



有位佳人，在“海”一方

——兴业证券（601377）调研简报

2016年05月11日

推荐/首次

兴业证券

调研简报

报告摘要：

兴业证券是立足海西的精品券商，目前公司总体经营实力、业务规模和盈利能力进入行业前16名。从收入结构上看，兴业对经纪业务的依赖度远低于行业，资管和投行业务收入贡献高于行业。

研究和机构销售业务是兴业各业务条线中排名最靠前的业务。

- 早在2009年兴业就确定将研究作为公司三大战略投入之一，目前兴业研究跻身行业第一梯队，“新财富”战绩屡创新高，为公司各项业务打下坚实基础。公司打造“行业聚焦”核心策略，对内服务和对外服务并重，在战略重点行业打造完整的业务价值链。

- 2015年综合席位分仓收入排名第7，预计公司综合佣金排名将继续上升。

兴业资管和投行业务收入占比高，区域资源有优势。

- 深耕海西，投行业务高速发展，2015年承销保荐净收入位居行业第13。目前在会审核IPO项目有23单，在可比券商中排名靠前，投行业务收入将在未来一段时间加速释放。
- 资管业务加大转型力度，集合资管规模自13年以来基本年年翻倍，2015年资管业务净收入排名行业第10。

兴业是二级市场回购股票金额最大的上市券商，积极推进员工持股计划。回购价格区间7.13至8.63元/股，支付总金额约5.44亿，结合2016年1月配股价8.19元/股，我们认为公司目前股价具有较高安全边际。

公司坚持“2020，TOP10”战略目标不动摇，提出五大核心竞争策略。

公司盈利预测和评级：预测公司2016、2017年营业收入84亿、116亿，净利润33亿、46亿，对应EPS分别为0.5元、0.68元，BPS分别为4.96元、5.55元。我们认为给予公司**2倍PB**比较合理，对应16年每股净资产4.96元的价格为9.92元。首次覆盖给予“推荐”评级，6个月目标价为**9.92元**。

风险提示：市场大幅下跌带来业绩和估值双重压力。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3103.55	5609.06	11540.61	8394.82	11591.07
增长率(%)	22.21%	80.73%	105.75%	-27.26%	38.07%
净利润(百万元)	672.94	1945.87	4498.98	3318.91	4582.55
增长率(%)	41.27%	189.16%	131.21%	-26.23%	38.07%
净资产收益率(%)	5.17	12.13	22.51	12.64	13.03
每股收益(元)	0.26	0.34	0.80	0.50	0.68
PE	29.83	22.53	9.63	15.58	11.28
PB	1.54	2.73	2.17	1.56	1.39

齐瑞娟

010-66554089

qirj@dxzq.net.cn

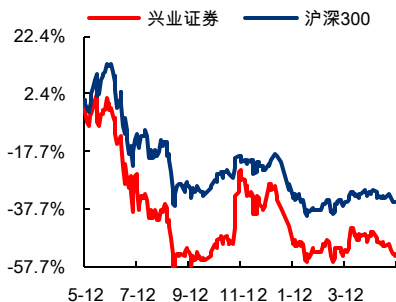
执业证书编号：

S1480515080001

交易数据

52周股价区间(元)	7.67-17.6
总市值(亿元)	513.63
流通市值(亿元)	513.63
总股本/流通A股(万股)	669667/669667
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.39

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《兴业证券（601377）2012 季报点评：自营及资管产品的高收益成最大看点》
2012-10-29
- 《兴业证券（601377）2012 中报点评：投资业绩成最大看点 投行预计下滑 50%》
2012-08-21

目 录

1. 立足海西的精品券商	3
2. 核心竞争力：研究驱动，机构销售卓越	4
2.1 研究业务是兴业最璀璨的那颗星	4
2.2 机构销售业务综合实力进入行业第一梯队	5
3. 资管和投行收入占比高，区域资源有优势	6
3.1 深耕海西市场，投行业务高速发展	6
3.2 资管加大转型力度，净收入大步迈进行业前 10	7
4. 上市券商回购股票金额最大，回购价格铸就坚实底部	7
5. 未来 5 年进入行业前 10 不是梦	8
5.1 “2020，TOP10” 战略目标是怎样的？	8
5.2 五大核心竞争策略和行动计划	8
6. 盈利预测和估值	9
7. 风险提示	10

