



改善空间较大的全牌照地方券商 推荐

投资要点:

- 公司为立足地方的中型券商，全牌照提供较大的改善空间
- 经纪业务区域性明显佣金率还有下降空间，非经纪业务开始起步
- 估值区间为（2.9，4.4）元，建议申购价为3.86元

报告摘要:

- “全牌照”地域性强的中型券商：作为一家地域性较强且拥有全牌照的中型券商，方正证券近年来发展较为迅速，公司无论资产规模还是盈利规模，均处于行业中上游水平。公司营运能力和效率较上市证券公司稳定。
- 经纪业务佣金收入占比依然较高，佣金率仍有下降空间：公司营业部主要分布在湖南省和竞争激烈的浙江省，佣金率2010年为0.09%与行业基本持平略高，还有下降的空间。但公司基金分仓的市场份额近年明显增大，财富管理中心研究服务将缓解经纪业务压力。
- 非经纪业务发展迅速，创新业务将带来更多增长点：公司自营规模快速扩张。2010年年末公司自营规模较09年增长了308%。自营盘中较高的权益比例将加大公司盈利的波动性；投行业务中，一半的项目来自于债券承销。而未来随着大IPO项目减少，加之公司的地域优势，和瑞士信贷的国际投行经验，承销业务将持续增长；国际板的推出，将使公司有可能凭借拥有国际投行业务经验的瑞士信贷的支持获得先机。其他创新业务逐步将给公司带来更多的增长点。
- 估值：本着下限寻找安全边际，上限寻找成长空间的原则，方正证券的估值区间为（2.9元，4.4元），由于考虑公司各方面特点与宏源证券相似，采用宏源证券18倍市盈率，参照估值为3.6元，加权平均分部估值的4.95元，给与方正证券的合理市场估值为4.3元，为谨慎起见，考虑到一、二级市场的差价，给与10%的折价比率，建议申购价为3.86元

非银行金融研究组

分析师

黄立军（S1180209070180）

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	15
总市值（亿元）	14848
流通市值（亿元）	10328
重点公司（家）	14
重点公司占行业市值比重	99%

数据来源：港澳资讯

相关研究

证券信托业：中期有对冲，短期皆可配
保险行业：相对收益有限，绝对收益可期 6.27.

安信信托：注资后市值将达500亿 3.23.11

证券行业：部分券商拐点将现 3.21

证券行业：证券佣金率指导线高于预期
辽宁成大：非证券业务打开上升空间长

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,152	3,312	3,088	3,092	3,288
Growth (%)	-57.86%	53.89%	-6.77%	0.13%	6.36%
净利润	859	1,391	1,272	1,228	1,306
Growth (%)	-	61.96%	-8.56%	-3.46%	6.36%
每股收益(元)	0.52	0.84	0.27	0.20	0.21
每股净资产(元)	3.6	4.4	1.9	2.4	2.6
净资产收益率 (%)	28.83%	20.81%	15.61%	10.33%	8.41%

目录

一、方正证券整体概况	4
(一) 立足地方全国发散的中型券商	4
(二) 公司收入结构	5
(三) 公司盈利能力和运营效率较稳定	6
二、经纪业务佣金率基本与行业平均水平持平	7
(一) 经纪业务的区域优势有所减弱	7
(二) 佣金率水平基本与行业平均水平持平	10
(三) 分仓贡献有进一步提升空间	11
三、地区优势明显瑞士信贷提升投行业务专业水平	12
四、公司自营风格激进	12
(一) 自营规模比重位于行业中游	12
(二) 权益投资比例高	13
五、创新业务初露端倪	14
六、估值	15
(一) 盈利预测	15
(二) 分部估值定价: 3.86 元	16
(三) 相对估值	16
(四) 加权平均分部估值与估值中枢最终建议申购价为 3.86 元	16

插图

图 1: 方正证券参股控股公司（持股比例）	5
图 2: 2010 年方正证券收入结构	5
图 3: 2010 年证券行业收入结构	5
图 4: 方正证券历史收入结构	6
图 5: 方正证券历史收入概况	6
图 6: 方正证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	7
图 7: 方正证券运营效率	7
图 8: 方正证券营业部全国分布	8
图 9: 方正证券在湖南省内的市场份额变化	9
图 10: 方正证券在湖南省内交易量市场份额变化（亿元）	9
图 11: 方正证券和行业佣金率对比	10
图 12: 方正证券和其他上市证券公司佣金率近三年对比	10
图 13: 2010 年方正证券部均交易额（亿元）	11
图 14: 2010 年方正证券部均净资本（百万元）	11
图 15: 2010 年方正证券自营规模行业比较	13
图 16: 方正证券自营规模历史走势（百万元）	13
图 17: 2010 年方正证券权益自营规模行业比较	14
图 18: 2010 年方正证券理财产品规模行业比较	15

表格

表 1: 2010 年公司整体实力排名位于行业中游	4
表 2: 公司近三年主要指标行业排名	5
表 3: 上市券商服务网点数量	8
表 4: 方正证券分仓收入及占比	12
表 5: 方正证券主承销结构（亿元）	12
表 6: 2010 年 6 月各证券公司集合理财产品分布	14
表 7: 上市券商估值水平（以 7 月 20 日收盘价计）	16
表 8: 盈利预测	17

一、方正证券整体概况

(一) 立足地方全国发散的中型券商

方正证券股份有限公司系中国证监会核准的第一批综合类 A 类证券公司，公司成立于 1988 年，其前身为浙江省证券公司，2008 年 5 月经中国证监会批准吸收合并泰阳证券（原为湖南省证券公司），2010 年 9 月改制为方正证券股份有限公司。是证监会分类监管评级中全国 A 类公司。注册资本 46 亿元，业务范围涵盖证券经纪、投资银行、证券自营、资产管理、研究咨询、期货经纪、直接投资、基金管理、融资融券、期货中间介绍业务、代办系统主办券商业务、基金代销、QFII 业务及证监会核准的其他业务资格，属于“全牌照”证券公司。公司为我国中西部资本规模最大的证券公司，营业部主要分布于湖南和浙江地区（占营业部总数 72%，湖南地区营业部占 51%，湖南省内客户占当地总量的 36%，），是地域性极强公司。

本次发行前，方正集团持有公司股份 26 亿股，占本公司总股本的 56.59%，是公司的控股股东。本次公司预计发行不超过 15 亿股。

2010 年，公司实现营业收入 31 亿，行业排名第 21 位；实现归属母公司股东的净利润 12.48 亿元，行业第 19 位；2010 年末公司总资产和归属母公司股东的净资产分别为 280 亿和 86 亿，行业排名分别为 20 位和 18 位。公司无论资产规模还是盈利规模，均处于行业中上游，上市券商中和兴业证券、长江证券、宏源证券相仿。从时间序列来看，公司盈利波动较大，在市场行情较差的 2008 年，公司净利润的行业排名为第 17 名，在 2009 年排名 31 位，2010 年又大幅提高至 19 位。经公司 2010 年第二次临时股东大会决议：公司在首次公开发行股票完成后以前年度滚存的未分配利润以及发行当年实现的利润，全部由发行后新老股东按各自持股比例共享。

