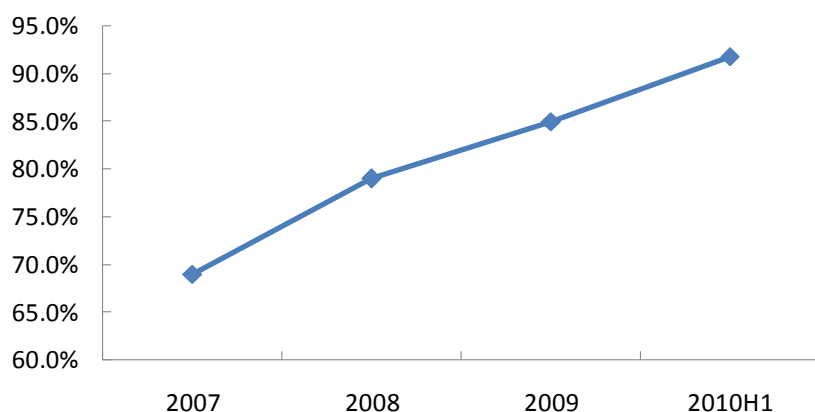
层推动专业化服务力度，以差异化增值服务来维护佣金定价权。公司将不断推动“优理宝”等专业化产品的客户覆盖率。根据客户需求，完善公司产品服务平台和产品体系建设，通过产品化的方式将专业服务有效配送给客户，在提升客户服务水平的基础上，增强公司对客户的佣金议价能力，从而提高经纪业务的竞争力。同时，公司推动产品化力度，提升金融理财产品销售能力，通过各种理财产品帮助客户进行资产配置的同时降低经纪业务对通道服务的依赖性。公司通过做好服务产品化、产品专业化和产品规模化工作，全力推进客户资产产品化进程，积极探索财富管理业务模式，从而应对经纪业务日益激烈的竞争。此外，公司因地制宜，根据营业部所处地区的佣金费率水平，采取差异化、有竞争力的弹性佣金体系，并坚持品牌发展战略，进行营业网点的重新布局和新设网点，从而形成规模效应。

图 3 兴业证券佣金率与市场平均佣金率的比较（2007-2010H1）



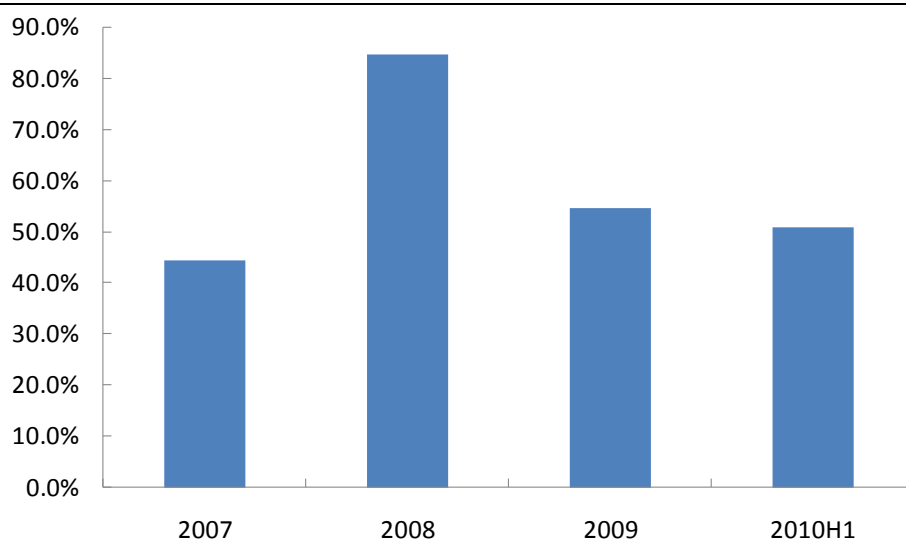
来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 4 兴业证券网上交易量占比变动（2007-2010H1）



