

## 方正证券：以经纪业务为主的区域性券商

### 投资要点：

- **方正证券——“湘浙”证券经纪业务领先者。**截止 2010 年底，方正证券经纪业务市场占有率位列全国第 17 位。公司拥有遍布 16 个省（市）的 87 家营业网点，其中湖南、浙江是主要分布区域，拥有 63 家营业部，占营业部总数的 72.41%，在 2008、2009、2010 年，公司从浙江地区和湖南地区取得的代理买卖证券业务净收入比例分别为 83.84%、82.92%和 81.04%。2010 年被中国证监会评为 A 类证券公司。从公司业务收入结构来看，证券经纪业务是公司利润的主要来源，2008-2010 年经纪业务在所有业务收入中占比为 87.26%、84.22%、65.09%。
- **“瑞信方正”——合资投行子公司战略。**采取“全球性视野，专业化运作”的子公司运作模式，2008 年与瑞士信贷合资设立投资银行专业子公司瑞信方正，并将公司全部与投资银行相关的业务转移至瑞信方正，其经营范围包括证券承销、保荐业务、财务顾问业务等。2010 年度，瑞信方正累计承销金额超过 293 亿元，行业排名为 17 名，其中股票主承销金额为 149 亿元，行业排名 18 位。
- **创新业务刚起步。**包括融资融券和直投在内的创新业务尚处于起步阶段，未来发展空间较大。公司自营业务开展时间较短，目前主要以权益类投资为主，未来将加大固定收益类投资。
- **风险因素：**作为证券公司收入构成中的主要部分，经纪业务和自营业务受股票市场波动影响较大，证券公司业绩面临波动风险。
- **估值：**预计 2011 年方正证券融资后净利润 8.95 亿元，对应全面摊薄 EPS 为 0.15 元。综合考虑 PE 估值法和市值比较法，我们认为方正证券对应合理估值区间为 3.28-3.9 元，对应 2011 年 PE 为 22-26 倍。

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	3,311.9	3,087.7	2,736.5	3,152.4	3,521.6
营业收入增长率	53.9%	-6.8%	-11.4%	15.2%	11.7%
净利润（百万）	1,385.4	1,248.1	895.2	1,078.9	1,195.3
净利润增长率	62.0%	-9.8%	-28.1%	20.4%	10.8%
EPS	0.23	0.21	0.15	0.18	0.20
BVPS	1.21	1.42	2.35	2.49	2.65

资料来源：中国银河证券研究部

## 方正证券（601901.sh）

### 暂无评级

### 合理估值区间：3.28-3.9 元

#### 分析师

马勇

☎：(8610) 83571305

✉：mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S 0130511070005

#### 发行情况

发行前股本（百万股）	4600
本次发行（百万股）	1500
发行后股本（百万股）	6100
定价公告日	2011.7.28
网下发行（百万股）	750
网下申购日	2011.7.29
网上发行（百万股）	750
网上申购日	2011.8.1
中签率公告日	2011.8.3
资金解冻日	2011.8.4
保荐机构	平安证券

#### 主要股东（发行后）

北大方正集团	41.18%
利德科技	6.52%
哈投股份	4.86%
公众股东	24.59%

## 目 录

一、发行人概况与发行方案.....	1
（一）发行人简介及发行前后股本结构变化.....	1
（二）发行人经营状况及募集投向.....	3
二、公司经纪业务：植根湘浙.....	5
三、投行业务：利用专业优势，实现高速增长.....	9
四、自营及资管业务：目前尚处于起步阶段.....	11
五、创新业务：打牢基础，筹划未来.....	13
六、业绩预测及估值 .....	13
七、风险提示 .....	14

## 一、发行人概况与发行方案

### (一) 发行人简介及发行前后股本结构变化

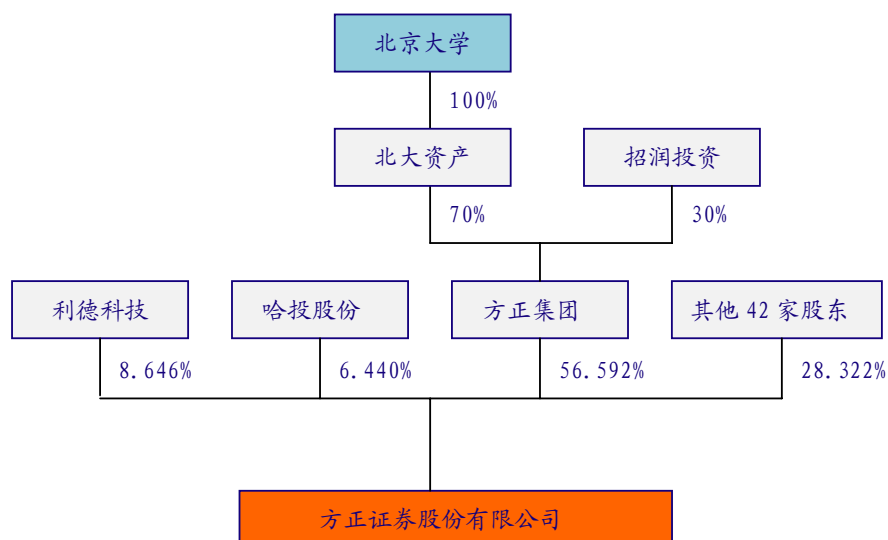
#### 1、发行人简介及控股股东介绍

方正证券股份有限公司是由方正证券有限责任公司整体变更设立的。方正有限的前身为中国人民银行浙江分行设立的浙江省证券公司，注册地为浙江省杭州市，注册资金为 1,000 万元。2008 年，公司注册地迁往湖南省长沙市。同年，方正有限吸收合并了泰阳证券，并于 2010 年 9 月，整体变更为方正证券股份有限公司，注册资本为 46 亿元。公司目前共有 45 名股东，其中持股比例超过 5% 的主要股东有北大方正集团有限公司、利德科技发展有限公司、哈尔滨哈投投资股份有限公司三家公司。本次发行前，方正集团持股比例为 56.59%，为公司的控股股东。北大资产持有方正集团 70% 的股份，作为北大资产的出资人，北京大学是本公司的实际控制人。

