

证券行业

方正证券 (601901)

公司研究报告

建议询价区间：3.03-3.85 元/股

经纪和投行优势凸显，

积极打造国内一流券商平台

发行上市资料

发行前股本 (万股)	460,000
发行股本 (万股)	150,000
发行日期	2011.08.01
发行方式	网下询价，网上定价
保荐机构	平安证券

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.88
净资产收益率 (%)	14.62%
资产负债率 (%)	68.0%

非银行金融研究小组

联系人：张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国

际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点：

- **经纪、投行业务优势凸显的区域龙头券商：**公司在全国拥有 91 家营业网点，网点数量居全国第 13 位，上市公司第 5 位，主要业务集中在湖南、浙江两省，并处于区域相对垄断地位。2010 年经纪业务市场份额 1.73%，居全国第 17 位。公司投行业务专业子公司瑞信方正 2010 年总承销金额 381 亿元，排名全国第 13 位，市场份额 2.46%。
- **业务资格齐全，新业务发展稳定：**除了经纪、投行、受托资产管理、自营业务以外，公司还具备融资融券、直投、新三板和 IB 等业务。其中，自营业务虽然起步较晚，目前对公司盈利贡献达到 15.89%，公司所发集合理财产品也在同类产品中表现良好。
- **积极发展创新业务，优化公司盈利模式：**目前，公司旗下设有直投子公司方正和生、期货公司方正期货和基金公司方正富邦（筹），融资融券业务扎根于经济强省浙江省，发展迅速。公司将加大对创新业务的投入，降低对传统业务的依赖，优化盈利模式。
- **估值区间为 3.03-3.85 元/股：**预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.15 元、0.19 元、0.25 元。分别采用 PE 估值法、PB 估值法和分部估值法，综合考虑得到公司合理估值区间为 3.03-3.85 元/股。

1. 基本情况与发行概况

1.1 基本情况

方正证券是中国证监会核准的第一批综合类证券公司之一，前身为浙江证券，成立于1994年。2002年8月，方正集团收购浙江证券并更名为方正有限。2008年5月，方正有限吸收合并泰阳证券（前身为湖南证券，成立于1988年），同时注册地变更为湖南长沙。2010年9月，方正有限整体变更设立方正证券股份有限公司。公司目前注册资本为100,000万元，方正集团持股比例56.592%，其控股股东北大资产经营有限公司的实际出资人为北京大学，因此北京大学为方正证券的实际控制人。

方正证券是中国中部及西部净资本和股票基金交易总金额最大的证券公司。旗下拥有瑞信方正（持股比例66.7%）、方正期货（持股比例85%）、方正和生（持股比例100%）、方正富邦（筹）等多家专业子公司和遍布16个省（市）的91家营业网点，业务范围涵盖证券经纪、自营、投资银行、资产管理、研究咨询、期货经纪、融资融券、期货中间介绍业务等。被中国证监会评为A类证券公司。

1.2 发行情况

本次发行每股面值1元的人民币普通股（A股）不超过15亿股，占本次发行后公司总股本的比例不超过24.59%。上市后，公司总股本为61亿股，流通股本15亿股。

表1 方正证券发行前后10大股东持股量及比例

序号	股东名称	持股数（万股）	比例
1	北大方正集团有限公司（SS）	251,225	41.18%
2	利德科技发展有限公司	39,773	6.52%
3	哈尔滨哈投投资股份有限公司	296,23	4.86%
4	苏州尼盛国际投资管理有限公司	13,907	2.28%
5	嘉鑫投资有限公司	139,07	2.28%
6	北京万华信融投资咨询有限公司	139,07	2.28%
7	长沙先导投资控股有限公司（SS）	7,927	1.30%
8	上海圆融担保租赁有限公司	8,344	1.37%
9	郑州煤电物资供销有限公司（SS）	7,996	1.31%
10	浙江省丝绸集团有限公司	7,496	1.23%
前10大股东合计		394,605	64.61%
其他非流通股股东合计		65,395	10.8%
新发行流通股股东合计		150,000	24.59%

总计

610,000

100%

资料来源：公司招股意向书

2. 经营情况和行业地位

2.1 经营情况分析

方正证券的经营情况主要包括以下几个特征：（1）经纪业务对公司收入贡献较大。2008 年-2010 年经纪业务收入占比分别为 87.26%、84.22%、65.09%；（2）投行业务和自营业务对营业收入的贡献逐年提高；（3）业务及管理费率较高。