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 5 经纪业务收入占比变动（2007-2010H1）



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

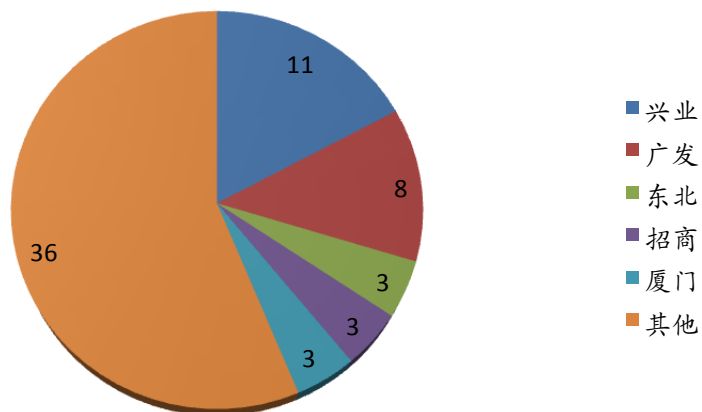
在营销渠道建设上，公司除充分利用本身的营业网点外，还积极拓展与各大商业银行的合作，有效借助商业银行的网络优势，建立多层次的销售渠道体系。截至 2010 年 6 月 30 日，兴业证券合作银行网点数已增至 2,935 个，有效弥补了公司营业网点数量较少的不足。同时，公司机构服务能力不断提升，在市场低迷期间，公司曾大力推进基金销售业务，保证了基金销售实力领先于同业，为拓展基金分仓业务创造了良好的条件，2009 年公司的机构分仓业务上市场份额为 2.09%，累计代销基金 524 只，未来机构服务业务市场份额仍有望提升。

兴业证券的投资银行业务在 2010 年上半年增速较大，其中，2010 年 6 月完成

的兴业银行配股项目募集资金达到 178.64 亿元。在股票承销业务方面，公司在报告期内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兴业银行、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。在债券承销业务方面，本公司于 2008 年 8 月 7 日完成 150 亿元兴业银行 2008 年第一期金融债券的主承销工作；于 2009 年 9 月 9 日再次完成 100 亿元兴业银行 2009 年第一期金融债券的主承销工作，两期债券的发行均为发行人锁定较低利率水平，显示了公司在债券承销方面的实力和与重要客户良好的合作关系。

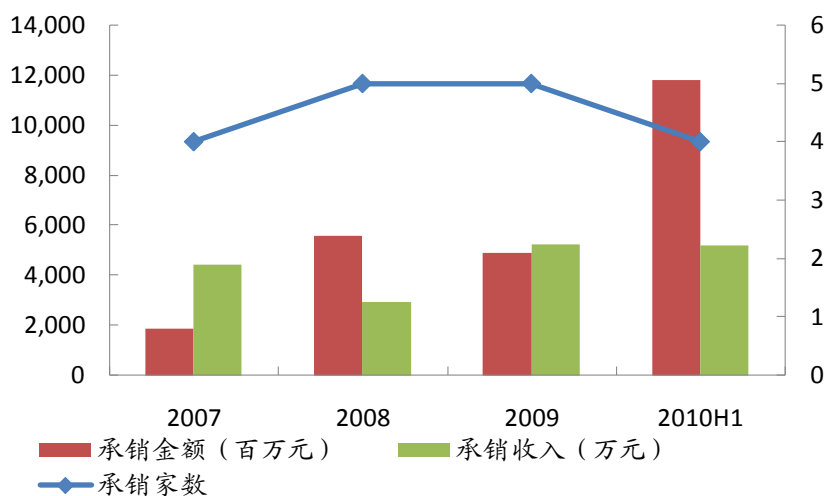
借助海西建设和海峡项目成果交易，海西板块的扩张将为兴业证券的投行业务提供较大的发展空间。此外，公司的第一大股东是福建省财政厅，其他股东中有许多也具有福建国资背景，公司通过股东与众多国有企业也形成了长期的战略合作关系，为公司在福建区域获得投行项目提供了更多的保障。此外，公司表示由于项目进度和时间上的滞后，大部分的承销项目将在下半年体现出来。

图 6 福建上市公司主承销商情况



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 7 福建上市公司主承销商情况



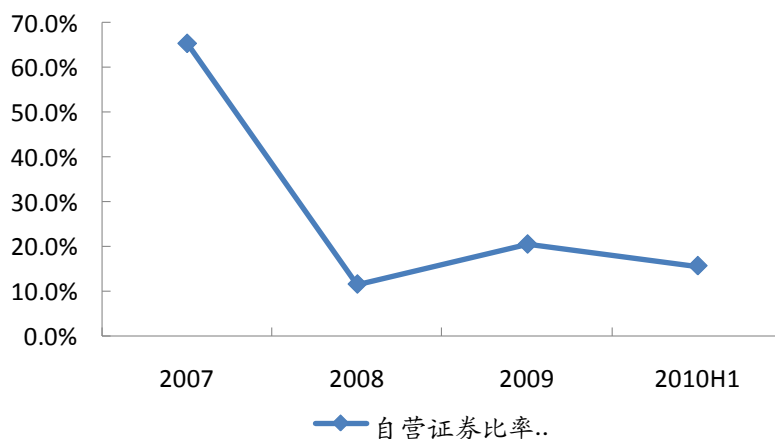
来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