截止 2010 年底，方正证券经纪业务市场占有率（按照股基交易口径统计）位列全国第 17 位，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。公司拥有遍布 16 个省（市）的 87 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。2010 年被中国证监会评为 A 类证券公司。

目前，公司设有全资子公司方正和生投资有限责任公司，控股子公司瑞信方正证券有限责任公司（持股比例 66.7%）以及方正期货有限公司（持股比例 85%），分别负责公司的直投业务、投行业务以及期货经纪业务。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司资料

## 2、发行前后股本结构变化

本次发行前，公司的总股本为 46 亿股。本次拟公开发行普通股（A 股）不超过 15 亿股，占发行后总股本不超过 24.59%。发行完成后，公司股本将增加至 61 亿股，控股股东北大方正集团的持股比例将下降至 41.18%，公众持股比例达 24.59%。

表 1：本次发行前公司前十大股东

序号	股东	持股数（股）	持股比
1	北大方正集团有限公司(SS)	2603228385	56.59%
2	利德科技发展有限公司	397731595	8.65%
3	哈尔滨哈投投资股份有限公司	296234942	6.44%
4	苏州尼盛国际投资管理有限公司	139066991	3.02%
5	嘉鑫投资有限公司	139066991	3.02%
6	北京万华信融投资咨询有限公司	139066991	3.02%
7	长沙先导投资控股有限公司(SS)	83440195	1.81%
8	上海圆融担保租赁有限公司	83440195	1.81%
9	郑州煤电物资供销有限公司(SS)	79963520	1.74%
10	浙江省丝绸集团有限公司	74957108	1.63%
11	其他股东	563803087	12.26%
	合计	4600000000	100.00%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 2：本次发行后公司前十大股东

序号	股东	持股数（股）	持股比
1	北大方正集团有限公司(SS)	2512252232	41.18%
2	公众股股东	1500000000	24.59%
3	利德科技发展有限公司	397731595	6.52%
4	哈尔滨哈投投资股份有限公司	296234942	4.86%
5	苏州尼盛国际投资管理有限公司	139066991	2.28%
6	嘉鑫投资有限公司	139066991	2.28%
7	北京万华信融投资咨询有限公司	139066991	2.28%
8	全国社会保障基金理事会	103279224	1.69%
9	上海圆融担保租赁有限公司	83440195	1.37%
10	郑州煤电物资供销有限公司(SS)	79963520	1.31%
11	其他股东	709897319	11.64%
	合计	6100000000	100.00%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

## (二) 发行人经营状况及募集投向

根据中国证券业协会公布数据，2010 年方正证券总资产、净资本、营业收入以及净利润排名为 19 名、19 名、21 名、19 名，处于行业中上游。

表 3: 公司 2008-2010 主要财务数据排名

项目	2010 年		2009 年		2008 年	
指标	名次	中位数	名次	中位数	名次	中位数
总资产	19	53	21	53	18	54
净资产	18	53	16	53	13	54
净资本	19	53	17	53	14	54
营业收入	21	53	17	53	11	54
净利润	19	53	16	53	8	54
客户交易结算资金余额	20	50	19	50	18	51
代理买卖证券业务净收入	16	50	15	49	20	51
股票基金交易总额	17	-	15	50	14	51

资料来源：中国证券业协会

表 4: 公司近三年主要财务指标

项目	2010 年	2009 年	2008 年
营业收入	308,770.34	331,192.63	215,212.54
营业支出	141,329.22	143,400.84	101,744.17
营业利润	167,441.13	187,791.79	113,468.37
利润总额	170,957.50	188,037.97	113,774.15
净利润	127,238.07	139,148.72	85,914.14
归属于母公司股东净利润	124,812.30	138,542.46	85,912.26
其他综合收益	3,319.28	872.19	-9,788.17
综合收益总额	130,557.35	140,020.91	76,125.97

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

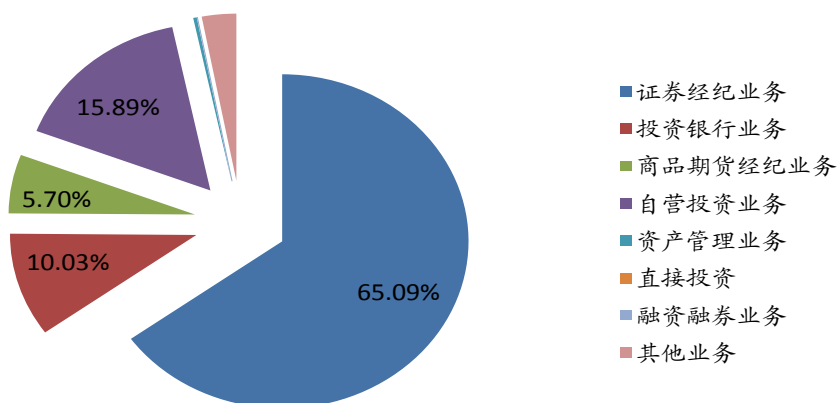
从公司业务收入结构来看，证券经纪业务是公司利润的主要来源，2008 年-2010 年在营业收入占比为 87.26%，84.22%，65.09%，经纪业务利润为公司营业利润总额的 106.51%、107.98%，74.26%。

