



兴业证券：低佣金策略成常态 中性（维持）

投资要点：

- 📖 四季度佣金率继续大幅下降
- 📖 权益配置低
- 📖 基金管理费贡献丰厚现金流入

报告摘要：

- 2010年公司实现营业收入27.38亿，同比下降11.26%，实现归属上市公司股东的净利润7.87亿，同比下降31.86%，公司部分费用在下半年计提，管理费上升导致公司利润下滑大于营业收入。
- **第四季度佣金率环比下降24.6%至0.049%**。全年公司实现经纪业务净收入12.35亿，同比下降27%。公司经纪业务实行了以量补价的策略，全年佣金率下降38.7%至0.062%，远低于行业的0.087%。其中四季度环比下降24.6%至0.049%，四季度佣金率下降幅度也超过同行业。在如此巨大的降佣幅度下，公司市场份额提升12%至1.59%。11年1月公司市场份额达1.97%，所以我们估计公司在11年仍然实行低佣金策略。
- **权益仓位相对较低**。2010年公司自营收益达2.96亿，收益率为6%。从2010年末公司仓位来看，由于公司IPO募集大量资金，自营盘增加29亿至64亿，其中权益占比仅为8%，此外，公司持有大量低风险的货币基金（约27亿）和债券。
- **基金管理费稳定发展**。2010年，公司基金管理费净收入达5.68亿，同比增长20%，占营业收入的比重高达21%，考虑公司持有兴业全球51%的比例，归属公司的收入占总收入的比例也高达10%左右。此外，公司持有南方基金10%的股份，归属券商的基金净值在行业前十左右。基金管理费的巨大现金流有力的保证了公司业绩的稳定性。
- **承销业务和集合理财业务快速发展**。由于行业承销业务迎来集中爆发期，公司承销业务进展迅速。年内公司完成兴业银行配股等主承销项目9家，实际主承销金额152.35亿元，行业排名第23位，实现承销净收入2.35亿，同比增长280%。资产管理业务规模迅速扩大，年末公司集合理财规模达30亿，行业排名第12位，实现资管净收入0.56亿，同比增长94%。
- 整体来看，公司作为一家中型地方券商，资管、基金管理等业务实力远超传统业务，业绩稳定性强，这也是公司敢于大幅降佣的原因。在2700亿日均股票成交额和10%的自营收益率假设下，公司2011年EPS为0.54元，目前股价对应的市盈率为33倍，给予中性评级。

分析师：黄立军

执业编号：S1180209070180

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人：邢波

电话：010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

联系人：孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

- 影子会计测算和保险估值优化 2.17
- 证券：佣金监管效果超预期 2.15
- 证券：行业分化将加速 12.1
- 保险：投资将成业绩主要驱动 11.30
- 广发证券：估值已偏高 10.25

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,336	3,085	2,738	3,358	4,112	货币资金	10,293	18,504	13,861	15,247	16,772
手续费净收入	1,655	2,296	0	0	0	结算备付与保证金	926	2,475	9,018	9,920	10,912
代理买卖证券业务净收入	1,132	1,685	1,235	1,581	1,948	交易性金融资产	1,006	3,065	5,275	5,802	6,382
证券承销业务净收入	38	62	235	50	50	买入返售金融资产	4	-	0	0	0
资产管理业务净收入	516	503	624	743	852	可供出售金融资产	169	437	1,147	1,262	1,388
利息净收入	146	372	264	278	291	其他资产	797	909	1,237	1,361	1,497
投资收益及公允价值变动	-544	578	296	706	971		13,196	25,390	30,537	33,591	36,950
其他业务收入	-2	0	7	0	0	资产总计					
营业支出	912	1,439	-1,546	-1,511	-1,645	短期借款	-	-	0	0	0
营业税金及附加	116	147	-144	-168	-206	交易性金融负债	-	-	0	0	0
业务及管理费	731	1,292	-1,402	-1,343	-1,439	衍生金融负债	-	-	0	0	0
营业利润	424	1,646	1,193	1,847	2,467	卖出回购金融资产款	4	580	729	0	0
营业外收支	46	39	56	0	0	代理买卖证券款	8,199	18,477	19,832	0	0
利润总额	470	1,685	1,222	1,847	2,467	其他负债	732	986	1,229	0	0
所得税	108	409	-299	-462	-617	负债合计	8,935	20,042	21,791	0	0
净利润	362	1,277	923	1,385	1,850	股本	1,937	1,937	2,200	2,200	2,200
归属母公司所有者净利润	267	1,155	787	1,191	1,665	归属母公司所有者权益	4,036	5,061	8,396	9,408	10,824
少数股东损益	96	121	136	0	0	少数股东权益	224	287	351	0	0
经营指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	所有者权益合计	4,260	5,348	8,747	0	0
平均总资产收益率	1.56%	5.99%	2.82%	3.71%	4.72%	风险指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
	6.75%	25.40%	11.70%	13.38%	16.46%	净资本	3,797	4,767	8,086	9,408	10,824
平均净资产收益率						扣除代买卖证券款负债率	14.73%	22.65%	18.30%	100.00%	100.00%
管理费用率	54.73%	41.88%	-51.22%	-40.00%	-35.00%	自营规模/净资本	30.95%	73.46%	79.42%	75.08%	71.79%
营业收入/总资产	7.84%	15.99%	9.79%	10.47%	11.66%	权益自营规模/净资本	16.49%	48.11%	31.77%	37.54%	35.89%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益	0.14	0.60	0.39	0.54	0.76	市盈率	129.2	30.2	46.4	33.4	23.9
每股净资产	2.1	2.6	3.8	4.3	4.9	市净率	8.7	6.9	4.7	4.2	3.7

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。