

强烈推荐-A (上调)

兴业证券 601377.SH

目标估值: 9-9 元
当前股价: 7.53 元
2017 年 05 月 02 日

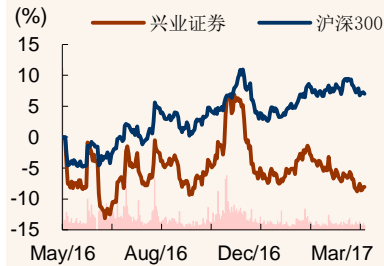
业绩捷报, 利空出尽

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	669667
已上市流通股(万股)	669667
总市值(亿元)	508
流通市值(亿元)	508
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	74.2%
主要股东	福建省财政厅
主要股东持股比例	20.27%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-3	-7
相对表现	-2	-6	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《兴业证券(601377)——中报业绩符合预期, 资本助力业务转型》
2016-08-23

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn
S1090517040005

- 公司公布 2017 年一季报: 营业收入 19.65 亿, 同比增长 13%; 归母净利润 6.82 亿, 同比大增 35%, 二者均好于上市券商平均。EPS 0.1 元, ROE 2.13%。
- 利空出尽, 业绩回春。一季度归母净利润 6.82 亿, 同比大增 35%, 明显好于上市券商 9% 的平均增幅, 为全年业绩正增长打下基础。自营独领风骚, 投资净收益 8.19 亿, 同比大增 6.6 倍, 收入占比飙升至 42%, 成为公司业绩大增的主要支撑点; 经纪可圈可点, 收入 3.39 亿, 同比下降 22%, 好于同业, 其中市占率 1.41%, 环比小幅上涨 3%, 佣金率 4.23%, 环比增长 0.5%; 投行利空出尽, 收入 2.13 亿, 同比下降 43%, 合规经营后有望快速回血; 利息收入 1.92 亿, 同比下降 13%; 资管表现差强人意, 收入 0.85 亿, 同比下降 46%, 监管趋严背景下, 未来需提升主动管理能力增厚收入。
- 自营挑起收入重担, 坚持价值投资。投资净收益 8.19 亿, 同比大增 6.6 倍, 收入比重 42%, 一举超越经纪业务成为公司业绩顶梁柱。公司自营投资坚持一贯的价值投资, 持续完善风控体系、加快建设投研队伍、拓宽投资范围, 在当前市场环境下取得突出成就。自营固收类仓位仅 22.84%, 处于超低水平, 在债市不确定性环境下, 公司有望独善其身。
- 利空出尽, 合规前行。公司因欣泰电器上市过程中未尽勤勉责任, 被证监会行政处罚, 最后结果大大好于市场预期: 仅没收业务收入、罚款及负责人市场禁入, 并未暂停公司承销保荐业务。靴子落地后公司加强业务风控管理, 虽短期受压, 但长期来看有利于公司业务的稳健经营, 目前在会 IPO 项目 11 例, 收入有望实现稳健增长, 底部估值也有望逐步修复。
- 投资建议: 上调公司评级至强烈推荐。看好公司后续发展基于: 1) 一季度业绩开门红, 奠定全年同比正增基础; 2) 自营投资秉承价值投资, 取得突出成效, 收入暴增有望维持; 3) 利空出尽, 估值有望随业绩改善而逐步修复。我们采用分部估值法给予公司 600 亿市值, 对应 9 元目标价, 上升空间 20%, 17 年 21 倍 PE、1.8 倍 PB。
- 风险提示: 市场交易活跃度下降

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	11,541	7,589	9,003	9,961	11,452
同比增长	106%	-34%	19%	11%	15%
营业利润(百万元)	5,866	2,909	3,720	4,147	5,043
同比增长	133%	-50%	28%	11%	22%
净利润(百万元)	4,167	2,046	2,810	3,134	3,812
同比增长	134%	-51%	37%	12%	22%
每股收益(元)	0.80	0.31	0.42	0.47	0.57
PE	9.40	24.65	17.94	16.09	13.23
PB	2.09	1.64	1.47	1.04	1.29

资料来源: wind, 招商证券

表 1：兴业证券利润表

百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	11541	7589	9003	9961	11452
手续费及佣金净收入	7259	5097	5169	5889	6882
其中：经纪业务手续费净收入	3782	1641	1482	1606	1883
投行业务手续费净收入	1130	1416	1447	1654	1909
资产管理业务手续费净收入	779	558	535	584	637
利息净收入	1222	957	1212	1377	1607
投资净收益	2859	1863	2429	2672	2939
其中：对联营合营公司投资收益	2	11			
公允价值变动净收益	182	-331	180	10	10
汇兑净收益	10	-13	-1	-1	-1
其他业务收入	9	15	15	15	15
二、营业支出	5675	4680	5284	5814	6409
营业税金及附加	744	216	256	284	326
业务及管理费	4889	4444	5028	5530	6083
资产减值损失	38	10	0	0	0
其他业务成本	4	10	0	0	0
三、营业利润	5866	2909	3720	4147	5043
加：营业外收入	82	307	60	60	60
减：营业外支出	28	308	2	2	2
四：利润总额	5919	2908	3778	4205	5101
减：所得税费用	1421	565	913	1016	1232
五、净利润	4499	2343	2865	3190	3868
归属母公司所有者的净利润	4167	2046	2810	3134	3812
少数股东损益	332	297	55	56	56