表格目录

表 1: 兴业总体经营实力、业务规模和盈利能力进入行业前 16 名	4
表 2: 兴业研究所历年“新财富”获奖情况	5
表 3: 兴业证券机构销售斩获诸多奖项	6
表 4: 兴业证券和国元证券二级市场回购股票对比	8
表 5: 兴业 5 大核心竞争策略和行动计划	9
表 6: 公司盈利预测表	11

插图目录

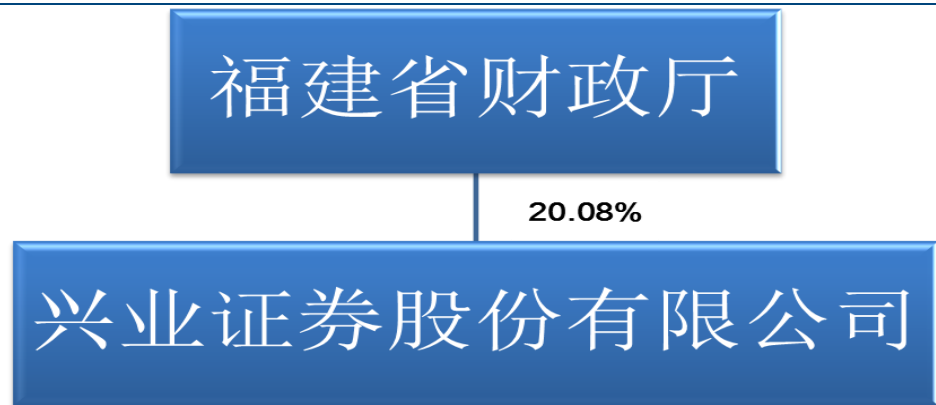
图 1: 福建省财政厅是兴业证券的控股股东	3
图 2: 兴业证券已成长为综合型金融控股集团	3
图 3: 兴业证券对经纪业务依赖度低于行业、资管投行收入贡献高于行业	4
图 4: 兴业研究打造“行业聚焦”核心策略	5
图 5: 2015 年兴业综合席位收入进入行业前 10	6
图 6: 2015 年兴业证券承销保荐业务净收入进入行业前 13	7
图 7: 兴业集合资管规模 2013 年以来年年翻倍	7
图 8: 兴业资管业务净收入 2015 年进入行业前 10	7
图 9: 兴业证券回购最低价 7.13 元/股为公司股价铸就坚实底部	8
图 10: 兴业证券 PB Band	10

1. 立足海西的精品券商

兴业证券前身是1991年10月设立的福建兴业银行证券业务部，1994年4月改组设立福建兴业证券公司，2000年3月增资改制并正式更名为兴业证券股份有限公司，成为综合类证券公司。2010年10月，公司在上交所正式挂牌上市。

兴业证券的控股股东是福建省财政厅，持有本公司股份1,043,915,180股，占本公司总股本的20.08%。公司形成了集证券、基金、期货、资产管理、国际、直投等为一体的综合型金融控股集团，主要拥有6家控股子公司，分别为兴业全球基金管理有限公司、兴证证券资产管理有限公司、兴证期货有限公司、兴业创新资本管理有限公司、兴证（香港）金融控股有限公司、兴证投资管理有限公司等。

图1:福建省财政厅是兴业证券的控股股东



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图2:兴业证券已成长为综合型金融控股集团



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

目前公司总体经营实力、业务规模和盈利能力进入行业前 16 名。2016 年 1 月配股完成后, 公司总资产和净资产位列行业第 16 名, 截至 2015 年底, 公司收入利润位列行业第 16 名。