表 5: 公司的业务收入构成

业务构成	2010 年		2009 年		2008 年	
	业务收入	比例 (%)	业务收入	比例 (%)	业务收入	比例 (%)
证券经纪业务	200,972.98	65.09	278,921.67	84.22	187,789.52	87.26
投资银行业务	30,981.93	10.03	11,325.48	3.42	797.61	0.37
商品期货经纪业务	17,597.86	5.7	12,100.19	3.65	9,091.65	4.22
自营投资业务	49,057.76	15.89	14,976.59	4.52	-	-
资产管理业务	911.39	0.3	-	-	-	-
直接投资	48.09	0.02	-	-	-	-
融资融券业务	1.34	0	-	-	-	-
其他业务	9,199.00	2.98	13,868.70	4.19	17,533.76	8.15
合计	308,770.35	100	331,192.63	100	215,212.54	100

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 2: 2010 年公司营业收入构成



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司此次募集资金主要是用来发展经纪业务、推进创新业务及补充公司资本金。

表 6: 方正证券募集资金投向

1	增加证券营业网点, 提高经纪业务的机构覆盖面和市场占有率水平; 通过新设网点和收购现有目标区域的中小型证券公司的方式增加证券营业网点 大力发展期货经纪业务。
2	调整证券自营规模及适当扩大客户资产管理业务;
3	加强研发中心基础数据库和金融工程平台建设, 扩大研究队伍提高研究实力;

- |   |   |
|---|---|
| 4 | 开展融资融券及其他创新业务；<br>融资融券业务<br>金融衍生产品业务  |
| 5 | 加强信息系统建设，提升后台的服务能力<br>拓展升级交易平台；<br>完善经纪人管理系统及证券咨询系统<br>建立以人为本、智能互动的数字化管理模式和知识管理系统，<br>继续对风控平台、财务平台以及清算体系进行投入。 |
| 6 | 补充子公司资本金。<br>增资瑞信方正，<br>增资方正和生  |

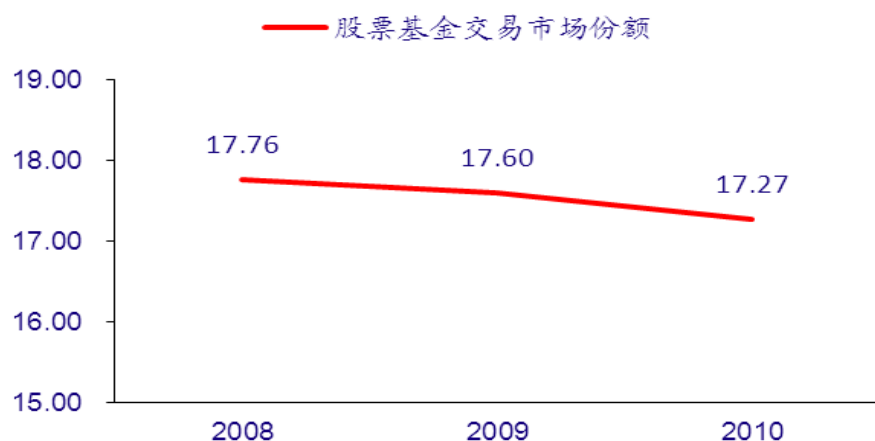
资料来源：公司资料

## 二、公司经纪业务：植根湘浙

### 经纪业务市场地位——市场排名第 17

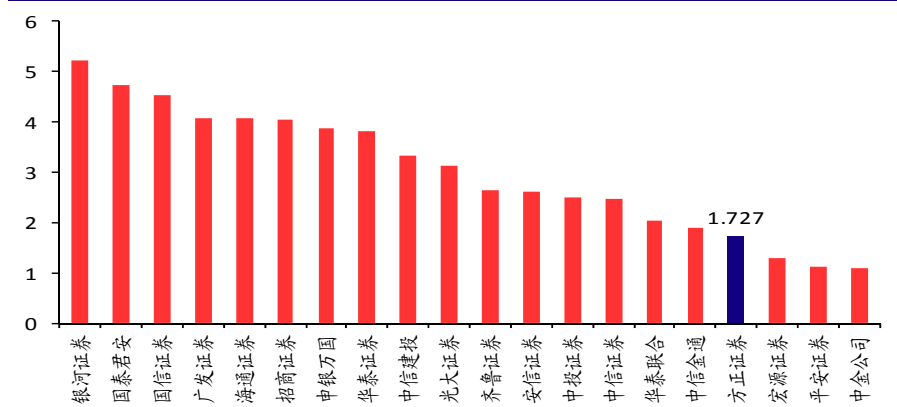
2010 年按照股基交易口径统计，公司市场排名第 17，股基交易市占率为 1.727%，属于中型券商。近 3 年由于证券经纪行业竞争激烈，公司市场份额呈微幅下跌态势。与 2008 年市场份额相比，2010 年公司市占率下跌近 3%。

图 3：方正证券近 3 年股基交易市占率呈微幅下跌态势（单位：千分之一）



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 4: 2010 年公司股基市占率排市场 17 位 (%)



