

# 机构业务产业链、自营业绩突出，剑指全面跻身行业前10

## 兴业证券(601377)

### 主要观点:

### 业务亮点:

机构业务产业链具显著优势，包括机构研究、代销业务、基金管理各项业务，将显著受益机构化。

16年广设分支机构、18年起推进分公司战略、集团协同战略赋能各项业务，成效初显。

风险管理能力触底回升。17年新领导班子上任后强化风险管理，特别是在投行业务方面形成了国内领先的风险内控体系，把投行的质控和内核与承揽、承做完全独立，而且分属不同的高管相互制衡管理。资本中介业务方面，风险较高的股票质押业务、境外融出资金业务规模已经大大压缩。

### ► 追赶中的特色中型券商

公司近年扩张速度远超行业。2010年上市以来，公司营业部与分公司数量由2009年的34家迅速增长至2020年的共235家，分支机构数量在行业中占比由0.9%增至1.9%。2017年新领导班子上任，公司开启了“全面跻身行业TOP10，开启建设一流证券金融集团”的新征程。

公司自营、资管业务收入占比持续高于行业，财富管理、机构研究业务方面优势明显。2020年，兴业证券自营、资管业务收入占比分别为34%、24%，远高于行业的28%和7%。2019年代销金融产品收入和席位租赁收入排名分别为行业第4、第5。

### ► 经纪、两融、投行业务份额提升，自营业绩突出

近年公司代理买卖业务市场份额提升明显，财富管理转型成绩斐然。股基交易额从2016年的1.47%提升至目前的1.7~1.8%，代买卖业务收入市场份额由2016年的1.30%提升至目前的1.79%。经纪业务中各块业务的结构来看，公司代销金融产品收入与机构席位租赁收入占比远超行业，在市场机构化转型与财富管理大发展的背景下公司将显著收益。

自营业务收入占比高于行业，自营收益率表现突出，在行业表现整体较好的年份，公司向上弹性更大，而在行业表现差的年份，公司仅仅略差于同业；证券自营业务资产配置方面，权益配置比例处于行业相对较高水平。

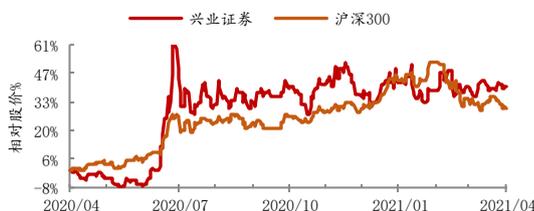
IPO市场份额触底回升。公募基金业务布局行业领先。公司分别持有兴业全球基金51%、南方基金9%的股权。收入贡献方面，公募基金是公司稳定收益的重要来源。

两融业务市场份额持续提升，股质业务持续压降。2020年末，公司两融余额308亿元，市场份额1.90%。较之2015年的1.26%提升0.64pct，幅度50%。股质业务17年以来急剧收缩，2020年底，股质业务规模46亿元，市场份额1.53%。

### ► 资产质量改善明显

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	8.57
股票代码:	601377
52周最高价/最低价:	10.8/5.62
总市值(亿)	573.90
自由流通市值(亿)	573.90
自由流通股数(百万)	6,696.67



分析师: 吕秀华

邮箱: lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话:

分析师: 魏涛

邮箱: weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师: 罗惠洲

邮箱: luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

相关研究

公司信用(资产)减值损失的最大来源为融出资金与买入返售金融资产, 2020年两项减值损失占公司全部减值损失的比例达到96%。

境外融出资金业务存在较高风险。2020年, 境外孖展业务减值准备与孖展业务余额比例高达23.42%。境外孖展业务个人占比仅为26%, 机构客户高达84%, 境外融资业务不够分散, 加之境外市场无涨跌停板限制, 导致了境外融资业务的高风险。

2018年以来, 融出资金业务中风险较高的孖展业务规模持续下降, 抵押担保率提升。2020年规模27亿元, 较2018年高点(53亿元)下降50%, 融出资金业务质量大幅改善, 抵押担保物/账面价值持续提升。

股质业务规模下降、抵押担保率提升。从三阶段预期信用减值模型来看, 2020年阶段三股质业务账面价值9亿元, 担保物价值比133%, 较2019年的110%提升23pct, 股质业务风险显著降低。

### ► 中性假设下预计2021年业绩增近10%

在2021/2022/2023年股基日均交易额分别为9740/10245/10778亿元的核心假设下, 预计公司2021/2022/2023年营业收入分别为191.5/209.6/232.0亿元, 预计公司2021/2022/2023年归母净利润分别为43.8/48.2/54.1亿元, 预计公司2021/2022/2023年BVPS分别为6.3/7.0/7.8亿元, 4月15日股价对应的PB为1.36/1.22/1.10倍。鉴于公司机构服务占优将显著受益于市场机构化, 分公司战略与集团协同战略逐渐发力、风险管理能力改善持续为各项业务赋能, 首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 机构化进程低于预期; 2) 注册制下投行责任加大, 投行业务尽责及合规风险; 3) 权益市场大幅下跌, 证券投资业务与股票质押业务风险; 4) 交易量大幅萎缩, 资本市场改革低于预期的风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	175.80	191.51	209.63	231.95
YoY (%)	23.37	8.94	9.46	10.65
归母净利润(百万元)	40.03	43.77	48.22	54.06
YoY (%)	127.13	9.33	10.16	12.11
毛利率 (%)	22.77	22.86	23.00	23.30
每股收益 (元)	0.60	0.65	0.72	0.81
ROE	11.16	10.96	10.83	10.89
市盈率	14.34	13.11	11.90	10.62

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 追赶中的特色中型券商.....	6
1.1. 起步于兴业银行证券部，剑指全面跻身行业前 10.....	6
1.2. 2015 年以来扩张速度快于行业.....	7
1.3. 自营、资管（含基金管理）业务收入占比显著高于行业.....	8
2. 经纪、两融、投行业务份额提升，自营业绩出色.....	11
2.1. 经纪与财富管理业务市场份额提升.....	11
2.1.1 代买卖业务市场份额提升.....	11
2.1.2 公司机构经纪业务排名极为靠前.....	12
2.1.3 财富管理转型领先同业.....	14
2.2. 自营业务收益率突出.....	16
2.3. IPO 市场份额触底回升.....	18
2.4. 公募基金业务为稳定收益的重要来源，获益高于同业.....	20
2.5. 两融份额提升，股质份额下降.....	22
3. 资产质量改善.....	23
4. 投资建议.....	27
4.1 亮点总结.....	27
4.2 21 年业绩预计增近 10%.....	27
5. 风险提示.....	29

**图表目录**

图 1	公司发展历程	6
图 2	公司股权结构	7
图 3	公司旗下子公司	7
图 4	2009-2019 年公司分支机构与市场营业部合计数量对比	7
图 5	公司近年来各个年份营收相较于 2015 年营收的比值	8
图 6	分公司省份分布情况	8
图 7	公司收入结构	9
图 8	证券行业收入结构	9
图 9	公司业绩弹性大于上市券商均值	11
图 10	公司杠杆倍数收敛至接近上市券商均值	11
图 11	公司股基交易额及市场份额	12
图 12	公司代买卖收入及市场份额	12
图 13	公司佣金费率止跌回升	12
图 14	兴业证券机构经纪业务收入好于零售经纪业务	13
图 15	公司席位租赁收入及市场排名	14
图 16	公司代销金融产品收入排名行业领先, 19 年排名第 4	15
图 17	公司经纪业务人数及公司占比提升	15
图 18	公司财富管理业务举措	15
图 19	公司证券经纪业务净收入结构	16
图 20	行业证券经纪业务净收入结构	16
图 21	兴业证券自营业务收入占比高于行业	17
图 22	兴业证券自营规模/归母权益	17
图 23	兴业证券自营投资收益率	17
图 24	兴业证券自营投资中权益规模在行业中处于相对较高水平	18
图 25	兴业证券投行业务收入及占比	19
图 26	公司投行业务收入排名	19
图 27	公司 IPO 承销规模及市场份额	19
图 28	公司再融资承销规模及市场份额	20
图 29	公司核心债规模及市场份额	20
图 30	受托客户资管净收入继续下滑	21
图 31	公司受托资管规模继续下滑	21
图 32	参控股公募基金行业领先	21
图 33	基金管理业务收入为公司稳定收入重要来源	22
图 34	公司融资融券余额及份额持续提升	23
图 35	融出资金平均利率趋于稳定	23
图 36	公司股票质押余额及份额持续下降	23
图 37	融出资金平均利率趋于稳定	23
图 38	2017 年以来行业及公司信用(资产)减值损失剧增	24
图 39	公司各项资产的信用(资产)减值情况	24
图 40	公司各项资产的信用(资产)减值占比	24
图 41	融出资金余额及减值与核销比例	25
图 42	境内外融出资金业务减值准备及比例	25
图 43	境内融出资金业务个人占比 85% (单位: 亿元)	25
图 44	境内孖展业务个人占比 26% (单位: 亿元)	25
图 45	2018 年以来境外融出资金业务规模持续压降	26
图 46	18 年以来担保物价值/账面价值持续提升	26
图 47	18 年以来股质业务减值比例持续处于较高水平	26
图 48	2017 年以来股质规模持续压降	26
图 49	2020 年阶段三账面价值下降, 担保物比例提升	27
图 50	20 年公司各项业务增速	28

表 1	公司各项指标行业排名 .....	10
表 2	公司研究能力突出 .....	14
表 3	2020 年公司各项业务收入贡献 .....	28
表 4	2021-2023 各项业务收入增速预测 .....	28
表 5	可比公司估值（总资产单位亿元） .....	29

## 1. 追赶中的特色中型券商

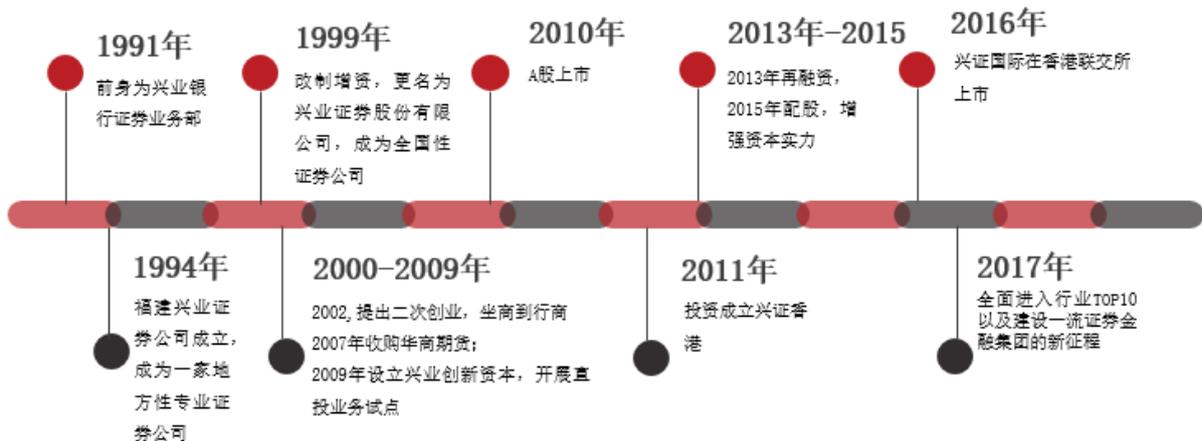
### 1.1. 起步于兴业银行证券部，剑指全面跻身行业前 10

公司前身为兴业银行设立的下属证券业务部，于 1991 年 10 月开业。1994 年 4 月，兴业银行在原证券营业部基础上成立福建兴业证券公司，注册资本 1 亿元。

