



上市公司新股研究报告

证券研究报告
非银行业金融

建议询价区间：3.2-4.0元
上市首日定价区间：3.5-4.0元

发行上市资料

| | |
|------------|-----------|
| 发行股本（亿股） | 15 |
| 发行后总股本（亿股） | 61 |
| 保荐机构 | 平安证券 |
| 预计上市日期 | 2011年8月1日 |

发行前财务数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产（元） | 1.88 |
| 净资产收益率（%） | 14.5% |

发行后主要股东和持股比例

| | |
|--------|--------|
| 北大方正集团 | 41.18% |
| 利得科技 | 6.52% |
| 哈投股份 | 4.86% |
| 其他股东 | 22.85% |
| 公众股东 | 24.59% |

非银行金融业高级分析师

董乐

SAC 执业证书编号: S0850510120002
电话: 021-23219374
Email: dl5573@htsec.com

方正证券 (601901)

2011年07月25日

地域优势明显、创新牌照齐全的中型券商

- **综合实力处行业中上游水平。**方正证券把握行业并购整合的机遇，通过吸收合并泰阳证券，业务规模与综合实力快速提升。目前资产规模与盈利水平均位于行业20名左右。市场地位同上市券商中的长江证券、宏源证券、国元证券相仿。
- **具备较强的区域优势。**公司目前拥有营业部91家，在全国券商中排名第13位，在目前已上市券商中位于第5位。公司网点主要分布在湖南与浙江两地，上述两地网点数量占公司总量的71.4%。公司在湖南地区垄断优势明显，2010年在当地市场份额达53.7%，排名持续第一。2010年全国范围内公司总体经纪份额1.71%，居行业第15位，在中西部券商中处领先地位。
- **投行业务具备国际背景。**公司通过合资券商瑞信方正经营投行业务，该公司已投入运作3年，2010年股票公开发行市场份额1.30%，居行业第21位，实现承销收入2.43亿。
- **初步建立综合金融平台。**公司已完成设立期货子公司方正期货(持股比例85%)和全资直投子公司方正和生，公司与台湾富邦集团合资的基金公司方正富邦(持股比例66.7%)已于近期获得证监会批准，成为首家获证监会批准设立的陆台合资基金管理公司。在区域性券商中，公司已具备较为完备的综合金融平台。
- **创新业务牌照齐全。**公司创新业务牌照齐全，目前已获得融资融券、直投、IB、资产管理等业务资格，但因业务开展较晚，目前贡献仍十分有限。预计随着公司上市完成后资本金的充实以及创新业务量的快速增长，贡献程度有望快速提升。
- **盈利预测与估值。**在2011年市场日均成交2300亿元的假设下，我们预测方正证券2011-2013年净利润为9.60亿元、13.38亿元和15.25亿元，对应摊薄后EPS为0.16元、0.22元和0.25元。根据分部估值结果并参照同类券商相对估值水平，我们认为方正证券上市后合理价值定位在200-240亿元，我们建议公司询价区间为每股3.2-4.0元，对应动态PE20-25倍、PB1.5倍。
- **风险提示。**创新业务进展低于预期，市场波动对公司盈利造成负面影响。

财务摘要 (百万元)

| | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 3088 | 2726 | 3781 | 4304 |
| (+/-)% | -6.77% | -11.73% | 38.73% | 13.81% |
| 经营利润 | 1674 | 1322 | 1834 | 2088 |
| (+/-)% | -10.84% | -21.03% | 38.73% | 13.81% |
| 净利润 | 1248 | 960 | 1338 | 1525 |
| (+/-)% | -9.91% | -23.09% | 39.39% | 13.96% |
| 每股净收益(元) | 0.20 | 0.16 | 0.22 | 0.25 |