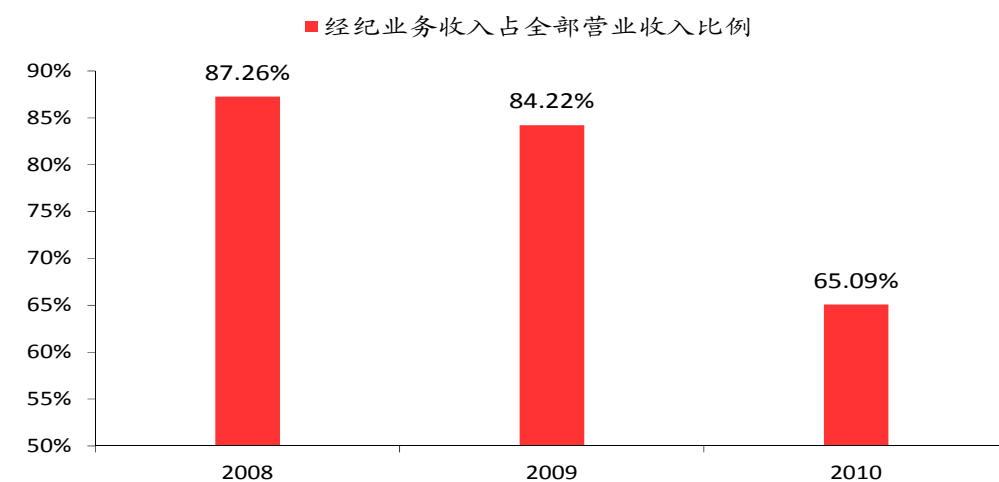
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

注释: 上述券商数据为单体证券公司数据

### 证券经纪业务收入是公司最主要的收入来源

2008 年至 2010 年, 经纪业务收入在营业收入中的占比分别为 87.26%, 84.22%, 65.09%, 呈逐年下降态势。根据证券业协会公布的数据, 在 106 家证券公司中, 方正证券 2010 年代理买卖证券业务净收入居行业第 16 名。

图 5: 证券交易佣金占比呈逐年下降态势



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司佣金水平近 3 年由于市场竞争加剧, 呈现下跌的趋势。2010 年佣金下滑较 2009 年下滑 28%, 降幅高于行业平均水平。

表 7: 公司佣金率呈逐年下滑态势

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
市场平均股基佣金费率水平 (‰)	0.97	1.31	1.63
公司股基佣金费率水平 (‰)	0.93	1.30	1.64

资料来源: 中国证券业协会、Wind、中国银河证券研究部

受市场低迷以及佣金率持续下降的影响, 2010 年公司代理买卖证券业务净收入为 179,290 万元, 相较于 2009 年的 262,945 万元, 有明显下降, 跌幅高达 31.81%, 超过了行业的平均水平。

表 8: 按区域划分的公司代理买卖证券业务净收入

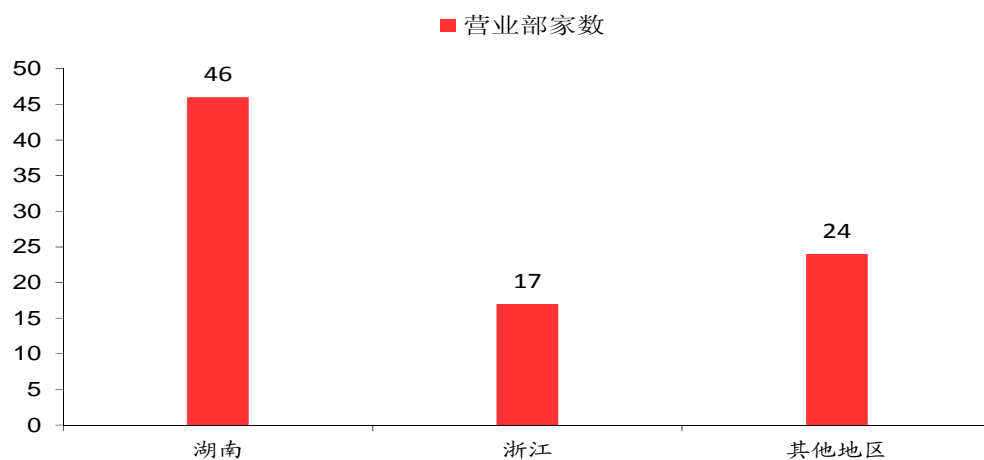
项目	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
浙江地区	50,452.89	28.14	77,621.38	29.52	62,744.42	34.15
湖南地区	94,846.64	52.90	140,412.66	53.40	91,296.34	49.69
其他地区	33,991.12	18.96	44,911.02	17.08	29,691.06	16.16
合计	179,290.65	100.00	262,945.06	100.00	183,731.82	100.00

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

### 屯兵湘浙, 布局全国

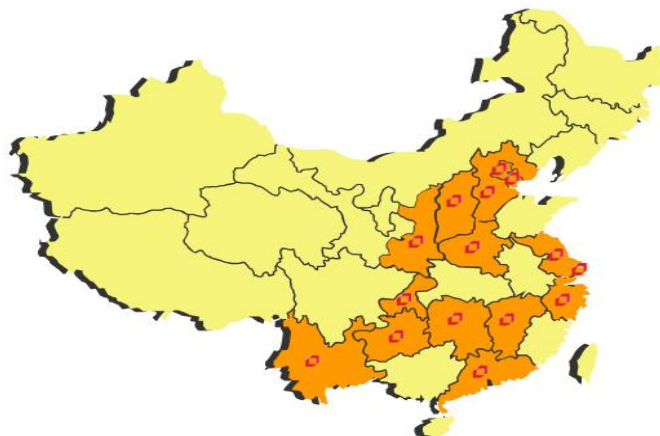
截止 2010 年底, 方正证券共有营业网点 87 家, 营业部数量位居 106 家券商第 13 位, 营业部分布在全国 16 个省(市), 其中湖南、浙江是主要分布区域, 拥有 63 家营业部, 占营业部总数的 72.41%。