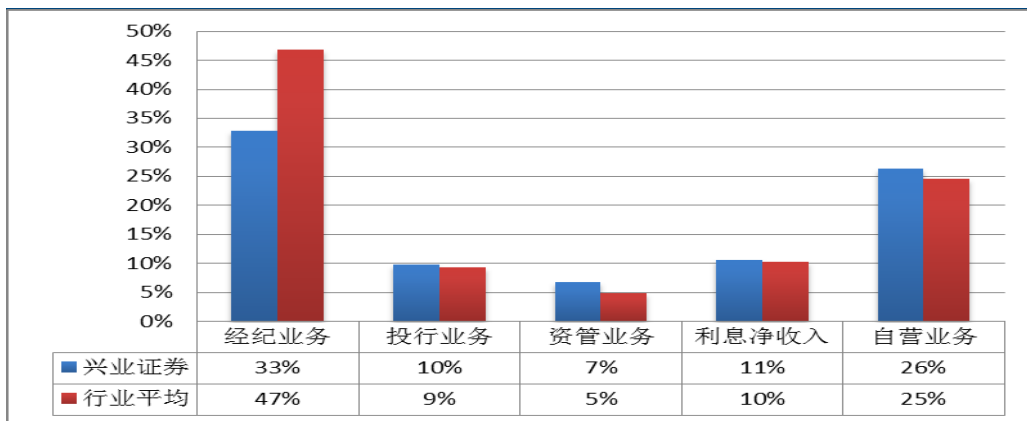
表 1: 兴业总体经营实力、业务规模和盈利能力进入行业前 16 名

	总资产 (2016.1)	净资产 (2016.1)	收入及利润 (2015)
行业排名	16	16	16

资料来源: 公司业绩发布会资料, 东兴证券研究所

从收入结构上看, 兴业对经纪业务的依赖度远低于行业, 资管和投行业务收入贡献高于行业。2015 年底公司经纪\资管\投行的收入占比分别为 33%/10%/7%, 而行业平均占比为 47%/9%/5%。公司自营和利息净收入占比和行业平均基本一致。

图 3: 兴业证券对经纪业务依赖度低于行业、资管投行收入贡献高于行业



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 核心竞争力: 研究驱动, 机构销售卓越

2.1 研究业务是兴业最璀璨的那颗星

兴业研究跻身行业第一梯队, 为公司各项业务打下坚实基础。公司早在 2009 年就确定了将研究作为公司三大战略投入之一, 目前兴业研究成为公司各业务条线中行业排名最靠前的业务, 率先实现跨入行业第一梯队的战略目标。

兴业研究战略性投入效果显著, 公司总体研究实力持续提升, “新财富”战绩屡创新高。在 2015 年“新财富”评比中, 研究所获得“本土最佳研究团队第 4”, 单项奖 16 项, 入围奖 2 项, 是历史最好战绩。研究所人员数量从 2010 年底 57 人增加到 2015 年底 119 人, 增长 108%。

兴业研究积极探索转型与创新, 对内服务和对外服务并重, 从研究发现价值到研究创造价值, 在对外服务加深的同时, 对内各优势行业均积极响应内部需求, 逐步融入公司各业务链条, 积极发起一批重点项目并为项目落地起到关键作用。

表 2:兴业研究所历年“新财富”获奖情况

	2011	2012	2013	2014	2015
奖项	本土最佳研究团队第10	本土最佳研究团队第8	本土最佳研究团队第7	本土最佳研究团队第6	本土最佳研究团队第4
新财富	单项奖(6):策略第1、 交运第1、化工第1、 煤炭第3、电子第4、 医药第5，入围(2)	单项奖(8):宏观第3、 策略第3、交运第1、 化工第1、煤炭第2、 银行第5、建筑和工 程第5，入围(1)	单项奖(9):宏观第4、 策略第1、交运第1、 化工第2、传媒第2、 造纸第3、煤炭第5、 医药第5、电子第5， 入围(1)	单项奖(7):宏观第2、 策略第1、农林牧渔 第3、基础化工第1、 医药生物第1、交运 仓储第4、社会服务 第2，入围(8)	单项奖(16):宏观第 3、策略第4、交运第 1、社会服务第1、基 础化工第2、医药第 3、环保第3、钢铁第 3、农业第3、建材第 3等,入围(2)

