


兴业证券 (601377)

投行和自营表现好，但费用增长快

——2011 年中报业绩点评

	梁静	崔晓雁
	021-38676850	021-38674874
	liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	S0880511070001

本报告导读：

承销收入和自营收益同比分别增长 263%、460%，推动业绩同比快速增长，维持中性评级。

投资要点：

- **业绩增长超预期。**兴业证券上半年实现营业收入 13.87 亿元、同比增长 25%；净利润 3.82 亿元，同比增长 13.5%。EPS 0.17 元、BVPS 3.72 元，ROE 4.67%。**承销收入和自营收益同比分别增长 263%、460%**，成为收入增长的主要原因。
- 2 季度营业收入 6.26 亿元，净利润 1.71 亿元，环比分别下降 17.7%、19.1%。2 季度各项业务收入环比均有所下滑，导致业绩下降。
- **经纪，平均净佣金率 0.056%，绝对值较低。**上半年经纪份额 1.71%，同比增长 10.0%；股基交易额 0.85 万亿元、同比增长 19.1%；上半年平均净佣金率 0.056%，同比下滑 30%。佣金率的大幅下降导致经纪佣金同比减少 16%，但环比已趋稳，继续下行风险较小。
- **承销，**上半年股票和企业债券承销额分别为 25.0 亿元和 25.3 亿元，分别位列行业 27 名、24 名；承销份额分别为 0.9%、1.1%，股票承销规模同比虽下降 63%，但本年度多为 IPO，上年同期配股规模 108 亿元，故而承销收入增长 263%。
- **自营，**上半年证券投资收益 2.29 亿元，同比增长 460%，主要由股利、利息增加及衍生金融工具投资收益增加导致。
- **营业费用率 52%，**上半年营业费用同比增长 32%，营业费用率达到 52%，同比增长 5%；净利润率降至 28%，同比下降 9%。
- **维持中性评级。**调整公司 2011-2013 年 EPS 至 0.35 元/0.41 元/0.46 元。动态 PE44 倍、而 PB4.0 倍，相对高估明显。维持中性评级，根据分部估值，下调目标价至 14.9 元。

财务摘要 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,085	2,738	2,814	3,277	3,656
(+/-)%	131%	-11%	3%	16%	12%
经营利润 (EBIT)	1,646	1,193	1,204	1,402	1,564
(+/-)%	288%	-28%	1%	16%	12%
净利润	1,155	787	767	907	1,010
(+/-)%	333%	-32%	-3%	18%	11%
每股净收益 (元)	0.53	0.36	0.35	0.41	0.46
每股股利 (元)	0.00	0.15	0.15	0.15	0.15

利润率和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	42%	51%	51%	51%	51%
净资产收益率(%)	23%	9%	8%	9%	10%
总资产收益率(%)	37%	29%	27%	28%	28%
市净率	5.55	3.86	3.67	3.46	3.23
市盈率	29	43	44	37	33
股息率(%)	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**中性**

上次评级：**中性**

目标价格：**14.90**

上次预测：**18.80**

当前价格：**15.33**

2011.08.24

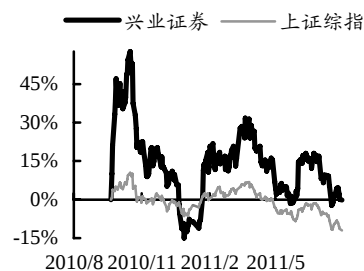
交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.51-24.30
总市值 (百万元)	33,726
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,200/263
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	12%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	195

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,178
每股净资产	3.72
市净率	4.12
净负债率	33%