3 自营及资产管理业务表现突出

3.1 自营业务已从激进向稳健转变

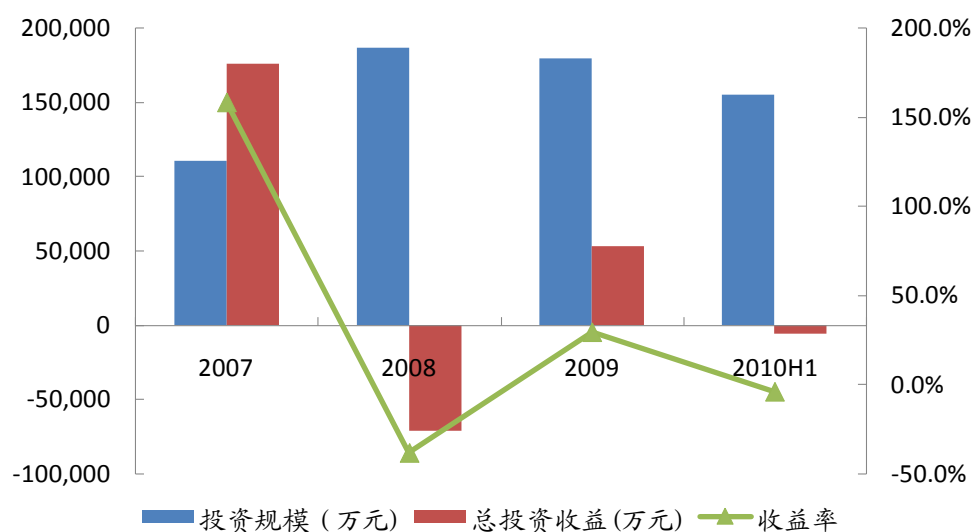
公司自营业务业绩好于大部分同业。但是公司的自营业务仍然逐步从激进型向稳健型转变，2010 年上半年自营证券比率仅达 15.6%。公司致力于维持业绩的稳定性。

图 8 自营证券比率变动



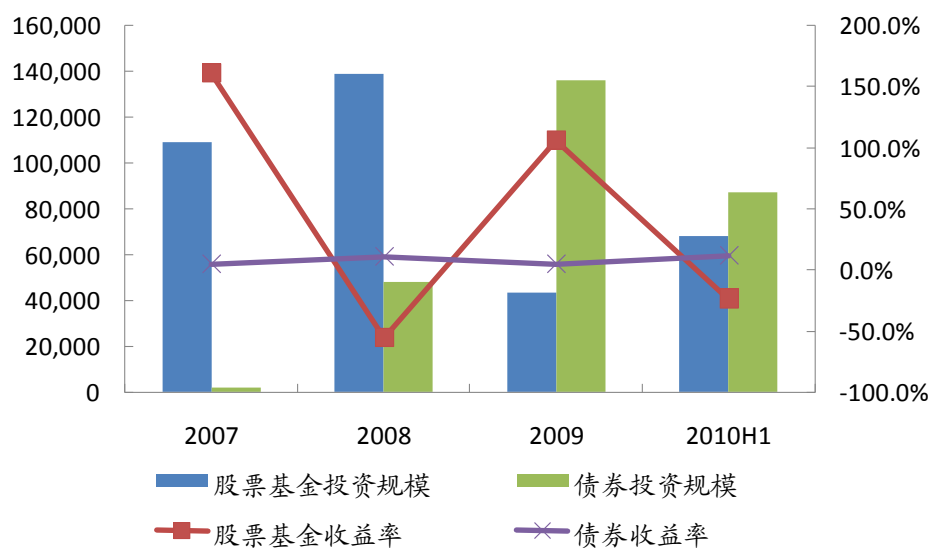
来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 9 自营规模及收益率变动



