



2017-12-20

公司点评报告

增持/维持

兴业证券(601377)

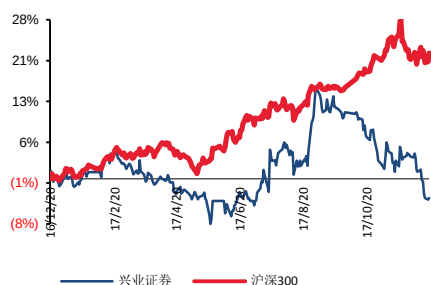
目标价: 8.50

昨收盘: 7.33

金融 多元金融

兴业证券：拟定增 80 亿扩大自营和信用业务规模点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	6,697/6,697
总市值/流通(百万元)	49,087/49,087
12 个月最高/最低(元)	8.81/7.12

相关研究报告：

《兴业证券(601377) 2016 年报点评：投行业务收入克服不利影响增 34%，现金分红比例高达 49%》
--2017/04/10

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051609002

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

事件：12 月 18 日晚，兴业证券发布定预案，拟定增 80 亿元（其中控股股东福建省财政厅承诺认购不低于 20%，不超过 16.3 亿），主要用于扩大公司业务规模，提升公司市场竞争力：信用业务不超过 40 亿（两融 10 亿，股票质押式回购 30 亿）、自营业务不超过 60 亿。

点评：

定增的直接影响是净资产将增长 22%，资本实力增强有助于公司扩大业务规模。截至三季度末，兴业证券净资产总额为 358 亿，在行业中排名大概第 15 位（紧随方正证券 380 亿、中金 363 亿之后）。如果补充 80 亿，则净资产增幅为 22%，将达到 438 亿。值得注意的是，兴业证券曾于 2016 年 1 月初配股融资了 120 亿，连同此次融资，累计融资将达到 200 亿。公司 2015 年底的净资产为 193 亿，连续两次融资，资本实力翻倍，有望再造一个兴业证券。当前公司股价已经回落至 7.33 元/股，与 2016 年 2 月份的水平持平（股灾 3.0 的末期，配股刚刚落地之际），此时的兴业与彼时相比，形势完全好转，价值被低估。

融资主要用于资本消耗性业务，向下扩大利润基础，向上增加资本回报弹性。信用类业务，包括两融和股权质押式回购，主要赚利差，有利于提高业绩的基数，增加公司整体经营的稳健性。自营规模扩大，当市场机会来临时，公司捕捉市场机会的机动能力大幅提升。

投资建议：券商板块目前整体估值水平较低，从长周期的角度来看有绝对收益配置价值；从中期来看，股市平稳修复是大概率事件，业绩有望改善。预计 2017-2019EPS 分别为：0.34、0.41、0.51，同比增速分别为 31%、20%、26%。给予“增持”评级，六个月目标价：8.50 元/股，对应 2017 年 25 倍 PE，1.58 倍 PB。

风险提示：券商整个行业业绩受市场波动影响较大；行业监管依然严格。

■ 盈利预测和财务指标：

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,589	8,707	9,283	10,613
(+/-%)	-34%	15%	7%	14%
净利润(百万元)	2,046	2,679	3,206	4,045
(+/-%)	-51%	31%	20%	26%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.34	0.41	0.51
市盈率(PE)	28	22	18	14

资料来源：Wind，太平洋证券；注：摊薄每股收益按最新总股本计算

事件：

12 月 18 日晚，兴业证券发布定预案，拟定增 80 亿元（其中控股股东福建省财政厅承诺认购不低于 20%，不超过 16.3 亿），主要用于扩大公司业务规模，提升公司市场竞争力：信用业务不超过 40 亿（两融 10 亿，股票质押式回购 30 亿）、自营业务不超过 60 亿。

点评：

定增的直接影响是净资产将增长 22%，资本实力增强有助于公司扩大业务规模。截至三季度末，兴业证券净资产总额为 358 亿，在行业中排名大概第 15 位（紧随方正证券 380 亿、中金 363 亿之后）。如果补充 80 亿，则净资产增幅为 22%，将达到 438 亿，有望位列行业第 11（三季度末行业第 10 为光大证券 503 亿，中信建投净资产二季度末为 423 亿）。值得注意的是，兴业证券曾于 2016 年 1 月初配股融资了 120 亿，连同此次融资，累计融资将达到 200 亿。公司 2015 年底的净资产为 193 亿，连续两次融资，资本实力翻倍，有望再造一个兴业证券。当前公司股价已经回落至 7.33 元/股，与 2016 年 2 月份的水平基本持平（股灾 3.0 的末期，配股刚刚落地之际），此时的兴业与彼时相比，形势完全好转，价值被低估。