图 6: 公司营业部主要分布在湖南和浙江



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

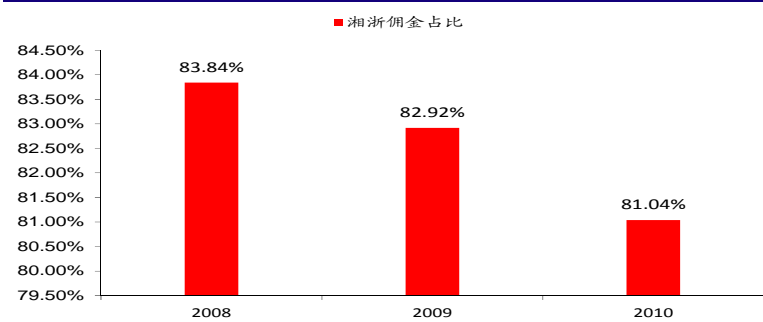
图 7: 公司网点分布



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

在 2008、2009、2010 年, 公司从浙江、湖南两地取得的代理买卖证券业务净收入分别占该项业务总净收入的 83.84%、82.92%和 81.04%。

图 8: 公司在湘浙地区佣金收入占比高, 但呈逐年下降趋势



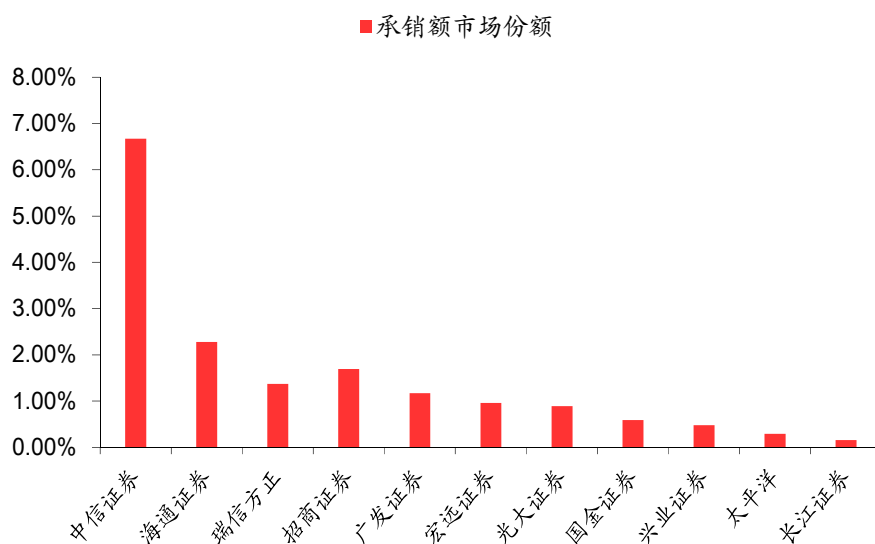
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

### 三、投行业务：利用专业优势，实现高速增长

公司采取“全球性视野，专业化运作”的子公司运作模式，2008 年与瑞士信贷合资设立投资银行专业子公司瑞信方正，并将公司全部与投资银行相关的业务转移至瑞信方正，其经营范围包括证券承销、保荐业务、财务顾问业务等。

由于受 2008 年国内资本市场低迷的影响，公司为合资事宜而对投资银行业务经营策略进行主动调整等原因，公司投资银行业务在 2008 年度实现收入较低。2009 年开始，随着瑞信方正的正常运转，投资银行业务呈现快速增长态势，业务收入占比由 2008 年的 0.37% 迅速提升至 2010 年的 10.03%。

图 9：2010 年上市券商投行业务市场份额



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 9：公司投行业务收入情况

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
投资银行业务	30,981.93	11,325.48	797.61
营业收入	308,770.35	331,192.63	215,212.54
投行业务收入占比	10.03%	3.42%	0.37%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

根据证券业协会公布的数据，2009 年度，瑞信方正完成债券主承销企业 8 家，金额达到 60 亿元，行业排名第 19 位；累计股票及债券的承销金额超过 95 亿元，行业排名第 25 位。2010 年度，瑞信方正累计承销金额超过 293 亿元，行业排名上升为 17 名，其中股票主销金额为 149 亿元，行业排名 18 位。

**表 10: 公司投行业务指标排名**

指标	2010 年		2009 年		2008 年	
	规模 (万元)	名次	规模 (万元)	名次	规模 (万元)	名次
股票及债券承销金额	2,930,531	17	952,896	25	211,200	39
股票及债券主承销家数	10	25	8	23	-	-
股票主承销金额	1,489,262	18	-	-	-	-
股票主承销家数	6	27	-	-	-	-
债券主承销金额	1,026,300	15	598,760	19	-	-
债券主承销家数	4	20	8	14	-	-