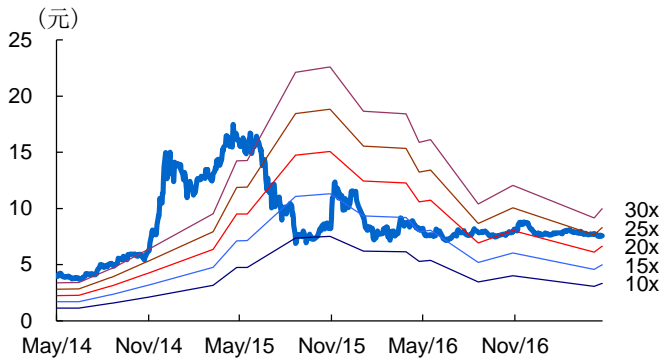
资料来源：wind，招商证券

表 2：兴业证券资产负债表

百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金	30837	26714	26714	26714	26714
其中：客户资金存款	26964	19527	19527	19527	19527
结算备付金	8552	9844	9844	9844	9844
其中：客户备付金	7115	8291	8291	8291	9120
融出资金	27734	15521	11883	12477	13725
交易性金融资产	14148	37215	8489	8489	9338
衍生金融资产	13	19	19	19	21
买入返售金融资产	6231	20914	6546	7855	8640
应收款项	214	1096	1096	1096	1096
应收利息	795	1000	1000	1000	1000
存出保证金	1498	3920	3920	3920	3920
可供出售金融资产	7636	18047	7636	7636	7636
持有至到期投资	576	576	576	576	576
长期股权投资	413	261	261	261	261
固定资产	322	622	622	622	622
无形资产	89	69	69	69	69
商誉	103	12	12	12	12
递延所得税资产	121	665	665	665	665
投资性房地产		161			
其他资产	341	455	27591	39856	27821
资产总计	99625	136535	106944	121112	111960
短期借款	222	3927	3927	3927	3927
应付短期融资款	2212	17116			
拆入资金	0	1000	1000	1000	1000
交易性金融负债	0	3922	3922	3922	3922
衍生金融负债	424	29	29	29	29
卖出回购金融资产款	22902	9005	9005	9005	9005
代理买卖证券款	35069	31175	31175	31175	31175
代理承销证券款	0	996	996	996	996
应付职工薪酬	1374	2945	2945	2945	2945
应交税费	323	813	813	813	813
应付款项	317	1752	1752	1752	1752
应付利息	449	669	669	669	669
应付债券	16892	27473	15001	15002	15002
递延所得税负债	108	12	12	12	12
预计负债		250			
其他负债	2309	1153	1153	1153	1153
负债合计	82601	102237	72399	72400	72400
股本	5200	6697	6697	6697	6697
资本公积	2968	14470	14751	15064	15446
库存股		544			
其他综合收益	236	185	370	407	448
盈余公积	1306	1261	1199	1129	1045
一般风险准备	2671	2304	1800	1239	556
未分配利润	6399	7319	9409	11856	15050
归属于母公司所有者权益	18779	31693	34227	48393	39241
少数股东权益	207	2605	318	319	319
所有者权益合计	18986	34298	34545	48712	39560
负债和股东权益总计	101587	136535	106944	121112	111960

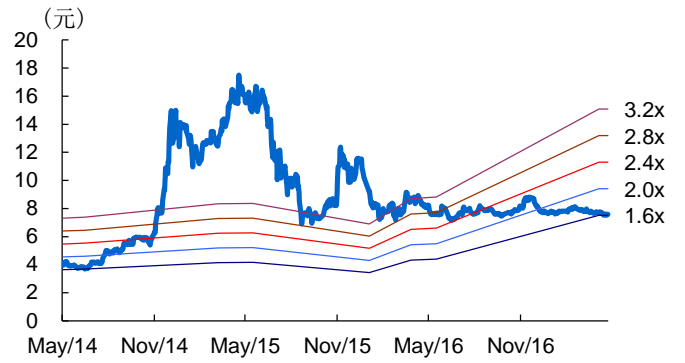
资料来源：wind，招商证券

图 1：兴业证券历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：兴业证券历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。