发行后，方正证券 2010 年 ROE、EPS 和 BPVS 分别摊薄至 14.62%、0.20 元、1.40 元。

表 2 方正证券近三年主要经营指标（单位：万元）

项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度
营业收入	215,212.54	331,192.63	308,770.34
(+/-)%	-	53.89%	-6.77%
其中：			
证券经纪业务	187,789.52	278,921.67	200,972.98
经纪/营业收入	87.26%	84.22%	65.09%
投行业务	797.61	11,325.48	30,981.93
投行/营业收入	0.37%	3.42%	10.03%
自营业务	-	14,976.59	49,057.76
自营/营业收入	-	4.52%	15.89%
资产管理业务	-	-	911.39
资产管理/营业收入	-	-	0.30%
业务及管理费用	91,858.56	127,536.04	127,657.63
业务及管理费率	42.68%	38.51%	41.34%
归属母公司股东净利润	85,912.26	138,542.46	124,812.30
(+/-)%	-	61.26%	-9.91%
净利润率	39.92%	41.83%	40.42%
净资本	443,779.76	562,368.03	628,632.61
净资产	596,333.78	733,056.98	853,943.91
ROE	14.41%	18.90%	14.62%
EPS（摊薄）	0.14	0.23	0.20
BPVS	0.98	1.20	1.40

资料来源：公司招股意向书

2.2 行业地位

方正证券综合实力处于行业中上游水平。截至 2010

年 12 月 31 日，公司净资本规模为 62.86 亿元，位于行业第 19 位。

证券经纪业务方面，2010 年度公司代理买卖证券业务净收入和客户交易结算资金余额方面分别排在行业 16 名、20 名。

投资银行业务方面，2010 年度公司承销保荐等投行业务增长率位列第 18 名，股票及债券主承销金额、股票主承销金额、债券主承销金额分列第 17 名、第 18 名、第 15 名。

表 3 方正证券 2010 年度主要业务指标排名

指标	方正证券规模（万元）	行业内排名	行业中位数
总资产	2,638,614	19	53
净资产	853,944	18	53
净资本	628,633	19	53
营业收入	260,142	21	53
净利润	117,568	19	53
客户交易结算资金余额	1,703,662	20	50
代理买卖证券业务净收入	179,291	16	50
部均代理买卖证券业务净收入	2,085	43	50
承销保荐等投行业务净收入	29,659	24	38
股票及债券承销金额	2,930,531.15	17	39
净资本收益率（%）	18.21	37	48
成本管理能力（倍）	1.88	17	48

注：2010 年度排名中方正证券与瑞信方正证券相关指标合并计算

资料来源：公司招股意向书

从资产规模和利润上看，公司与长江、宏源处于同一竞争水平。2010 年方正证券净资产 853,944 万元，归属母公司股东净利润 117,568 万元。在已上市券商中处于中游水平，从净资产规模和盈利情况来看，和上市券商中长江证券、宏源证券的竞争水平相近。

表 4 2010 年方正证券与 15 家已上市券商资产规模和净利润

机构名称	净资产（万元）	归属母公司股东净利润（万元）
中信证券	7,084,772	1,213,605
广发证券	1,943,111	419,822
海通证券	4,561,675	386,816
华泰证券	3,323,979	347,984
招商证券	2,397,584	322,886
光大证券	2,290,112	226,489
宏源证券	729,880	130,638

长江证券	952,860	128,299
方正证券	853,944	117,568
国元证券	1,498,003	92,592
兴业证券	874,680	92,290
西南证券	1,112,331	80,528
东北证券	346,904	52,753
山西证券	653,338	43,903
国金证券	302,287	43,835
太平洋	195,890	20,377

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

从业务规模和结构来看，公司与兴业证券、宏源证券较为相似。2010 年全年，方正证券股基交易额占市场股基总交易额比例为 1.72%。投行业务上，瑞信方正按持股比例折合给方正证券的主承销金额占行业总额 1.64%，在上市券商中处于中等偏上的水平，目前和兴业证券、宏源证券较为接近。

表 5 2010 年方正证券与 15 家已上市券商经纪、投行业务市场份额

机构名称	经纪业务市场份额(%)	投行业务市场份额(%)
中信证券	5.15%	11.93%
华泰证券	5.75%	2.33%
海通证券	4.02%	4.07%
广发证券	4.11%	2.09%
招商证券	4.02%	3.02%
光大证券	3.15%	1.60%
方正证券	1.73%	1.64%
兴业证券	1.63%	0.85%
长江证券	1.64%	0.40%
宏源证券	1.27%	1.72%
国元证券	1.05%	0.42%
西南证券	0.75%	1.05%
东北证券	0.74%	0.31%
国金证券	0.66%	1.05%
山西证券	0.59%	0.75%
太平洋	0.28%	0.52%

注：表中经纪业务市场份额是券商股票权证基金成交量所占市场份额，投行业务份额为 2010 年券商主承销金额占全行业主承销金额的比例，其中中信证券、华泰证券市场份额均包含各自控股或持股的券商。

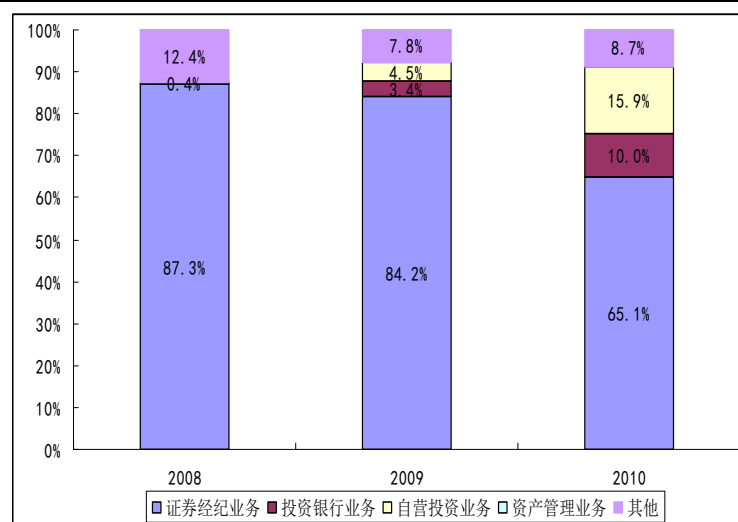
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

3. 业务情况与竞争优势

3.1 业务情况

总体来说，经纪和投行是公司的最主要的业务，对公司收入和利润的贡献度较高，在行业内也处于领先地位。但从最近三年的数据来看，公司对经纪业务的依赖程度逐渐降低，分别为 87.3%、84.2%和 65.1%，而投行业务和自营业务的贡献正逐年提高，最近三年的占比分别为 0.37%、3.42%、10.03%和 0、4.52%、15.89%。

图 1 方正证券近三年业务结构



资料来源：公司招股意向书，德邦证券研究所

3.1.1 经纪业务：佣金率和市场份额双下滑，积极促转型

截止到目前，方正证券共有营业网点 91 家，在全国所有券商中排在第 13 位，在上市券商中排第 5 位。公司 71.4% 的营业网点集中在湖南、浙江两省，具有较为明显的区位优势。公司在湘、浙两省的客户粘性较高，处于相对垄断的地位。2010 年方正证券经纪业务市场占有率位列全国第 17 位，是中国中部和西部净资本和股票基金交易总额最大的证券公司。

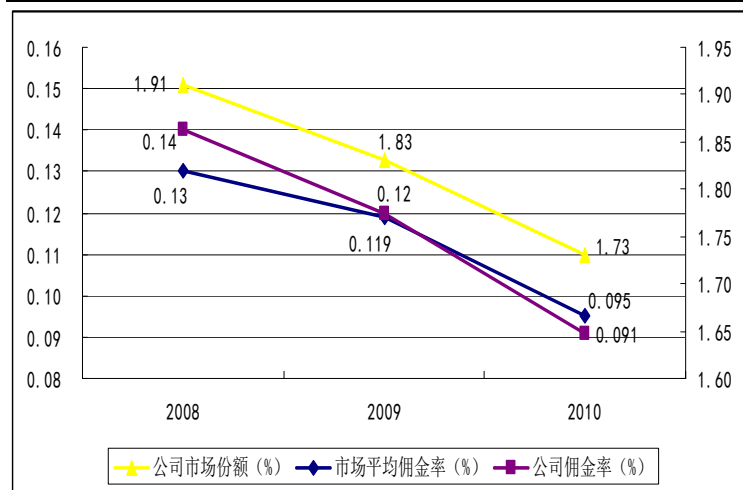
表 6 方正证券在湘、浙两省主要竞争对手

机构名称	目前网点数量	2010 经纪业务市场份额
方正证券	91	1.73%
财富证券	23	0.41%
湘财证券	58	0.97%
浙商证券	53	1.14%
财通证券	46	1.12%
中信金通	52	1.97%

资料来源：各证券公司官方网站，Wind 资讯，德邦证券研究所

近三年以来随着行情和市场的变化以及同质化竞争的不利影响，公司经纪业务份额呈下降趋势，股票基金权证成交市场份额分别为 1.91%、1.83%、1.73%。同样由于行业竞争的加剧，公司佣金率也在不断的下滑，近三年分别是 1.40%、1.20%、0.91%，同时期整个证券行业平均佣金率为 1.30%、1.19%、0.951%。

图 2 方正证券近三年佣金率和市场份额



资料来源：公司招股意向书，德邦证券研究所

随着券商营业网点的快速增加、市场同质化竞争加剧，券商大打佣金战使得整个行业经纪业务收入下滑。公司意识到服务和产品差异化将成为券商未来的核心竞争力，并制定了明确的应对措施，做好经纪业务“经营转型”，由单一的为客户提供交易通道服务逐渐转为为客户经营资产、财富管理转型和服务收费等，从而提升公司经纪业务在市场中的竞争优势，稳定经纪业务市场份额和佣金。

3.1.2 投行业务：全球性视野，专业化运作

2008 年方正有限与瑞士信贷共同出资设立投资银行专业子公司瑞信方正，注册资本人民币 8 亿元，并确立了投资银行业务采取“全球性视野，专业化运作”的独特运作模式。目前，方正证券已经将全部与投资银行相关的业务转移至瑞信方正，母公司本身经营不再包括证券承销与保荐。

据 Wind 资讯统计，2009 年度瑞信方正累计完成上市推荐和主承销企业 12 家，排在行业第 18 位，承销金额超过 174 亿元，行业排名第 20 位；2010 年度公司累计承销金额超过 381 亿元，排名上升至第 13 位，市场份额由 09 年的 1.51% 上升为 2.46%。

未来公司将充分利用和发挥其在大型企业融资方面的优势和专长，同时也密切关注和积极探索国内经济发展

中最为活跃的高成长中小企业群体，力图为高成长性中小企业提供投行服务。

3.1.3 自营业务：起步较晚，盈利贡献大

2009 年 4 月，方正证券获得证监会批复核准开展证券自营业务，业务开展时间相对较短。从短期的历史业绩来看，2009、2010 年公司自营业务收益率分别达到了 46.76%、22.17%，对公司收入贡献度分别为 4.52%、15.89%，其中公司 2010 年自营业务已经成为公司除经纪业务以外的第二大收入贡献板块。

表 7 方正证券最近 2 年自营规模和收益

证券品种	规模（万元）	收益（万元）	收益率（%）
2009:			
股票	30,595.76	13,018.52	42.55%
基金	2,878.13	2,522.57	87.64%
债券	-	-	-
权证	-	-	-
其他	33.66	126.72	376.47%
合计	33,507.55	15,667.81	46.76%
2010:			
股票	186,905.89	50,981.39	27.28%
基金	2,507.31	210.22	8.38%
债券	-	-	-
权证	-	-	-
其他	45,516.01	896.27	1.97%
合计	234,929.21	52,087.88	22.17%

资料来源：公司招股意向书

3.1.4 资产管理业务：风格稳健，潜力较大

公司 2009 年 4 月获得中国证监会核准的证券资产管理业务资格。2010 年，公司先后推出了金泉友 1 号和金泉友 2 号两只集合理财产品，首发实际募集资金分别为 14.96 亿元、14.47 亿元。截止到 2010 年底，两只产品的单位净值分别为 1.0681 元、1.0004 元。

表 8 金泉友 1 号和金泉友 2 号收益情况

产品名称	投资类型	所属概念	最新单位净值	今年以来同类排名
金泉友 1 号	混合债券型	债券型	1.0550	16/27
金泉友 2 号	平衡混合型基金	F0F	0.9850	46/134

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

另外，公司将发行非限定性的偏债型混合基金“金泉

友 3 号”产品，目前正在推广中。

3.1.5 创新业务：资格齐全，盈利模式优化

目前，公司具备直投、融资融券、新三板和 IB 业务资格，均处于起步阶段，并拥有直投子公司方正和生、期货子公司方正期货，基金公司在筹备中。相比很多已上市券商，方正证券的业务资格更加齐全。

3.2 竞争优势

控股集团所带来的丰富的资源运用优势。方正证券是方正集团金融产业的重要组成部分，公司将依托方正集团强大的产业运作平台，充分利用方正集团产业范围内的包括客户、品牌、渠道、产品、信息、研发及创新等各类资源，为本公司的业务开拓、产品开发及客户维护等方面提供更广泛的支持。

