



谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业绩基本符合预期，经纪、自营拖累业绩

——兴业证券（601377）2010 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2011 年 3 月 1 日

报告关键要素:

2010年，受券商佣金战及证券市场震荡下行等因素影响，公司经纪业务和自营两大主要业务收入明显下滑，但考虑到公司各项业务资格均已具备，未来随着新业务的不断开展，业务发展多元化趋势。我们给予公司“增持”评级。

事件:

- **兴业证券公布2010年年报。**2010年，公司实现营业收入27.38亿元，同比减少11.26%；归属于上市公司股东的净利润7.87亿元，同比减少31.86%；基本每股收益0.39元。

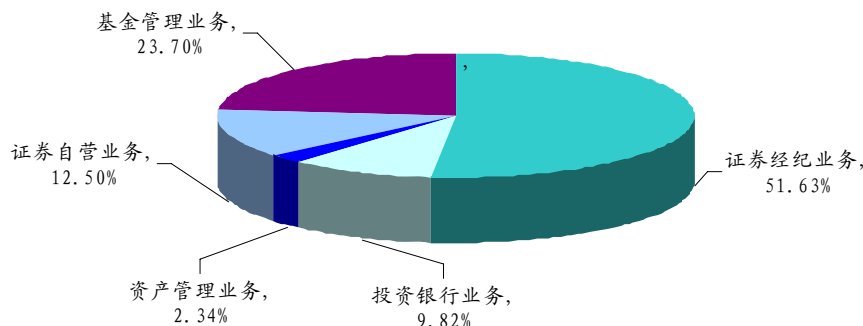
同时，公司还公布了2010年度利润分配预案为：拟每10股派现金红利1.5元（含税）。

点评:

- **业绩基本符合预期。**2010年，证券市场震荡下行、经纪业务价格战激烈，公司自营投资收益、经纪业务收入均出现了较大下滑，虽然投行和资管业务表现较好，但公司整体盈利水平仍呈现下滑趋势，下降幅度与行业盈利的平均降幅相当。

从收入结构看，2010年，证券经纪业务仍是公司的主要收入来源、但占比趋于下滑，经纪业务收入占营业收入比重由上年的59.56%下降至51.63%，与行业整体情况类似；除经纪业务、自营业务外，其他业务收入占比均有所增加，其中：基金管理业务收入占比由上年的16.79%提升至23.70%，投行业务占比由上年的2.19%提升至9.82%，资产管理业务收入占比由上年的1.03%提升至2.34%，而自营业务收入占比则由上年的20.43%下降至12.50%。

图1：各项业务在营业收入中的占比情况

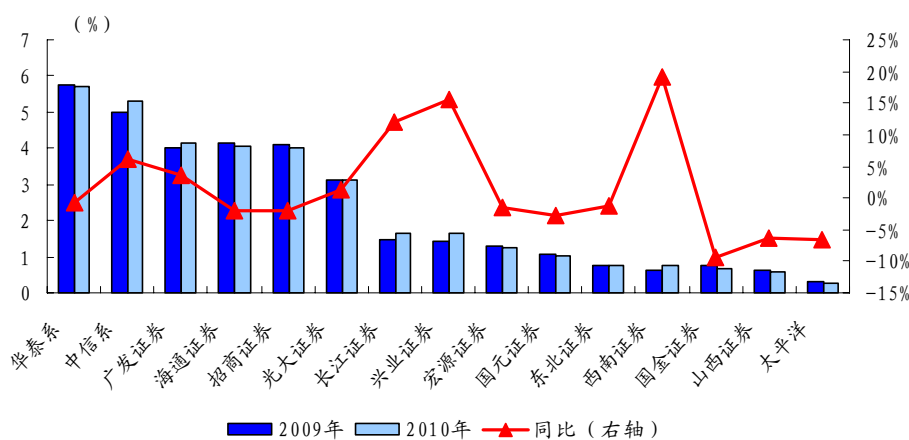


资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **经纪业务：**2010年，公司经纪业务实现净收入12.35亿元，较之去年同期减少26.71%，主要是由于公司佣金率的大幅下滑。数据显示，以股票、基金交易额衡量，2010年，公司实现经纪业务市场份额1.64%，较之09年底的1.42%增加0.22个百分点，增幅15.49%、仅次于西南证券，经纪业务市场份额在上市券商中居第8，在全行业中排名第19。

虽然公司经纪业务市场份额稳步增长，但佣金率下滑明显。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.0685%，较之09年底的0.1094%下滑0.0409个百分点，大幅下滑37.39%。公司平均佣金率绝对值低于行业平均水平，未来进一步下滑的可能较小。

图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；
资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。2010年，公司新增营业网点24家，其中福建省内新增18家。截至2010年底，公司共设有55家营业部，其中，福建省内有31家，占56.36%。