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 10 股票基金与债券投资规模及收益率变动



来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

图 11 自营收入占比变动



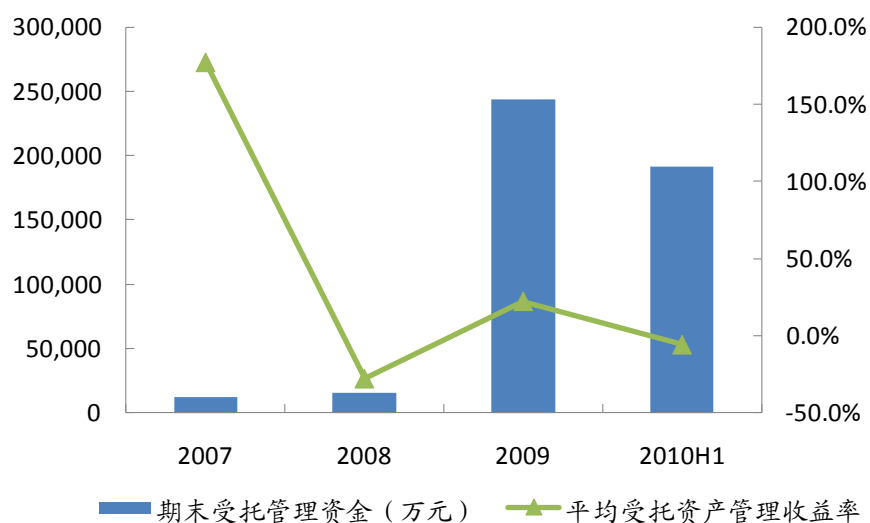
来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

3.2 资产管理业务起步较晚，表现突出

公司的资管业务由自身的客户资产管理业务和基金公司资管业务两部分构成。其中资产管理业务起步较晚，首只集合理财产品卓越 1 号获批并于 2009 年初成功发行。受净值缩水和赎回率上升的影响，2010 年上半年资产管理规模较 09 年末有较大回落。公司目前拥有三支集合资产管理产品。公司债券型产品卓越 1 号今年以来总回报率 13.3%，股票型产品卓越 2 号今年以来投资回报率 4.5%，均在同类产品中排名领先，显示公司较强的投资能力。

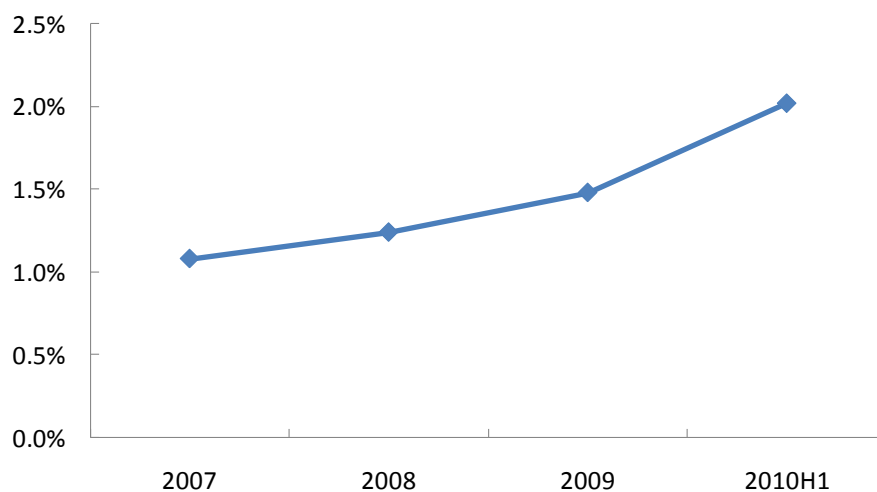
此外，公司通过控股兴业基金和参股南方基金，大力拓展资产管理业务，资产管理规模分别为 345 和 1170 亿元，排名靠前。

图 12 资产管理业务受托管理资金及收益率



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

图 13 兴业公募基金平均资产管理规模的市场份额变动



来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

表 2 兴业基金盈利情况

单位：亿元

项目	2010 年 1-6 月/ 2010 年 6 月 30 日	2009 年度/ 2009 年 12 月 31 日	2008 年度/ 2008 年 12 月 31 日	2007 年度/ 2007 年 12 月 31 日
营业收入	3.37	6.15	5.30	4.46
净利润	1.37	2.47	2.21	1.91
净资产	5.24	5.70	4.42	3.25