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

公司打造“行业聚焦”核心策略，重点解决建立综合业务模式的问题。在战略重点行业，打造涵盖研究、估值与定价、股权和债权融资、并购以及与此相适应的一、二级市场投资等完整的业务价值链，培育包括行业客户资源、行业品牌影响力、行业投融资定价权的核心能力，形成公司在确定的重点行业的行业优势，打造行业竞争力。

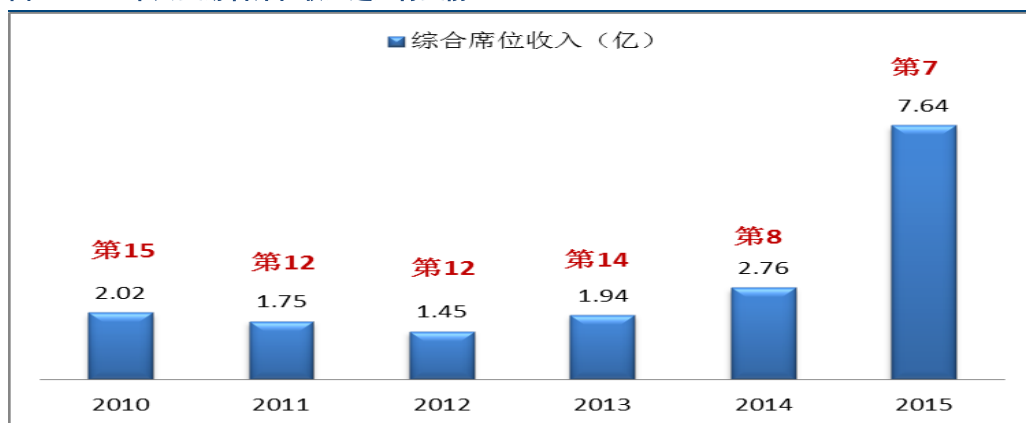
图 4:兴业研究打造“行业聚焦”核心策略


资料来源：公司业绩发布会资料，东兴证券研究所

2.2 机构销售业务综合实力进入行业第一梯队

近年来公司机构客户投研服务水平持续提升有目共睹，公司 2015 年综合席位分仓收入排名第 7。公司着力打造包括公私募、保险公司、社保基金、QFII、RQFII、券商资管和自营、信托公司、财务公司、投资公司和上市公司在内的全面机构客户服务体系，为机构客户提供专业精准服务的能力不断提升。预计公司综合佣金收入和排名将继续上升。

图 5:2015 年兴业综合席位收入进入行业前 10



资料来源：公司业绩发布会资料，东兴证券研究所

表 3:兴业证券机构销售斩获诸多奖项

近年来获取销售服务类奖项	
2015	“新财富”最佳销售团队第一名
2014	“新财富”最佳销售团队第一名
2013	“新财富”最佳销售团队第二名
2012	“上海证券报”最佳机构服务证券经纪商
2012	“新财富”最佳销售团队第九名
2011	“新财富”最佳销售团队第七名