表 1：2010 年公司整体实力排名位于行业中游

公司名称	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
中信证券	1	1	1	1	1
海通证券	3	4	7	2	2
华泰证券	4	5	3	3	3
招商证券	9	6	9	6	5
光大证券	12	10	6	11	6
宏源证券	18	17	8	21	20
长江证券	19	18	37	16	15
方正证券	21	19	22	20	18
兴业证券	22	23	15	18	19
兴业证券	22	23	15	18	19
国元证券	25	22	11	22	10
西南证券	27	27	36	24	12
东北证券	34	38	10	29	40
国金证券	36	46	86	52	48
山西证券	41	45	24	33	24

资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

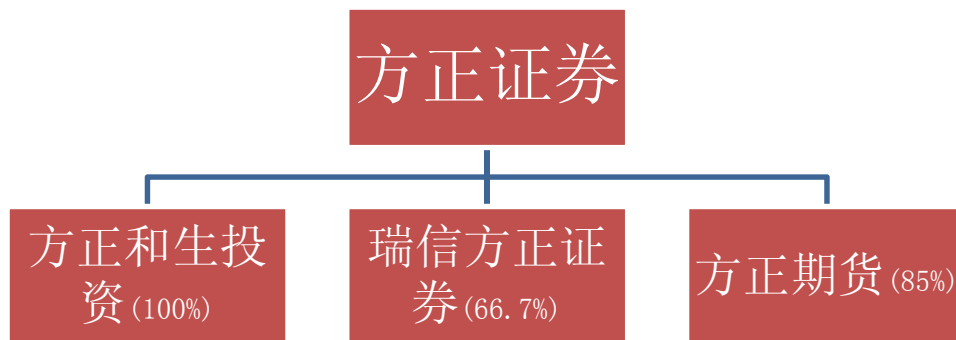
表 2：公司近三年主要指标行业排名

公司	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
2008	11	5	15	18	13
2009	17	16	17	19	16
2010	21	19	22	20	18

资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

为拓展收入来源，公司积极拓展创新业务。构建综合性金融服务平台。目前公司全资控股股权投资公司为方正和生投资有限责任公司，控股公司有瑞信方正证券和方正期货公司：2010 年 8 月公司成立全资子公司方正和生投资有限责任公司，截止 2010 年 12 月 31 日，方正和生总资产 1.99 亿元，净资产为 1.99 亿元。2008 年 6 月公司与瑞士信贷合资设立瑞信方正证券有限责任公司（出资比例 66.7%），瑞信方正总资产为 9.82 亿元，净资产 8.54 亿元。2010 年净利润达 5251 万元。1993 年与北京天华投资等公司出资建立方正期货（85%），截止 2010 年 12 月 31 日，方正期货总资产为 13.90 亿元，净资产为 2.87 亿元，2010 年净利润为 4515 万元。

图 1：方正证券参股控股公司（持股比例）



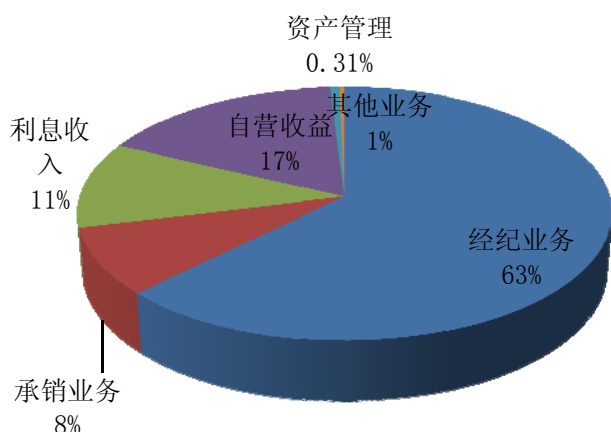
资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）公司收入结构

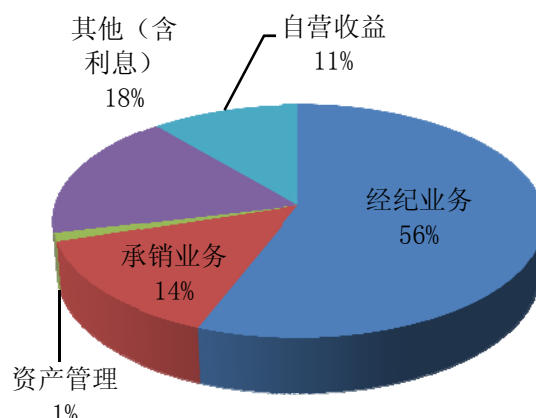
收入结构方面，公司营业收入高度依赖经纪业务。招股说明书显示，2008 年、2009 年及 2010 年，分别贡献营业利润 18.38 亿、26.29 亿、17.93 亿，占比达 87%、84%、65%。如图 2 和图 3 所示，2010 年公司业务结构中经纪业务占比 63% 远远高于行业平均水平 56%。而在其他业务中，除了自营收益占比 17% 高于行业平均水平的 11%，其他均低于行业平均水平。但公司 2010 年开始的资产管理业务收入已开始获得正受益，其占比为 0.31%，将会成为一个新的利润增长点。另据公司招股说明书披露，公司在筹建方正富邦基金，在券商大力发展多元收入的行业转型时期，拥有基金子公司将会为公司带来一个较为稳定的利润点。