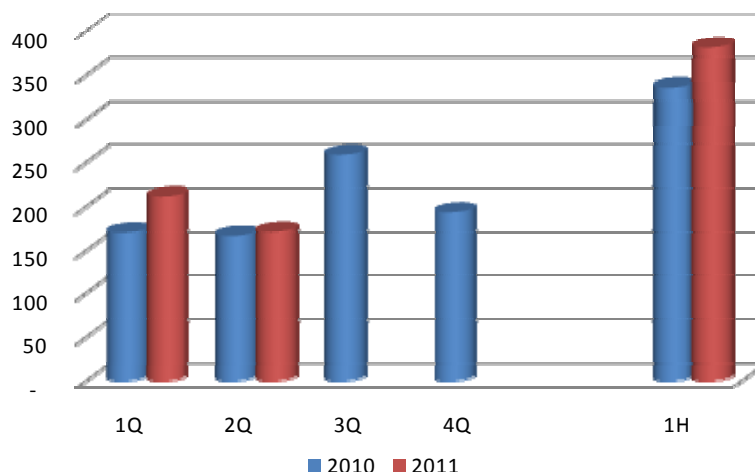
52 周内股价走势图



相关报告

《4 季度佣金率加速下滑》	2011.03.01
《基金管理业务是最大亮点》	2010.09.15

图 1 兴业证券中报业绩同比增长 13.54%，2 季度环比下降 19.08%



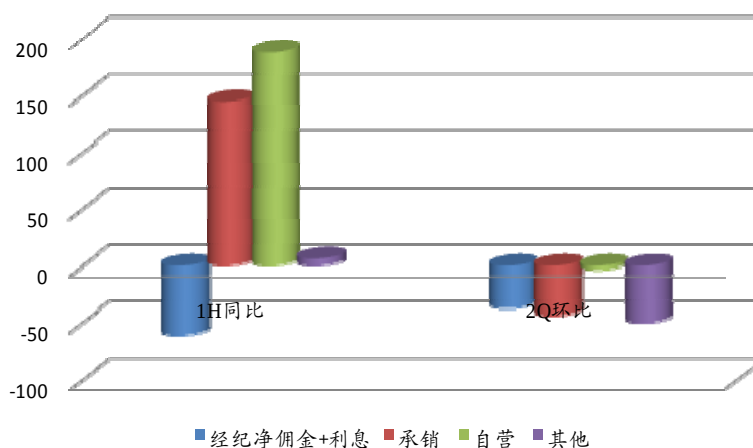
数据来源: 公司公告

表 1: 兴业证券中期主要指标变化 (单位: 百万元)

	2011.1H	2010.1H	同比	2011.1Q	2011.2Q	环比
营业收入	1,387	1,110	25%	761	626	-18%
经纪净佣金	474	565	-16%	254	220	-14%
承销	199	55	263%	122	78	-36%
自营	229	41	460%	116	113	-3%
利息	154	125	24%	79	76	-4%
业务及管理费	717	544	32%	375	342	-9%
净利润	382	336	14%	211	171	-19%
经纪&自营/营业收入	62%	66%	-6%	59%	65%	
营业费用率	52%	49%	5%	49%	55%	
净利润率	28%	30%	-9%	28%	27%	
EPS(元/股)	0.17	0.17	2%	0.10	0.08	
ROE(%)	4.67%	6.28%	-26%	2.45%	2.09%	
BPS(元/股)	3.72	2.76	35%	3.91	3.72	