1999 年改制增资与兴业银行脱钩，并更名为兴业证券股份有限公司，成为全国性证券公司。2002 年，提出二次创业，由坐商向行商转变。2007 年，控股华商期货。2009 年，设立兴业创新资本，试点直投业务。业务范围不断扩大。

2010 年 10 月，兴业证券成功在上海证券交易所上市，此后通过 2013 年的再融资和 2015 年的配股，不断增强资本实力。公司 2011 年投资设立兴证香港，2016 年 10 月子公司兴证国际在香港联交所上市，同年设立 78 家证券营业部，为扩张力度最大一年，营业部数量排名从 2015 年的 38 名提升至 18 名。2017 年，公司开启了“全面跻身行业 TOP10，开启建设一流证券金融集团”的新征程。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

福建省财政厅为公司的第一大股东与实际控制人，持有公司 20.27% 的股权。福建省国资委间接持股 8.65%，其中，福建省国资委通过全资子公司福建省投资开发集团持股 7.29%，通过福建省融资担保有限责任公司持股 1.36%。

公司旗下有 5 家全资子公司，2 家控股子公司。全资子公司分别是兴证证券资产管理、兴证（香港）金融控股、兴证创新资本管理、兴证投资管理、福州兴证物业管理有限公司；控股兴业期货、兴业全球基金，此外还参股海峡股权交易中心（福建）、南方证券等公司，形成了证券、资管、期货、直投、基金等全牌照业务平台。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 3 公司旗下子公司

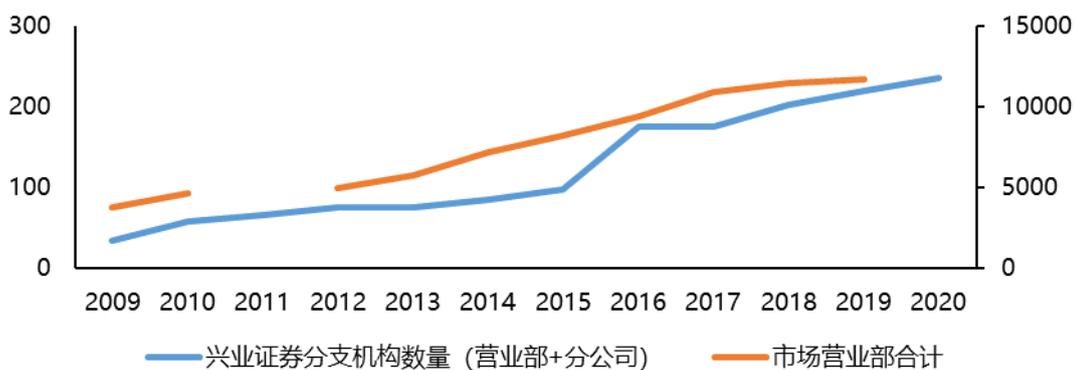


资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 1.2. 2015 年以来扩张速度快于行业

自 2010 年上市以来，整体兴业证券分支机构扩张速度远超行业，具体来说经历了三个扩张阶段，第一阶段 2009 年-2014 年，此阶段公司分支机构缓慢增长，平均每年增加 10 家左右，此阶段公司扩张落后于行业；第二阶段 2015 年-2016 年，这两年分支机构飞速扩张，其中 2015 年 2016 年公司分支机构分别增 13 家与 77 家，2016 年是兴业证券发展史上扩张最快的一年；2017 年以来进入稳健增长阶段，平均每年增加 15 家左右。整体来看，公司营业部与分公司数量由 2009 年的 34 家迅速增至 2020 年 235 家，分支机构数量在行业中占比由 0.9% 增至 1.9%。

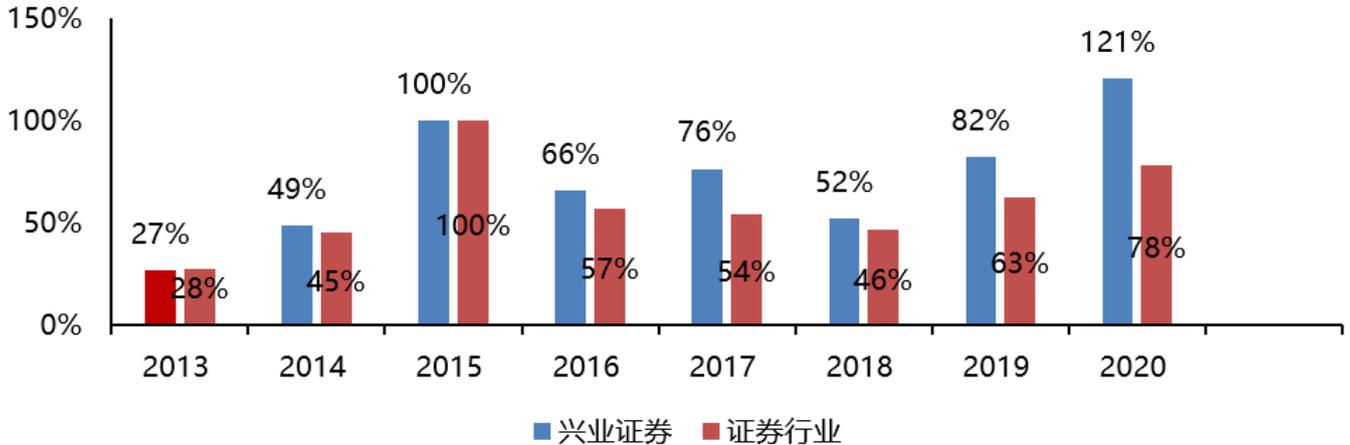
图 4 2009-2019 年公司分支机构与市场营业部合计数量对比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

业绩来看成长性也持续超越行业，与 2015 年券商业绩高点相比，2020 年兴业证券营收达到 2015 年的 121%，而同期行业营收只有 2015 年的 78%。

图 5 公司近年来各个年份营收相较于 2015 年营收的比值



资料来源：公司年报，中国证券业协会，华西证券研究所 注：为口径可比兴业证券用剔除其他业务收入后的营业收入

从分公司分布来看，兴业证券分公司最多的五个省份分别为广东、福建、山东、江苏、浙江，业务主要分布于发达沿海地区。

图 6 分公司省份分布情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 1.3. 自营、资管（含基金管理）业务收入占比显著高于行业

兴业证券业务结构中，收入占比最大的为自营业务，2020 年占比 34%；其次为资管业务（包括基金管理业务），占比 24%；经纪、投行业务收入占比均为 10%左右。

从趋势来看，经纪业务收入占比逐年下降，由 2013 年的 25% 降至 2020 年的 10%；自营、资管业务收入占比提升，自营业务由 2013 年的 20% 增至 2020 年的 34%，资管业务由 2013 年的 20% 增至 2020 年的 24%。

与行业相比，公司自营、资管业务收入占比持续高于行业。例如 2020 年，兴业证券自营、资管业务收入占比分别为 34%、24%，远高于行业的 28%和 7%。

图 7 公司收入结构

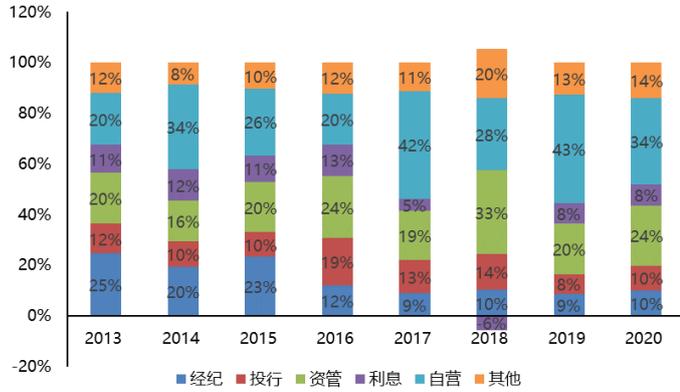
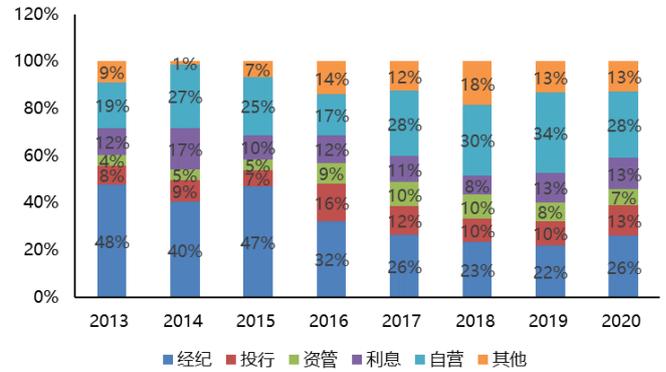


图 8 证券行业收入结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

公司综合实力排名为 15 名左右。2019 年，公司净资产、营业收入、净利润行业排名分别为 16 名、15 名、17 名。

具体各业务来看，公司财富管理、机构研究业务方面优势明显，证券投资业务排名相对靠前。2019 年代销金融产品收入和席位租赁收入排名分别为行业第 4、第 5，证券投资业务收入行业排名第 12。

**表 1 公司各项指标行业排名**

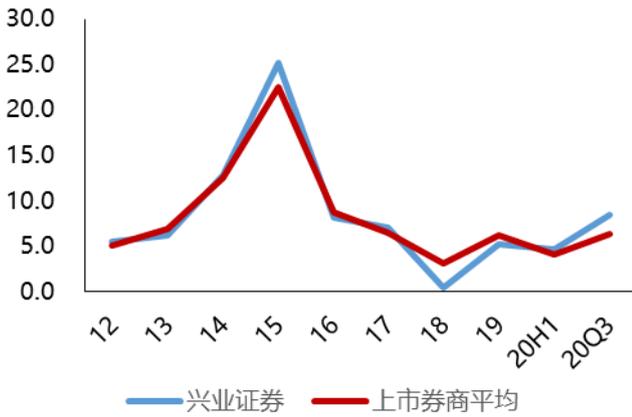
单位：亿元	指标	兴业证券2019年	2019年排名
规模	总资产	1,315.68	15
	净资产	328.95	16
	净资本	283.37	15
	核心净资本	243.37	17
盈利	营业收入	72.11	15
	净利润	17.63	17
	财务杠杆	3.31	15
	净资产收益率	5.25%	36
经纪与财富管理	客户资金余额	228.25	18
	托管证券市值	7,380.17	14
	经纪业务收入	14.42	19
	席位租赁收入	4.57	5
	机构客户交易额	11.32	12
	代销金融产品收入	1.99	4
资产管理业务	客户资产管理业务收入	2.59	24
投行业务	投行业务收入	6.36	22
	承销与保荐收入	5.30	23
	财务顾问收入	1.07	30
	并购重组财务顾问业务收入	0.20	25
投资业务	证券投资收入	35.09	12
	股权投资收入	4.59	9
融资融券业务	融资类业务利息收入	17.69	18
	融资融券业务利息收入	10.66	18
	股票质押利息收入	7.03	15

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

公司业绩弹性高于上市券商平均水平，ROE 来看，在行业景气度较高的 2015 年，公司 ROE 高于行业，而在景气度较低的 2018 年公司 ROE 低于行业。

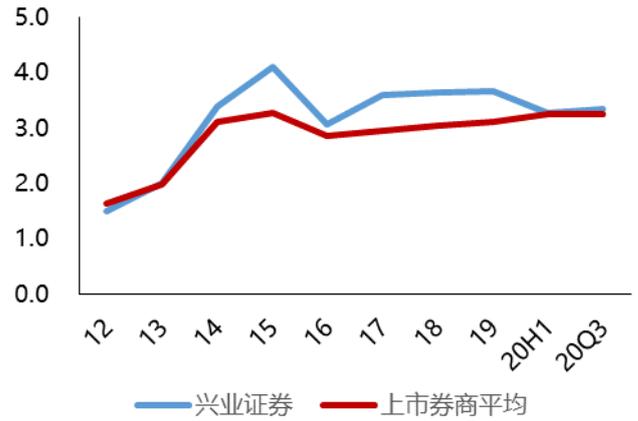
从杠杆倍数来看，2013 年起公司杠杆倍数持续高于上市券商均值，但 2018 年以来兴业证券杠杆倍数趋于平稳，2020 年下降至略低于上市券商均值的水平。

图 9 公司业绩弹性大于上市券商均值



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 10 公司杠杆倍数收敛至接近上市券商均值



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

## 2. 经纪、两融、投行业务份额提升，自营业绩出色

### 2.1. 经纪与财富管理业务市场份额提升

#### 2.1.1 代买卖业务市场份额提升

近年公司代理买卖业务市场份额提升明显，其中股基交易额从 2016 年的 1.47% 提升至目前的 1.7~1.8%，代买卖业务收入市场份额由 2016 年的 1.30% 提升至目前的 1.79%。

收入提升幅度大于交易额提升幅度，主要由于公司佣金费率降幅低于行业。公司主要业务位于发达地区，此前佣金费率低于行业整体，近年来随着行业佣金费率下行以及机构化的演进，公司佣金费率止跌回升，目前基本与行业持平。

图 11 公司股基交易额及市场份额



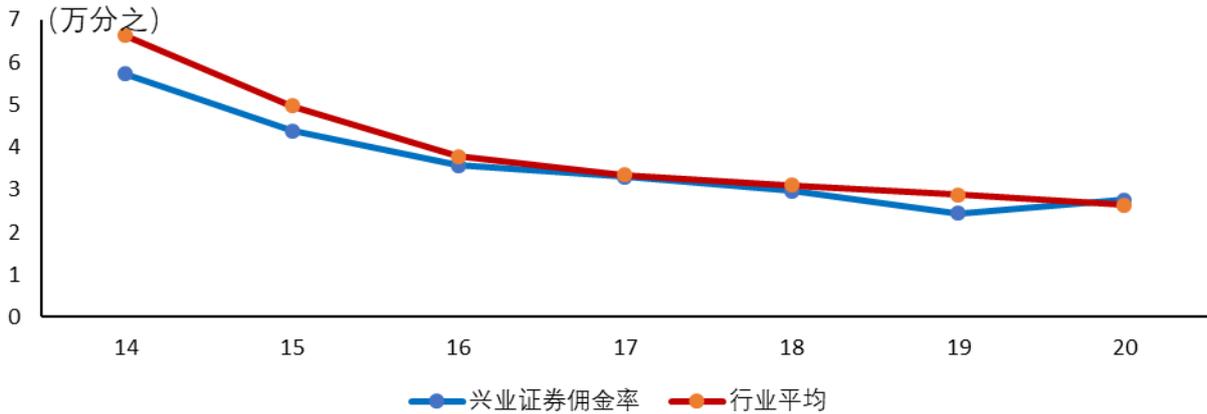
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 12 公司代买卖收入及市场份额



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 13 公司佣金费率止跌回升

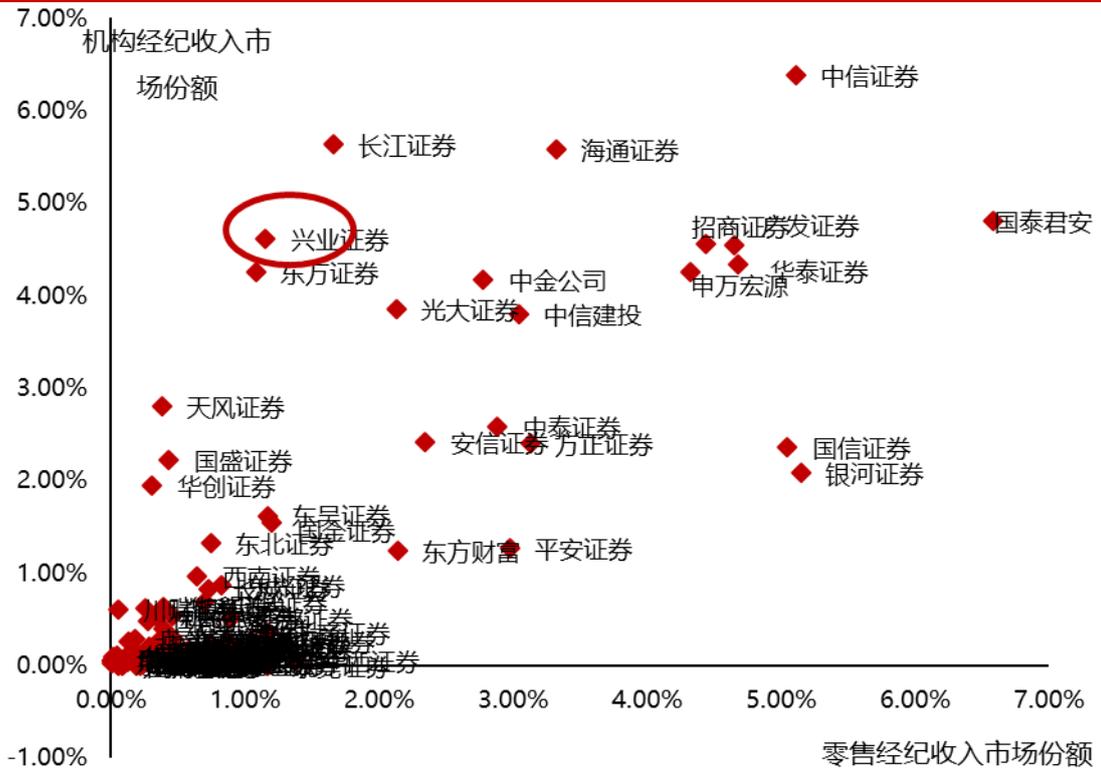


资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

## 2.1.2 公司机构经纪业务排名极为靠前

代理买卖证券业务收入来看，2019 年兴业证券零售经纪与机构经纪业务代理买卖证券业务收入市场份额分别为 1.15%、4.61%，机构经纪业务更占优势。

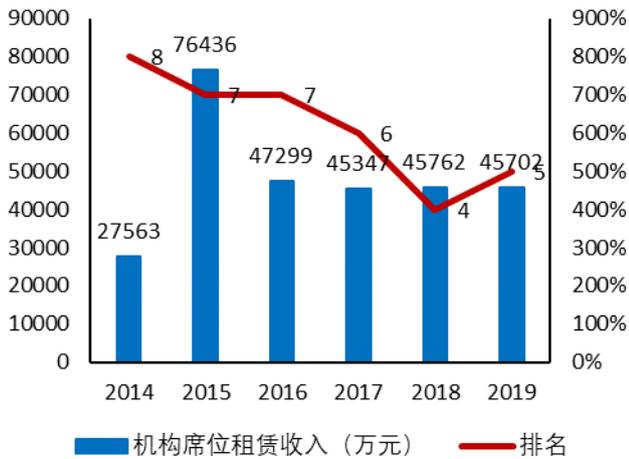
图 14 兴业证券机构经纪业务收入好于零售经纪业务



资料来源：中国证券业协会（2019），华西证券研究所

机构经纪业务长期处于行业前列，2019 年席位租赁收入排名行业第 4。公司自 2009 年开始发力研究业务，研究能力长期处于行业前列。2016-2020 年期间，兴业证券研究业务整体处于行业领先水平，新财富最具影响力研究机构排名和本土最佳研究团队排名基本稳定在前五左右，其中海外、宏观经济、医药、房地产、军工、建筑、交运等行业在 2020 年新财富评选中取得了较好的名次。

图 15 公司席位租赁收入及市场排名



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表 2 公司研究能力突出

项目名称	2016	2017	2018	2019	2020
最具影响力研究机构	第五	第五	-	第五	第六
本土最佳研究团队	第五	第三	-	第五	第四

资料来源：新财富官网，华西证券研究所

### 2.1.3 财富管理转型领先同业

公司财富管理转型成绩斐然，代销金融产品排名行业前列，2019 年母公司代销金融产品收入 1.99 亿元，行业排名第 4。2020 年母公司代销金融产品收入高达 5.39 亿元，同比+170%。

公司财富管理业务加大线下布局，除了线下营业部扩张速度大大快于行业，经纪业务人员数量也快速扩张，2015 年经纪业务人员只有 2704 人，2020 年经纪业务人数达到 6068 人，增长 124%，年化增速 17.5%。在公司人员占比中从 2015 年的 60%提升至 2020 年的 68%。

图 16 公司代销金融产品收入排名行业领先，19 年排名第 4



资料来源：公司年报，中国证券业协会，华西证券研究所

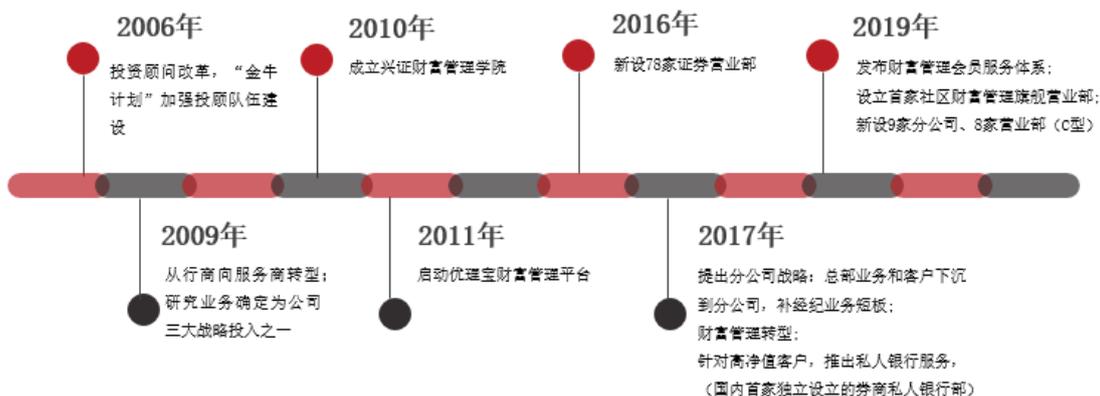
图 17 公司经纪业务人数及公司占比提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司财富管理转型步伐领先同业。早在 2006 年公司便推出投资顾问培训体系“金牛计划”，加强投顾队伍建设，弥补网点数量不足，为财富管理发展打下人才基础。2009 年将研究业务定为公司三大战略投入之一，持续加大对研究业务的投入，研究人员数及占比显著增加；2010 年成立兴证财富管理学院，储备人才；2011 年启动优理宝财富管理平台；2017 年针对高净值客户推出私人银行服务（国内首家独立设立的券商私人银行部）；2019 年发布财富管理会员服务体系，推出兴业证券首家社区财富管理旗舰营业部-广州凤凰城营业部。

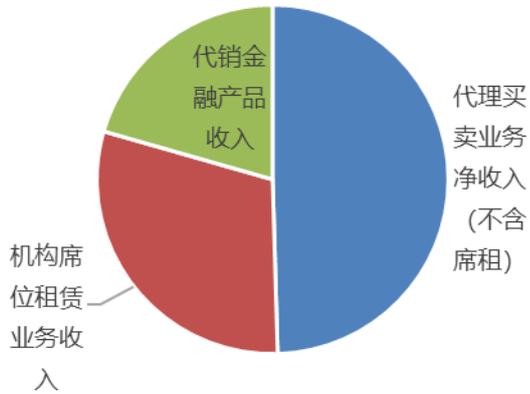
图 18 公司财富管理业务举措



资料来源：公司年报，财经网络，华西证券研究所

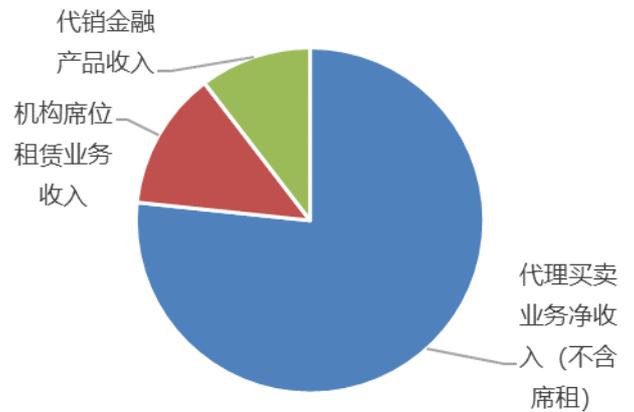
经纪业务中各块业务的结构来看，公司代销金融产品收入与机构席位租赁收入占比远超行业。在市场机构化转型与财富管理大发展的背景下公司将显著收益。

图 19 公司证券经纪业务净收入结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 20 行业证券经纪业务净收入结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 2.2. 自营业务收益率突出

公司自营业务收入占比较高，也高于行业。2020 年公司自营业务收入 47.4 亿元，占比 34%（分母为扣除其他业务收入后的营业收入），为公司第一大收入来源，也高于行业的 28%。

趋势来看，公司自营业务收入占比呈上升态势，2013-2016 年公司自营业务收入占比区间大致为 20%~30%，2017 年以来，自营业务收入占比区间之大致为 30%~40%。

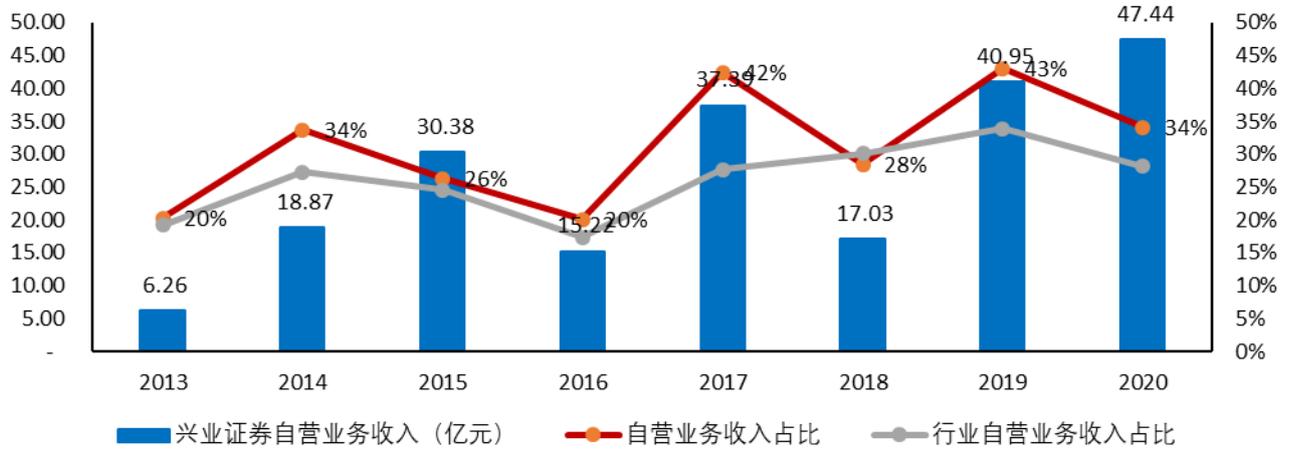
公司自营业务投入规模持续增长，且高于行业，但 2019 年以来投入规模增长有所放缓。以自营业务规模/归母权益指标来看，2010 年该指标仅为 76%（上市券商均值为 59%），2018 年该指标达到 220%，之后降至 2020 年的 195%，略低于上市券商平均水平 198%。

自营收益率表现突出，在行业表现整体较好的年份，公司向上弹性更大，而在行业表现差的年份，公司仅仅略差于行业。例如在行业自营整体表现较好的 2019 年，公司收益率高达 7.40%，远高于上市券商均值 3.91%，高出 3.49pct；而在行业整体较差的 2018 年，公司收益率 2.48%，仅比上市券商均值 2.70%低 0.22pct。

公司证券自营业务资产配置方面，权益配置比例处于行业相对较高水平。2020 年公司证券自营业务资产配置中股票占比 23%，已经披露年报的 25 家券商中仅低于中金公司、华林证券和中信证券。债券、公募基金及其他资产占比分别为 48%、17% 和 12%。

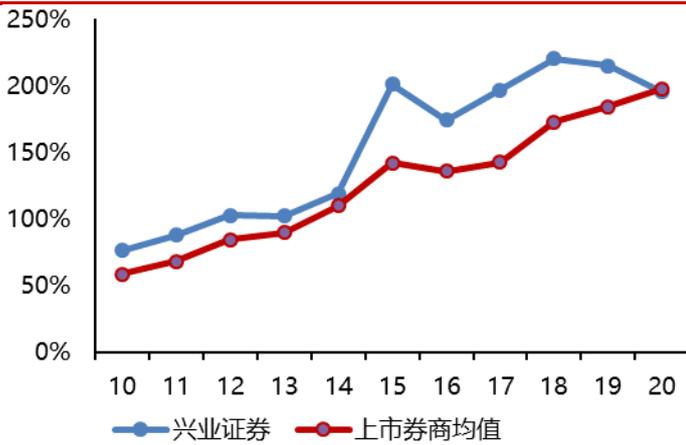
2020 年公司权益投资以优质成长及蓝筹品种配置为主，并抓住半导体、消费电子、互联网、医药、机械等领域的结构性机会；固收方面公司把握住疫情期间的阶段性机会，并针对后疫情时代货币政策的退出做出了预防性操作，获取息差配置收益和阶段性交易性收益，投资收益率显著增长，同时进一步加强信用风险管理，对部分债券进行战略性减仓，有效降低债券违约率。

图 21 兴业证券自营业务收入占比高于行业



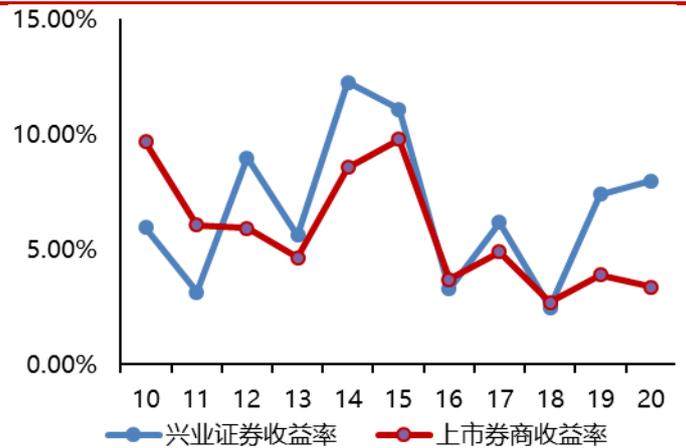
资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所 注：为口径可比公司营业收入进行扣除其他业务收入处理

图 22 兴业证券自营规模/归母权益



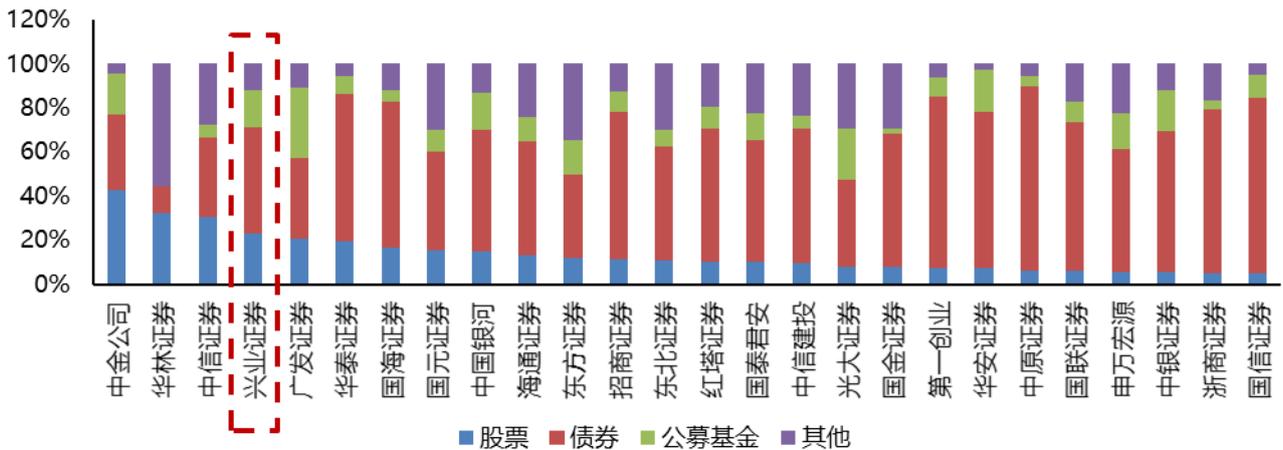
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 23 兴业证券自营投资收益率



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：已加回债券投资利息收入

图 24 兴业证券自营投资中权益规模在行业中处于相对较高水平



资料来源：公司年报，华西证券研究所

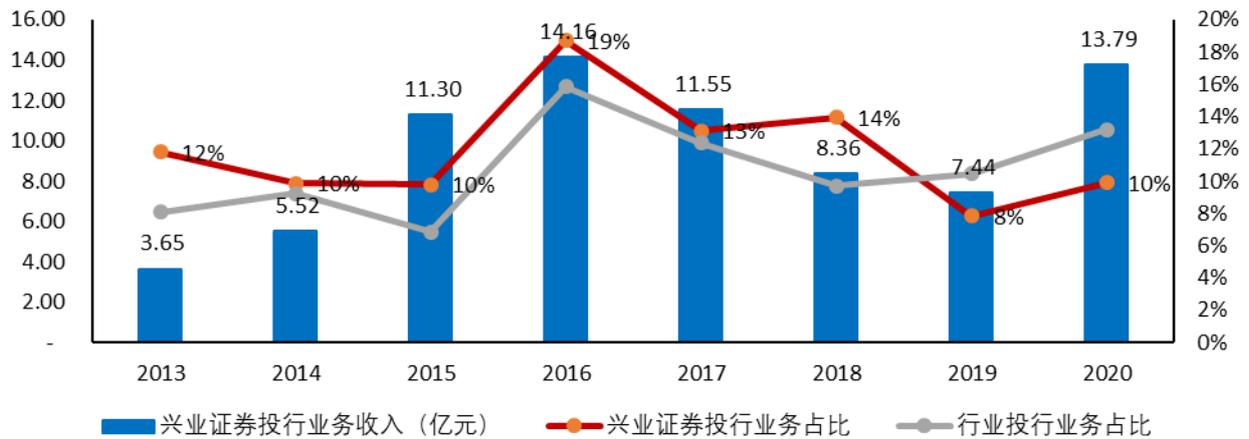
### 2.3. IPO 市场份额触底回升

公司投行收入占比 10%左右，2016 年投行业务收入占比 19%为近年最高值，此后占比下滑，2019 年占比 8%，2020 年占比回升至 10%。与行业相比，2018 年之前公司投行业务收入占比高于行业，2019、2020 年投行业务收入占比低于行业。

从协会公布的投行业务收入行业排名来看，2018 年及之前公司排名为 15 名左右，2016 年取得近年最好名次 12 名，但 2019 年公司投行业务收入排名急剧下降至 22 名。

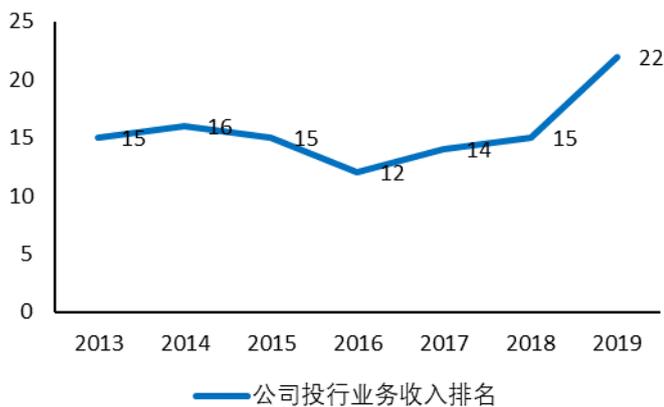
各项业务承销市场份额来看，2014 年以来 IPO、再融资、核心债融资市场份额均值分别为 1.44%、1.64%和 2.10%，IPO 业务市场份额波动较大，再融资与核心债融资市场份额稳定性相对较高。IPO 承销业务来看，公司 2017 年 IPO 承销规模 55.7 亿元，行业份额 2.42%，为近年最高值，2019 年 IPO 承销规模 15.3 亿元，份额仅为 0.61%，为近年最低值。2020 年 IPO 市场份额回升至 1.93%；再融资业务规模 2017 年承销金额 248 亿元（不含投行作为财务顾问），市场份额 3.30%，为近年最高值，此后市场份额下滑，2019 年份额仅为 0.16%，2020 年回升至 1.40%；核心债券承销市场份额相对稳定在 2%左右。

图 25 兴业证券投行业务收入及占比



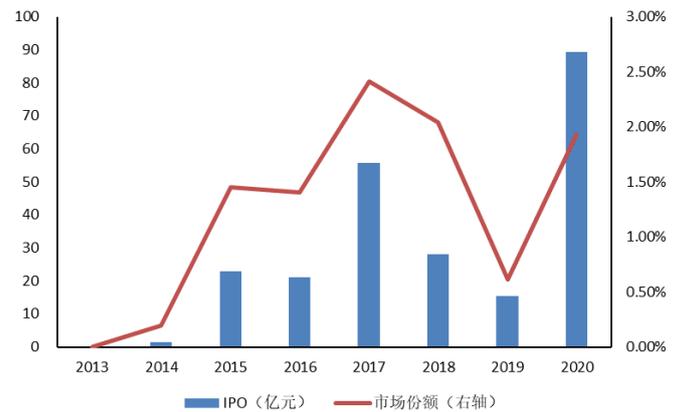
资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所 注：为口径可比公司营业收入进行扣除其他业务收入处理

图 26 公司投行业务收入排名



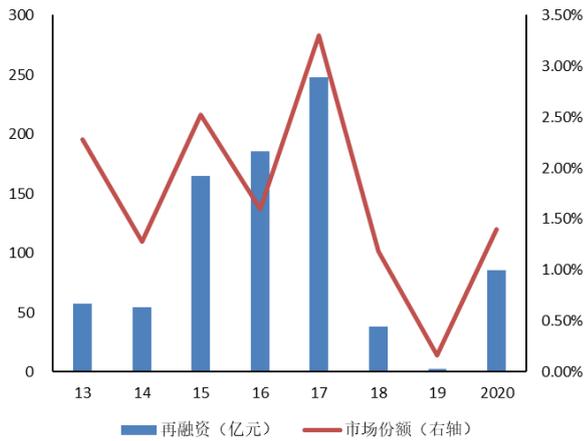
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 27 公司 IPO 承销规模及市场份额



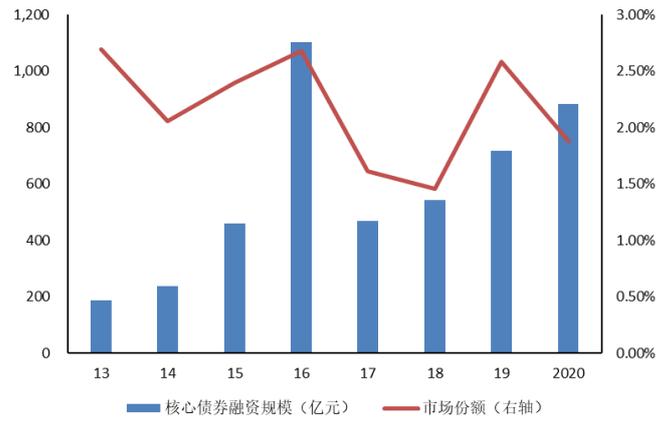
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 公司再融资承销规模及市场份额



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 29 公司核心债规模及市场份额



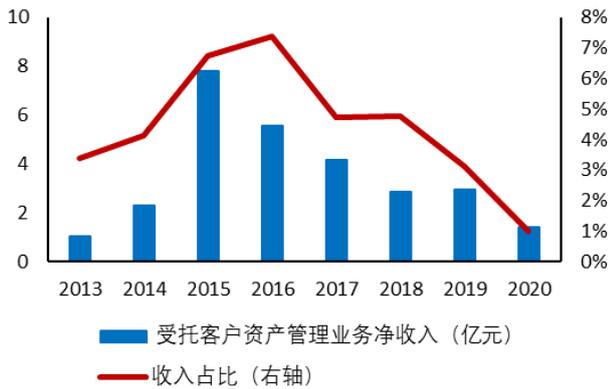
资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2.4. 公募基金业务为稳定收益的重要来源，获益高于同业

17 年以来公司受托客户资管规模与收入持续下滑，截至 2020 年末，公司受托资管规模 575 亿元，距离 2016 年高峰期的 1740 亿元降幅达 67%，2020 年受托客户资管业务净收入 1.40 亿元，收入占比 1%。

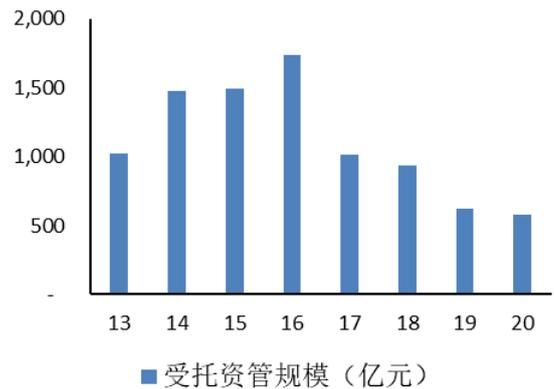
公司在公募基金业务布局行业领先。公司分别持有兴业全球基金 51%、南方基金 9% 的股权。收入贡献方面，公募基金是公司稳定收益的重要来源。

图 30 受托客户资管净收入继续下滑



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 31 公司受托资管规模继续下滑



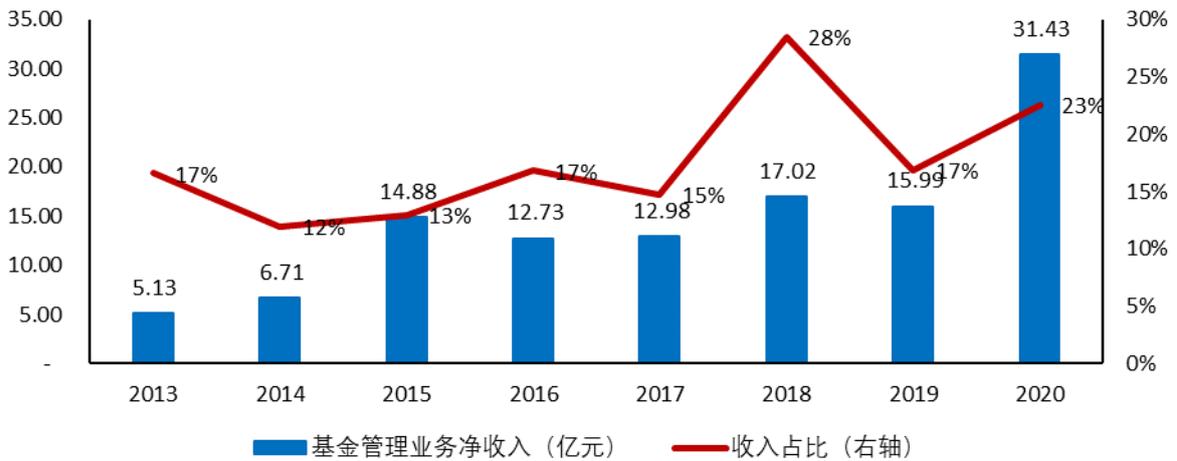
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 32 参控股公募基金行业领先

证券公司	参控股基金公司获 得利润 (亿元)	参控股基金公司	参持股比 例	2020H营业收 入(亿元)	2020H净利 润 (亿元)
广发证券	8.0	广发基金	61%	26.1	9.1
		易方达基金	23%	35.0	10.5
中信证券	4.6	华夏证券	62%	23.8	7.5
招商证券	4.5	博时基金	49%	18.5	5.0
		招商基金	45%	13.9	4.5
兴业证券	3.6	南方基金	9%	21.4	5.9
		兴证全球基金	51%	18.2	6.0
华泰证券	3.0	华泰柏瑞基金	49%	4.6	1.3
		南方基金	41%	21.4	5.9
海通证券	2.5	富国基金	28%	19.9	6.3
		海富通基金	51%	5.0	1.4
东方证券	2.4	长城基金	18%	3.3	0.5
		汇添富基金	35%	23.9	6.5
申万宏源	2.1	富国基金	28%	19.9	6.3
		申万菱信基金	67%	2.0	0.5
长城证券	2.0	长城基金	47%	3.3	0.5
		景顺长城基金	49%	10.7	3.5
西南证券	1.9	银华基金	44%	13.9	4.4

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 基金管理业务收入为公司稳定收入重要来源



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 2.5. 两融份额提升，股质份额下降

15 年以来，公司两融业务市场份额持续提升，2020 年末，公司两融余额 308 亿元，市场份额 1.90%。较之 2015 年的 1.26% 提升 0.64pct，幅度 50%。从融出资金的平均利率来看，15 年以来呈下滑趋势但已基本趋于稳定，2020 年融出资金的平均利率为 6.50%。

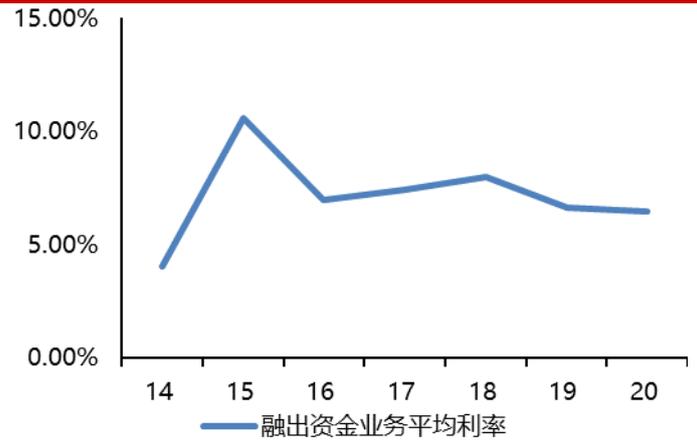
公司的股质业务经历了 14-17 年大幅扩张，17 年以来急剧收缩的态势。17 年以来公司股质业务市场份额持续下滑，截至 2020 年底，股质业务规模 46 亿元，市场份额 1.53%。从买入返售（主要为股票质押）平均利率来看，15 年以来逐年下滑，2020 年买入返售的平均利率为 4.23%。

图 34 公司融资融券余额及份额持续提升



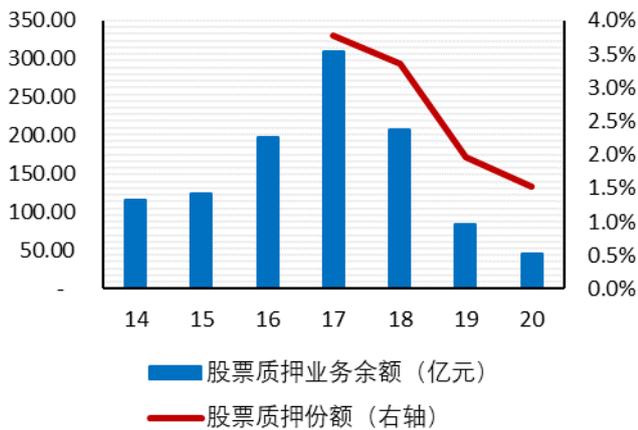
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 35 融出资金平均利率趋于稳定



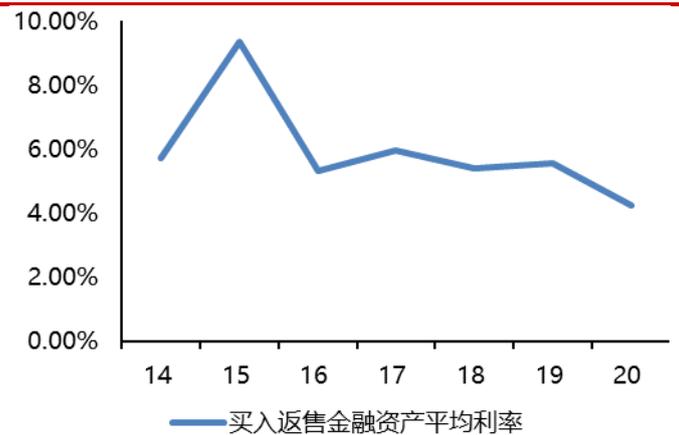
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 36 公司股票质押余额及份额持续下降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 37 融出资金平均利率趋于稳定

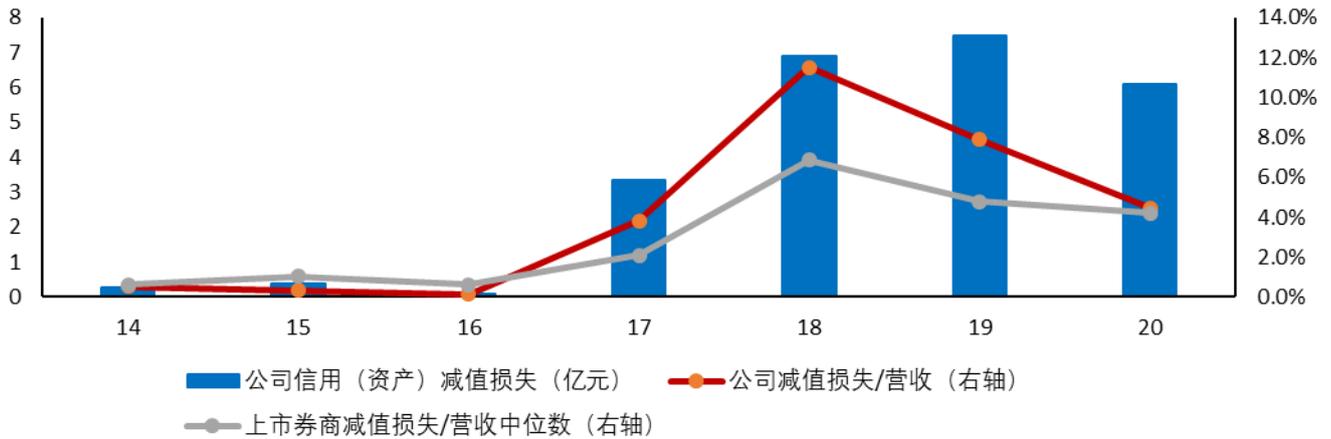


资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 3. 资产质量改善

17 年以来，公司及行业信用（资产）减值损失剧增，16 年及之前年度减值损失不超过 0.4 亿元，17 年减值骤升至 3.3 亿元，19 年减值达到 7.5 亿元，为近年最高值，20 年减值回落至 6.1 亿元。从减值占营收比例来看，16 年之前，公司该比例最高 0.51%，而 17 年该比例骤升至 3.8%，18 年高达 11.5%，20 年回落至 4.5%。17 年之后公司减值比例高于上市券商中位数，但逐渐向行业中位数收敛。

图 38 2017 年以来行业及公司信用（资产）减值损失剧增

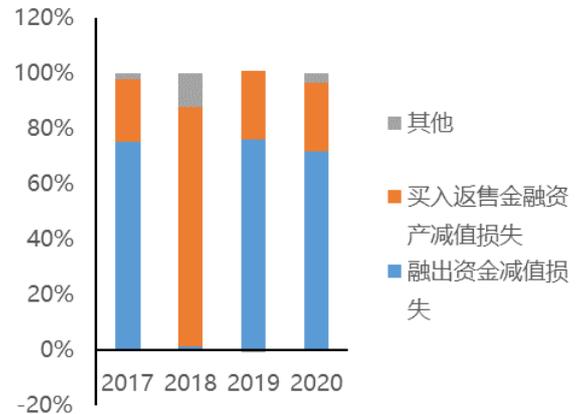
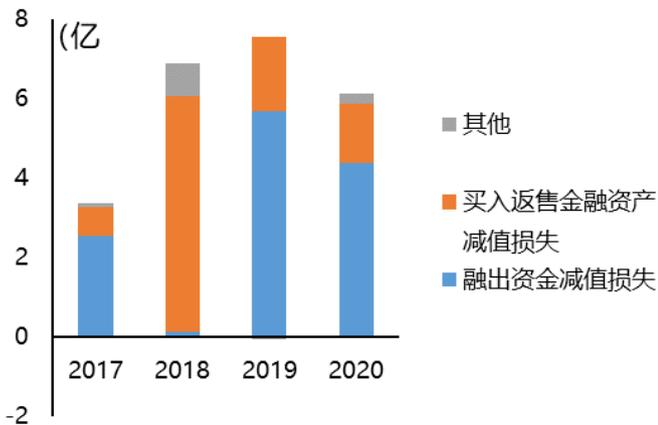


资料来源：公司年报，华西证券研究所

信用（资产）减值损失的最大来源为融出资金与买入返售金融资产，2020 年两项减值损失占公司全部减值损失的比例达到 96%。

图 39 公司各项资产的信用（资产）减值情况

图 40 公司各项资产的信用（资产）减值占比



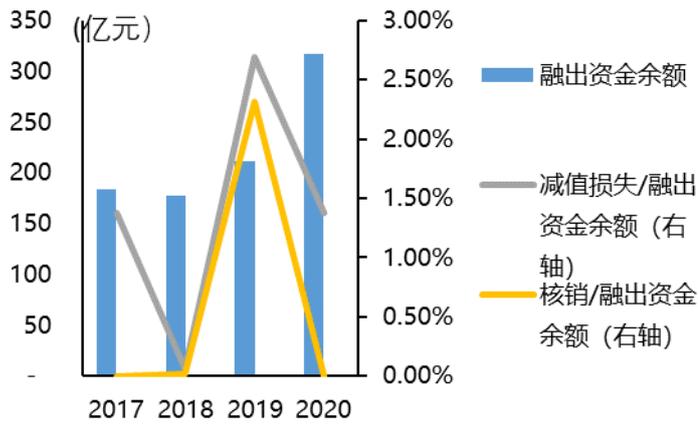
资料来源：公司年报，华西证券研究所

资料来源：公司年报，华西证券研究所

17 年至今融出资金减值损失比例均值为 1.38%，其中 2019 年最高为 2.69%；核销比例均值为 0.58%，2019 年核销比例最高为 2.31%。境内外融出资金业务区分来看，净外孖展业务减值准备极高，也说明了境外融出资金业务存在较高风险。2020 年，境外孖展业务减值准备与孖展业务余额比例高达 23.42%。

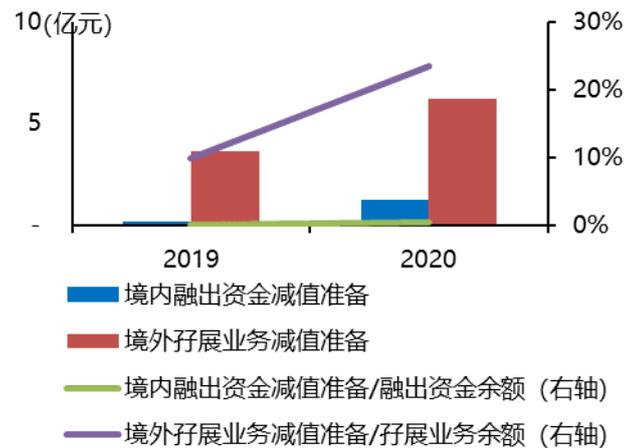
进一步区分境内外融资业务的客户属性看，境内融出资金业务个人占比高达 85%，业务相对分散，而境外孖展业务个人占比仅为 26%，机构客户高达 84%，境外业务相对集中，加之境外无涨跌停板限制，导致了境外融资业务的高风险。

图 41 融出资金余额及减值与核销比例



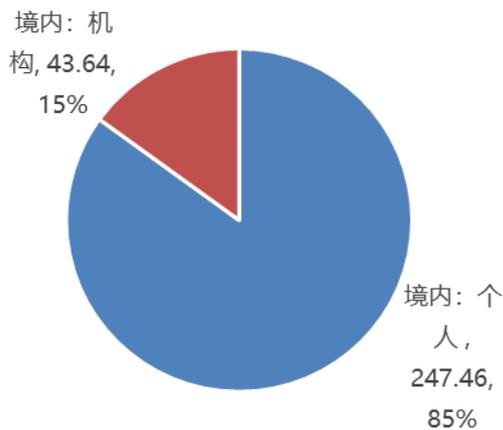
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 42 境内外融出资金业务减值准备及比例



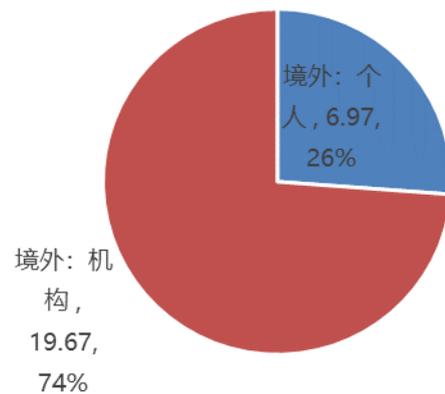
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 43 境内融出资金业务个人占比 85% (单位: 亿元)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

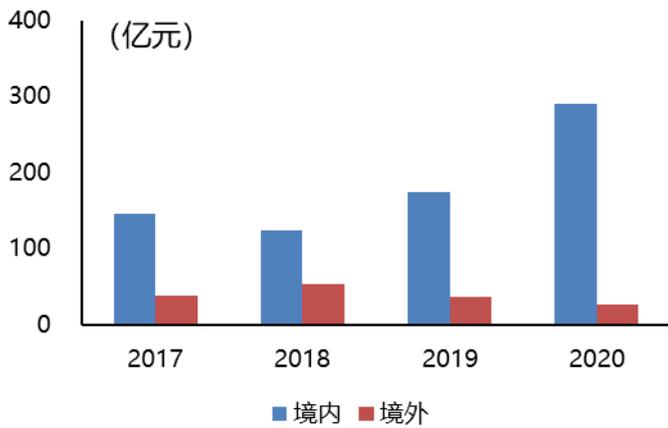
图 44 境内子展业务个人占比 26% (单位: 亿元)



资料来源：公司年报，华西证券研究所

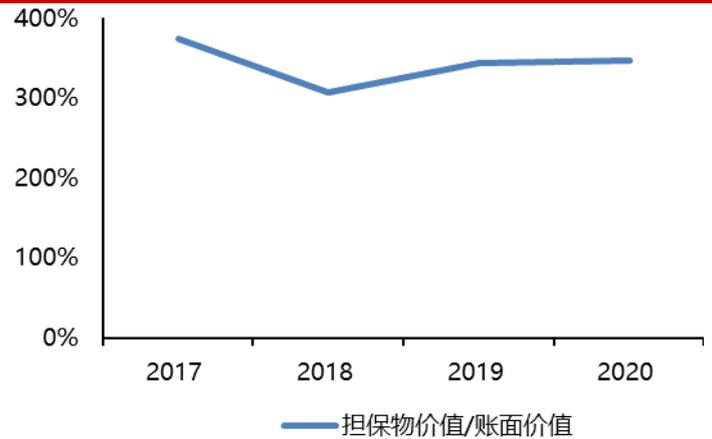
2018 年以来，融出资金业务中风险较高的子展业务规模持续压降，2020 年规模 27 亿元，较 2018 年高点（53 亿元）下降 50%，融出资金业务质量大幅改善，抵押担保物/账面价值持续提升。

图 45 2018 年以来境外融出资金业务规模持续压降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

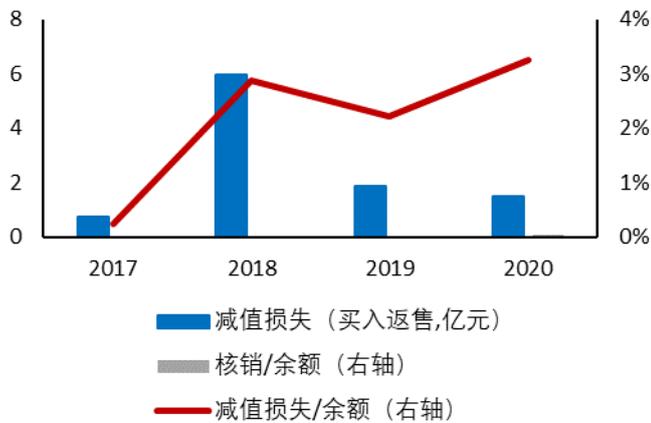
图 46 18 年以来担保物价值/账面价值持续提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

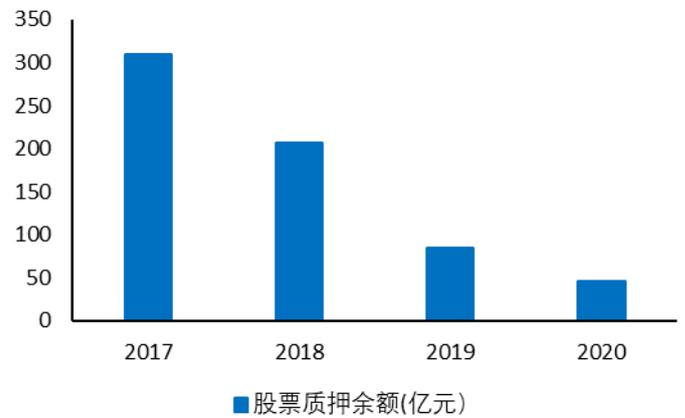
股质业务规模下降、质量提升。从三阶段预期信用减值模型来看，2020 年阶段三股质业务账面价值 9 亿元，担保物价值比 133%，较 2019 年的 110% 提升 23pct，股质业务风险显著降低。

图 47 18 年以来股质业务减值比例持续处于较高水平



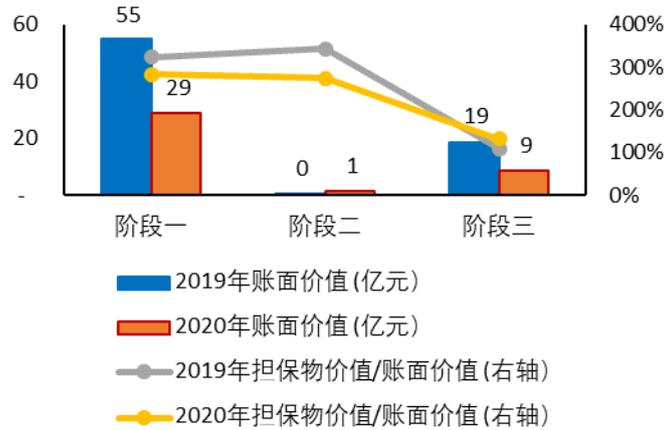
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 48 2017 年以来股质规模持续压降



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 49 2020 年阶段三账面价值下降，担保物比例提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 4. 投资建议

### 4.1 亮点总结

机构业务产业链具显著优势，包括机构研究、代销业务、基金管理各项业务，将显著受益机构化。

16 年广设分支机构、18 年起推进分公司战略、集团协同战略，成效初显，各项业务市场份额已经在提升。

强化风险管理<sup>1</sup>。17 年新领导班子上任后强化风险管理，特别是在投行业务方面形成了国内领先的风险内控体系，把投行的质控和内核与承揽、承做完全独立，而且分属不同的高管相互制衡管理。资本中介业务方面，风险较高的股票质押业务、境外融出资金业务规模已经大大压缩。