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

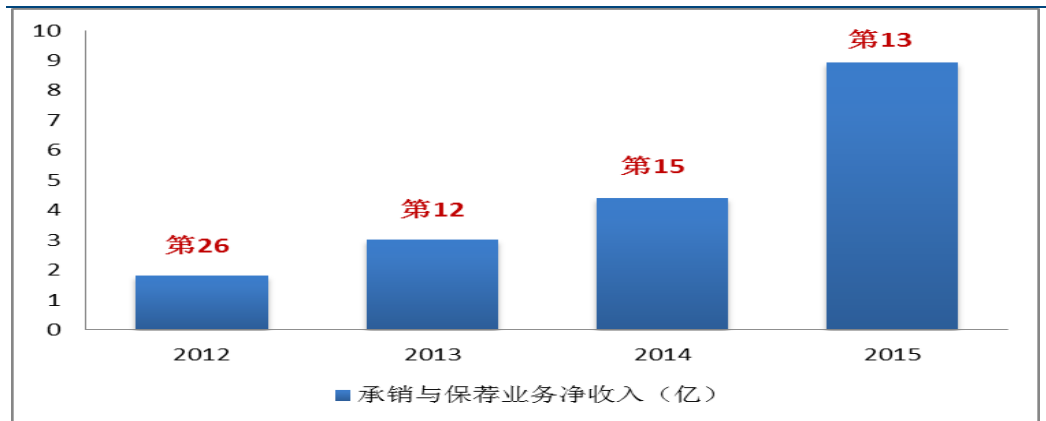
3. 资管和投行收入占比高，区域资源有优势

3.1 深耕海西市场，投行业务高速发展

兴业投行坚持目标客户、目标行业和目标区域的核心策略，深耕海西，投行业务高速发展。公司地处海西，在海西区经济发展和两岸经济金融交流的背景下获得有利的地缘优势，目前在福建地区处于行业领军地位。

公司投行业务加速资源整合，推动股权、债权和并购等传统业务均衡发展，并积极推进资产证券化、国际化等创新业务，行业排名接近前 10。2015 年公司实现承销与保荐净收入 8.92 亿，行业排名第 13，占公司营业收入 10%，超过行业平均水平。

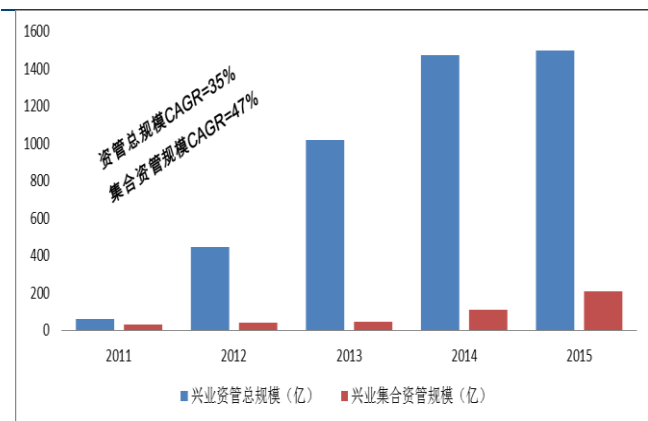
公司目前在会审核的 IPO 项目有 23 单（已受理 12 单+已反馈 9 单+已预披露更新 2 单），在可比券商中排列靠前。公司投行业务将在未来一段时间加速释放。

图 6:2015 年兴业证券承销保荐业务净收入进入行业前 13


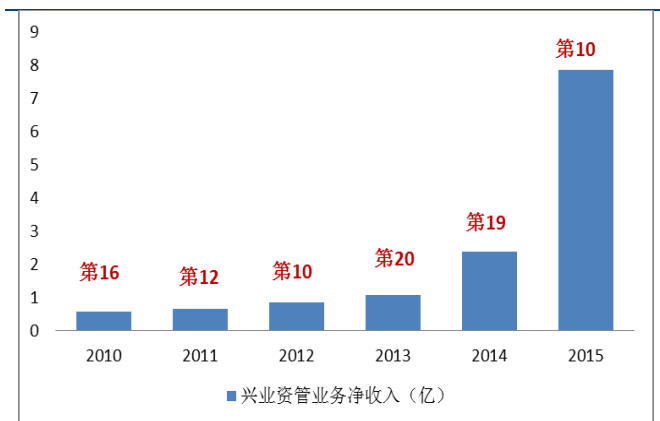
资料来源：公司业绩发布会资料，东兴证券研究所

3.2 资管加大转型力度，净收入大步迈进行业前 10

兴业资管紧紧围绕公司战略目标，加大转型力度，权益投资、创新投资、量化投资、资产证券化等业务线均取得较好的经营业绩。公司 2014、2015 年资管总规模几乎没有增长，但集合资管规模自 13 年以来基本年年翻倍，集合资管占总规模的比重显著提升。2015 年公司资管业务净收入排名行业第 10，是近年来的最佳成绩。