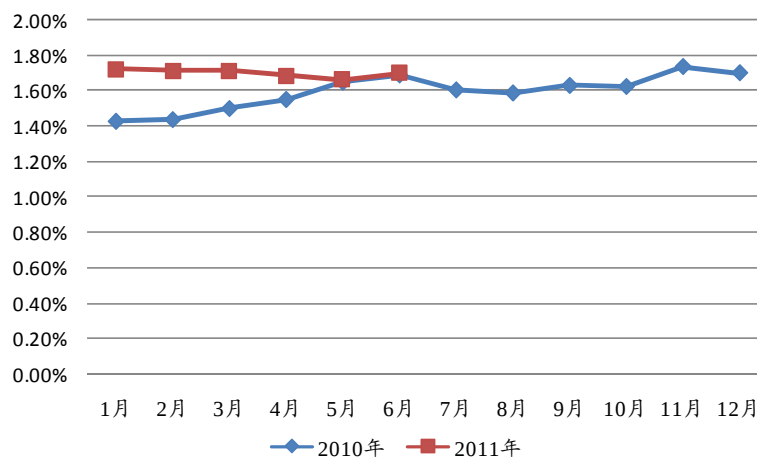
数据来源: 公司公告

图 2 承销与自营收益的增长是兴业证券中报业绩增长的主要原因



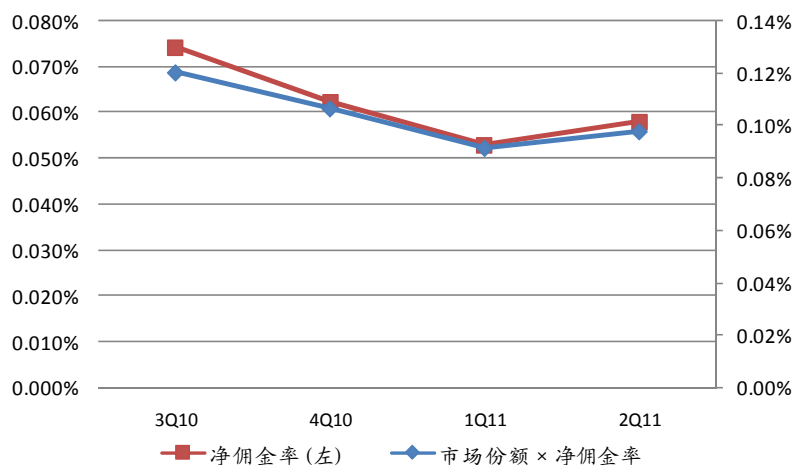
数据来源: 公司公告

图 3 兴业证券 2011 上半年股基份额 1.71%，同比增长 10.0%



数据来源：国泰君安证券研究

图 4 兴业证券上半年净佣金率 0.056%，同比下滑 30%，环比企稳



数据来源：国泰君安证券研究

图 5 兴业证券债券承销实现零的突破，股票承销规模同比减少 63%



数据来源：国泰君安证券研究

表 2：2011 年中期经纪业务市场份额排名

单位：亿元

排名	券商	股基交易额	交易额同比	市场份额	份额同比
1	华泰	27,369	1.9%	5.49%	-5.9%
2	中信	27,085	14.9%	5.43%	6.7%
3	银河	25,776	7.6%	5.17%	-0.6%

4	国泰君安	24,605	13.2%	4.94%	4.6%
5	国信	21,777	5.2%	4.37%	-2.8%
6	广发	20,671	10.6%	4.15%	2.2%
7	海通	20,421	9.7%	4.10%	1.3%
8	招商	19,807	6.7%	3.97%	-1.4%
9	申银万国	18,753	5.9%	3.76%	-2.1%
10	中信建投	15,926	4.1%	3.19%	-3.8%
17	兴业	8,523	19.1%	1.71%	10.0%

数据来源：国泰君安证券研究

表 3: 2011 年中期股票承销市场排名

单位：亿元

排名	券商	发行家数	发行额	份额	IPO	增发	配股	定增
1	中信	6.8	262.7	9.3%	46	0	89	128
2	招商	16.0	224.1	7.9%	89	0	24	110
3	国信	23.0	221.5	7.9%	183	0	5	34
4	安信	11.5	191.0	6.8%	108	0	0	83
5	平安	24.0	165.7	5.9%	145	0	0	20
6	中信建投	5.3	138.2	4.9%	13	35	0	90
7	中金公司	2.5	128.4	4.6%	-	0	110	19
8	广发	7.0	124.5	4.4%	27	0	83	14
9	中德	0.8	114.7	4.1%	47	0	0	67
10	民生	10.0	93.4	3.3%	39	0	6	49
27	兴业	4.0	25.0	0.9%	25	0	0	0