图 2：2010 年方正证券收入结构

图 3：2010 年证券行业收入结构



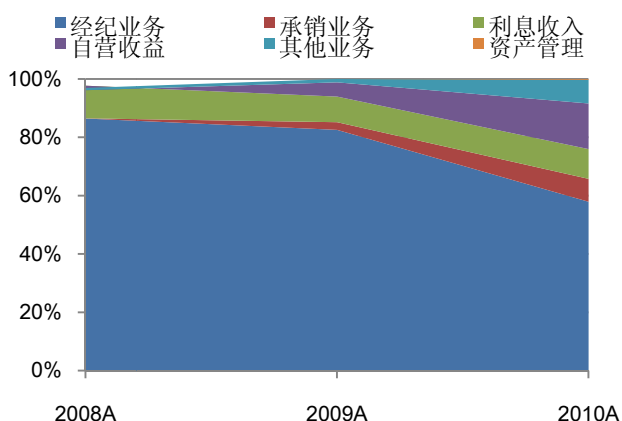
资料来源：招股说明书，宏源证券



资料来源：证券业协会，宏源证券

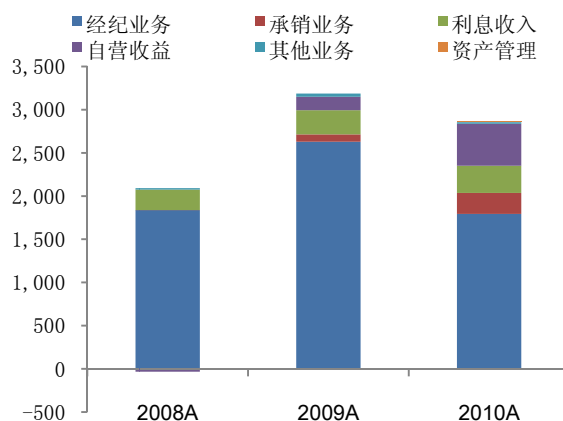
从时间序列来看，公司自营业务是公司盈利的最大变数。2008年公司自营收益亏损-3200万元（包含公允值），2009年公司自营1.56亿元，占营业收入的5%，2010年为4.85亿元，占营业收入16%。承销业务在得到瑞士信贷的支持后，瑞信方正给公司投行业务带来的较大专业提升，加之湖南省的地域优势，投行收入由08年93万元增长至2010年2.4亿元，2010年增长率达189%。从下面两图可见尽管公司经纪业务收入占比依然较高，但公司已经在持续拓展其他收入来源，并已初步产生效益。2010年公司在经纪业务佣金收入下降32%的情况下，营业收入仅下降7%，与公司拓展创新业务等非经纪业务有密切的关系。

图4：方正证券历史收入结构



资料来源：招股说明书，宏源证券

图5：方正证券历史收入概况

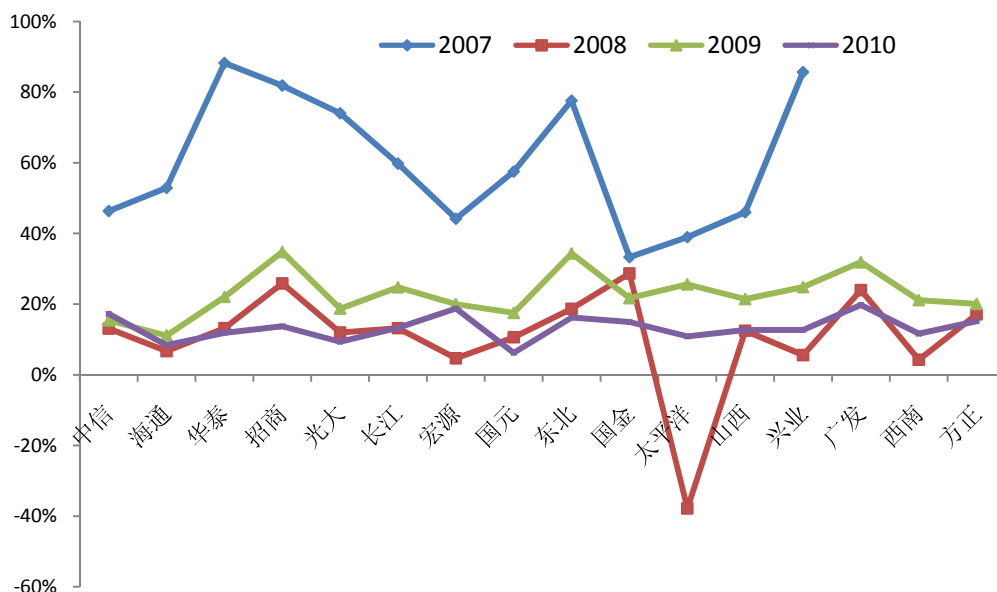


资料来源：证券业协会，宏源证券

（三）公司盈利能力和运营效率较稳定

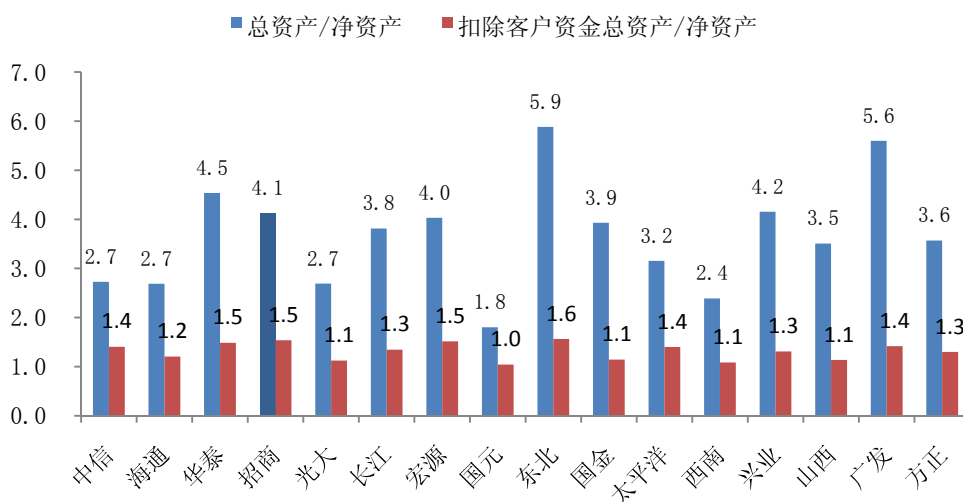
2008年至2010年，方正证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别为17.14%、20.06%和15.18%，公司资产盈利能力领先海通证券，仅次于中信的17.23%和东北证券的16.2%（图5）。与其他上市证券公司比较，方正证券盈利能力相对较稳定，波动没有其他公司大。公司单位净资产撬动的总资产为3.6倍，位于上市券商中中等的水平（图6）。