图 7:兴业集合资管规模 2013 年以来年年翻倍


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 8:兴业资管业务净收入 2015 年进入行业前 10


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

4. 上市券商回购股票金额最大，回购价格铸就坚实底部

兴业是回购股票金额最大的上市券商。目前 A 股只有 2 家券商开启二级市场股票回购，国元证券是最早启动二级市场股票回购的上市券商，回购自 2015 年 9 月开始、2016 年 2 月结束，累计回购 2956.1484 万股，占公司总股本比例为 1.5051%，支付总金额约 4.7 亿。兴业自 2016 年 2 月开启股票回购，截至 4 月底累计回购股份数量约为 6800 万股，占公司目前总股本的 1.02%，成交的最高价为 8.63 元/股，成交的最低价为 7.13 元/股，支付的总金额为 5.44 亿（含印花税、佣金等交易费用）。

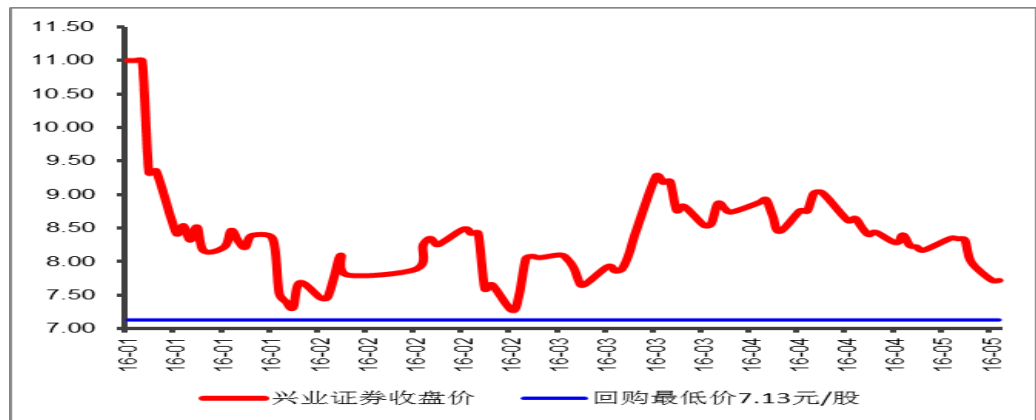
表 4:兴业证券和国元证券二级市场回购股票对比

	回购期限	回购股数(万)	占总股本比例	回购支付金额(亿)	回购价格
国元证券	2015.9-2016.2	2956.1484	1.51%	4.7	均价 15.9 元/股
兴业证券	2016.2 至今	6800	1.02%	5.44	最高 8.63 元/股, 最低 7.13 元/股

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司实施股票回购决心坚决，彰显公司管理层呵护自身股价、维护全体股东利益的意图。公司实施股份回购同时也为有效推进员工持股计划、进一步完善公司长期激励机制。据了解，兴业将在政策允许的情况下正式实施员工持股计划。

图 9:兴业证券回购最低价 7.13 元/股为公司股价铸就坚实底部



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 未来 5 年进入行业前 10 不是梦

5.1 “2020，TOP10” 战略目标是怎样的？

公司坚持“2020，TOP10”战略目标不动摇，未来五年内建设成为业务特色鲜明、竞争优势独特、管理机制高效、风控能力健全、人才队伍优秀的综合型金融服务机构，公司综合实力进入 TOP10，具体来看：

- 一是公司资本实力、盈利能力、经营效率等指标不断优化并进入行业第二集团；
- 二是各项业务进入或接近行业第二集团（其中特色业务力争进入行业第一集团）；
- 三是国际化程度不断提高，海外业务规模及相关收入占比要进入行业前十位。

5.2 五大核心竞争策略和行动计划

为了实现“2020，TOP10”战略目标，公司提出**五大核心竞争策略**。高绩效团队建设是公司未来五年最重要的竞争策略之一；客户中心策略将进一步深化以客户为中心的转型；区域策略的重点是解决区域选择与业务落地的方式，行业聚焦策略重点解决如何建立综合业务模式；IT 与互联网发展策略是公司战略实施的重要突破口；坚定不移的加速推进国际化策略。