图表 1：上市券商净资产

序号	名称	2017Q3 净资产（亿元）	2017H 净资产（亿元）	2016 净资产（亿元）
1	中信证券	1,505	1,470	
2	国泰君安	1,316	1,278	
3	海通证券	1,282	1,241	
4	华泰证券	876	856	
5	广发证券	873	839	
6	招商证券	784	766	
7	中国银河	646	630	
8	申万宏源	563	543	
9	光大证券	503	493	
10	国信证券	510	492	
11	东方证券	422	414	
12	方正证券	380	372	
13	兴业证券	358	345	
14	长江证券	268	262	
15	国元证券	210	207	
16	东吴证券	211	206	
17	西南证券	201	197	
18	东兴证券	190	187	
19	国金证券	185	181	
20	西部证券	176	173	
21	东北证券	169	168	
22	财通证券	163	158	
23	国海证券	145	143	
24	山西证券	133	130	
25	浙商证券	131	128	

资料来源：Wind，太平洋研究院

图表 2：上市券商净资产（续）

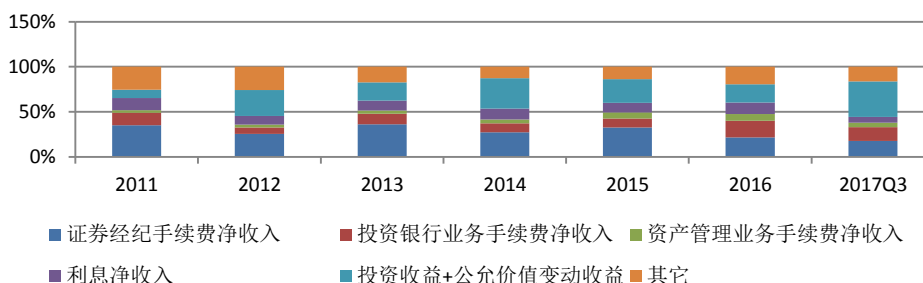
序号	名称	2017Q3 净资产（亿元）	2017H 净资产（亿元）	2016 净资产（亿元）
25	浙商证券	131	128	
26	华安证券	125	122	
27	太平洋	121	119	
28	中原证券	116	114	
29	第一创业	94	93	
30	中金公司	363	356	
31	中信建投证券	-	423	
32	国联证券	-	79	
33	东莞证券	-	59	
34	中山证券	-	-	40
35	广州证券	-	112	
36	国盛证券	-	98	
37	安信证券	-	231	
38	华创证券	-	-	112
39	江海证券	-	102	
40	华鑫证券	-	50	
41	中航证券	-	-	

资料来源：Wind，太平洋研究院

融资主要用于资本消耗性业务，向下扩大利润基础，向上增加资本回报弹性。信用类业务，包括两融和股权质押式回购，主要赚利差，有利于提高业绩的基数，增加公司整体经营的稳健性。目前兴业证券两融规模约 168 亿，股票质押式回购规模约 364 亿。自营权益类规模大约 70 亿，固收类大概 275 亿，定增融资资金用途中自营业务不超过 60 亿，这个规模相对于目前的规模而言还是比较大的，当市场机会来临时，公司捕捉市场机会的机动能力大幅提升。

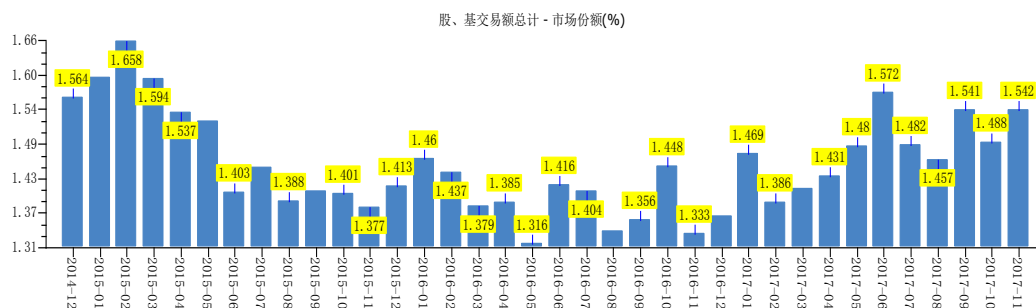
传统经纪业务市场份额稳中有升，股基交易市场份额 1.54%。公司业务结构对经纪业务的依赖度已经降至 20% 以内（17.6%），略低于 2016 年的水平（22%），对自营、资管、投行的依赖度较高。传统经纪业务的市场份额今年下半年以来回升显著，从 1.30% 回升至 1.50% 的水平。