资料来源: 中国证券业协会

### 主要收入来源: 股票承销收入占 76.25%

近三年, 公司投行的各项业务快速成长。2009 年, 公司在为中小型企业提供债券融资业务方面表现尤为突出, 成功完成了 09 方正、09 临安、09 绍兴等多家企业债的主承销工作, 债券承销业务收入快速增长, 达到 9,292 万元; 2010 年, 公司债券承销业务方面略有下降, 但在为大型企业提供股票承销业务方面取得重大突破, 担任了包括兴业银行、交通银行在内的多家企业的主承销商或联合主承销商, 同时完成了世纪瑞尔和顺网科技两家高成长性中小企业的创业板 IPO 上市的主承销工作, 股票承销收入达到 23,761 万元, 占整个投行业务收入的 76.25%。

**表 11: 公司投行业务收入结构**

	股票承销收入	债券承销收入	财务顾问收入
2009 年	20.54	9,292.14	1,870.00
2010 年	23,760.95	4,061.2	3,339.97

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

### 股票及债券的主承销收入成为公司投行业务重心

2008 年, 公司股票及债券承销收入全部来自于分销收入。2009 年, 随着瑞信方正的正常运转, 公司开始在债券融资方面取得突破, 完成了多家中小型企业债务的主承销和联合主承销工作, 承销业务的收入重心转至主承销业务收入。2010 年, 公司在为大型企业提供股票主承销工作上取得重大成绩, 股票及债券的主承销业务收入占据整个承销业务收入的 91.71%。

表 12: 公司股票及债券承销收入

	主承销收入	副主承销收入	分销收入
2009	8,877.27	384.17	51.24
2010	25,515.99	2,159.23	146.93

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

## 四、自营及资管业务: 目前处于起步阶段

### 自营业务

2010 年, 公司的自营投资规模为 234,929 万元, 占净资产的 26.21%。2009 年股票投资规模在整个自营规模中的占比达到了 91.31%, 2010 年业务结构略有调整, 加大了其他证券的投资规模, 股票投资规模的占比有所下降, 为 79.56%, 仍属于较高水平。总体而言, 公司的投资风格比较激进, 受股市影响较大, 未来收益的波动性也可能比较大。

表 13: 公司收益情况

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

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

### 资管业务

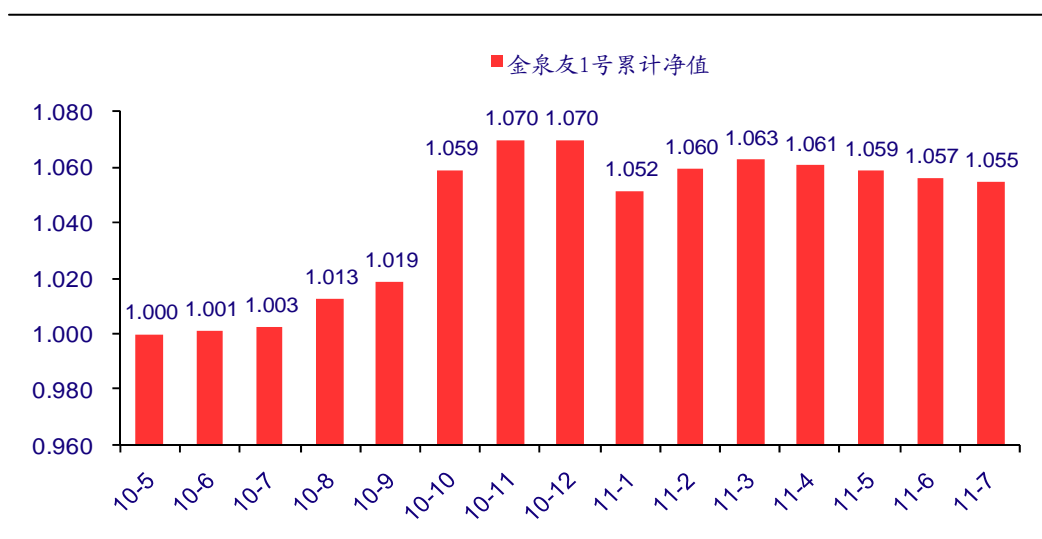
2010 年, 公司资管业务收入为 911.39 万元, 仅占营业收入的 0.3%, 平均受托资产规模 122,808 万元, 资产增值率高达 6.50%。目前, 公司的该项业务收入基本来自两款集合理财类产品, 金泉友 1 号以及金泉友 2 号, 分别于 2010 年 5 月和 2010 年 12 月正式推出。2011 年 7 月 8 日, 公司正式发行了金泉友 1 号的升级版, 金泉友 3 号, 预计今年下半年将发行 2 支新产品。

表 14: 2010 年公司集合理财产品

名称	成立日期	单位净值	存续期	风险等级	首发募集规模 (亿元)	投资类型	产品类型
金泉友 1 号	2010.5	1.0681	5 年	较低	14.96	债券型	限定性集合资产管理计划
金泉友 2 号	2010.12	1.0004	5 年	适中	14.47	混合型	非限定性集合资产管理计划