来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

4 力争打造一流金融服务商

从战略规划上来看，从 09 年 9 月至今，兴业证券计划耗时 10 年完成从行商到服务商的转变，实施稳健的战略性扩张，目标成为全国排名前 10 的券商。从创新业务的发展来看，公司已于 2009 年 9 月 22 日获准开展直接投资业务试点直投子公司兴业资本于今年 4 月成立；公司已于 2010 年 7 月参与第三批融资融券试点券商联网测试；兴业证券于 2007 年收购华商期货，并完成更名及增资，目前拥有 5 家营业部；中国证监会于 2007 年 10 月 23 日出具《关于核准兴业期货有限公司金融期货经纪业务资格的批复》，核准兴业期货的金融期货经纪业务资格；2010 年 8 月 3 日，兴业期货获得中国证监会颁发的《经营期货业务许可证》，经营范围为商品期货经纪；金融期货经纪。此外公司的证券营业部中已有 12 家已获得 I B 业务资格。

总体来看，兴业证券目前拥有基金、期货、直投三个子公司，成为组织构造较为完备的综合型券商。但公司目前在融资融券、产业基金、海外控股等领域尚存空白。此外，兴业证券、兴业银行和兴业基金在 2007 年签署了《关于进一步深入开展战略联盟合作备忘录》，在个人金融、机构金融、基金业务、资金交易等多个领域开展全面业务合作，实现多方共赢。2010 年 2 月公司于联华国际信托签署了战略合作协议，将在金融产品设计开发与、财务顾问、营销服务等各方面加强合作，共同开发和提供包括现金流管理、投融资等一揽子金融服务方案。我们预期在公司完成此次 IPO 之后，公司各业务平台的广度和深度将得到进一步的丰富和加强。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测及假设

经纪业务：我们维持全年股票基金日均成交额 1900 亿元的判断；

承销业务：2010 年市场 IPO 增长较快，公司有望分享行业的快速成长；

自营业务：2010 年市场重心呈整体下降趋势，公司股票自营收入将一定程度地减少；

公司适用 25%的所得税税率和 5%的营业税税率。

我们预测公司 10-12 年的归属于母公司所有者的净利润分别为 762、980、1228 百万元，对应的 EPS 分别为 0.35、0.45 和 0.56 元。

5.2 估值结果

鉴于公司在行业中的经营情况汇总如下：

根据中国证券业协会公布的 2009 年度证券公司总资产排名，公司位列第 22 名；净资产和净资本排名，公司均位列第 23 名；

根据中国证券业协会公布的 2009 年度证券公司营业收入排名，公司位列第 21 名；净利润排名，公司均位列第 20 名；

证券经纪业务方面，根据中国证券业协会公布的 2009 年度证券公司股票基金交易总金额排名，公司位列第 19 名；

投资银行业务方面，根据中国证券业协会公布的 2009 年度证券公司股票主承销金额排名和 2009 年度证券公司股票主承销家数排名，本公司分别位列第 29 名和第 25 名；

我们认为公司的经营实力均处于行业 20 名左右，以及其区域优势与上市券商中的宏源、长江、国元较为接近，我们将参考其估值水平，同时考虑到公司较小的流通股本可能享有一定溢价空间，决定公司上市后合理的市盈率区间可取 21-27 倍，基于预测公司 2011 年摊薄后的 EPS 0.45 元，认为公司合理估值区间为

9.45-12.15 元。

对应的价格区间为 9.45-12.15 元。

证券简称	PE (2010E)
太平洋	59
西南证券	44
国金证券	33
招商证券	26
国元证券	24
广发证券	24
华泰证券	23
光大证券	22
东北证券	22
宏源证券	20
长江证券	19
海通证券	19
中信证券	13

此外，我们进行了绝对估值，估值结果为 12.03 元。

综上，我们认为公司上市后合理的市盈率区间可取 21-27 倍，基于预测公司 2011 年摊薄后的 EPS 0.45 元，认为公司合理估值区间为 **9.45-12.15 元**。在当前的市场环境下，预计公司上市首日收盘价在 10.8 元，未来一年内合理价值为 12 元左右。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
			actionfish@live.cn
loyalbright@yahoo.com.cn			xiexd@bhzq.com
huangfeng@bhzq.com			

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn