

# 秉承集团一体化发展理念，财富管理+大机构双轮驱动

## ——兴业证券首次覆盖报告

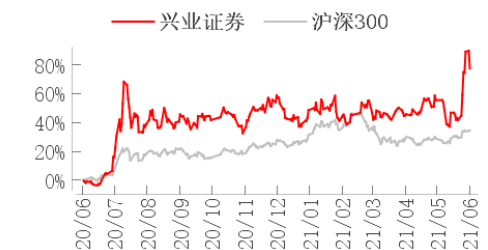


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月01日)	10.37元
目标价格	10.97元
52周最高价/最低价	11.44/5.6元
总股本/流通A股(万股)	669,667/669,667
A股市值(百万元)	69,444
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年06月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.62	14.07	21.04	77.47
相对表现	10.79	12.58	22.06	54.64
沪深300	0.83	1.49	-1.02	22.83



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001

**证券分析师** 孙嘉震  
021-63325888\*6094  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520080006

### 核心观点

- 发挥一体化优势，集团协同发展成效显著。**1) 兴业证券的前身是1991年成立的福建兴业银行证券业务部；公司拥有强大的国资背景，为福建国资委控股公司。2) 近年来集团一体化建设全面推进，通过与兴业银行等开展合作，拓宽经纪、投行等业务渠道。3) 集团化治理成效显著，多项指标2018年触底反弹，2020年业绩已超15年高点。营业收入增速在19、20年分别为119.26%、23.37%；净利润在19、20年两年增速分别为233.04%、139.97%，远高于同期行业平均水平；20年ROE为11.07%，跻身行业前五。
- 财富管理转型持续推进，坚持集团化办投行发展理念。**1) 公司积极推进业务转型并获得良好成绩。20年经纪业务净收入同比增长80.60%，实现快速增长；代销金融产品业务实现爆发式增长，20年增速达175.14%，实现收入4.56亿元。2) 公司提出集团化办投行的发展理念，整合公司优势资源持续提升项目承揽、研究定价及销售交易能力并确立“建设一流投行”的战略目标。20年公司股票主承销金额实现153.25%的快速增长金额达到195亿元。随着全面注册制的持续推进，公司有望持续发挥集团优势办投行。
- 基金管理行业领先，自营业务致力长期稳定收益。**1) 公司顺应行业趋势，主动压缩通道类产品规模。截止20年末，兴证资管受托管理资产规模575亿，较15年减少900多亿。2) 截至20年末，兴证基金资产管理总规模5316亿元，同比增长40.26%。20年兴全基金净利润实现翻倍为15.97亿元，贡献了集团34.84%的净利润。3) 自营业务方面，股票自营投资坚持价值投资，兼顾风险收益，确保创造长期稳定收益；固收自营把握住阶段性机会获取息差配置和阶段性收益；科创板项目跟投收益同样贡献颇丰，多重因素助力20年自营业务收入同比增长108.87%，达到39.60亿元的历史最高水平。

### 财务预测与投资建议

- 预测公司2021-2023E BVPS分别为6.09/6.64/7.28元，按可比公司估值法，对应2021E PB为1.80x，对应目标价10.97元，首次覆盖给予增持评级。

### 风险提示

- 系统性风险对估值的压制；市场成交量、IPO业务存在不确定性；自营投资业绩存在不确定性；兴全基金业绩增长不达预期；资本市场的政策超预期收紧。

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,250	17,580	18,654	20,168	22,066
同比增长(%)	119%	23%	6%	8%	9%
营业利润(百万元)	2,661	6,200	7,610	8,897	10,376
同比增长(%)	299%	133%	23%	17%	17%
归属母公司净利润(百万元)	1,763	4,003	5,026	5,956	7,042
同比增长(%)	1202%	127%	26%	18%	18%
每股收益(元)	1.01	1.16	0.75	0.89	1.05
总资产收益率(%)	1%	2%	3%	3%	3%
净资产收益率(%)	5%	10%	12%	13%	14%
市盈率	10.27	8.94	13.82	11.66	9.86
市净率	2.02	1.84	1.70	1.56	1.42
经纪业务佣金率(%)	0.0307	0.0368	0.0368	0.0368	0.0368

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1. 发挥集团协同优势，助力券商业务发展.....	5
1.1. 发展近三十载，综合实力不断增强.....	5
1.2. 拥有国资背景，集团协同成效显著.....	6
1.3. 轻资产业务优势明显，集团协同办投行稳步推进.....	11
1.4. 持续加强核心能力建设，财管与投行业务战略明确.....	12
2. 轻资产业务表现突出，重资产业务结构优化.....	13
2.1. 财富管理：依托集团优势，凸显渠道与产品价值.....	13
2.2. 投行：集团化治理及注册制红利，双向助力投行业务发展.....	18
2.3. 资管：基金管理行业领先，私募迎业绩拐点.....	22
2.4. 自营：兼顾风险收益平衡，致力长期稳定收益.....	23
3. 盈利预测与投资建议.....	24
3.1. 盈利预测.....	24
3.2. 投资建议.....	26
4. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 2020 年兴业证券各项业务营业收入及营业利润.....	6
图 2: 2020 年兴业证券各地区营业收入占比.....	8
图 3: 2020 年兴业证券各地区营业成本占比.....	8
图 4: 兴业证券股权结构（截止 2020 年 12 月 31 日）.....	9
图 5: 2015-2020 年总资产、净资产（亿元）及权益乘数.....	10
图 6: 2015-2020 年兴业证券 ROE.....	10
图 7: 2015-2020 年兴业证券营业收入及增速.....	11
图 8: 2015-2020 年兴业证券净利润（亿元）及增速.....	11
图 9: 2020 年兴业证券主要业务营业收入占比.....	12
图 10: 2020 年兴业证券主要业务营业利润占比.....	12
图 11: 2017-2020 年公司手续费及佣金净收入及经纪业务占比.....	14
图 12: 2015-2020 年各项经纪业务占比.....	15
图 13: 2015-2020 年公司代理买卖证券业务净收入及增速.....	15
图 14: 2015-2020 年代销金融产品净收入（亿元）及增速.....	15
图 15: 2015-2020 年公司整体及机构客户代理买卖证券款.....	16
图 16: 2015-2020 年代理买卖证券款中机构占比.....	16
图 17: 2015-2020 年席位租赁净收入（亿元）及增速.....	16
图 18: 2015-2020 年公司证券经纪业务净收入及增速.....	16
图 19: 2015-2020 年公司股基交易量及市占率.....	17
图 20: 2015-2020 年公司两融余额及增速.....	17
图 21: 2015-2020 年公司两融利息收入及增速.....	17
图 22: 2015-2020 年公司股票质押余额及增速.....	18
图 23: 2015-2020 年公司股票质押利息收入及增速.....	18
图 24: 2015-2020 年公司股票主承销金额及增速.....	19
图 25: 2015-2020 年公司债权承销金额及增速.....	21
图 26: 2015-2020 年公司及行业资管规模及增速.....	22
图 27: 2015-2020 年资管净利润（亿元）及对集团的贡献.....	22
图 28: 2015-2020 年兴全基金规模及公司和行业增速.....	23
图 29: 2015-2020 年兴全净利润（亿元）及对集团贡献.....	23
图 30: 2015-2020 年公司自营资产规模及收益率.....	24
图 31: 2015-2020 年公司自营投资收益及增速.....	24

表 1: 兴业证券历史重要事件汇总 .....	5
表 2: 兴业证券十大股东明细（截至 2020 年 12 月 31 日） .....	6
表 3: 2020 年兴业证券各地区分公司及证券营业部数量 .....	7
表 4: 2020 年股权承销金额（亿元）及排名 .....	19
表 5: 2019/2020 年公司股权承销规模（亿元）及单数排名 .....	20
表 6: 2020 年债券承销金额（亿元）及排名 .....	21
表 7: 2019/2020 年公司债券承销规模（亿元）及单数排名 .....	21
表 8: 兴业证券估值模型预测指标（单位：百万元） .....	25
表 9: 兴业证券收入分类预测表（单位：百万元） .....	25
表 10: 可比公司估值表（2021 年 5 月 28 日） .....	26

# 1. 发挥集团协同优势，助力券商业务发展

## 1.1. 发展近三十载，综合实力不断增强

**从地方银行业务部到全国性综合证券公司。**兴业证券股份有限公司的前身是 1991 年 10 月成立的福建兴业银行证券业务部。在此基础上，1994 年 4 月改组设立福建兴业证券公司，为福建兴业银行全资子公司，注册资本金为人民币 1 亿元。1999 年 8 月，应金融业“分业经营和分业管理”的政策要求，福建兴业证券公司与福建兴业银行脱钩，进行改制及增资扩股并于同年 12 月召开兴业证券股份有限公司创立大会。2000 年 3 月，福建兴业证券公司正式更名为兴业证券股份有限公司，并获核准成为全国首批经营各类证券业务的综合证券公司，注册资本金为 9.08 亿元。

**分支机构不断增加，公司业务日益完善。**2003 年 9 月，公司发起设立了兴业基金管理有限公司（现名兴证全球基金管理有限公司）。2005 年 10 月，兴业证券成为首批 7 家规范类证券公司之一。2007 年 9 月，公司注册资本金增至 14.9 亿元并于同年收购华商期货并将其更名为兴业期货有限公司（现名兴证期货有限公司）。2008 年 12 月，公司注册资本金增至 19.37 亿元。2009 年 9 月，公司设立了全资子公司兴业创新资本管理有限公司（现名兴证创新资本管理有限公司）来开展私募股权投资业务。同年 10 月，公司发起设立了福建省兴业证券慈善基金会。

**上交所 IPO 顺利完成，资本实力不断增强。**2010 年 10 月，兴业证券在上海证券交易所首次公开发行股票上市（601377.SH），公司注册资本金增至 22 亿元。2011 年 5 月，获准设立全资子公司兴证（香港）金融控股有限公司。同年 11 月，参与发起设立并负责经营海峡股权交易中心。2013 年 5 月，公司注册资本金增至 26 亿元。2014 年 10 月，公司注册资本金增至 52 亿元。同年 6 月，设立全资子公司兴证证券资产管理有限公司。2015 年 3 月，设立全资子公司兴证投资管理有限公司，开展另类投资及直接股权投资业务。2016 年 1 月，公司注册资本金增至 66.97 亿元。同年 10 月，下属境外控股公司兴证国际金融集团有限公司在香港联交所上市（8407.HK）。2019 年 1 月，兴证国际金融集团有限公司转至香港联交所主板上市（6058.HK）。

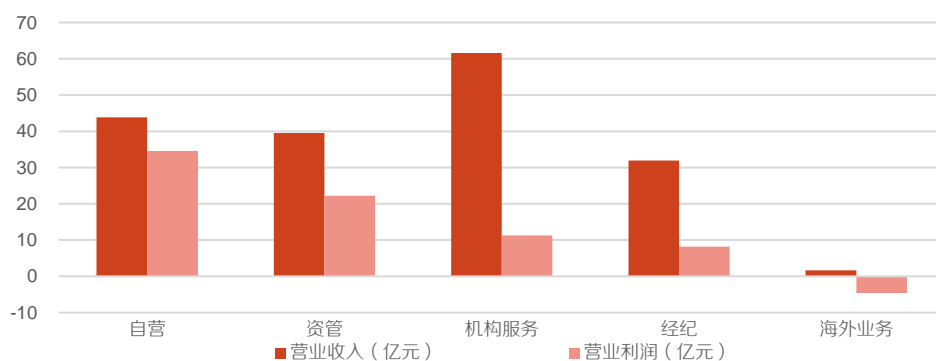
**表 1：兴业证券历史重要事件汇总**

时间	事件	注册资本（亿元）
1994 年 4 月	公司成立	1
2000 年 3 月	更名为兴业证券股份有限公司	9.08
2007 年 9 月	第一次增资，收购华商期货并更名为兴业期货有限公司	14.9
2008 年 1 月	第二次增资	19.37
2010 年 1 月	在 A 股上市，第三次增资	22
2013 年 5 月	第四次增资	26
2014 年 1 月	第五次增资，设立兴证证券资管有限公司	52
2015 年 3 月	兴证投资管理公司成立	52
2016 年 1 月	第六次增资，下属境外控股公司兴证国际在香港上市	66.97
2016 年 10 月	兴证国际在香港联交所创业板成立	66.97
2019 年 1 月	兴证国际转至联交所主板上市	66.97

数据来源：公司年报、东方证券研究所

**分公司转型成效显著，业务板块独具特色。**截至 2020 年末，公司设有 24 个部门、91 家区域分公司、1 家专业分公司、143 家证券营业部，控股 6 家证券金融类子公司，业务覆盖基金、期货与风险管理、资产管理、私募投资基金、另类及直接股权投资、跨境金融等专业领域。公司致力于打造一流证券金融集团，为境内外各类客户提供全面、专业的金融产品与服务。按照客户群体及业务属性的不同，公司所从事的主要业务分为四大板块，分别是财富管理业务、机构服务业务、自营投资业务、海外业务。近年来公司持续推进分公司转型发展，财富管理及机构服务业务转型成效显著，上述四大板块中的前三个板块已成为公司最重要的收入及利润来源。

图 1：2020 年兴业证券各项业务营业收入及营业利润



数据来源：公司年报、东方证券研究所

## 1.2. 拥有国资背景，集团协同成效显著

**拥有国资背景，为福建国资委控股公司。**兴业证券注册地为福州，其前身为兴业银行证券营业部，多年以来福建省财政厅、福建省国资委以及上海市国资委等合计持股均占 30% 左右。根据 2020 年年报，报告期内公司的第一、第二大股东为福建省财政厅和福建省投资开发集团有限责任公司，持股比例分别为 20.27% 和 7.49%。稳固的国资背景为公司开展集团协同战略及与兴业银行等其他金融机构的合作提供了有利条件。

表 2：兴业证券十大股东明细（截至 2020 年 12 月 31 日）

序号	股东名称	持股数（股）	持股比例（%）
1	福建省财政厅	1,357,089,734	20.27
2	福建省投资开发集团有限责任公司	488,084,753	7.49
3	上海申新（集团）有限公司	210,340,000	3.14
4	中国证券金融股份有限公司	197,900,768	2.96
5	华域汽车系统股份有限公司	162,240,000	2.42
6	上海市糖业烟酒（集团）有限公司	125,145,182	1.87

**表 2：兴业证券十大股东明细（截至 2020 年 12 月 31 日）**

序号	股东名称	持股数（股）	持股比例（%）
7	国泰中证全指证券公司交易型开放指数证券投资基金	116,826,364	1.74
8	香港中央结算有限公司	102,875,959	1.54
9	福建省融资担保有限责任公司	91,320,516	1.36
10	中央汇金资产管理有限责任公司	89,431,420	1.34

数据来源：公司年报、东方证券研究所

**立足福建，辐射全国，分公司及营业部不断扩张。**公司总部位于福建省，成立以来服务了大量福建省企业，连续多年被福建省上市公司协会授予年度投资者关系管理工作“A”类评价。近年来公司持续加快对北上广深等一线城市及其他二三线城市的扩张步伐。根据 2020 年年报，截至报告期末集团分公司及证券营业部数量分别为 92 家和 143 家，其中福建地区分公司数量和证券营业部数量均占较大比例，分别为 10 家和 64 家。

**表 3：2020 年兴业证券各地区分公司及证券营业部数量**

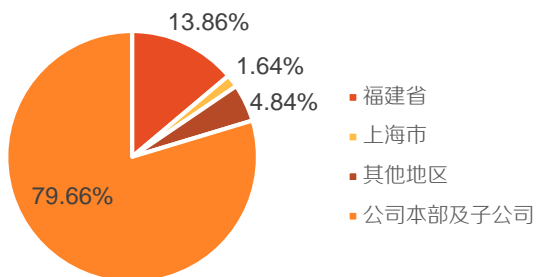
序号	地区	分公司数量	证券营业部数量
1	福建省	10	64
2	上海市	3	13
3	北京市	1	9
4	广东省	12	12
5	浙江省	7	10
6	山东省	9	2
7	江苏省	9	7
8	其他	41	26
9	合计	92	143

数据来源：公司年报、东方证券研究所

从各地区营业收入及营业成本的角度来看，福建地区贡献了集团整体营业收入的 13.86%而营业成本仅占 7.79%；其次是上海市贡献了集团 1.64%的营业收入，其营业成本占 1.96%；公司本部及子公司以外的其他地区贡献的营业收入占 4.84%，其营业成本占比为 8.81%。通过比较公司各地区营业收入及营业成本的占比可以发现当前福建省仍是重要的收入来源且其营业成本较低，而其他分地区的营业成本相较于其营业收入均较大，这与公司以福建省为基础并向其他地区扩展的业务特征有关。

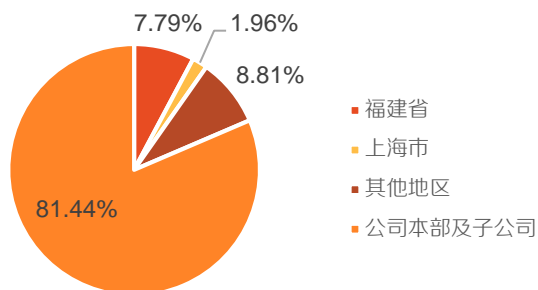


图 2：2020 年兴业证券各地区营业收入占比



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 3：2020 年兴业证券各地区营业成本占比



数据来源：公司年报、东方证券研究所

经过多年发展，集团旗下包括多家境内外控股总公司及参股公司，集团业务不断完善。

**1) 兴证基金：**兴证全球基金管理有限公司，成立于 2003 年 9 月，注册资本 1.5 亿元，经营范围为：基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理和中国证监会许可的其他业务，公司持有 51% 的股权。截至 2020 年 12 月 31 日，兴证基金总资产 64.12 亿元，净资产 35.29 亿元，全年实现营业收入 47.76 亿元，营业净收入 36.44 亿元，净利润 15.97 亿元。

**2) 兴证期货：**兴证期货有限公司，成立于 1995 年 12 月，注册资本 12 亿元，经营范围为：商品期货经纪、金融期货经纪、基金销售、资产管理，公司持有 99.55% 的股权。截至 2020 年 12 月 31 日，兴证期货总资产 161.20 亿元，净资产 15.43 亿元，全年实现营业净收入 43.46 亿元，实现净利润 1.21 亿元。

**3) 兴证资管：**兴证证券资产管理有限公司，成立于 2014 年 6 月，注册资本 8 亿元，为公司的全资子公司。经营范围为证券资产管理。截至 2020 年 12 月 31 日，兴证资管总资产 26.86 亿元，净资产 12.94 亿元，全年实现营业净收入 2.26 亿元，实现净利润 0.76 亿元。

**4) 兴证投资：**兴证投资管理有限公司，成立于 2015 年 3 月，注册资本 60 亿元，为公司的全资子公司。经营范围为：金融产品投资、股权投资，项目投资以及监管部门认可的其他投资品种，投资管理(以上均不含需审批的项目)。截至 2020 年 12 月 31 日，兴证投资总资产 31.03 亿元，净资产 27.78 亿元，全年实现营业净收入 1.97 亿元，实现净利润 1.27 亿元。

**5) 兴证创新资本：**兴证创新资本管理有限公司，成立于 2010 年 4 月，注册资本 7 亿元，为公司的全资子公司，经营范围为：私募投资基金业务。截至 2020 年 12 月 31 日，兴证资本总资产 25.81 亿元，净资产 9.64 亿元。全年实现营业净收入 2.55 亿元，净利润 1.29 亿元，其中归属于母公司股东净利润 1.28 亿元。

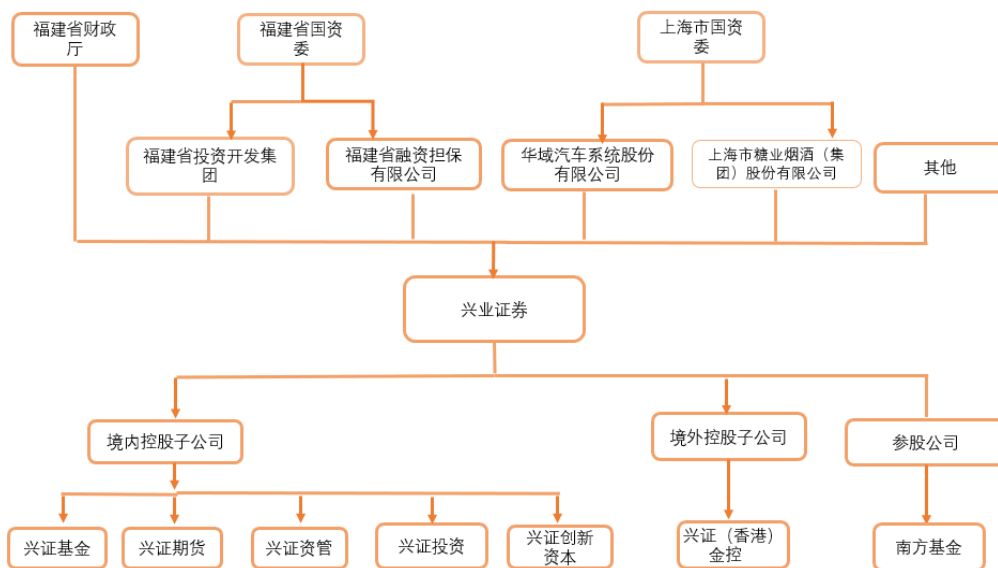
**6) 兴证(香港)金控：**兴证(香港)金融控股有限公司，成立于 2011 年 7 月，注册资本 20 亿港元，为公司的全资子公司。兴证(香港)金控除控股下设子公司外，不直接运营证券业务；下设子公司业务范围包括证券交易、期货合约交易、就证券提供意见、就期货合约提供意见、就机构融资提供意见、提供证券保证金融资、提供资产管理截至 2020 年 12 月 31 日，兴证(香港)金控总



资产 182.85 亿港元，净资产 34.51 亿港元，全年实现营业净收入 1.63 亿港元，净利润-4.98 亿港元，其中归属于母公司股东净利润-2.61 亿港元。

7) **南方基金**: 南方基金管理股份有限公司, 注册资本 3.62 亿元, 公司持有 9.15% 的股权。南方基金的经营经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理和国务院证券监督管理机构许可的其他业务。截至 2020 年 12 月 31 日, 南方基金总资产 120.09 亿元, 净资产 78.41 亿元。2020 年度实现营业收入 56.30 亿元, 净利润 14.84 亿元。

图 4: 兴业证券股权结构 (截止 2020 年 12 月 31 日)



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

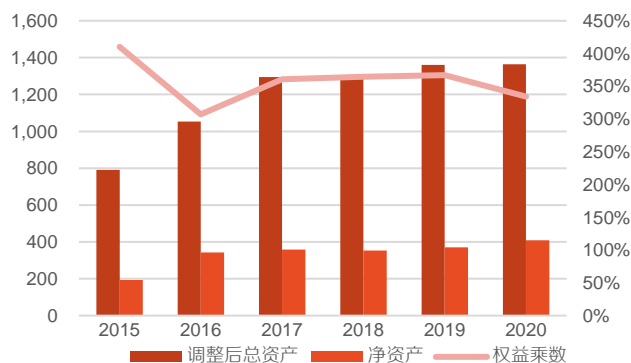
**管理层有力的领导力以及集团化治理的加强, 为基本面持续改善提供保障。**现任董事长杨华辉先生于 2017 年 11 月底上任, 曾担任兴业银行上海分行副行长、杭州分行行长等职责, 具有丰富的金融企业治理经验, 在福建省金融体系具有高影响力和资源整合力。近年来集团一体化建设全面推进, 总部管理能力持续强化。公司全面宣导集团一盘棋、做大做强、可持续发展、创新发展、担当奉献的新发展理念。集团化管理的各项基础制度有效夯实, 从制度层面保障一体化发展理念落地; 对各单位实施集中、垂直、穿透化管理, 积极推进一体化建设, 强化统筹协调与资源配置, 总部能力建设持续加强。

2020 年集团同口径的协同收入占比由 2018 年的 10% 不到提升至 20% 左右; 财富管理业务方面, 交叉销售在公司金融产品销售额中的占比越来越高, 公司大销售体系的销售能力越来越突出; 机构业务方面, 分公司在机构客户服务中的项目承揽能力越来越高, 在已完成发行的 IPO 项目中, 超过 10% 的项目由分公司协同或独立承揽, 储备项目中, 分公司参与超过 1/3 的项目承揽。

**坚持集团协同战略，助力“建设一流证券金融集团”的战略目标。**兴业证券整合境内外牌照资源，举集团之力服务不同发展阶段的企业，满足企业全生命周期需求。分公司作为当地的经营主体，覆盖全国主要区域客户，以综合服务平台模式编织起整个客户网络，分公司协同专业产品单位，为客户提供 1+N 的矩阵式服务，包括 IPO、再融资、并购重组、公司债、企业债、ABS 等等。这种协同作业模式，一方面发挥分公司属地优势深耕当地客户，另一方面发挥产品单位专业能力全方位提速“产能”，提高全国客户对兴业证券综合服务的体验感、获得感、幸福感，进而促进各项业务稳步发展、竞争力提升。

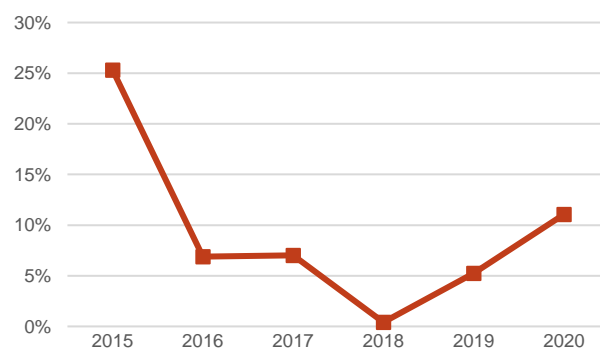
**集团化治理成效显著，多项指标 2018 年触底反弹，2020 年业绩超市场预期。**经过三年集团化治理，2018 年集团业绩迎来拐点，营业收入及净利润均开始触底反弹；2020 年公司各项业务经营指标明显改善，市场排名显著上升。具体来看，2015-2020 年间，集团营业收入、净利润以及 ROE 均在 2018 年实现触底反弹。20 年集团 ROE 为 11.07% 高于 19 年 5.82 个百分点。表明近年来集团业务范围及盈利能力的快速增长。2018 年-2020 年三年间集团营业收入、净利润实现持续快速增长，总资产稳步提升的同时净资产保持稳定，推动集团 EPS、ROE 持续增长且 ROE 高于行业平均水平。

图 5：2015-2020 年总资产、净资产（亿元）及权益乘数



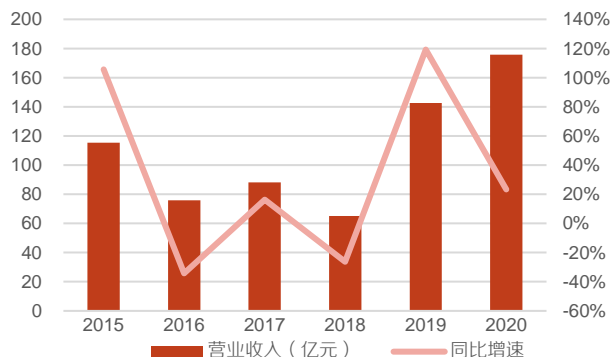
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：2015-2020 年兴业证券 ROE

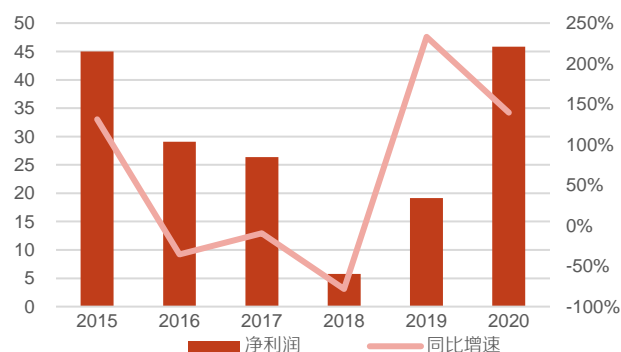


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**营业收入及净利润持续高速增长，20 年净利润超过 15 年创历史新高。**营业收入方面，20 年营业收入在 19 年 119.26% 高增速的基础上依旧实现 23.37% 的高增长。营业利润方面，2015-2018 年间集团净利润连年下降，在 2018 年实现触底反弹，2019 年及 2020 年两年净利润实现连续高速增长，增速分别为 233.04% 和 139.97%，远高于同期行业 85% 和 28% 的增速。另外 20 年集团净利润为人民币 45.84 亿元超过 2015 年的 44.99 亿元，达到历史最高水平。

**图 7：2015-2020 年兴业证券营业收入及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

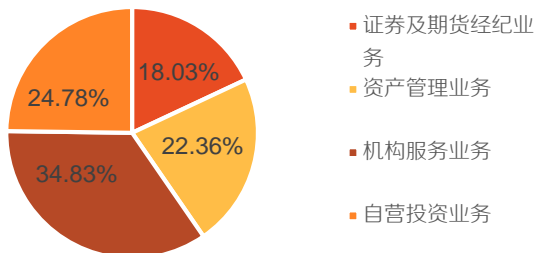
**图 8：2015-2020 年兴业证券净利润（亿元）及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

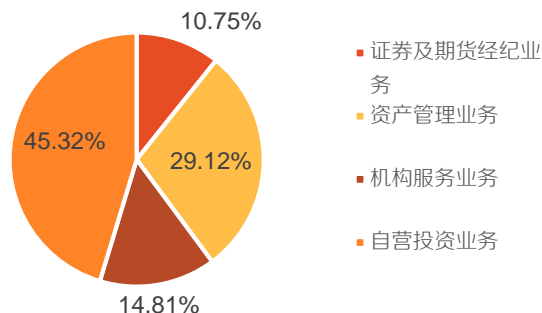
### 1.3. 轻资产业务优势明显，集团协同办投行稳步推进

**分公司转型稳步推进，财富管理业务表现突出。**公司财富管理转型稳步推进，多项核心指标稳步提升。在金融产品销售业务领域，公司持续构建全面均衡的产品体系，坚持“核心、精品、定制”的产品策略，丰富财富管理生态，创造伙伴型的产品价值链条，券商结算模式取得突破性进展。在证券经纪业务领域，公司秉承以客户为中心的理念，投顾队伍服务能力不断升级，家族财富业务模式及高净值客户服务体系初步搭建，机构经纪业务稳步发展，逐步夯实渠道深耕，推动客户规模持续增长，财富管理转型成效显著，兴证财富品牌影响力有效提升。公司推出“兴证心选”，以买方视角构建产品评价体系，以好公司、好产品、好时机为核心的“三好”标准遴选产品。

**机构服务与经纪业务营业收入占据半壁江山。**机构服务和经纪业务均为轻资产业务，通过为客户提供服务并获取佣金收入，是重要的获客渠道，该业务的快速发展有利于抢占市场。2020 年年报显示在自营、资管、机构服务、经纪、海外业务这五大类业务中，海外业务贡献的营业收入最低且报告期营业利润为负，在报告期间前四项业务贡献了集团主要的营业收入及营业利润。自营、资管、机构服务、经纪这四项业务中，机构服务和经纪业务贡献了集团超过半数的营业收入占比分别为 34.83%和 18.03%。从营业利润的角度来看，机构服务和经纪业务贡献的营业利润分别为 14.81%、10.75%，而自营业务贡献了 45.32%的营业利润，这与机构服务和经纪业务这类轻资产通过提供服务来赚取佣金收入的业务特点有关。

**图 9：2020 年兴业证券主要业务营业收入占比**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 10：2020 年兴业证券主要业务营业利润占比**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**大投行业务稳步发展，服务实体经济的能力提升。**公司实施投行+投资双轮驱动的发展战略，通过对提供投行服务的公司进行跟投来进一步扩大公司收益来源。例如 20 年兴证投资完成 11 个股权投资项目，作为市场首批保荐机构另类子公司推进 10 个科创板跟投项目。

**紧抓注册制红利，确立集团协同办投行的战略。**公司高度重视注册制背景下带来的战略性契机，树立了新型投行的发展理念，围绕“集团化办投行、精细化管理投行、专业化做投行、精英化建投行”的战略部署，持续提升项目承揽能力、研究定价能力、销售交易能力，为企业客户的融资需求提供全方位保障。兴业证券的研究院一直以来都处于行业第一梯队，在宏观、生物医药、国防军工、交通运输等多个领域拥有优秀的研究团队，对市场充分了解的。目前研究院为支持投行业务发展，也在积极研究一级市场定价，后续投行将和研究院在合规前提下将共同做好一级股权市场行业深度研究。公司将继续落实“集团化办投行”的举措，扩充投行团队人数，成立新的行业组，投行业务市占率有望持续提升。

#### 1.4. 持续加强核心能力建设，财管与投行业务战略明确

**持续推进财富管理业务转型升级，秉承“一体两翼，乘势腾飞”的发展思路。**公司重点突出有效客户、产品销售、机构经纪及融资融券四个关键增长点，积极推动业务创新转型，全方位塑造兴证财富品牌。通过线上线下两条曲线共同做大优质基础客群，加快数字化创新转型，重塑客户渠道生态模式；持续建设创造客户价值的专业服务能力，通过金融科技手段提升服务效率，打造财富管理生态圈；积极发掘打造品牌特色的业务突破口，不断提升在产品代销领域建立的影响力，加速推进基金投顾资格申请及公募券商结算模式，实现可复制推广的家族信托业务模式与协同机制创新。

**投资银行业务紧抓改革红利，确立“建设一流投行”的战略目标。**为了实现建立一流投行的战略目标，在大机构业务和财富管理业务双轮驱动的背景下，公司坚持“集团化办投行、专业化做投行、精细化管理投行、精英化建投行”并确立了投行区域战略、行业战略和产品战略的布局。

区域战略方面，在目前区域的布局上进一步深化发展，根据市场容量和经济发展情况，确立核心区域、中部区域和西部区域。福建是大本营，要全方位做好省内融资服务；北上广江浙鲁等核心区域重点开拓，中西部地区各地因地制宜，实现区域的有效覆盖。

行业战略方面，顺应投行专业化建设的趋势，先后设了各个行业组，包括 TMT、金融行业组，之后将设立大健康、先进制造的行业组。充分发挥研究精神，公司在研究院成立了半导体、医药、先进制造等行业研究中心，发挥对行业研究的战略支持，进一步促进投行专业化发展。基于对未来行业发展趋势的判断，兴证投行还引进了多位物理、计算机等行业的专业人才，以更好地适应新兴科技行业公司上市的需求。

产品战略方面，依托集团资源，构建并购业务竞争力，同时也在 CDR、海外产品、衍生品业务等方面进行布局，同时协同分公司，积极对接资源，支持并购业务发展。继续积极引进并购团队，保证投行拥有大型复杂并购业务的承做能力。

**顺应注册制背景下 IPO “发行定价市场化” 趋势，积极强化投行定价能力与销售能力。**注册制下对券商的定价与销售能力提出了更高的要求，未来券商投行的核心竞争力在于其定价能力。而销售端的资源整合可以有助于更高效地组织路演，快速提升定价能力。作为公司大投行体系的一环，销售体系的改革也是兴业证券投行改革的发力点之一。去年兴业证券通过将股债销售和机构销售整合到一个部门，大销售体系的搭建可以让兴证投行更高效地整合集团所有的销售资源，抢跑承销环节，可以更好地贯彻实施集团的“财富管理+大机构业务”双轮驱动战略。随着资本市场改革的不断深化，市场将从增量市场竞争慢慢过渡到存量市场博弈，良好的资源整合能力至关重要。

## 2. 轻资产业务表现突出，重资产业务结构优化

### 2.1. 财富管理：依托集团优势，凸显渠道与产品价值

**发挥集团渠道和产品协同优势，助力财富管理业务发展。**公司充分发挥兴业集团的优势，从渠道和产品两个角度进行协同发展，推动公司财富管理业务发展。渠道方面，公司与兴业银行密切合作，借助兴业银行的获客渠道进行产品交叉销售，促进公司财富管理业务发展。产品方面，依托兴全基金长期良好的业绩表现和口碑，通过销售这一好产品获得持续稳定增长的销售佣金收入。

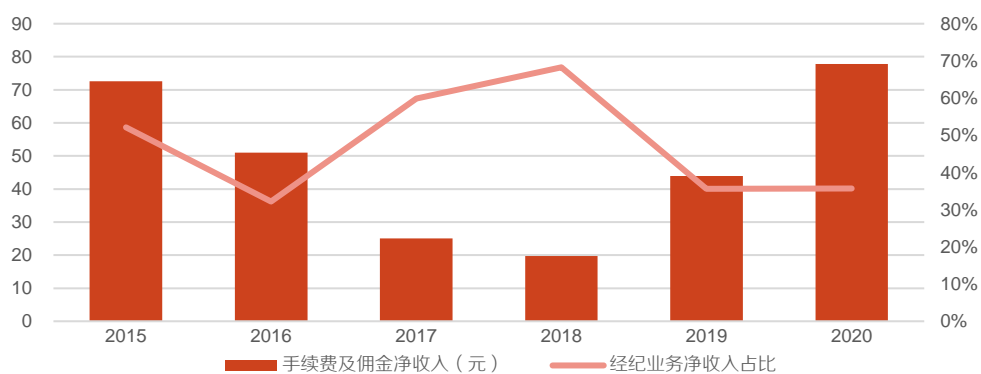
**传统经纪业务作为券商最重要的获客与蓄客渠道，成为助力券商财富管理转型的重要力量。**近年来，互联网与金融科技的快速发展改变了证券的管理渠道，弱化了证券行业的中介功能。随着行业传统通道类经纪业务竞争的日趋激烈，行业佣金率持续下行，竞争格局延续，财富管理转型成为行业经纪业务大势所趋。虽然经纪业务的盈利重要性自 2012 年互联网经纪业务的兴起有所下降，但在券商业务版图中仍具备最核心的重要地位，是券商接触机构客户与个人投资者的一线渠道，作为券商最重要的获客与蓄客渠道，经纪业务的强弱与财富管理转型的成功与否有直接相关性。

**灵活调整佣金制定机制，多措并举维护定价权。**从佣金率水平来看，兴业证券的佣金率水平一直低于行业平均水平。这主要是由管理层在佣金率大幅下降之前就预判到佣金率的下滑趋势，灵活调整佣金制定机制，扩大网上交易量，抢占市场份额导致的。在当前佣金下滑趋势放缓的形势下，管理层推动专业化服务力度，以差异化增值服务来维护佣金定价权。

公司将不断推动“优理宝”等专业化产品的客户覆盖率。根据客户需求，完善公司产品服务平台和产品体系建设，通过产品化的方式将专业服务有效配送给客户，在提升客户服务水平的基础上，增强公司对客户的佣金议价能力，从而提高经纪业务的竞争力。同时，公司推动产品化力度，提升金融理财产品销售能力，通过各种理财产品帮助客户进行资产配置的同时降低经纪业务对通道服务的依赖性。公司通过做好服务产品化、产品专业化和产品规模化工作，全力推进客户资产产品化进程，积极探索财富管理业务模式，从而应对经纪业务日益激烈的竞争。此外，公司因地制宜，根据营业部所处地区的佣金费率水平，采取差异化、有竞争力的弹性佣金体系，并坚持品牌发展战略，进行营业网点的重新布局和新设网点，从而形成规模效应。

2015-2020 年间，手续费及佣金净收入在经历 16-18 年间连续下降后 19、20 年实现连续正增长；其中经纪业务在手续费及佣金中的收入占比近两年保持稳定，占比维持在 35.50% 左右。

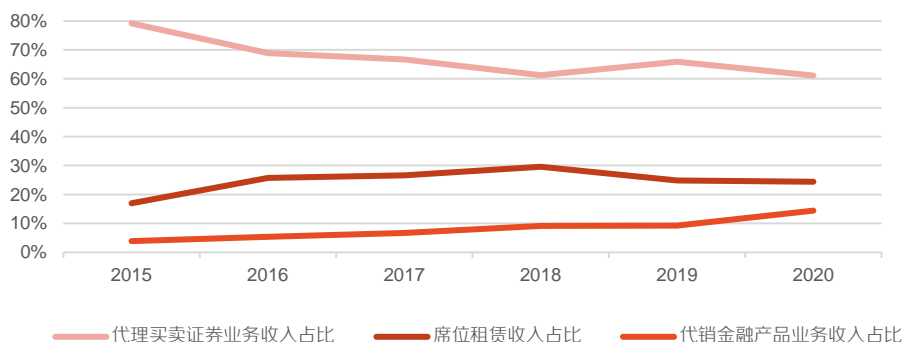
图 11：2017-2020 年公司手续费及佣金净收入及经纪业务占比



数据来源：公司年报、东方证券研究所

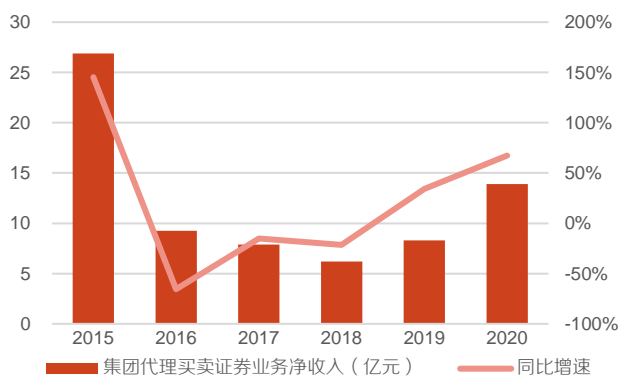
**经纪业务收入快速增长，业务结构持续优化。**经纪业务包括代理买卖证券业务、席位租赁业务及代销金融产品业务三大类。20 年公司经纪业务净收入同比增长 80.60%，实现快速增长。公司始终高度重视以代销金融产品为核心的财富管理体系。代销金融产品收入稳居行业前列，这与公司重视产品遴选、销售人员队伍建设、集团交叉销售等优势直接有关。

2015-2020 年间，从变化趋势来看，代销金融产品业务收入占比持续提升，代理买卖证券业务收入占比呈现总体下降的趋势；从各收入占比的角度来看，代理买卖证券业务收入的占比均高于 60% 而其他两项业务的收入在经纪业务收入中的占比总和均低于 40%，说明当前代理买卖证券业务仍是公司经纪业务的重要收入来源。

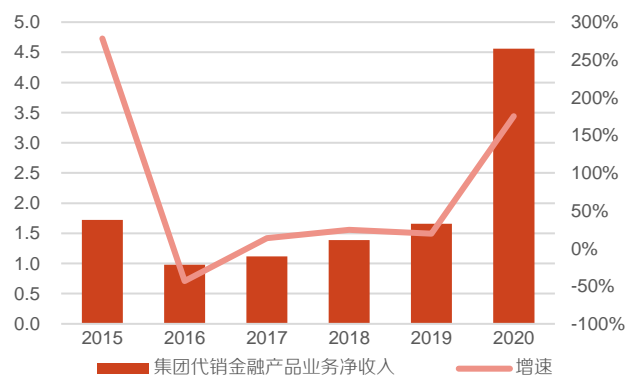
**图 12：2015-2020 年各项经纪业务占比**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

具体来看，2015-2010 年间，集团代理买卖证券业务净收入在 19、20 年持续加速增长，20 年在 19 年 34.09% 高增速的背景下实现 67.35% 的高速增长。代销金融产品净收入方面，15-19 年间均处于 1-1.7 亿之间，20 年该业务实现爆发式正增长，增速达 175.14%，实现收入 4.56 亿元。

**图 13：2015-2020 年公司代理买卖证券业务净收入及增速**


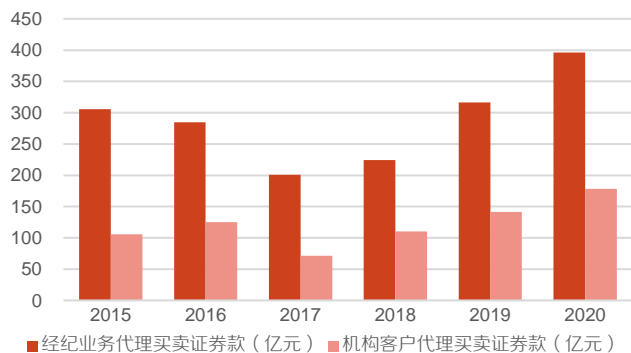
数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 14：2015-2020 年代销金融产品净收入 (亿元) 及增速**


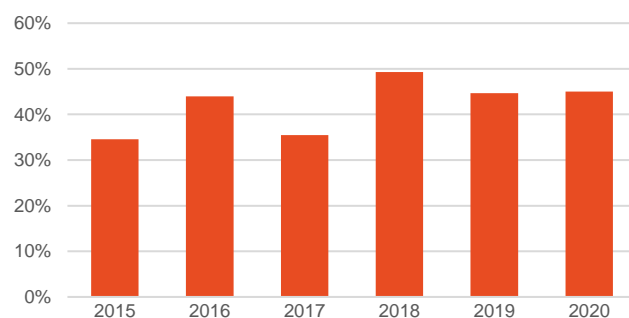
数据来源：公司年报、东方证券研究所

2015-2020 年间，集团代理买卖证券款近三年来实现连续正增长，其中机构客户占比在 17 年实现快速增长，占比达到 49.26%，19 年、20 年机构客户占比保持稳定分别为 44.63% 和 45.04%。机构经纪与代销金融产品收入占证券经纪收入半壁江山。



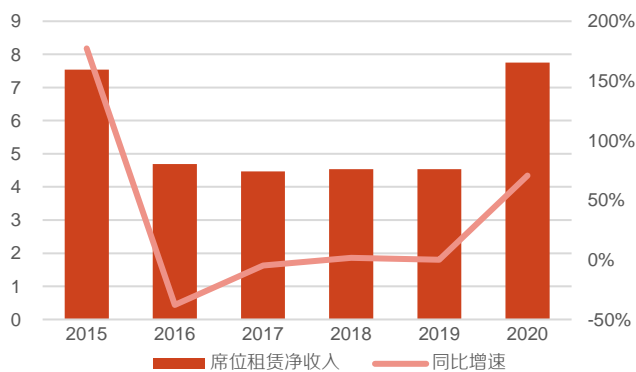
**图 15：2015-2020 年公司整体及机构客户代理买卖证券款**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 16：2015-2020 年代理买卖证券款中机构占比**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

席位租赁净收入近三年持续增长，且 20 年增速为 70.62%。公司证券经纪业务净收入近两年均实现正增长，且 20 年增速为 77.72%，实现快速发展。

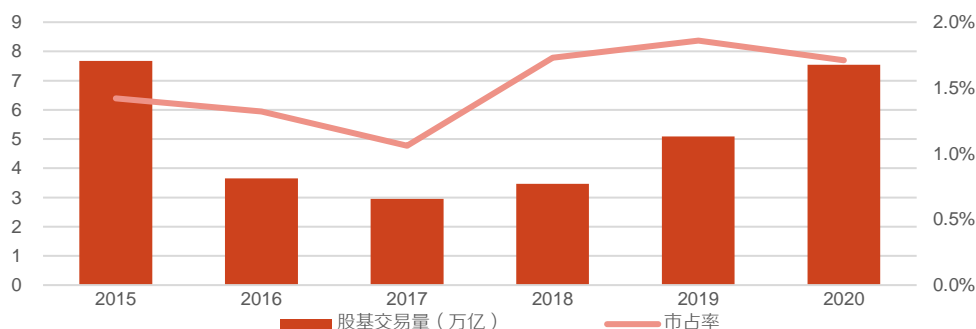
**图 17：2015-2020 年席位租赁净收入（亿元）及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 18：2015-2020 年公司证券经纪业务净收入及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司股基市场量快速增长，市场份额处于历史较高水平。公司在坚持推进财富管理转型的同时仍坚持继续做大传统经纪业务，打造以客户为中心的财富管理生态圈。近年来公司股基交易快速增长，市场份额总体出现上升走势。具体来看，2015-2020 年间股基交易量在 16、17 年连续下降，18-20 年间实现持续正增长，且其增速在 18、19 年均明显高于行业平均水平，20 年资本市场交易活跃的背景下，市场股基交易量快速增长增速达到 61%，而集团股基交易量在前两年快速增长的背景下仍实现 48% 的高速增长。另外从市占率的角度来看，17 年市占率最低为 1.06%，18 年市占率实现快速增长，18、19 以及 20 年集团股基交易量市占率分别为 1.73%、1.86% 和 1.71%，均超过 15 年的 1.42%。

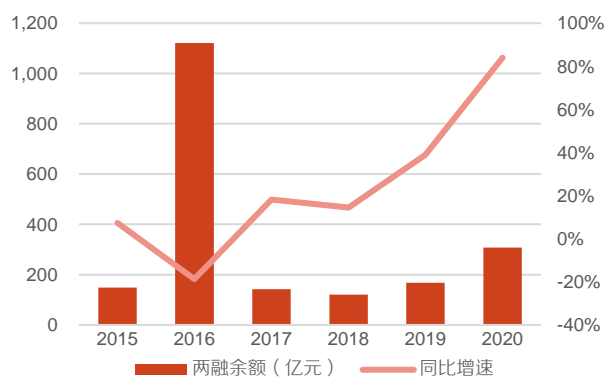
**图 19：2015-2020 年公司股基交易量及市占率**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

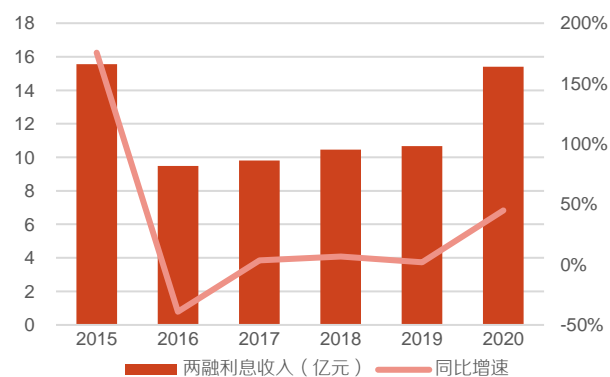
**重资产业务结构向好，资产质量大幅优化。**两融及股票质押为重资产业务，券商在业务中通过出借资金或股票赚取利息收入同时承担风险。相较于两融业务，券商在开展股票质押业务时优势较小，承担的风险也相对较高。近年来，行业多数券商主动调整业务结构，公司顺应业务发展趋势，不断提升低风险境内融资融券业务规模，并压缩股票质押存量规模，风险出清，业务结构持续优化。

**顺应行业趋势，两融业务快速发展。**2019 年以来，监管全方位松绑了券商两融业务规则，两融标的大幅提升，转融资费率下调，科创板与创业板将带来可观增量两融业务，一系列的政策利好有望彻底激活 2020 年两融市场，公司两融业务迎来重要发展机遇。注册制全面改革下，融券业务作为重要的做空机制，重要性显著提升。公司两融余额持续增加，2020 年实现 84% 的快速增长，同时两融利息收入也实现连续正增长，2020 年增速为 45%，明显高于历史平均，两融业务市场份额进一步提升。

具体来看，2015-2020 年间，公司在 2016 年两融余额达到最高值为 1120.52 亿元，而 15 及 17-19 年均处于 120-167 亿元的低位，20 年两融余额实现 84% 的高速正增长达到 307.57 亿元。两融利息收入方面，15 年最高为 15.56 亿元，16-19 年均处于 10 亿元左右，20 年实现 45% 的增长实现 15.41 亿元的利息收入，接近 15 年的历史高点水平。

**图 20：2015-2020 年公司两融余额及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 21：2015-2020 年公司两融利息收入及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

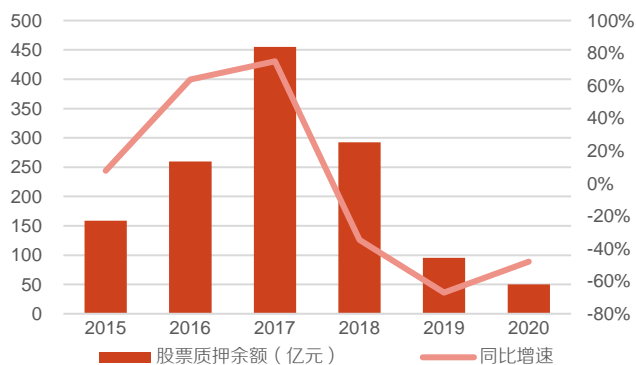
**明确股票质押业务定位，存量风险基本出清。**公司将股票质押业务定位于为其他业务提供融资配套服务，重视为融资人提供股质服务的综合效益，将风险防范放在首位。公司遵循“压规模、严标准、调结构、增效益、化风险”股票质押回购业务发展战略，设置业务规模限额，并通过多措施多渠道强化业务管理。

从规模来看，2017-2020年三年间，公司股票质押业务总规模由455.09亿持续下降到不足50亿元，2018年、2019年、2020年股票质押余额同比增速分别为-34.74%、-67.00%、-48.00%，公司业务规模实现大幅下降。

从股票质押利息收入来看，受股票质押规模下降的影响，公司2018年、2019年、2020年利息收入连续下降，增速均为负值，特别是2019年和2020年，利息收入快速下降，增速分别为-51.32%和-68.99%。股票质押利息收入的持续降低有利于降低其对公司净利润的影响，降低公司经营风险。

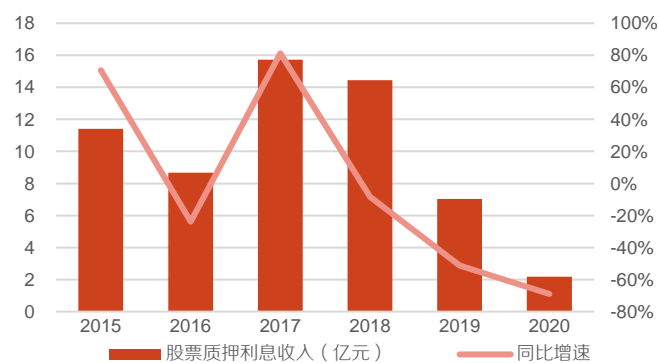
总体而言，当前公司股票质押业务规模已实现大幅下降，业务结构持续优化。相关违约项目已充分计提减值，存量风险出清基本完成。

图 22：2015-2020 公司股票质押余额及增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 23：2015-2020 公司股票质押利息收入及增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

## 2.2. 投行：集团化治理及注册制红利，双向助力投行业务发展

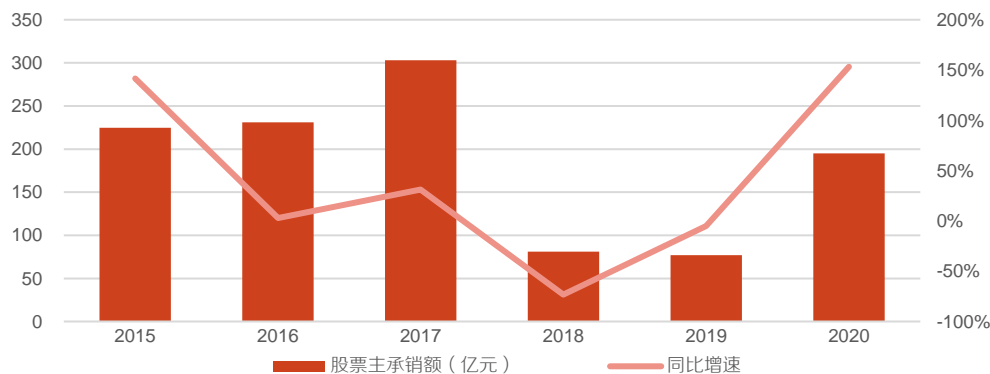
**紧抓注册制改革红利，投行业务迎来发展新机遇。**从成立科创板并试点注册制到在创业板实施注册制再到注册制的全面实行提上日程，我国金融市场正在经历重要的变革。注册制的实施，将企业上市的权利交给市场，加快了企业上市及退市的节奏，直接利好于我国金融业的长期健康发展。注册制实施以来审核周期明显缩短、上市公司数量和融资规模明显增加，在为投行带来更广阔市场的同时，市场化的竞争也对投行的定价能力提出了更高的要求。

**坚持集团化办投行的发展理念，全面整合投研等优势资源。**公司提出集团化办投行的发展理念，整合公司优势资源持续提升项目承揽能力、研究定价能力、销售交易能力，为企业客户的融资需求提供全方位保障。公司推动研究院由卖方研究向综合研究积极转型，支持投行业务发展，目前研究院也在积极研究一级市场定价，另外投行将和研究院在合规前提下将共同做好一级股权市场行业深度研究。如在投行增设 TMT 行业部，在研究院组建产业研究中心，加快打造大投行业务在 TMT、大健康等领域的行业影响力，形成行业优势

**投行业务快速发展，荣获多项荣誉。**公司在服务股权及债券融资市场方面的付出和成果继续得到业界的认可，荣获多项荣誉。股权融资方面，公司在 2020 年度获得上海证券交易所颁发的年度保荐承销服务奖、证券时报“全能投行君鼎奖”、“中国区并购重组项目君鼎奖”等。债权承销方面，公司在 2020 年度获得银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具主承销商资格，成为上海市知识产权金融服务联盟首家证券业成员单位，在证券业协会公司债券执业能力评价以及国家发展改革委企业债券主承销商信用评价中公司均获得最高评价，并获得上海证券交易所“优秀受托管理机构”、“2020 年度地方政府债券优秀承销商”、中国资产证券化论坛“年度创新机构奖”等多项荣誉。

股权承销方面，公司股票主承销金额在 20 年增速由负转正，实现 153.25% 的快速增长金额达到 195 亿元。20 年 IPO 及再融资单数、主承销金额均实现快速增长。IPO 单数由 19 年的两单增长为 20 年的 13 单，再融资单数由 6 单增长为 11 单。根据 wind 统计显示，2020 年公司 IPO、再融资（增发+配股）、两者合计金额排名分别为第 13、14、14 位，较 2019 年的 30、21、24 位呈现明显上升；2020 年公司 IPO、再融资、两者合计单数排名分别为 11、11、11 位，较 2019 年 25、25、26 位也呈现明显提升。这充分体现了公司在 2020 年股权承销业务的改善以及投行业务改革红利的释放。

图 24：2015-2020 年公司股票主承销金额及增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

表 4：2020 年股权承销金额（亿元）及排名

券商	首发	券商	再融资	券商	合计
1 中信建投	836.57	中信证券	2140.32	中信证券	2585.26

2	海通证券	607.79	中信建投	1180.86	中信建投	2017.43
3	中金公司	488.98	华泰证券	1017.83	中金公司	1306.92
4	中信证券	444.94	中金公司	817.94	华泰证券	1258.10
5	华泰证券	240.26	国泰君安	411.54	海通证券	834.61
6	国泰君安	216.86	中国银河	313.84	国泰君安	628.40
7	国金证券	164.34	招商证券	286.26	招商证券	428.92
8	招商证券	142.66	申万宏源	271.18	中国银河	386.53
9	民生证券	120.61	海通证券	226.82	申万宏源	334.66
10	光大证券	107.55	华西证券	165.97	国金证券	222.71
11	东兴证券	94.49	中泰证券	116.13	民生证券	205.06
12	东方证券	93.33	国信证券	108.86	国信证券	194.90
13	兴业证券	89.33	中原证券	96.17	华西证券	186.82
14	国信证券	86.04	兴业证券	94.36	兴业证券	183.70
15	中国银河	72.69	东方证券	90.04	东方证券	183.37
16	申万宏源	63.48	民生证券	84.44	东兴证券	149.11
17	西部证券	57.50	华鑫证券	82.61	光大证券	140.73
18	安信证券	56.21	平安证券	81.21	东吴证券	134.64
19	东吴证券	53.54	东吴证券	81.10	中泰证券	132.68
20	国元证券	51.57	中德证券	80.95	平安证券	120.66

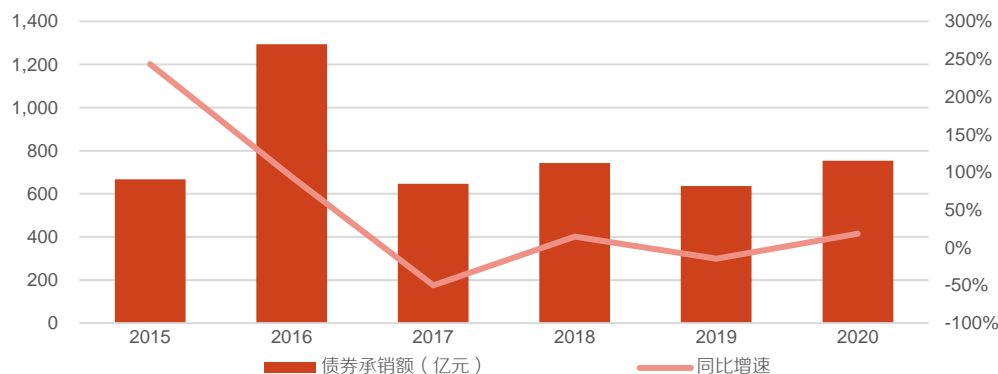
数据来源：wind、东方证券研究所

**表 5：2019/2020 年公司股权承销规模（亿元）及单数排名**

2020 年	数量	排名	2019 年	数量	排名
IPO 金额	89.33	13	IPO 金额	89.33	30
再融资金额	94.36	14	再融资金额	94.36	21
股权承销金额	183.7	14	股权承销金额	183.7	24
IPO 单数	13	11	IPO 单数	2	25
再融资单数	10	11	再融资单数	3	25
股权承销单数	23	11	股权承销单数	5	26

数据来源：wind、东方证券研究所

债券承销方面，债券承销额在 17 年的 1293.6 亿元快速下降后近年来规模均处于 700 亿元左右，并呈现出稳步上升的趋势。2020 年公司承销企业债 7 单、公司债 136 单，总和为 143 单，较 2019 年企业债 10 单，公司债 92 单合计 102 单的业绩呈现明显上升。2020 年承销金额增速 18.56%，增速为近三年来最高。2020 年公司的公司与企业债、ABS 及其合计金额排名分别为第 20、12、16 位，较 2019 年的 14、14、16 位涨跌互现；2020 年公司的公司与企业债、ABS 及合计单数排名分别为 19、13、14 位，较 2019 年 13、11、11 位呈现略微下降。但总体而言，债券承销业务方面公司业务行业排名整体稳定且 ABS 业务相对表现较好。

**图 25：2015-2020 年公司债权承销金额及增速**


数据来源：公司年报、东方证券研究所

**表 6：2020 年债券承销金额（亿元）及排名**

	券商	公司与企业债	券商	ABS	券商	合计
1	中信建投	4323.01	招商证券	1821.71	中信建投	5444.97
2	中信证券	3096.62	国泰君安	1474.20	中信证券	4442.68
3	国泰君安	1992.07	华泰证券	1377.73	国泰君安	3466.27
4	海通证券	1891.22	光大证券	1375.91	中金公司	2756.87
5	平安证券	1701.45	中信证券	1346.06	华泰证券	2685.42
6	中金公司	1477.08	华泰证券	1326.82	海通证券	2619.70
7	华泰证券	1307.69	中金公司	1279.80	招商证券	2315.91
8	中泰证券	951.71	中信建投	1121.96	平安证券	2109.05
9	天风证券	934.50	海通证券	728.49	光大证券	1988.96
10	国信证券	911.87	平安证券	407.60	华泰证券	1326.82
11	浙商证券	907.58	中泰证券	321.68	中泰证券	1273.38
12	中山证券	878.69	兴业证券	288.94	天风证券	1022.08
13	国金证券	752.46	中银证券	209.38	国信证券	996.75
14	五矿证券	705.76	申万宏源	163.21	中山证券	982.95
15	开源证券	704.26	广发证券	118.66	浙商证券	910.74
16	方正证券	654.17	中山证券	104.26	兴业证券	864.06
17	申万宏源	644.84	东兴证券	89.95	申万宏源	808.06
18	国开证券	628.83	天风证券	87.58	国金证券	763.74
19	光大证券	613.05	东方证券	85.92	开源证券	709.45
20	兴业证券	575.12	国信证券	84.88	五矿证券	707.79

数据来源：wind、东方证券研究所

**表 7：2019/2020 年公司债券承销规模（亿元）及单数排名**

2020 年	数量	排名	2019 年	数量	排名
--------	----	----	--------	----	----

企业及公司债金额	89.33	20	企业及公司债金额	564.29	14
ABS 金额	94.36	12	ABS 金额	138.85	14
债权承销合计	183.7	16	债权承销合计	703.14	16
公司及企业债单数	122	19	公司及企业债单数	102	13
ABS 单数	105	13	ABS 单数	89	11
债权承销单数	227	14	债权承销单数	191	11

数据来源：wind、东方证券研究所

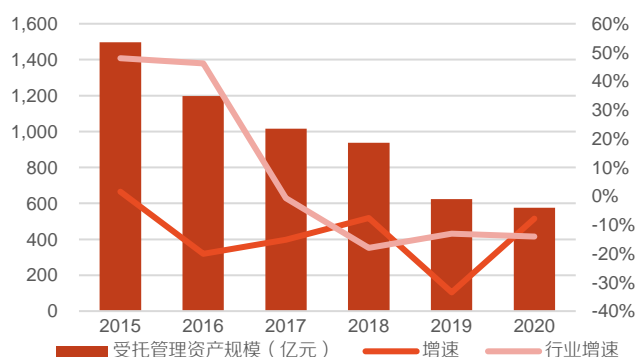
总体来看，公司投行业务发展表现良好。其中股权承销方面在 2020 年实现快速提升，各项业务均衡发展；债权承销方面，总体而言虽然 2020 年呈现小幅下滑但整体保持相对稳定，另外公司债券承销业务中 ABS 业务表现相对较好。这体现了公司投行业务改革红利的释放和业务增长的强劲动力。

### 2.3. 资管：基金管理行业领先，私募迎业绩拐点

**顺应发展趋势，资管业务主动调整产品结构。**公司资产管理业务主要包括三大板块：券商资产管理业务、公募基金管理业务和私募股权基金管理业务。资管新规出台监管强化背景下，积极探索转型发展之路，坚持发展主动管理业务，主动压缩通道类产品规模。兴证资管受托管理规模持续下降且其下降速度总体而言高于行业平均水平，风险在过去几年快速出清。

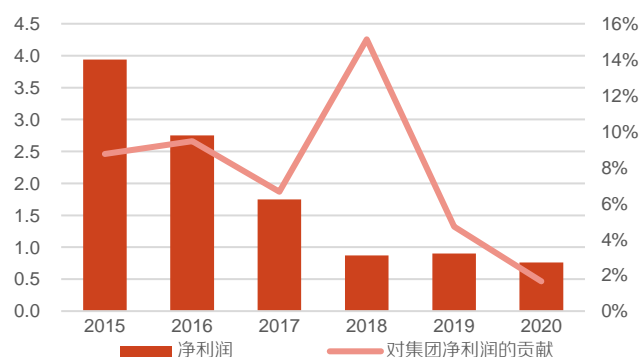
**资管业务积极转型，改革成效显著。**兴证证券资产管理有限公司，成立于 2014 年 6 月，注册资本 8 亿元，为公司的全资子公司。在资管新规出台，行业监管趋严的背景下，兴证资管积极探索转型之路，坚持发展主动管理业务，主动压缩通道规模。2015-2020 年间，受托资产管理规模持续下降，且总体下降速度快于行业。截止 2020 年年末，兴证资管受托管理资产规模 575 亿，较 2015 年 1497 亿减少了 900 多亿。

图 26：2015-2020 年公司资管规模及增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 27：2015-2020 年资管净利润（亿元）及对集团的贡献



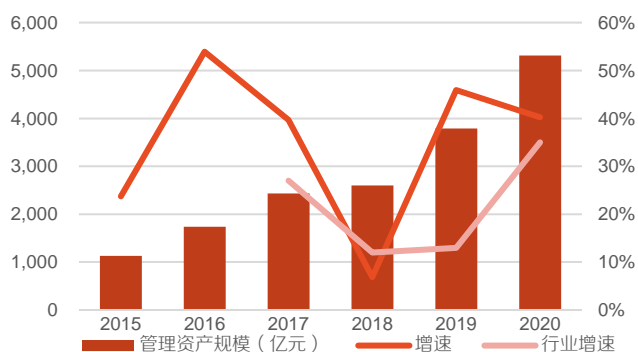
数据来源：公司年报、东方证券研究所



**公募基金业绩稳居行业前列，投资能力突出。**公司旗下经营证券基金业务的核心子公司共 6 家，包括：兴证基金、兴证（香港）金控、兴证资管、兴证期货、兴证创新资本和兴证投资。其中控股 51% 的子公司兴证基金成立于 2003 年 9 月，注册资本 1.5 亿元，经营范围为：基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理和中国证监会许可的其他业务。兴全基金乘公募基金行业发展东风，贡献稳定且持续增长的业绩，公司始终坚持以业绩为名片，以责任为文化，稳扎稳打，长期为客户创造丰厚回报，中长期投资业绩维持行业领先，并连续 11 次荣获“金牛基金公司奖”。

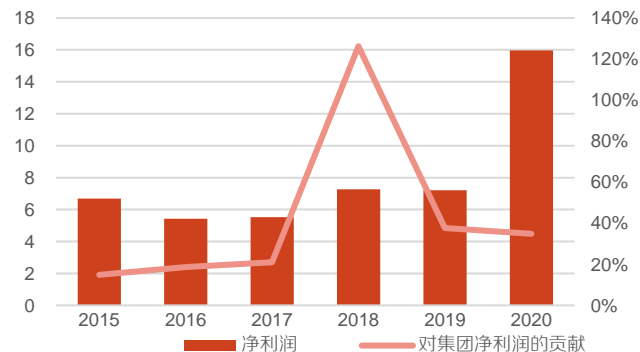
**兴全基金资产管理规模不断提升，为集团净利润的重要来源。**截至 2020 末，兴证基金资产管理总规模 5316 亿元，较年初增长 40.26%，且增速高于行业。兴全基金继续保持业内一流的投资管理能力，五年期整体投资业绩保持行业领先。2015-2020 年间，兴全基金管理资产规模持续增长，特别是 19、20 年，其管理资产规模增速分别为 45.88% 和 40.26%，增速明显高于行业 13% 和 35% 的增速。从净利润的角度来看，兴全基金在 15-19 年间，净利润总体稳定且平均水平为 6.5 亿元，20 年兴全基金净利润实现显示翻倍增长为 15.97 亿元。对集团净利润的贡献方面，18 年兴全基金对集团净利润的贡献为 126.26%，这表明 18 年报告期内其余业务的总体净利润为负值，这进一步表现出兴全基金稳定的盈利能力；另外，20 年集团净利润较 19 年实现翻倍且超过 15 年的历史最高水平，在此背景下兴全基金对集团净利润的贡献依旧处于 34.84% 的较高水平，这进一步表明了兴全基金的极强的盈利能力和增长潜力。

图 28：2015-2020 年兴全基金规模及公司和行业增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 29：2015-2020 年兴全净利润（亿元）及对集团贡献



数据来源：公司年报、东方证券研究所

## 2.4. 自营：兼顾风险收益平衡，致力长期稳定收益

**坚持以获取稳健绝对收益为宗旨，投资能力进一步加强。**公司自营投资业务包括股票自营投资业务、固收自营投资业务以及另类投资业务。

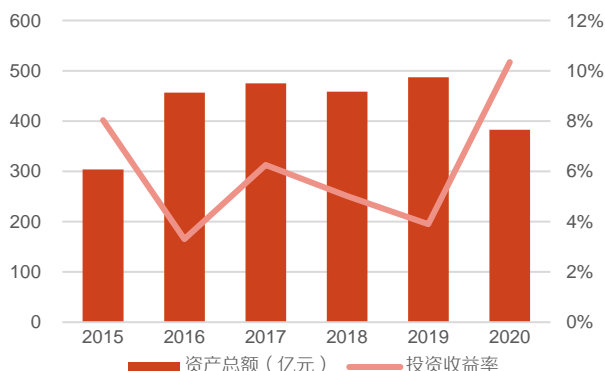
股票自营投资坚持价值投资，坚持风险收益平衡，确保创造长期稳定收益。研究创造价值的指导思想，扩宽研究范围。股权投资以优质成长和蓝筹为主并抓住医药、半导体、消费电子等结构性投资机会，投资收益率跑赢指数。

固收自营方面，2020 年把握住阶段性机会并针对后疫情时代货币政策退出做出预防性操作，获取息差配置和阶段性收益，跑赢中债指数。

另类投资方面，公司通过全资子公司兴证投资管理有限公司（简称“兴证投资”）开展相关业务，公司聚焦优质成长行业，坚定股权投资发展方向，积极拓宽创新业务领域，把握市场出现的各种投资机会，专业能力不断增强。

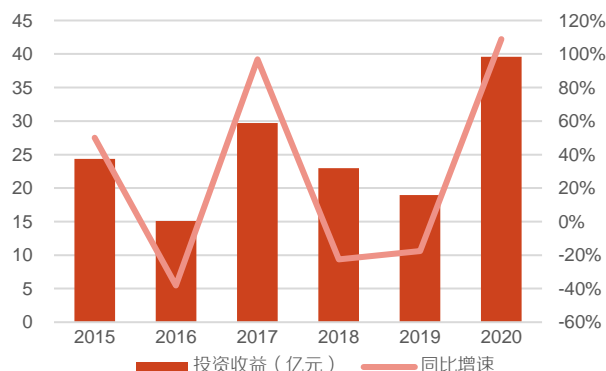
**自营投资业务收益 20 年创历史最佳，投资管理能力显著增强。**16-19 年间，自营业务资产规模总体保持稳定，平均为 465 亿元左右，20 年资产规模出现较大下降为 382.83 亿元；但是主营业务投资收益却在 18、19 年连续下降后出现翻倍，增速为 108.87%达到 39.60 亿元的历史最高水平，这体现了公司自营业务投资能力的显著提升。

图 30：2015-2020 年公司自营资产规模及收益率



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 31：2015-2020 年公司自营投资收益及增速



数据来源：公司年报、东方证券研究所

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1. 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 考虑到 2020 年基数较高，2021-2023 年市场日均成交额保持 5% 的增速；
- 2) 综合考虑 2020 年的高基数以及注册改革的持续推进，2021-2023 年 IPO 家数保持 3% 的稳健增速；
- 3) 受益于再融资新规以及注册制改革，2021-2023 年的增发规模增速分别为 15%、15%、10%。
- 4) 2021-2023 年公司经纪市占率、两融市占率小幅提升 5bps，经纪佣金率保持稳定。
- 5) 2021-2023 年公司投资收益率稳中有升。
- 6) 公司 2021-2023BVPS 分别为 6.09/6.64/7.28 元/股。

**表 8：兴业证券估值模型预测指标（单位：百万元）**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
日均成交额	558,000	907,198	952,558	1,000,186	1,050,195
%日均成交额增速	35%	63%	5%	5%	5%
IPO 家数增长率	107%	20%	3%	3%	3%
单个 IPO 规模增长率	-11%	20%	0%	0%	0%
增发规模增长率	-9%	40%	15%	15%	10%
佣金市占率	1.87%	1.71%	1.76%	1.81%	1.86%
佣金率（‰）	0.31	0.37	0.37	0.37	0.37
两融市占率	1.64%	1.90%	1.95%	2.00%	2.05%
集合资管规模	40,428	45,784	50,362	55,399	60,938
%增长率	12%	13%	10%	10%	10%
%集合资管费率	1.03%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
定向资管规模	55,171	33,517	23,462	18,770	15,954
%增长率	-27%	-39%	-30%	-20%	-15%
%定向资管费率	0.00%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
自营总规模	74,042	73,720	79,282	85,157	91,317
总投资收益率	3.57%	6.93%	6.85%	6.89%	6.93%

数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 9：兴业证券收入分类预测表（单位：百万元）**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经纪业务</b>	1,563.26	2,778.17	3,014.72	3,255.38	3,512.56
占比	11%	16%	16%	16%	16%
同比增速	16%	78%	9%	8%	8%
<b>投行业务</b>	743.92	1,378.70	1,544.57	1,753.08	1,923.91
占比	5%	8%	8%	9%	9%
同比增速	-11%	85%	12%	13%	10%
<b>资管业务</b>	1,713.00	1,988.18	2,556.74	3,126.65	3,715.68
占比	12%	11%	14%	16%	17%
同比增速	-6%	16%	29%	22%	19%
<b>投资交易业务</b>	4,094.63	4,743.92	4,857.33	5,249.01	5,662.14
占比	29%	27%	26%	26%	26%
同比增速	140%	16%	2%	8%	8%
<b>资本中介业务</b>	750.52	1,167.35	1,561.25	1,665.29	1,949.90
占比	5%	7%	8%	8%	9%
同比增速	-325%	56%	34%	7%	17%
<b>其他业务</b>	5,384.21	5,523.37	5,119.51	5,118.28	5,301.47

占比	38%	31%	27%	25%	24%
同比增速	383%	3%	-7%	0%	4%

数据来源：WIND、东方证券研究所

## 3.2. 投资建议

我们选择可比公司估值法进行估值，参考指标为市净率。公司当前处于行业颈部券商阵营（行业第二梯队），且集团化优势明显，财富管理业务是亮点特色，因此我们选取了头部阵营中同样拥有集团化优势且财富管理业务较强的可比券商中信证券、招商证券，以及同样处于颈部券商阵营的可比券商中泰证券、光大证券作为可比公司，其平均 21E PB 估值为 1.80x，作为公司的目标估值。我们预测公司 2021E BVPS 为 6.09 元，对应目标价 10.97 元。首次覆盖，给予公司增持评级。

表 10: 可比公司估值表（2021 年 6 月 1 日）

代码	可比公司	2020A	2021E	2022E	2023E
600030	中信证券	1.86	1.72	1.56	1.41
600999	招商证券	1.93	1.73	1.54	1.37
600918	中泰证券	2.36	2.17	1.96	1.78
601788	光大证券	1.52	1.41	1.30	1.20
	平均值	2.00	1.80	1.60	1.50

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 4. 风险提示

**系统性风险对非银行金融业务及估值的压制。**在券商业属高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。

**市场成交量、IPO 数量与规模存在不确定性。**在对公司业绩进行预测的过程中，我们对市场进行了一定判断与假设，这些假设基于当前市场情况以及我们对未来行业的判断，我们预测 21 年公司经纪、投行业务收入占比分别为 16%、8%，若后续市场出现较大变化，会影响券商的业绩表现。

**公司自营投资业绩存在不确定性。**自营业务是券商弹性最大的一个版块，我们需要对公司权益与债券自营投资业绩进行预测，我们预测 21 年自营业务收入占比 26%，若市场出现比较大的波动，可能会对这一预测效果带来影响。

**基金管理业务增长不达预期。**兴全基金作为公司重要的利润来源，一旦增长低于预期，将导致 21-23 年资管业务收入贡献度低于预期的 14%、15%、17%。

**资本市场乃至证券行业的政策超预期收紧。**近年来资本市场的政策周期处于扩张阶段，因此后续任何政策的超预期收紧都会为行业带来超预期的负面影响，公司难以独善其身。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						主要比率					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
银行存款	47,637	48,924	47,251	51,023	55,054	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	25,537	33,966	33,751	36,445	39,324	营业收入	119.2%	23.4%	6.1%	8.1%	9.4%
公司存款	22,100	14,958	13,500	14,578	15,730	手续费及佣金净收入	1.7%	77.0%	12.5%	11.6%	10.4%
结算备付金	6,640	7,308	7,385	7,974	8,604	其中：经纪业务	15.9%	77.7%	8.5%	8.0%	7.9%
其中：客户备付金	5,817	5,974	6,037	6,519	7,034	投行业务	-11.0%	85.3%	12.0%	13.5%	9.7%
公司备付金	823	1,334	1,348	1,455	1,570	资产管理	-6.4%	16.1%	28.6%	22.3%	18.8%
投资资产	74,042	73,720	79,282	85,157	91,317	净利息收入	-324.9%	55.5%	33.7%	6.7%	17.1%
其中：交易性资产	48,550	49,574	53,315	57,266	61,408	自营收入	140.4%	15.9%	2.4%	8.1%	7.9%
其他债权投资	22,996	21,592	23,222	24,942	26,747	营业支出	98.7%	-1.8%	-3.0%	2.0%	3.7%
其他权益工具投资	2,496	2,553	2,745	2,949	3,162	管理费用	32.0%	12.1%	4.9%	5.3%	6.5%
存出保证金	4,175	6,923	7,855	8,482	9,152	营业利润	299.4%	133.0%	22.7%	16.9%	16.6%
买入返售资产	8,628	4,552	4,397	4,748	5,123	归属于母公司净利润	1202.2%	127.1%	25.5%	18.5%	18.2%
长期股权投资	1,773	2,334	2,801	4,201	6,302	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	607	652	684	718	754	自有存款/总资产	13.0%	8.3%	6.9%	6.7%	6.6%
<b>资产总计</b>	<b>170,575</b>	<b>181,020</b>	<b>196,226</b>	<b>217,838</b>	<b>239,947</b>	客户存款/总资产	15.0%	18.8%	17.2%	16.7%	16.4%
交易性金融负债	3,993	2,617	3,140	3,769	4,522	投资资产/总资产	43.4%	40.7%	40.4%	39.1%	38.1%
代买卖证券款	34,605	44,535	45,001	48,593	52,432	买入返售资产/总资产	5.1%	2.5%	2.2%	2.2%	2.1%
应付职工薪酬	4,344	5,480	5,286	5,664	6,131	投资资产/净资产	199.9%	180.5%	180.0%	177.9%	174.4%
<b>负债总计</b>	<b>133,531</b>	<b>140,184</b>	<b>152,180</b>	<b>169,982</b>	<b>187,582</b>	<b>收入分布</b>					
股本	6,697	6,697	6,697	6,697	6,697	手续费收入/营业收入	30.8%	44.2%	46.9%	48.4%	48.9%
资本公积	14,375	14,377	14,377	14,377	14,377	经纪业务/营业收入	11.0%	15.8%	16.2%	16.1%	15.9%
一般风险准备	6,979	9,279	10,430	11,794	13,407	投行业务/营业收入	5.2%	7.8%	8.3%	8.7%	8.7%
其他综合收益	499	356	113	(151)	(435)	资管业务/营业收入	12.0%	11.3%	13.7%	15.5%	16.8%
盈余公积	1,717	2,011	2,586	3,268	4,075	自营业务/营业收入	18.3%	29.1%	28.1%	28.1%	27.7%
未分配利润	4,167	5,018	6,592	8,456	10,660	净利息收入/营业收入	5.3%	6.6%	8.4%	8.3%	8.8%
少数股东权益	2,611	3,097	3,252	3,414	3,585	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>37,044</b>	<b>40,835</b>	<b>44,046</b>	<b>47,856</b>	<b>52,365</b>	公司股基交易额	5,090,000	7,540,000	8,182,004	8,835,150	9,533,155
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>170,575</b>	<b>181,020</b>	<b>196,226</b>	<b>217,838</b>	<b>239,947</b>	公司股基交易市占率	1.87%	1.71%	1.76%	1.81%	1.86%
						净佣金率(%)	0.31	0.37	0.37	0.37	0.37
						IPO市占率	0.60%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%
						再融资市占率	0.91%	0.56%	1.00%	1.20%	1.20%
						债券承销市占率	1.50%	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
						营业税金/营业收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	81.3%	64.7%	59.2%	55.9%	53.0%
						有效税率	27.2%	25.5%	24.0%	23.0%	22.0%
						资本公积变化	2	2	0	0	0
						<b>获利能力</b>					
						净利率	12.4%	22.8%	26.9%	29.5%	31.9%
						ROA	1.1%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%
						ROE	4.9%	10.3%	11.8%	13.0%	14.1%
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	1.01	1.16	0.75	0.89	1.05
						每股净资产	5.14	5.64	6.09	6.64	7.28
						每股经纪业务交易额	760.08	1125.93	1221.80	1319.33	1423.57
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	10.27	8.94	13.82	11.66	9.86
						市净率	2.02	1.84	1.70	1.56	1.42

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)