图 6：方正证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

图 7：方证证券运营效率



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

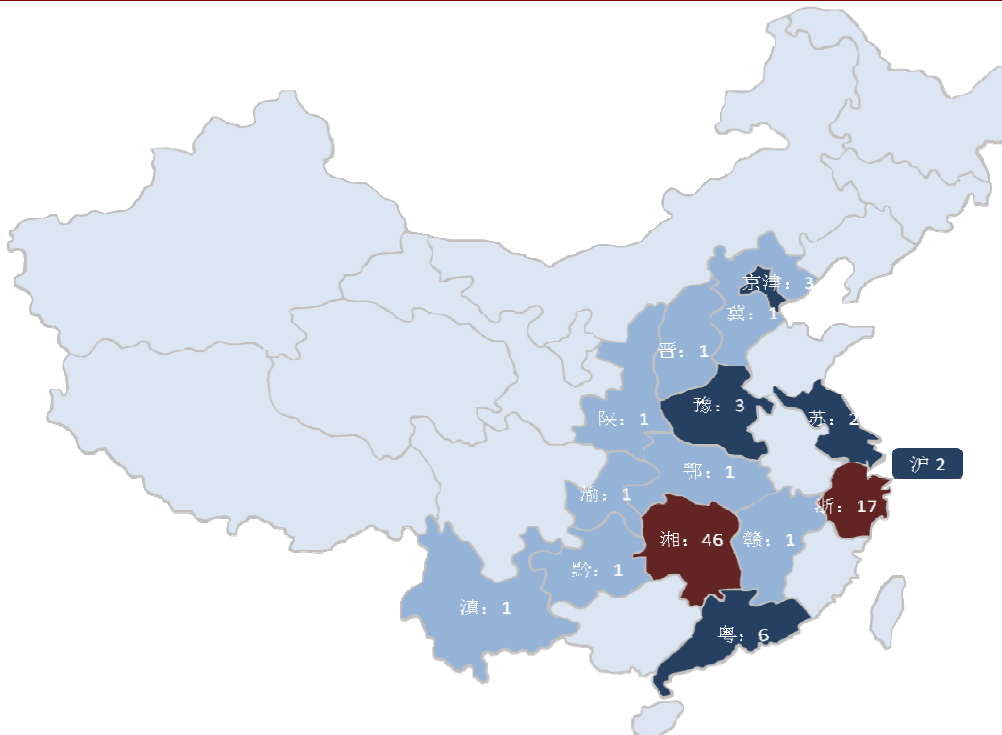
二、经纪业务佣金率基本与行业平均水平持平

（一）经纪业务的区域优势有所减弱

经纪业务是公司最主要的收入及利润来源。据公司招股说明书，公司 2008 至 2010 年经纪业务贡献的营业收入占公司营业收入总额的比例分别为 85%、79%、58%。2008 年-2010 年，公司经纪业务代理买卖证券总量的市场份额分别为 1.22%、1.76%和 1.59%（根据 WIND 数据统计测算，与招股说明书略有出入），行业排名分别为 22 位、16 位和 20 位，

由于公司营业部一部分主要分布在竞争激烈的江浙地区,尽管公司在湖南省有较高的市场份额和垄断地位,但随着各大券商的扩张,公司整体市场份额和行业排名还是在下降。目前公司拥有 87 家营业部,其中浙江地区 17 家,湖南地区 46 家,湘浙两地营业部数占总数 72.41%,在上市券商中排名第 5 位(如表 3)。据招股说明书所示,2008 年至 2010 年,湘浙地区经纪业务收入合计占总经纪业务收入的比重分别为 83.84%,82.92%和 81.04%。如图 7 所示。而湖南地区从 2008 年到 2010 年总交易量占整个市场总交易量为 1.99%,2.12%和 2.2%,稳步上升,因此公司立足湖南省和江浙等发达地区的省市,将会更多的交易量及其随之而来的收入增长。

图 8: 方正证券营业部全国分布



资料来源: 公司年报, 宏源证券

表 3: 上市券商服务网点数量

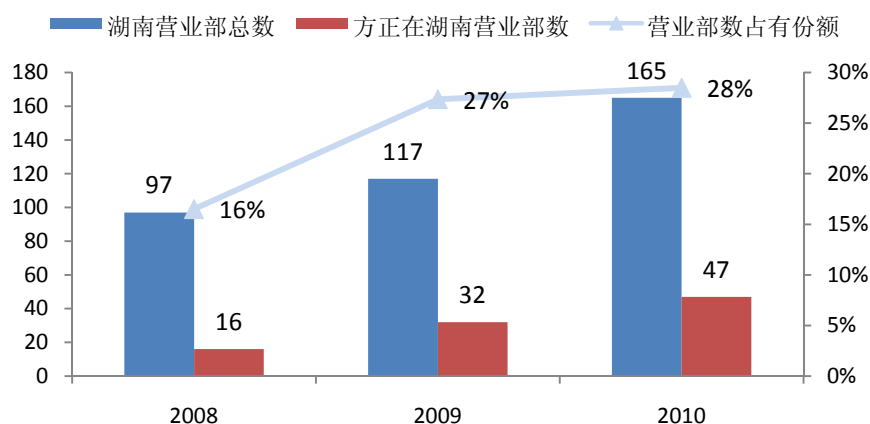
证券公司	2010A	2009A		2008A	
	营业部数量	营业部数量	服务部数量	营业部数量	服务部数量
中信证券	136	222	13	180	48
华泰证券	201	171	4	144	
广发证券	189	187	0		
海通证券	183	180	1	122	57
光大证券	107	93	4	78	16
方正证券	91	81			
长江证券	86	67	0	56	11
招商证券	81	71	0	69	2
国元证券	76	72	0	48	20

宏源证券	80	69	0	50	17
东北证券	68	57	11	48	19
山西证券	59	38			
兴业证券	55	50			
西南证券	41	29	4		
太平洋证券	29	22	7	17	12
国金证券	22	16	6	15	7

资料来源：招股说明书，宏源证券

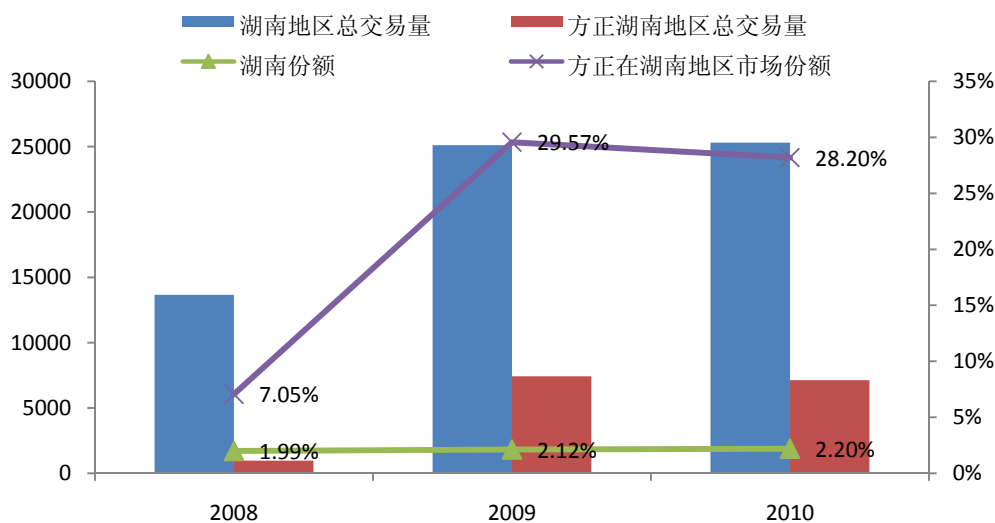
湖南省是公司营业部分布的主要区域,在当地共有 46 家营业部,占该地区营业部总量的近三分之一,其中 19 家营业部在当地属独家经营。根据交易所统计,2008-2010 年湖南省有交易量的证券营业部分别为 97 家、117 家、165 家,而其间方正证券在湖南省的有交易量的营业部是 16 家、32 家和 47 家,考虑到服务部升级的因素以及区域内竞争的加剧导致了方正证券在湖南省内的交易量市场份额由 2009 年的 30%下降至 2010 年的 28%,如图 8 所示。预计未来这部分新增服务部产能释放之后,加之公司投资顾问和客户服务专员的等投资服务的提供,公司的区域竞争优势将有所增强。

图 9：方正证券在湖南省内的市场份额变化



资料来源：WIND 资讯，宏源证券

图 10：方正证券在湖南省内交易量市场份额变化（亿元）

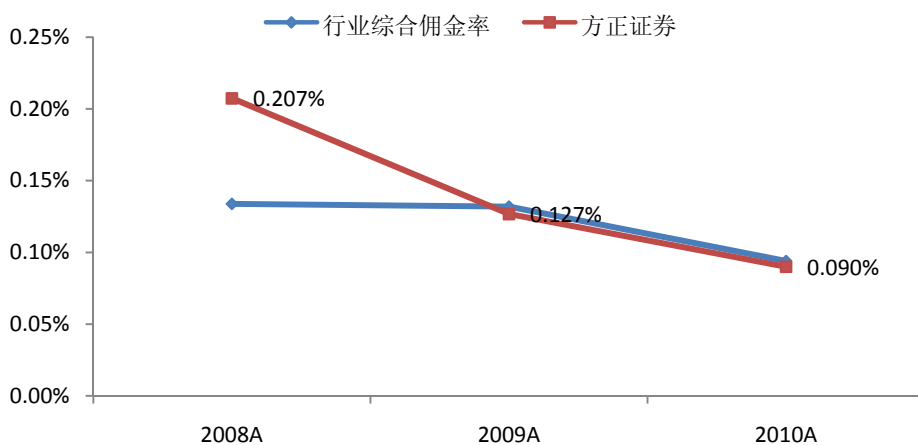


资料来源：WIND 资讯，宏源证券

（二）佣金率水平基本与行业平均水平持平

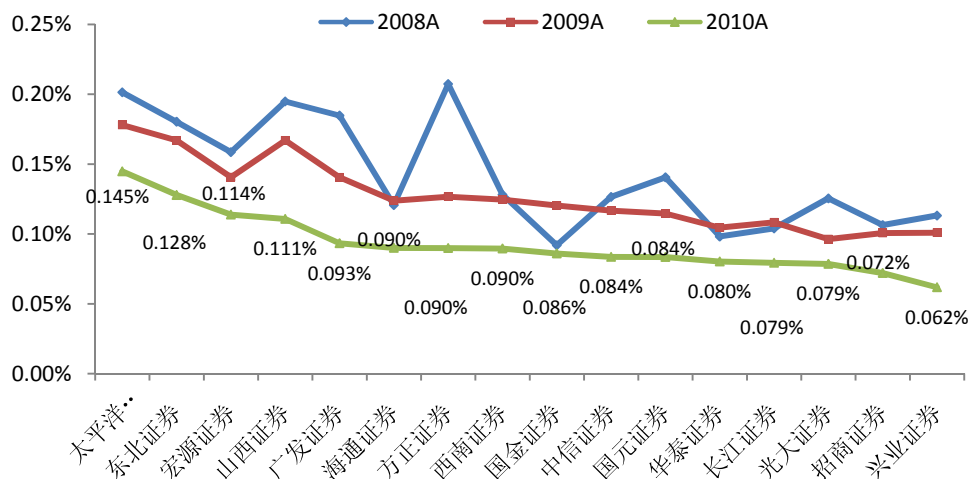
由于公司营业部 08 年吸收合并泰阳证券前，营业部主要分布在经纪业务竞争激烈的江浙地区，因此佣金率降幅比行业平均水平较大。而 09 年到 2010 年期间，由于吸收泰阳证券，增加了 44 家湖南地区的营业部在当地的市场份额较可观，公司的佣金率水平基本与行业平均水平保持持平略低的水平，据公司招股说明书，2008-2010 年中期公司综合佣金率水平分别为 0.14%、0.12%、0.091%，与行业基本持平（误差在正负 0.01%）。在行业佣金率不断下降的大背景下，公司与行业持平的佣金率也从侧面反映了公司营业部经营水平和布局较合理。

图 11：方正证券和行业佣金率对比



资料来源：WIND，宏源证券

图 12：方正证券和其他上市证券公司佣金率近三年对比

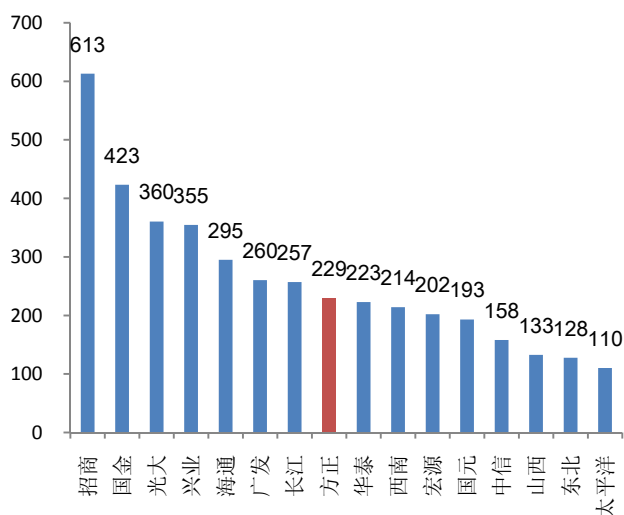


资料来源：招股说明书，证券业协会，wind，宏源证券

注：上述佣金率为宏源证券计算，与公司招股说明书不同。综合佣金率=代理买卖证券业务净收入/代理买卖交易额

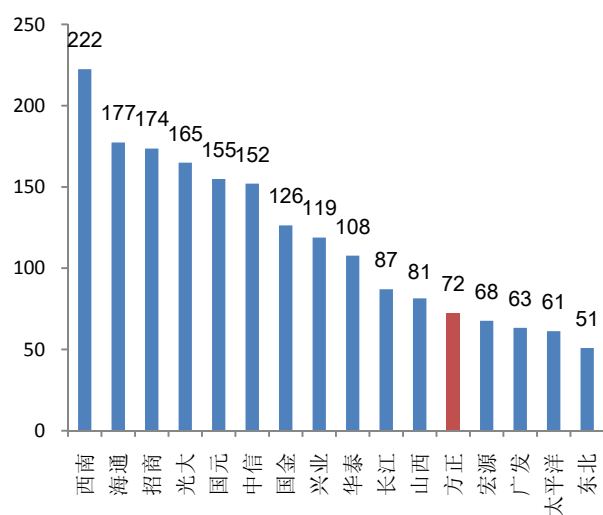
由于公司重组后营业部主要分布在江浙地区和湖南省，佣金率降幅暂时没有那些营业部主要集中于竞争激烈的券商大，因此 2010 年的综合佣金率与其他上市券商相比还较高，还存在一定的下降空间。2010 年公司部均交易额达到 229 亿元，仅次于海通、长江等具备集团渠道优势的券商，单位产能较高，体现了公司突出的零售业务经营效率。而公司部均净资产则仅为 0.72 亿元，在上市券商中处于中下游。

图 13：2010 年方正证券部均交易额（亿元）



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 14：2010 年方正证券部均净资产（百万元）



资料来源：招股说明书，宏源证券

（三）分仓贡献有进一步提升空间

随着我国基金业的快速发展,基金的募集和交易非常活跃,基金分仓市场前景广阔,各大券商均加大对拓展基金分仓市场的投入,方正证券通过研究实力和服务取得较为稳定的基金分仓收入。2008年至2010年公司基金分仓收入分别为1229万元,1795万元和1920万元,行业排名稳定在44名左右,占代理买卖证券业务净收入分别是0.67%,0.68%和1.07%。这在一定程度上帮助平滑了部分营业部佣金收入下降带来的影响。而机构分仓收入的市场份额以及排名,与其经纪业务收入的行业地位不相称,因此该块业务还有进一步提升的空间。

另外公司近两年陆续建立财富理财中心,以点覆盖面,快速提高投资顾问团对的服务覆盖率和效率,增值服务的佣金收入将逐渐弥补佣金价格战所带来的经纪业务收入下滑的缺口。加之公司研究所的研究服务支持,经纪业务竞争力将有所提升。

表 4: 方正证券分仓收入及占比

	总佣金(万元)	同比增长率(%)	佣金席位占比	行业排名	占总收入
2010	1,920.30	6.95	0.31%	45	1.07%
2009	1,795.48	46.13	0.27%	44	0.68%
2008	1,228.68	-16.71	0.29%	44	0.67%

资料来源:招股说明书,公司年报,宏源证券

三、地区优势明显瑞士信贷提升投行业务专业水平

据wind数据统计,公司与瑞士信贷合资组建了瑞信方正证券后于09年主承销12家,募集金额174亿元,2010年主承销14家,市场份额从2009年的1.51%到2010年的2.54%。募集金额381亿元,行业排名分别为20和13;方正证券投行业务在68家证券公司中排名靠前,行业地位处于中上游水平。并且从市场份额看有显著增长。

近两年债券发行规模提升迅速。公司于2009年完成12个债券承销项目,募集174亿元,投行业务收入完全来自于这12个债券发行项目;2010年公司完成7个债券发行项目,共募集237亿元。投行业务中,一半的项目来自于债券承销。显示了公司承销债券业务的实力和与客户的良好合作关系。而未来随着大的IPO项目的减少,加之公司湖南和江浙等地的地域优势,预计投行业务中债券承销业务将会持续增长。另外国际板的推出,将使公司有可能凭借拥有国际投行业务经验的瑞士信贷的技术支持获得先机。

表 5: 方正证券主承销结构(亿元)

	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行	承销金额市场份额
2009A	12	0	0	0	0	12	1.51%
2010A	14	2	1	3	1	7	2.54%

资料来源:wind资讯,宏源证券

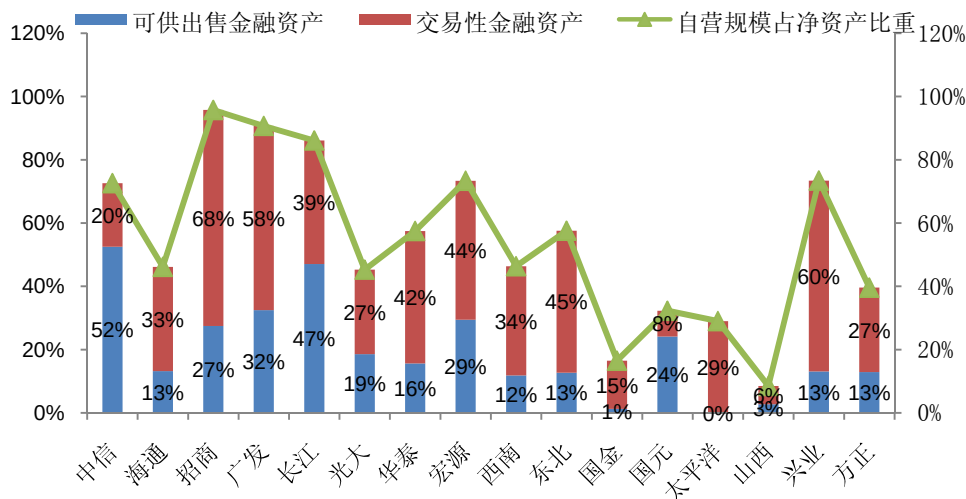
四、公司自营风格激进

(一) 自营规模比重位于行业中游

公司近三年取得自营资格后,快速扩张了自营资产规模。2010年年末公司自营规模较09年增长了308%。横向来看,2010年公司自营规模占净资产比重为40%,在上市公司中仅高于国金、国元、太平洋和山西证券。基本上与海通证券和西南证券的比重相似,在

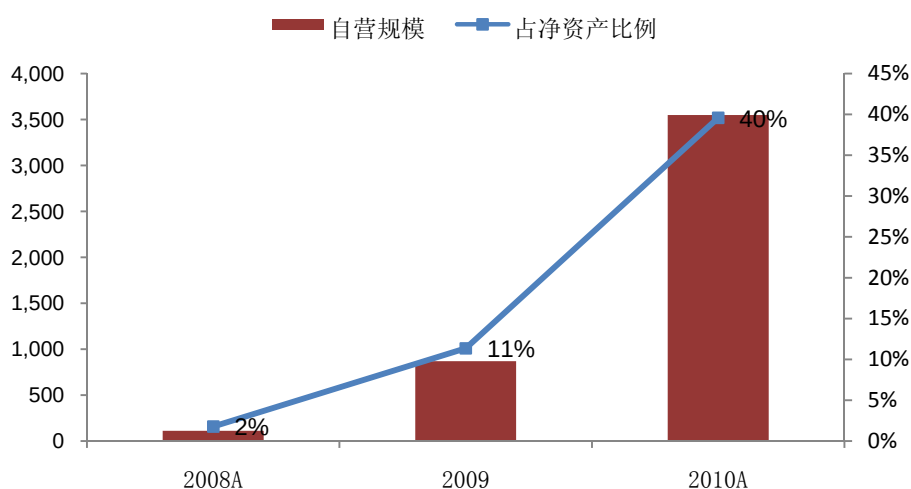
行业中处于中游水平。从时间序列来看，2008 年-2010 年公司自营规模仓位比重分别为 2%、11%和 40%。

图 15：2010 年方正证券自营规模行业比较



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

图 16：方正证券自营规模历史走势（百万元）

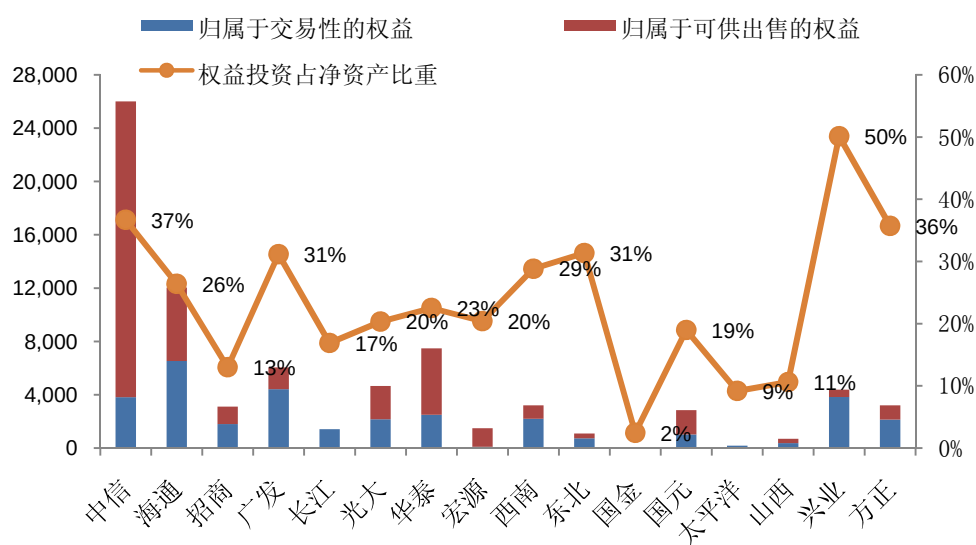


资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）权益投资比例高

从 2009 和 2010 年来看，公司自营盘中一直采取投资权益工具和封闭式基金为主。2009 年自营权益投资为 8 亿元（含封闭式基金 1424 万元）2010 年自营权益投资约为 32 亿（含封闭式基金 4164 万元），占净资产的比重为 11%和 40%，2010 年除去封闭式基金其权益类投资占净资产高达 36%，上市券商中仅次于中信证券排名第三。09 年和 2010 年公司自营年收益率分别为 4%和 13%。自营盘中较高的权益比例和较激进的会计处理将加大公司盈利的波动性，公司未来计划进行债券投资，将平衡部分由过去权益投资主导的自营风格所带来的波动风险。

图 17: 2010 年方正证券权益自营规模行业比较



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

五、创新业务初露端倪

方正证券的资产管理业务开始于 2010 年,到目前为止共推出两只集合资产管理产品,截止到 2011 年 6 月末这两只产品的资产净值合计 20 亿元,市场份额为 1.28%,在全部 55 家开展资产管理业务的券商中排名 20 名。由于公司集合理财刚刚起步,规模较小,属于品牌初创阶段,2010 年资产管理业务收入仅为 911.39 万元,占营业收入的比重为 0.3% 对公司总体收入的影响还显得微不足道。与上市券商中比较资产净值排名靠后。

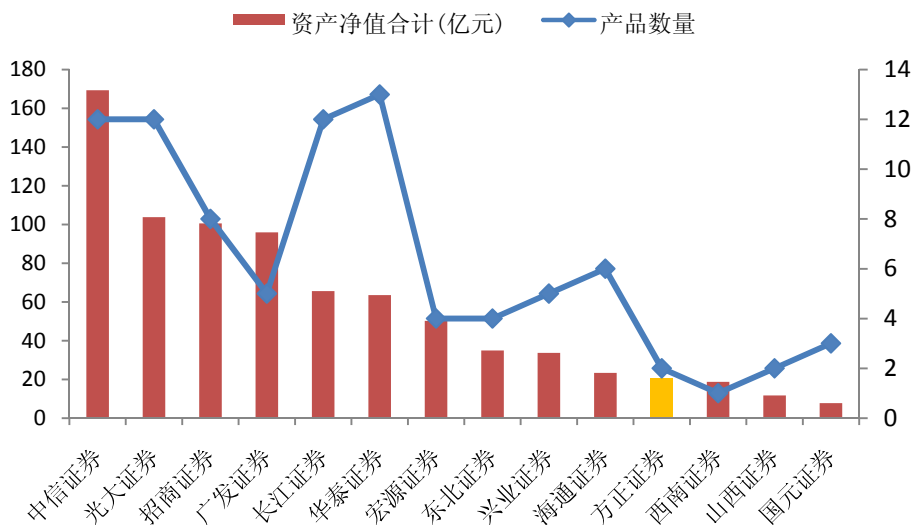
表 6: 2010 年 6 月各证券公司集合理财产品分布

管理人	产品数量	资产净值合计(亿元)	份额合计(亿份)	行业排名
中信证券	12	169.3433	162.04	1
光大证券	12	103.7825	100.56	3
招商证券	8	100.6096	102.11	4
广发证券	5	95.9357	95.46	5
长江证券	12	65.5827	65.74	8
华泰证券	13	63.535	60.41	9
宏源证券	4	50.2468	49.85	11
东北证券	4	34.9998	34.64	14

兴业证券	5	33.7292	33.74	15
海通证券	6	23.3748	23.39	17
方正证券	2	20.3871	19.95	20
西南证券	1	18.7362	18.52	21
山西证券	2	11.733	11.6	31
国元证券	3	7.7497	8.32	40

资料来源: wind 资讯, 宏源证券

图 18: 2010 年方正证券理财产品规模行业比较



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 宏源证券

除上述业务外, 公司期货业务也初具规模。2010 年期货业务收入为 1.76 亿元, 占营业收入比例 5.7%; 直投业务和融资融券业务也已开展起来, 2010 年营业收入分别是 48 万和 1.34 万元, 未来有较高的成长空间。

六、估值

(一) 盈利预测

在 2011 年日均股票成交额 2500 亿、佣金率下降 10%, 公司权益投资实现 10% 的收益率, 公司承销业务市场份额保持稳定等假设下, 2011 年公司归母公司股东的净利润为 12.28 亿元, EPS 为 0.2 元 (以 61 亿股计算)。