图3：公司各地区营业部分布情况

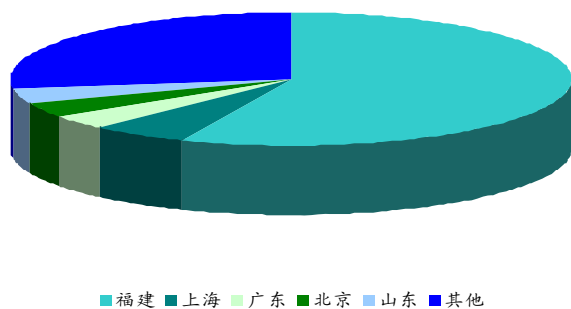
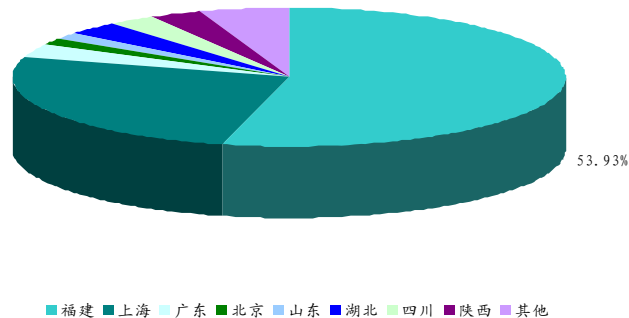


图4：各地区营业部收入贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表



- **自营业务：**2010年，公司证券自营业务实现净收入2.99亿元，较之去年同期大幅减少48.27%。

从投资规模看，截至2010年12月底，交易性金融资产规模52.75亿元，较09年底30.65亿元增加72.09%；可供出售金融资产规模11.47亿元，较之09年底4.37亿元大幅增加162.69%。从投资品种来看，股票和基金在公司自营投资规模占比约80%，较激进的自营风格加大了震荡下行投资环境下的收益波动性。

表1：公司证券自营业务投资情况

单位：亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010	占比	2009	占比	2010	占比	2009	占比
债券	6.58	12.47%	6.57	21.44%	5.23	45.60%	0.01	0.23%
股票	14.49	27.47%	11.28	36.80%	2.70	23.54%	2.36	54.00%
基金	31.68	60.06%	12.8	41.76%	2.92	25.46%	2.00	45.77%
集合理财	/	/	/	/	0.62	5.40%	-	-
合计	52.75		30.65		11.47		4.37	

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **投行业务：**2010年，公司共完成5家IPO、3家增发、1家配股和3家债券的主承销项目，募集资金132.05亿元、市场份额0.88%，投行业务实现净收入（含证券承销、财务顾问、保荐收入）2.35亿元，较之去年同期0.62亿元大幅增长280.38%。
- **资产管理业务：**2010年，公司资产管理业务实现净收入0.56亿元，较之去年同期0.29亿元增加93.61%。虽然公司资管业务起步较晚但增长显著，报告期内，公司新成立1只集合理财产品——“金麒麟3号”，募集资金22.21亿元。截至12月底，公司共管理“金麒麟”系列集合理财产品3只及“阿尔法”定向资产管理产品，管理集合理财资产规模55.99亿元、占全行业集合理财产品资产总规模的2.64%。

表2：兴业证券集合理财产品

	2010年总回报(%)	上证指数期间涨跌幅(%)	成立日期	投资类型
金麒麟1号	15.25	-14.31	2009-3-27	混合债券型
金麒麟2号	6.06	-14.31	2009-11-26	平衡混合型
金麒麟3号	1.90	5.32	2010-8-19	平衡混合型

注：金麒麟3号为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源：中原证券研究所，wind资讯

此外，公司还持有兴业全球基金51%、南方基金10%的股权，截至2010年底，南方基金、兴业全球基金管理资产规模分别为1159亿元、441亿元，在61家基金管理公司中分别排名第5和第23。若考虑该部分权益基金资产规模，公司大资产管理业务的发展潜力仍可期待。

- **投资评级：**我们预计公司2011年每股收益0.48元，按2月28日收盘价18.09元，对应市盈率37.69倍，估值相对较高。但考虑到公司各项创新业务包括新三板主办券商的资格均已具备，业务开展相对较晚、目前业绩贡献有限。未来随着新业务的不断发展，业务发展趋于多元化，将有效改善公司的收入来源，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。



市场数据（截至2010年2月28日）

收盘价（元）	18.09
上市以来最高/最低（元）	24.30/12.51
上证指数	2905.05
市净率（倍）	4.84
流通市值（亿元）	47.58

基础数据（2010年12月31日）

每股净资产（元）	3.82
每股经营现金流（元）	-0.12
净资产收益率（扣除摊薄，%）	9.10
资产负债率（%）	71.36
总股本/流通股（亿股）	22/2.63

兴业证券相对于沪深300指数走势（上市以来）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

- 强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
- 同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
- 弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
- 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
- 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
- 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。