数据来源：国泰君安证券研究

表 4: 2011 年中期债券承销市场排名

单位：亿元

排名	券商	家数	发行额	份额	公司债	可转债	企业债	短融	中票
1	国泰君安	9.5	232.2	10.5%	103	38	91	-	-
2	平安	8.5	173.0	7.8%	130	-	43	-	-
3	瑞银	5.3	144.7	6.5%	68	76	-	-	-
4	中银国际	15.0	141.0	6.4%	9	-	132	-	-
5	宏源	11.5	139.5	6.3%	15	-	125	-	-
6	广发	8.0	137.5	6.2%	75	-	63	-	-
7	中国银河	8.5	133.0	6.0%	24	-	110	-	-
8	华林	10.0	93.5	4.2%	-	-	94	-	-
9	中金公司	3.7	85.3	3.8%	30	55	-	8	50
10	德邦	3.3	70.3	3.2%	13	-	57	-	-
24	兴业	2.7	25.3	1.1%	13	-	12	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

表 5: 兴业证券上半年主承销项目列表

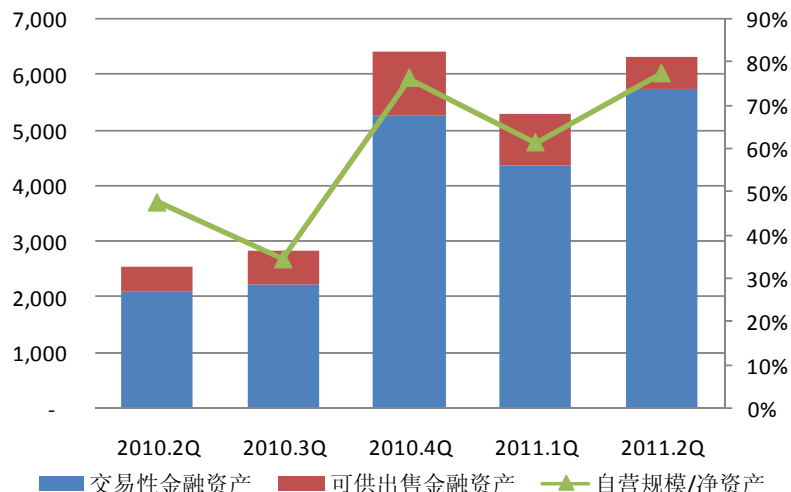
单位：亿元

名称	发行方式	所占规模	发行日期	是否联席主承销
汉得信息	首发	7.60	2011/1/24	
江南水务	首发	11.05	2011/3/9	
恒顺电气	首发	4.38	2011/4/18	
银信科技	首发	1.96	2011/6/7	
11 合川城投债	债券发行	6.00	2011/1/6	
11 渝华信债	债券发行	6.00	2011/1/6	

11 西矿 02	债券发行	6.67	2011/1/17	是
11 西矿 01	债券发行	6.67	2011/1/17	是
11 三明国投债	债券发行	10.00	2011/6/14	