图表 3：兴业证券 2011-2017Q3 营收结构



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表 4：兴业证券 2014 年以来月度股基交易市场份额



资料来源：Wind，太平洋研究院

市场对券商再融资是否已经麻木了？从边际效用的角度来看，资本市场对券商再融资已经没有显著的反映了，因为在过去的三年半（自 2014 年下半年以来）券商融资可以说是层出不穷。尤其是今年以来，券商的再融资事件性效应已经偃旗息鼓了。其实从整个行业来看，相当密集：2016 年以来，光大证券、东方证券、招商证券和国泰君安分别完成 H 股发行上市，进一步补充资本；2017 年至今已有银河证券、中原证券、浙商证券、财通证券等在 A 股上市，累计上市的有 40 家，含 H 股以及以券商业绩为主导的多元金融类标的，另有中泰证券等十余家公司申请 A 股 IPO；华泰证券、申万宏源证券、东方证券、东吴证券、国海证券、太平洋证券等先后启动再融资。从业务发展的角度来看，融资对于券商依然具有重要的意义，因为当前的证券行业依然是集中度不高，规模效应和范围经济依然存在，大券商的优势将越来越凸显。证券监管部门建立了以净资本和流动性为核心的风险控制体系，其实质是根据证券公司的资本实力决定其业务开展的最大规模。所以，要想做大做强，资本实力是核心的制约因素。

员工持股计划于 2017 年 8 月 17 日落地，成本价为 6.54 元/股。兴业证券是上市券商中仅有的两家员工持股计划标签标之一（另外一只只是国元证券），兴业证券的员工持股计划股票来源为救市期间回购的股票，因此成本价较低，较目前市价（7.33 元/股）有 12% 的浮赢。员工持股计划分一期和二期，分别通过《兴证资管鑫众-兴业证券 1 号定向资产管理计划资产管理合同》、《兴证资管鑫众-兴业证券 2 号定向资产管理计划资产管理合同》这两个资管计划实施。两者的区别在于锁定期，第一期锁定期为 12 个月（参与人数为 2943 人，公司员工总数为 5627，覆盖面非常宽；总金额 3.12 亿，占公司总股本的 0.71%），第二期锁定期为 36 个月（参与人数为 210 人，为中高层管理者；总金额 1.33 亿，占公司总股本的 0.30%）。**员工持股计划的推出，对于券商而言是利好，员工持股是众券商竞相追捧的，能抢占先机是综合实力的一种体现。**证券行业是一个人才密集型行业，人力成本是管理成本的核心组成部分，同时，行业呈现人才高流动性特点。如何吸引和留住人才是券商首当其冲要解决的问题，一味地高薪挖人面临较高的经营风险，因此通过员工持股计划，提升员工粘性（更高的激励、提高退出成本）对于管理层而言是一种非常吸引人的工具。正因为如此，员工持股计划是多数券商想实行的一项政策，但苦于自 2009 年起财政部暂停金融企业实施股权激励和员工持股计划，政策障碍难以突破。2014 年财政部拟定的有关《金融企业员工持股股权激励计划管理办法》曾上交国务院，后来因为市场波动而未能出台。2016 年 8 月 18 日，国资委官网发布“关于印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》的通知”，员工持股计划率先在非金融领域火热起来。行业内，国元证券率先于 2015 年 9 月 10 日发布员工持股草案（2016 年 7 月 9 日修订；8 月 4 日二次修订；8 月 18 日最终落地；第一期于 2017 年 8 月 25 日解锁，股价约 15 元，较 2016 年 8 月 25 日的 13 元浮赢 15%）；2017 年 6 月 14 日，国海证券宣布入选广西省第一批国有控股混合所有制企业员工持股试点名单，有望就此来开员工持

股序幕。从这个过程来看，员工持股计划在大趋势下是向前推进的。综上所述，员工持股是券商想做的，也是监管层向前推动的，能将员工持股落地，从战略机遇把握能力的角度来看，兴业证券具有一定的行业比较优势。

战略执行能力强，未来三年全面实现 TOP10 的战略目标是大概率事件。兴业证券的战略执行力是比较强的，公司实现了第一个五年（2011-2015 年）战略规划的目标，综合竞争实力名列我国证券行业前十五位，跻身全国大型证券公司行列，这个战略目标成功实现了。因此，兴业证券于 2016 年又制订了《兴业证券五年战略规划纲要（2016-2020）》（以下简称“《战略规划纲要》”），提出在 2020 年综合实力进入行业前十位。截至今年上半年，兴业证券母公司口径总资产排名行业第 13 位，净资产排名行业第 16 位，营业收入和净利润排名行业第 11 位和 13 位；分业务看，研究业务、机构服务等业务已跻身行业第一梯队，证券投资业务和投资银行业务已经进入行业前十位。综合公司的战略执行力和战略导向的企业文化，以及近两年的业务进展，TOP10 的战略目标超计划实现是大概率事件。