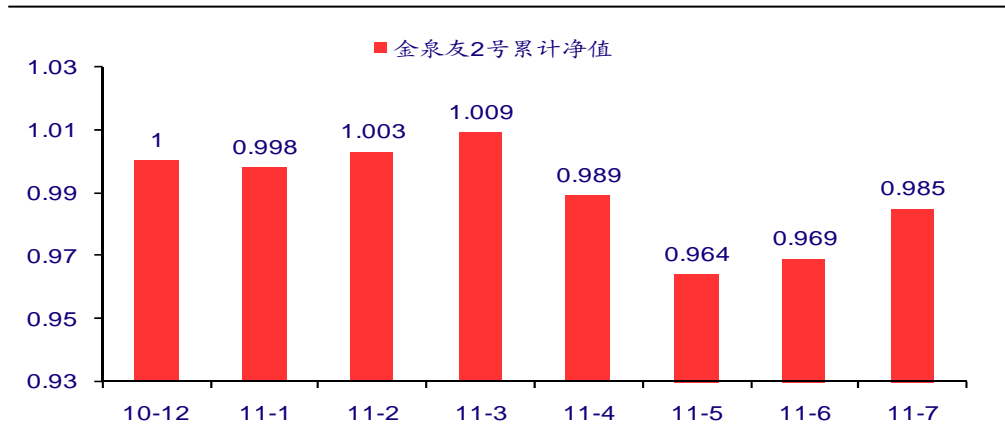
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部 (单位净值为 2010 年 12 月 31 日的数据)

图 10: 金泉友 1 号累计净值



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

图 11: 金泉友 2 号累计净值



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

## 五、创新业务：打牢基础，筹划未来

目前公司融资融券业务及直投业务尚处于起步阶段，2011年7月公司融资融券余额超过1亿元；直投业务目前尚处在项目筹划过程中。

## 六、业绩预测及估值

预计2011年方正证券融资后净利润8.95亿元，对应全面摊薄EPS为0.15元。考虑到大型券商2011年PE普遍低于20，而区域型中小券商2011年平均PE为24，给予方正证券2011年20-26倍PE，对应合理估值区间为3元~3.9元。

由于区域性券商主要以经纪业务为主，各证券公司业务结构相似，通过比较业务规模（以2010年代理买卖证券净佣金收入为标准）与方正证券相似的宏源证券、长江证券等区域性券商的总市值。我们认为，由于宏源证券总市值243亿元且长江证券总市值245亿元，方正证券的合理总市值区间为200-240亿元，对应估值区间为3.28-3.93元。

综合考虑PE估值法及市值比较法，我们认为方正证券合理估值为3.28-3.9元。

表 15：上市券商估值情况比较

证券代码	股票简称	股价	市值(亿元)	PE(10)	PB(10)	PE(11)	PB(11)
000562.SZ	宏源证券	16.61	242.71	18.66	3.33	17.81	3.00
000686.SZ	东北证券	20.29	129.72	24.74	3.74	22.08	3.32
000728.SZ	国元证券	11.09	217.82	23.60	1.45	20.71	1.33
000776.SZ	广发证券	36.36	911.56	22.44	4.70	22.84	3.90
000783.SZ	长江证券	10.34	245.19	17.53	2.36	17.38	1.89
002500.SZ	山西证券	9.07	217.66	41.23	3.52	34.64	3.49
600030.SH	中信证券	12.82	1275.04	11.25	1.81	16.33	1.70
600109.SH	国金证券	14.18	141.83	32.37	4.70	26.51	4.02
600369.SH	西南证券	11.87	275.69	30.44	2.48	27.49	2.10
600837.SH	海通证券	8.91	733.10	19.80	1.65	16.80	1.51
600999.SH	招商证券	13.88	646.96	15.41	2.08	18.44	1.87
601099.SH	太平洋	9.45	142.06	69.49	7.27	45.63	6.47
601377.SH	兴业证券	17.2	378.40	44.10	4.50	37.99	4.15
601788.SH	光大证券	13.55	463.14	21.17	2.04	19.25	1.87
601688.SH	华泰证券	11.81	661.36	18.75	2.01	17.30	1.90

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（股价为2011年7月22日收盘价）

## 七、风险提示

- 1、未来证券经纪业务市场竞争会进一步加剧，公司市场份额可能会减少，公司佣金率有进一步下滑的可能，将影响到公司未来主要业务的收入水平。
- 2、证券市场有可能继续波动，不排除以较大幅度向下运行的可能，公司包括经纪、自营、投行等业务均会受到市场波动的影响。