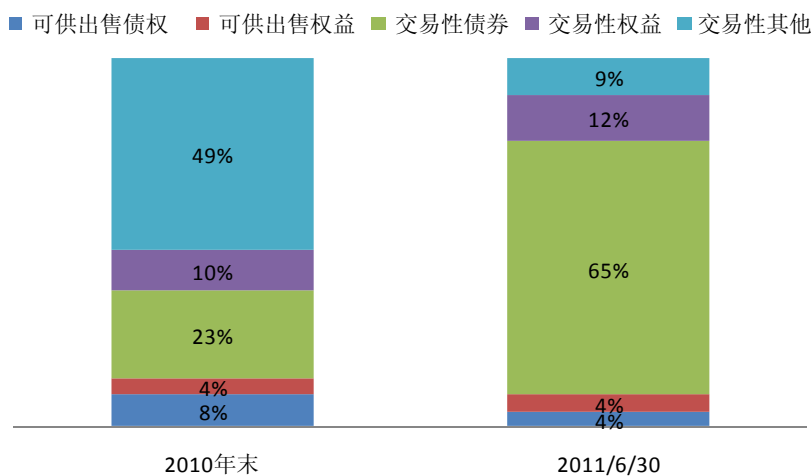
数据来源：国泰君安证券研究

图 6 兴业证券上市募集资金后，自营规模有所提高



数据来源：国泰君安证券研究

图 7 兴业证券自营投资主要集中于债券、基金，权益类占比 15%左右



数据来源：国泰君安证券研究

表 6: 兴业证券新业务发展情况

	进展情况	营业收入	占比
资产管理	集合理财产品 5 只，规模 31.69 亿元、市场排名第 14	0.33	2.4%
基金管理	分别持有兴业全球基金 51%、南方基金 10%的股权。基金管理权益规模 294 亿元，营业收入 3.56 亿元\8.06 亿元，净利润 1.38 亿元\2.32 亿元	2.62	18.9%
直接投资	2010 年 5 月取得直投资格，同年设立全资子公司兴业创新资本，注册资本 2 亿元，已完成 2 个项目的股权投资。		
期货	兴业期货，注册资本 3 亿元，持股 96.90%，上半年实现营业收入 4,106 万元，实现净利润 110 万元	0.40	2.9%
衍生品	已开展股指期货套保业务，期末持余额 2.72 亿元，上半年实现衍生金融工具投资收益约 0.31 亿元	0.31	2.2%
融资融券	2010 年 12 月，第三批获得融资融券资格		

	融资融券余额 6.47 亿元，市场份额 2.36%，行业排名第 13 位		
新三板	已成功获得主办券商资格		
香港公司	2011年5月获批设立兴证（香港）金融控股有限公司，2011年7月5日，兴证（香港）正式设立，注册资本HKD 1亿元		
合计		3.66	26.4%

数据来源：国泰君安证券研究

表 7：兴业证券盈利预测表（亿元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	3,085	2,738	2,814	3,277	3,656
手续费及佣金净收入	2,296	2,171	2,121	2,342	2,556
其中：代理买卖证券业务	1,685	1,235	1,021	1,145	1,226
证券承销业务	62	235	315	318	310
基金管理收入	521	645	712	757	852
利息净收入	210	264	283	305	339
投资收益	578	296	311	435	482
二、营业支出	1,439	1,544	1,610	1,875	2,092
营业税金及附加	147	144	162	188	210
业务及管理费	1,292	1,402	1,448	1,686	1,881
三、营业利润	1,646	1,193	1,204	1,402	1,564
四、利润总额	1,685	1,222	1,204	1,402	1,564
减：所得税费用	409	299	301	351	391
五、归属母公司净利润	1,155	787	767	907	1,010
EPS (元)	0.53	0.36	0.35	0.41	0.46

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 8：兴业证券分部估值表

	2010	2011E	2012E	2013E
经纪业务				
收益	9	6	6	6
PE 倍数	25	25	25	25
每股价值	230	162	140	156
自营业务				
净资产	35	64	91	98
PB 倍数	1.20	1.20	1.20	1.20
价值	42	77	110	118
承销业务				
收益	0	1	1	1
PE 倍数	25	25	25	25
价值	-2	0	0	0
资产管理				
集合理财规模（亿元）	24	30	41	56
基金管理规模（亿元）	344	347	347	376
Price/Aum	6%	6%	6%	6%
价值	22	23	23	26
现金价值	18	22	29	30
创新价值	0%	4%	8%	10%

合理市值（亿元）	311	295	327	363
每股价值（元）	14.1	13.4	14.9	16.5

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		