经纪业务具有较强的数量和区位优势。截至 2010 年 12 月 31 日，方正证券拥有证券营业部 87 家，在全国 106 家券商中名列第 13 位，在目前已上市的券商中名列第 5 位，具有明显的数量优势。另外，公司 72.4% 的营业部分布在湖南和浙江，在湖南拥有全省 36.37% 的客户量，在该地区具有较强的议价能力；在浙江省拥有 19 家营业部，得益于该地区丰富的民间资本和巨大的市场潜力，营业部单体规模较大。

与国际一流投行瑞士信贷建立投行领域的重要合作关系。公司与瑞士信贷于 2008 年发起设立瑞信方正作为本公司投行业务的专业化平台，将公司在国内的资源和瑞士信贷先进的经营模式和管理理念相结合。Wind 数据显示，2010 年度瑞信方正证券股票债券主承销金额为 381.3 亿，行业排名第 13。

4. 资金募集运用

本次公开发行募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充公司资本金，扩展相关业务。包含：增加证券营业网点；调整证券自营规模及适当扩大客户资产管理业务；经中国证监会批准的前提下，开展融资融券及其他创新业务；补充子公司资本金等等。

5. 盈利预测及估值

5.1 基本假设与公司盈利预测

我们的盈利预测基于以下基本假设：

经纪业务：维持日均市场交易额 2350 亿元，考虑到

上市融资将有助于公司业务稳定增长，下半年佣金率下滑速度减慢，给予方正证券 2011 年佣金率为 0.85%，市场份额 1.73%。

投行业务：预计 2011 年市场融资额较 2010 年有 12% 的下降，但公司市场份额将上升至 2.05%。

自营业务：2011 年上半年总体市场下行，下半年仍然有一定的风险，预计公司全年自营收益率将大幅降低至 6.5%。

营业支出：由于公司上市后处于业务扩张期，人力等成本略有增加，预计 2011 年营业成本与收入比例约 56%。

表 9 公司利润表预测（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,312	3,088	2,775	3,467	4,312
手续费及佣金净收入	2,840	2,269	2,151	2,473	3,010
其中：代理买卖证券业务净收入	2,629	1,793	1,524	1,676	2,012
证券承销业务净收入	84	243	280	330	380
受托客户资产管理业务净收入	0	9	33	58	88
利息净收入	280	315	350	445	503
投资净收益	126	236	350	400	500
其中：对联营企业投资收益	1	0	0	0	0
公允价值变动净收益	30	249	-120	100	250
汇兑净收益	-1	-1	-1	-1	-1
其他业务收入	36	19	45	50	50
营业支出	1,434	1,413	1,558	1,868	2,230
营业税金及附加	167	138	139	173	216
管理费用	1,275	1,277	1,387	1,664	1,984
资产减值损失	-35	-8	0	0	0
其他业务成本	27	7	32	31	31
营业利润	1,878	1,674	1,217	1,598	2,082
营业外收入	7	39	15	15	15
营业外支出	5	4	6	6	6
利润总额	1,880	1,710	1,226	1,607	2,091
所得税	489	437	313	411	535
净利润	1,391	1,272	912	1,196	1,556
少数股东损益	6	24	16	21	18
归属于母公司所有者的净利润	1,385	1,248	896	1,175	1,538
稀释每股收益(元)	0.30	0.27	0.15	0.19	0.25

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

5.2 估值：

PE 估值法：预计 2011、2012、2013 年稀释每股收益分别为 0.15 元、0.19 元、0.25 元，结合行业内可比公

司估值水平及近期市场环境，我们认为公司合理价值为 3.00-3.75 元/股，对应 2011 年 20-25 倍动态市盈率。

PB 估值法：预测方正证券 2011 年每股净资产 2.32 元，可比区域性上市券商 2011 年 PB 均值为 2.17 倍（剔除估值过高的兴业证券），考虑到方正证券上市后刚刚完成融资，PB 给予一定程度的折扣，我们给予方正证券 2011 年 1.3-1.8 倍 PB，对应估值区间为 3.02-4.18。

分部估值法：考虑行业可比券商估值和市场环境，分别给予方正证券经纪业务和投行业务 20 倍 PE，受托资产管理业务 P/AUM 8%，自营业务 1 倍 PB，得出方正证券合理价值区间为 3.06-3.79 元/股。

综合以上估值方法，我们得出方正证券合理估值区间为 3.03-3.85 元/股。

6. 风险提示

- (1) 公司存在经营业绩依赖经纪业务的风险，行业竞争加剧造成市场佣金率下滑，可能对公司经营业绩带来不利影响。
- (2) 我国证券市场波动较大，投资工具有限，公司自营业务面临较大的系统性风险。
- (3) 承销与保荐业务收入的实现存在较大的不确定性。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。