表 5: 兴业 5 大核心竞争策略和行动计划

五大核心竞争策略	行动计划
高绩效团队建设策略	打造高绩效团队、事业部制、员工持股计划
客户中心策略	明晰客户分类 (核心客户/重要客户/成长客户), 加强服务深度, 提升服务广度
区域、行业聚焦策略	深耕核心区域 (福建、北上广深与江苏浙江四省三地)、投入重点区域 (已设立一二级区域分公司区域)、布局成长区域
	以研究能力培育为基础, 建立有效的跨部门行业知识分享及绩效分配机制, 促进客户资源共享与业务协作
IT 与互联网发展策略	提升管理效率与服务水平, 探索互联网发展业务模式
国际化策略	推动香港公司分拆, 在港交所上市; 启动 H 股发行; 择时实施海外并购

资料来源: 公司业绩发布会资料, 东兴证券研究所

6. 盈利预测和估值

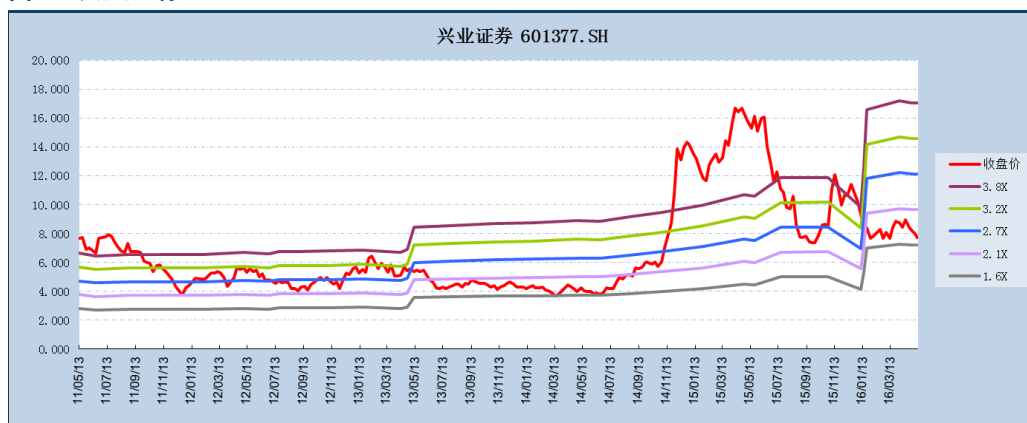
在 2016 年两市日均成交量 6000 亿、两融平均余额 10000 亿的中性假设下, 我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 83.95 亿、115.91 亿, 净利润为 33.19 亿、45.83 亿, 对应 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元, 对应 BPS 分别为 4.96 元、5.55 元。

由于券商业绩的强周期和高贝塔属性, 其每股盈利和市盈率伴随行业景气度会有非常大的波动, 我们倾向于认为 PE 估值指标难以对其投资机会做出有效判断, 而每股净资产一般不会出现大幅波动, 因此我们认为**券商股采用 PB 估值更具有参考价值**。

兴业证券 2016 年 1 月完成配股, 融资金额近 123 亿, 配股价 8.19 元/股, 结合公司二级市场股票回购价格区间 7.13 元—8.63 元/股, 我们认为公司目前股价具有较高安全边际。

公司 2016 年 5 月 10 日收盘价隐含的 2016、2017 年 PB 为 1.56X、1.39X。考虑公司最低回购价 7.13 元/股, 给予公司 16 年 1.4X 估值下限, 对应 16 年每股净资产 4.96 元的价格为 7.0 元, 综合考虑公司的竞争优势和股价弹性, 我们认为给予公司 2 倍 PB 比较合理, 对应 16 年每股净资产 4.96 元的价格为 9.92 元。首次覆盖给予“推荐”评级, 6 个月目标价为 9.92 元。