投资建议：券商板块目前整体估值水平较低，从长周期的角度来看有绝对收益配置价值；从中期来看，股市平稳修复是大概率事件，业绩有望改善。预计 2017-2019EPS 分别为：0.34、0.41、0.51，同比增速分别为 31%、20%、26%。六个月目标价：8.50 元/股，对应 2017 年 25 倍 PE，1.58 倍 PB。

风险提示：券商整个行业业绩受市场波动影响较大；行业监管依然严格。

附：兴业证券财务预测 20171219

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	31,119	26,714	30,970	35,947	33,606	营业收入	#####	7,589	8,707	9,283	#####
结算备付金	9,466	9,844	10,310	11,464	11,432	手续费及佣金净收入	7,259	5,097	3,936	4,729	5,469
融出资金	16,781	15,521	15,899	17,282	20,738	其中：经纪业务净收入	3,782	1,641	1,255	1,412	1,678
交易性金融资产	23,484	37,215	50,365	70,191	54,231	承销业务净收入	1,130	1,416	1,266	1,603	1,899
买入返售金融资产	12,588	20,914	29,318	32,575	32,575	资管业务净收入	779	558	588	611	684
应收款项	939	1,096	3,583	4,994	3,858	利息净收入	1,222	957	1,252	1,475	1,627
存出保证金	2,870	3,920	3,289	3,757	4,048	投资净收益	3,041	1,533	3,509	3,070	3,507
可供出售金融资产	13,758	18,047	39,483	55,025	42,514	公允价值变动净收益	182	-331	8	-30	17
持有至到期投资	-	-	-	-	-	其它	9	15	10	10	10
长期股权投资	105	261	261	261	261	营业支出	5,675	4,680	4,920	4,736	4,881
固定资产	746	622	512	411	319	管理费用	4,889	4,444	4,702	4,642	4,776
其他资产	508	455	1,054	1,469	1,135	资产减值损失	38	10	164	38	45
资产总计	#####	#####	#####	#####	#####	其他业务成本	4	10	10	10	7
短期借款	2,025	3,927	6,788	9,632	7,314	净利润	4,499	2,344	3,068	3,672	4,633
应付短期融资款	4,238	17,116	20,601	29,233	22,198	少数股东损益	332	297	389	466	588
卖出回购金融资产款	16,935	9,005	21,205	30,090	22,849	归母股东净利润	4,167	2,046	2,679	3,206	4,045
代理买卖证券款	34,683	31,175	32,042	33,730	35,743						
其他负债	1,122	1,153	2,512	3,564	2,707						
负债合计	#####	#####	#####	#####	#####						
股本	5,200	6,697	7,897	7,897	7,897						
资本公积金	3,767	14,470	21,274	21,274	21,274						
归母权益合计	18,515	31,693	42,356	45,039	48,423						
少数股东权益	773	2,605	2,994	3,460	4,048						
所有者权益合计	19,288	34,298	45,351	48,500	52,471						
负债及股东权益总计	#####	#####	#####	#####	#####						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	-1,389	#####	#####	#####	23,474	杠杆率	3.10	2.07	2.45	3.21	2.29
投资性现金流	-1,528	1,334	#####	#####	1,871	营业利润率	50.83%	38.33%	43.50%	48.98%	54.01%
融资性现金流	18,205	26,704	30,421	32,643	#####	净利率	36.11%	26.96%	30.77%	34.54%	38.12%
现金增加额	15,322	-4,068	4,723	6,130	-2,373	营业收入增长率	105.75%	-34.24%	14.74%	6.61%	14.32%
						净利润增长率	133.90%	-50.89%	30.92%	19.69%	26.16%
						ROE	25.10%	8.15%	7.24%	7.34%	8.66%
						ROA	4.45%	1.63%	1.65%	1.50%	1.81%
						每股净资产(元)	3.56	4.73	5.36	5.70	6.13
						EPS(X)	0.53	0.26	0.34	0.41	0.51
						PE(X)	13.89	28.29	21.61	18.05	14.31
						PB(X)	2.06	1.55	1.37	1.29	1.20
						股息收益率	1.36%	2.05%	0.78%	0.93%	1.17%
						每股股利(元)	0.10	0.15	0.06	0.07	0.09

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyin@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。