表 7: 方正证券盈利预测

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,152	3,312	3,088	3,092	3,288	3,684
Growth (%)	-57.86%	53.89%	-6.77%	0.13%	6.36%	12.02%
净利润	859	1,391	1,272	1,228	1,306	1,463
Growth (%)	-	61.96%	-8.56%	-3.46%	6.36%	12.02%
每股收益 (元)	0.52	0.84	0.27	0.20	0.21	0.72

每股净资产(元)	3.6	4.4	1.9	2.4	2.6	2.8
净资产收益率(%)	28.83%	20.81%	15.61%	10.33%	8.41%	8.71%

资料来源：招股说明书，宏源证券

(二) 分部估值定价：3.86 元

我们采用分部估值法：对非自营业务采用 PE 估值，对自营业务采用 PB 估值。其估值讨论见报告《证券业：盈利模式转换与估值变迁》。考虑经纪业务佣金率下降趋势，我们给予非自营业务较低的 PE 估值（12 倍），对自有资金业务我们以绝对估值为基础给出 1.35 的 PB，给与方正证券 4.96 元。

(三) 相对估值

以 7 月 20 日收盘价计算各上市券商的 PE 水平，如表 7 所示，各大中型券商的 PE 基本在 15 倍到 26 倍之间。考虑到公司规模、地域性优势等特点与宏源证券相近，我们认为其市盈率应以宏源证券 PE 为中轴，本着下限寻找安全边际，上限寻找成长空间的原则，下限取海通证券的 14 倍市盈率，剔除流通股占比较低的上市券商，取东北证券的 22 倍市盈率为上限，中枢为宏源证券的 18 倍市盈率，方正证券的估值区间（2.9 元，4.4 元），其中值为 3.6 元。

(四) 加权平均分部估值与估值中枢最终建议申购价为 3.86 元

由于考虑公司各方面特点与宏源证券相似，采用宏源证券 18 倍市盈率，参照估值为 3.6 元，加权平均分部估值的 4.95 元，给与方正证券的合理市场估值为 4.3 元，为谨慎起见，考虑到一、二级市场的差价，给与 10% 的折价比率，建议申购价为 3.86 元。

表 7：上市券商估值水平（以 7 月 20 日收盘价计）

代码	简称	前收盘价	EPS	BVPS	PE	PB
000562.SZ	宏源证券	16.48	0.91	5.8	18.11	2.84
000686.SZ	东北证券	20.02	0.9	6.2	22.24	3.23
000728.SZ	国元证券	11.14	0.6	8.6	18.57	1.30
000776.SZ	广发证券	36.41	1.12	6.8	32.51	5.35
000783.SZ	长江证券	10.47	0.65	6.73	16.11	1.56
002500.SZ	山西证券	9.1	0.3	2.07	30.33	4.40
600030.SH	中信证券	12.8	0.79	7.49	16.20	1.71
600109.SH	国金证券	14.24	0.61	3.5	23.34	4.07
600369.SH	西南证券	11.87	0.4	5.2	29.68	2.28
600837.SH	海通证券	8.85	0.62	6.3	14.27	1.40
600999.SH	招商证券	13.81	0.9	7.5	15.34	1.84
601099.SH	太平洋	9.51	0.2	1.5	47.55	6.34
601377.SH	兴业证券	16.98	0.58	4.3	29.28	3.95
601688.SH	华泰证券	11.94	0.7	6.2	17.06	1.93

601788.SH	光大证券	13.43	0.76	7.3	17.67	1.84
-----------	------	-------	------	-----	-------	------

资料来源：宏源证券

表 8：盈利预测

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,152	3,312	3,088	3,092	3,288	3,684	货币资金	14,440	23,306	17,009	20,411	24,493	29,392
手续费净收入	1,938	2,840	2,269	2,025	2,258	2,638	结算备付与保证金	1,815	3,933	6,489	7,630	8,999	10,642
代理买卖证券业务净收入	1,837	2,629	1,793	1,630	1,858	2,229	交易性金融资产	43	589	2,392	2,034	2,237	2,237
证券承销业务净收入	1	84	243	382	382	382	买入返售金融资产	0	0	0	0	0	0
资产管理业务净收入	0	0	9	13	19	26	可供出售金融资产	68	281	1,156	983	1,081	1,081
利息净收入	238	280	315	378	454	545	其他资产	819	926	978	825	809	793
投资收益及公允价值变动	-33	156	485	453	340	265	资产总计	17,185	29,034	28,024	31,882	37,619	44,145
其他业务收入	9	35	18	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0	0
营业支出	-1,017	-1,434	-1,413	1,454	1,546	1,732	交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-110	-167	-138	155	165	185	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	-919	-1,275	-1,277	1,299	1,381	1,547	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0	0
营业利润	1,135	1,878	1,674	1,638	1,742	1,951	代理买卖证券款	9,639	19,230	17,037	20,847	25,017	30,020
营业外收支	3	2	35	0	0	0	其他负债	1,288	2,146	2,024	-4,223	-3,766	-3,707
利润总额	1,138	1,880	1,710	1,638	1,742	1,951	负债合计	10,927	21,376	19,060	16,625	21,251	26,313
所得税	-279	-489	-437	409	435	488	股本	1,654	1,654	4,600	6,100	6,100	6,100
净利润	859	1,391	1,272	1,228	1,306	1,463	归属母公司所有者权益	5,961	7,355	8,636	14,701	15,771	17,181
归属母公司所有者净利润	859	1,385	1,248	1,205	1,281	1,436	少数股东权益	297	303	327	557	598	651
少数股东损益	0	6	24	23	25	28	所有者权益合计	6,258	7,658	8,964	15,258	16,368	17,832
经营指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	10.00%	6.00%	4.37%	4.02%	3.69%	3.51%	净资本	5,734	7,014	7,942	13,847	15,181	16,635
平均净资产收益率	28.83%	20.81%	15.61%	10.33%	8.41%	8.71%	扣除代买卖证券款负债率	17.07%	21.89%	18.42%	38.27%	29.88%	26.24%
管理费用率	-42.68%	-38.51%	-41.34%	42.00%	42.00%	42.00%	自营规模/净资本	17.93%	12.39%	44.68%	34.42%	21.86%	19.95%
营业收入/总资产	25.05%	14.33%	10.82%	10.32%	9.46%	9.01%	权益自营规模/净资本	16.56%	12.39%	40.21%	30.98%	16.39%	13.96%

数据来源：公司招股说明书，宏源证券

黄立军，宏源证券研究所非银行金融高级行业研究员，中国人民银行研究生院金融博士，曾供职于中国人寿业务管理部 and 安信证券研究所，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年中国最佳分析师综合金融行业第一名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券、华泰证券、辽宁成大、陕国投、安信信托、中国中期等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。