### 4.2 21 年业绩预计增近 10%

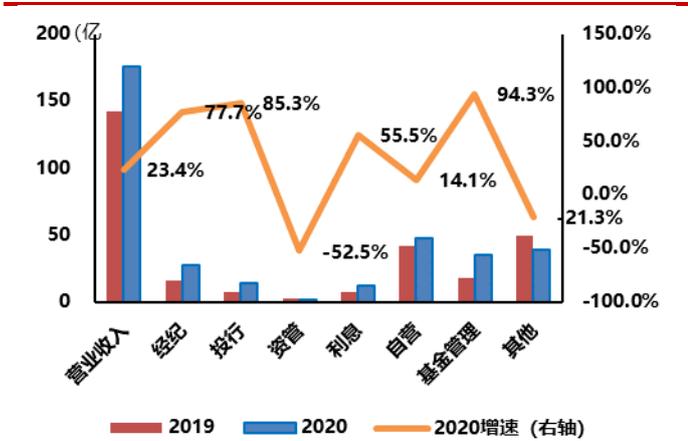
2020 年营业收入 175.8 亿元，同比+23.4%，归母净利润 40.0 亿元，同比+127.1%；ROE 为 11.16%，同比+5.9pct。

分项业务增速来看，基金管理业务增速最高，实现营收 34.8 亿元，同比+94.3%；投行业务收入次之，营收 13.8 亿元，同比+85.3%；经纪业务收入 27.8 亿元，同比+77.7%；利息业务收入 11.7 亿元，同比+55.5%；自营业务收入 47.4 亿元，同比+14.1%；其他业务收益 38.9 亿元，同比-21.3%；资管业务实现营收 1.4 亿元，同比-52.5%。

<sup>1</sup> 近年公司发生多起风险事件：2017 年欣泰电气保荐项目违规遭处罚：没收保荐业务收入 1,200 万元，并处以 2,400 万元罚款；没收承销股票违法所得 2,078 万元，并处以 60 万元罚款；20 个保荐项目暂停受理；2018 股票质押式回购业务踩雷长生生物、中弘股份、金洲慈航和金龙机电，债券投资业务踩雷利源精致发行的“14 利源债”。合计计提减值 6.51 亿元；2019 多款代销基金逾期。

业绩贡献来看，基金管理业务手续费对于业绩增量贡献最大，为 51%；其次为经纪业务，贡献 36%；投行收入贡献 19%；自营收入与利息收入分别贡献 18%和 13%；资管与其他业务收入分别贡献-5%和-32%。

图 50 20 年公司各项业务增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 3 2020 年公司各项业务收入贡献

单位：亿元	2019	2020	增量	增速	贡献度
经纪	15.6	27.8	12.2	78%	36%
投行	7.4	13.8	6.3	85%	19%
资管	3.0	1.4	(1.6)	-53%	-5%
利息	7.5	11.7	4.2	56%	13%
自营	41.6	47.4	5.8	14%	18%
基金管理	17.9	34.8	16.9	94%	51%
其他	49.5	38.9	(10.6)	-21%	-32%
<b>营业收入</b>	<b>142.5</b>	<b>175.8</b>	<b>33.3</b>	<b>23%</b>	
营业税金及附加	0.6	1.0	0.4	66%	
管理费用	60.3	67.6	7.3	12%	
信用减值损失	7.5	6.1	(1.4)	-18%	
其他业务成本	47.5	38.9	(8.7)	-18%	
<b>营业利润</b>	<b>26.6</b>	<b>62.0</b>	<b>35.4</b>	<b>133%</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>17.6</b>	<b>40.0</b>	<b>22.4</b>	<b>127%</b>	

资料来源：公司年报，华西证券研究所

在经纪业务收入维持 2020 年市场份额，基金管理业务增长 25%的假设下，预计 2021 年营业收入 191.5 亿元，同比+8.9%。其中投行业务收入 15.5 亿元，同比+12.7%；利息净收入 17.2 亿元，同比+47.8%；资管业务净收入 1.8 亿元，同比+25.0%。

表 4 2021-2023 各项业务收入增速预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2021增速	2022增速	2023增速
经纪	27.8	27.7	27.4	27.4	-0.1%	-1.1%	-0.1%
投行	13.8	15.5	17.7	20.5	12.7%	14.2%	15.7%
资管	1.4	1.8	1.9	2.2	25.0%	11.0%	13.6%
利息	11.7	17.2	19.3	22.7	47.8%	12.0%	17.5%
投资	47.4	52.1	62.0	73.5	9.9%	19.1%	18.5%
其他业务收入	36.7	40.3	44.4	48.8	10.0%	10.0%	10.0%
<b>营业收入</b>	<b>175.8</b>	<b>191.5</b>	<b>209.6</b>	<b>231.9</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.6%</b>

资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年兴业证券的 ROE 为 11.16%，大大高于可比券商的平均水平 6.61%。目前股价相对于 2020 年 PB 为 1.52 倍，相对于 2021 年 PB 为 1.36 倍。

表 5 可比公司估值（总资产单位亿元）

	总资产-2020	ROE-2020	PB-2020	PB-2021
国信证券	3027.56	10.61	1.50	-
东方证券	2911.17	4.85	1.11	0.95
光大证券	2287.36	4.74	1.44	1.21
长江证券	1093.43	7.57	-	-
国元证券	831.69	5.28	1.08	1.01
<b>均值</b>	<b>2030.24</b>	<b>6.61</b>	<b>1.28</b>	<b>1.06</b>
<b>兴业证券</b>	<b>1705.75</b>	<b>11.16</b>	<b>1.52</b>	<b>1.36</b>

资料来源：Wind，华西证券研究所 注：兴业证券 PB-2021 为华西证券研究所预测值，其余来自 wind 一致预期

在 2021/2022/2023 年股基日均交易额分别为 9740/10245/10778 亿元的核心假设下，预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 191.5/209.6/232.0 亿元，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 43.8/48.2/54.1 亿元，预计公司 2021/2022/2023 年 BVPS 分别为 6.3/7.0/7.8 亿元，4 月 15 日股价对应的 PB 为 1.36/1.22/1.10 倍。鉴于公司机构服务占优将显著受益于市场机构化，分公司战略与集团协同战略逐渐发力、风险管理能力改善持续为各项业务赋能，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

1) 财富管理业务发展低于预期；2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；3) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；4) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表		单位:亿元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	489.2	570.3	661.6	768.7	
其中:客户资金	339.7	390.6	449.2	516.6	
存款					
结算备付金	73.1	84.7	97.9	113.3	
其中:客户备付金	59.7	68.7	79.0	90.9	
融出资金	310.3	341.3	375.4	412.9	
金融投资	737.2	885.6	1,046.6	1,242.7	
交易性金融资产	495.7	595.5	703.8	835.7	
债权投资	-	-	-	-	
其他债权投资	215.9	259.4	306.6	364.0	
其他权益工具投资	25.5	30.7	36.2	43.0	
持有至到期投资	-	-	-	-	
买入返售金融资产	45.5	45.5	45.5	45.5	
长期股权投资	23.3	28.0	33.1	39.3	
固定资产	6.5	7.8	9.3	11.0	
无形资产	2.6	3.1	3.7	4.4	
递延所得税资产	11.1	13.3	15.7	18.7	
投资性房地产	1.0	1.2	1.5	1.7	
其他资产	110.3	124.8	141.1	160.2	
<b>资产总计</b>	<b>1,810.2</b>	<b>2,105.7</b>	<b>2,431.5</b>	<b>2,818.5</b>	
短期借款	38.6	48.1	59.8	74.4	
应付短期融资款	85.8	106.8	132.9	165.3	
拆入资金	5.3	6.6	8.2	10.2	
交易性金融负债	26.2	28.4	29.6	30.8	
衍生金融负债	1.3	1.4	1.5	1.6	
卖出回购金融资产款	257.8	279.6	291.4	303.7	
代理买卖证券款	445.4	512.2	589.0	677.3	
其他负债	7.3	8.6	9.5	10.4	
<b>负债合计</b>	<b>1,401.8</b>	<b>1,650.0</b>	<b>1,923.6</b>	<b>2,252.2</b>	
股本	67.0	67.0	67.0	67.0	
资本公积金	143.8	143.8	143.8	143.8	
盈余公积金	20.1	24.5	29.3	34.7	
未分配利润	92.8	127.8	166.4	209.6	
一般风险准备	50.2	54.6	59.4	64.8	
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>377.4</b>	<b>421.2</b>	<b>469.4</b>	<b>523.4</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>1,810.2</b>	<b>2,105.7</b>	<b>2,431.5</b>	<b>2,818.5</b>	
<b>每股指标 (单位:元)</b>					
每股净利润	0.60	0.65	0.72	0.81	
每股净资产	5.64	6.3	7.0	7.8	

利润表		单位:亿元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>175.8</b>	<b>191.5</b>	<b>209.6</b>	<b>231.9</b>	
代理买卖证券业务净收入	27.8	27.7	27.4	27.4	
证券承销业务净收入	13.8	15.5	17.7	20.5	
受托客户资产管理业务净收入	1.4	1.8	1.9	2.2	
利息净收入	11.7	17.2	19.3	22.7	
投资净收益	51.2	52.1	62.0	73.5	
公允价值变动净收益	-3.8	0.0	0.0	0.0	
汇兑净收益	0.3	0.0	0.0	0.0	
其他业务收入	36.7	40.3	44.4	48.8	
<b>营业支出</b>	<b>113.8</b>	<b>123.7</b>	<b>135.0</b>	<b>148.3</b>	
营业税金及附加	1.0	1.1	1.2	1.3	
管理费用	67.6	73.6	80.6	89.2	
信用减值损失	6.1	6.1	6.1	6.1	
其他业务成本	38.9	42.7	46.8	51.4	
<b>营业利润</b>	<b>62.0</b>	<b>67.8</b>	<b>74.7</b>	<b>83.7</b>	
利润总额	61.6	67.3	74.1	83.1	
所得税	15.7	17.2	18.9	21.2	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>40.0</b>	<b>43.8</b>	<b>48.2</b>	<b>54.1</b>	
<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.4	8.9	9.5	10.6	
归母净利润(%)	127.1	9.3	10.2	12.1	
<b>收入结构</b>					
手续费净收入(%)	15.8	14.5	13.1	11.8	
承销收入(%)	7.8	8.1	8.5	8.9	
资产管理收入(%)	0.8	0.9	0.9	1.0	
利息净收入(%)	6.6	9.0	9.2	9.8	
投资收益(%)	27.0	27.2	29.6	31.7	
其他业务收入(%)	41.9	40.3	38.7	36.9	
<b>获利能力</b>					
自营投资收益率(%)	6.4	6.4	6.4	6.4	
杠杆率	3.6	3.8	3.9	4.1	
ROE(%)	11.2	11.0	10.8	10.9	
ROA(%)	2.3	2.2	2.1	2.1	
<b>估值</b>					
PE	14.34	13.11	11.90	10.62	
PB	1.52	1.36	1.22	1.10	

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。