附表：财务报表及估值

利润表（百万元）						增长率					
财务项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	财务项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,311.9	3,087.7	2,736.5	3,152.4	3,521.6	营业收入	53.9%	-6.8%	-11.4%	15.2%	11.7%
其中：手续费及佣金净收入	2,840.4	2,269.5	2,089.5	2,295.3	2,556.4	其中：手续费及佣金净收入	46.6%	-20.1%	-7.9%	9.8%	11.4%
代理买卖证券业务净收入	2,629.5	1,792.9	1,536.5	1,863.2	2,106.9	代理买卖证券业务净收入	43.1%	-31.8%	-14.3%	21.3%	13.1%
证券承销业务净收入	84.2	243.2	352.5	510.5	723.3	证券承销业务净收入		188.8%	45.0%	44.8%	41.7%
受托客户资产管理业务净收入		9.0	27.0	60.0	100.0	受托客户资产管理业务净收入			200.8%	122.2%	66.7%
利息净收入	280.5	315.4	398.0	382.3	413.3	利息净收入	17.9%	12.4%	26.2%	-3.9%	8.1%
投资净收益及公允价值变动	155.6	484.9	236.3	425.3	506.3	投资净收益及公允价值变动	-573.5%	211.6%	-51.3%	80.0%	19.0%
汇兑净收益	-0.8	-0.9	0.0	0.0	0.0	汇兑净收益	-88.0%	4.4%	-100.0%		
其他业务收入	36.3	18.8	50.0	50.0	50.0	其他业务收入	122.7%	-48.1%	165.6%	0.0%	0.0%
营业支出	1,434.0	1,413.3	1,521.3	1,685.5	1,899.6	营业支出	40.9%	-1.4%	7.6%	10.8%	12.7%
营业税金及附加	166.5	137.8	130.0	134.8	152.0	营业税金及附加	51.3%	-17.2%	-5.7%	3.7%	12.7%
业务及管理费	1,275.4	1,276.6	1,375.6	1,550.2	1,747.6	业务及管理费	38.8%	0.1%	7.8%	12.7%	12.7%
资产减值损失	-35.0	-7.8	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	136.1%	-77.6%	-100.0%		
其他业务成本	27.1	6.8	20.0	0.0	0.0	其他业务成本	651.7%	-75.1%	196.1%	-100.0%	
营业利润	1,877.9	1,674.4	1,215.2	1,466.9	1,622.0	营业利润	65.5%	-10.8%	-27.4%	20.7%	10.6%
营业外收入	7.1	39.2	15.0	15.0	15.0	营业外收入	-28.4%	455.4%	-61.7%	0.0%	0.0%
营业外支出	4.6	4.0	10.0	10.0	10.0	营业外支出	-32.4%	-13.0%	150.5%	0.0%	0.0%
利润总额	1,880.4	1,709.6	1,220.2	1,471.9	1,627.0	利润总额	65.3%	-9.1%	-28.6%	20.6%	10.5%
所得税费用	488.9	437.2	305.1	368.0	406.8	净利润	62.0%	-8.6%	-28.1%	20.6%	10.5%
净利润	1,391.5	1,272.4	915.2	1,103.9	1,220.3	资产负债表					
少数股东损益	6.1	24.3	20.0	25.0	25.0	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
归属于母公司股东的净利润	1,385.4	1,248.1	895.2	1,078.9	1,195.3	货币资金	23306.3	17009.1	23654.5	24235.3	26123.5
						结算备付金	3232.9	5704.8	4657.9	4524.6	5214.8
每股指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	交易性金融资产	588.5	2392.5	2565.3	2900.2	2822.1
EPS(最新股本)	0.23	0.21	0.15	0.18	0.20	存出保证金	700.1	783.9	750.3	812.6	753.2
BVPS(最新股本)	1.21	1.42	2.35	2.49	2.65	可供出售金融资产	280.7	1156.1	1200.5	1400.8	1500.9
						长期股权投资	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
关键假设						投资性房地产	120.1	141.2	150.4	150.0	150.0
日均股基交易额（亿元）	2239	2291	2200	2400	2600	固定资产	417.8	392.1	400.0	400.0	400.0
股基交易份额（%）	1.76	1.72	1.7	1.73	1.76						

净佣金率（%）	0.1	0.089	0.076	0.075	0.075	其他资产	368.5	424.9	450.6	512.2	654.2
公司自营收益率（%）	30	22	8	10	10	资产总计	29034.4	28024.0	33849.0	34955.2	37638.2
成本收入比	0.39	0.41	0.50	0.49	0.50	代理买卖证券款	19230.0	17036.6	17500.0	18500.0	19500.0
盈利能力						应付职工薪酬	473.0	240.7	265.5	278.5	310.2
ROE	18.8%	14.5%	6.2%	7.1%	7.4%	其他负债	1673.3	1783.1	1237.6	448.3	1039.1
ROA	4.8%	4.5%	2.6%	3.1%	3.2%	负债合计	21376.3	19060.4	19003.1	19226.8	20849.3
						股东权益					
						股本	1653.9	4600.0	6100.0	6100.0	6100.0
						归属于母公司股东权益合计	7355.1	8636.4	14358.0	15173.6	16167.2
						少数股东权益	303.0	327.2	487.9	554.8	621.7
						股东权益合计	7658.0	8963.6	14845.9	15728.4	16788.9

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图 .....	1
图 2: 2010 年公司营业收入构成 .....	4
图 3: 方正证券近 3 年股基交易市占率呈微幅下跌态势 .....	5
图 4: 2010 年公司股基市占率排市场 17 位 (%) .....	6
图 5: 证券交易佣金占比呈逐年下降态势 .....	6
图 6: 公司营业部主要分布在湖南和浙江 .....	8
图 7: 公司网点分布 .....	8
图 8: 公司在湘浙地区佣金收入占比高, 但呈逐年下降趋势 .....	8
图 9: 2010 年上市券商投行业务市场份额 .....	9
图 10: 金泉友 1 号累计净值 .....	12
图 11: 金泉友 2 号累计净值 .....	12

## 表格目录

表 1: 本次发行前公司前十大股东 .....	2
表 2: 本次发行后公司前十大股东 .....	2
表 3: 公司 2008-2010 主要财务数据排名 .....	3
表 4: 公司近三年主要财务指标 .....	3
表 5: 公司的业务收入构成 .....	4
表 6: 方正证券募集资金投向 .....	4
表 7: 公司佣金率呈逐年下滑态势 .....	7
表 8: 按区域划分的公司代理买卖证券业净收入 .....	7
表 9: 公司投行业务收入情况 .....	9
表 10: 公司投行业务指标排名 .....	10
表 11: 公司投行业务收入结构 .....	10
表 12: 公司股票及债券承销收入 .....	11
表 13: 公司收益情况 .....	11
表 14: 2010 年公司集合理财产品 .....	12
表 15: 上市券商估值情况比较 .....	13
附表: 财务报表及估值 .....	15

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马勇，证券信托行业证券分析师**，中央财经大学金融学博士，美国访问学者，具有 6 年金融研究经验及相关业务从业经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908