图 10:兴业证券 PB Band



资料来源: wind, 东兴证券研究所

7. 风险提示

市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	8,497.92	18,642.2	31,119.2	42,874.8	52,803.7	营业收入	3,103.	5,609	11,540.	8,394.82	11,591
结算备付金	2,372.60	6,566.97	9,466.41	5,514.41	7,352.55	手续费及佣金净收	2,123.	3,024	7,259.4	5,372.67	7,569.
交易性金融资产	10,768.2	13,099.7	23,484.1	28,239.8	33,887.7	其中：代理买卖证	1,125.	1,539	3,782.1	1,783.15	2,151.
买入返售金融资产	5,030.53	12,319.3	12,588.1	13,846.9	15,231.6	证券承销业务净收	364.76	552.3	1,130.0	1,524.39	2,393.
存出保证金	730.12	1,687.66	2,869.59	1,698.24	2,264.32	受托客户资产管理	107.59	230.7	779.24	829.42	1,283.
可供出售金融资产	1,656.10	4,373.47	13,758.2	10,304.5	11,335.0	利息净收入	345.70	688.7	1,222.0	1,038.66	1,677.
长期股权投资	354.39	43.21	104.71	157.06	204.18	投资净收益	890.41	1,627	2,859.0		
固定资产	752.60	722.59	746.32	746.32	746.32	其中：对联营企业	-0.10	-2.05	2.31		
无形资产	41.16	41.37	52.30	46.96	46.96	公允价值变动净收	-264.6	256.8	181.61		
商誉	12.26	12.26	12.26	12.26	12.26	自营业净收入	625.83	1,886	3,038.3	1,899.53	2,227.
递延所得税资产	194.03	224.41	501.06	423.97	497.57	营业支出	2,119.	3,095	5,674.6	4,066.45	5,614.
其他资产	79.43	197.14	507.88	484.53	568.65	营业税金及附加	200.04	341.5	743.69	537.27	741.83
资产合计	35,586.1	73,487.5	113,818.	104,349.	124,950.	管理费用	1,912.	2,721	4,888.8	3,525.82	4,868.
卖出回购金融资产	8,088.01	16,771.8	16,934.7	18,628.2	20,491.0	其他业务成本	4.24	4.55	4.33	3.36	4.64
代理买卖证券款	9,322.47	21,658.8	34,683.3	21,228.0	28,304.0	营业利润	983.57	2,513	5,865.9	4,328.37	5,976.
应付职工薪酬	855.68	1,544.92	3,132.24	2,157.29	2,978.66	加：营业外收入	65.82	68.15	81.88	59.60	82.30
应交税费	270.74	632.90	923.83	663.78	916.51	减：营业外支出	13.88	15.73	28.36	20.99	28.98
其他负债	758.70	12,097.9	29,729.7	28,451.5	35,126.8	利润总额	1,035.	2,565	5,919.4	4,366.98	6,029.
负债合计	22,152.6	58,261.8	94,529.9	71,128.8	87,817.0	减：所得税	251.76	619.7	1,420.5	1,048.08	1,447.
股本	2,600.00	5,200.00	5,200.00	6,696.67	6,696.67	净利润	783.74	1,945	4,498.9	3,318.91	4,582.
资本公积金	6,384.95	3,767.19	3,767.19	14,334.0	14,334.0	归属于母公司净利	672.94	1,781	4,167.1	3,318.91	4,582.
盈余公积金	614.86	765.61	1,106.79	1,438.68	1,896.93	每股净资产（元）	5.00	2.82	3.56	4.96	5.55
未分配利润	2,397.58	3,515.77	6,399.39	8,052.96	10,591.0	基本每股收益（元）	0.26	0.34	0.80	0.50	0.68
一般风险准备	1,010.96	1,312.45	1,994.81	2,658.59	3,575.10						
归属于母公司权	13,004.9	14,682.6	18,515.3	33,220.9	37,133.8						
所有者权益合计	13,433.4	15,225.7	19,288.0	33,220.9	37,133.8						
负债及股东权益	35,586.1	73,487.5	113,818.	104,349.	124,950.						

资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。