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 方正证券基本情况与发行概况 | 2 |
| 1.1 公司基本情况: | 2 |
| 1.2 公司发行情况..... | 2 |
| 2. 行业地位及竞争特点分析 | 3 |
| 2.1 综合实力处行业中上游，具备一定地域优势 | 3 |
| 2.2 地域优势明显，在湖南、浙江省优势突出 | 5 |
| 2.3 控股股东资源较为丰富 | 6 |
| 2.4“内涵增长、外延扩张”双轮驱动，基本搭建了综合金融服务平台 | 7 |
| 3. 经营情况分析：盈利波动明显，对传统业务依赖程度高 | 8 |
| 3.1 盈利波动较大，但近期有所好转 | 8 |
| 3.2 业务布局逐步完善，但仍高度依赖传统业务 | 9 |
| 4. 业务情况：传统业务地域优势明显，创新业务牌照齐全 | 10 |
| 4.1 经纪业务：网点扩张和布局优化提升市场份额..... | 10 |
| 4.2 投行业务：具备国际投行背景，整合成效有待观察 | 12 |
| 4.3 自营业务：业务开展较晚，风格激进 | 13 |
| 4.4 创新业务：牌照齐全..... | 14 |
| 5. 上市将为未来多项业务发展提供基石 | 15 |
| 6. 盈利预测及估值 | 15 |
| 6.1 盈利预测 | 15 |
| 6.2 建议询价区间：3.2-4.0 元 | 17 |

1. 方正证券基本情况与发行概况

1.1 公司基本情况:

方正证券成立于 1994 年，前身为浙江证券。公司的控股股东为北大方正集团有限公司，发行前持有公司股本 26 亿股，占总股本的 56.592%。

2002 年 8 月方正集团收购浙江证券，更名为方正有限，2008 年 5 月，方正有限吸收合并泰阳证券，注册地变更为湖南长沙。公司成立以来，先后完成与瑞士信贷合资设立瑞信方正，增资方正期货、设立方正和生投资以及与台湾富邦集团合资设立方正富邦基金等活动，并在筹备设立香港子公司，以及与瑞士信贷等国际投行在 QFII 业务等领域开展下一步的相关合作，公司综合实力在区域型券商中居前。目前公司全资控股方正和生投资（经营直投业务）；控股瑞信方正证券（经营投行业务，持股比例 66.7%）、方正期货（经营期货业务，持股比例 85%）、方正富邦（经营基金管理业务，持股比例 66.7%，2011 年 7 月 1 日正式获批，成为首家获证监会批准设立的陆台合资基金管理公司）。

目前公司在国内 16 个省（市）拥有 91 家营业网点，券商中排名第 13 位，上市券商中排名第 5 位，在湖南、浙江优势较为明显。2010 年和 2011 年 1-5 月，公司经纪业务市场份额分别为 1.71% 和 1.69%，市场占有率分别位居行业第 15 和 17 位。截至到 2010 年末，公司净资本 62.86 亿元、净资产 86.36 亿元；2010 年公司营业收入 30.88 亿元、净利润 12.48 亿元、ROE 为 14%。净资产规模及净利润分别位于行业第 18 与 19 位。

公司为中国证监会核准的第一批综合类证券公司之一，2008-2011 年均被中国证监会评为 A 类券商，基本拥有业务资格“全牌照”。

1.2 公司发行情况

公司计划发行不超过 15 亿股，不超过发行后总股本的 24.59%，上市后公司总股本将增至 61 亿股，流通股本 15 亿股。受限流通股东 45 家，股本规模在上市公司中位于中信和海通之后，居第 3 位。发行完成后，控股股东方正集团持股比例降低至 41.184%；上市公司中，哈投股份(600864.SH)、现代投资(000900.SZ)、正虹科技(000702.SZ)以及华银电力(600744.SH) 分别为方正证券第 3、第 26、第 27 和第 39 大股东，将分别持有公司 2.96 亿股、0.10 亿股、0.09 亿股以及 0.01 亿股，占发行后总股本的 4.86%、0.16%、0.15% 以及 0.02%。每股方正含量分别为 0.542 股、0.025 股、0.033 股和 0.002 股。

表 1 发行后方正证券的股权结构

| 股东及股份类型 | 持股数量(百万股) | 持股比例 | 限售月 |
|------------------------------|-----------|--------|--------|
| 一、有限售条件流通股份 | | | |
| 1.北大方正集团有限公司 (SS) | 2512 | 41.18% | 60 |
| 2.利德科技发展有限公司 | 398 | 6.52% | 36 |
| 3.哈尔滨哈投投资股份有限公司(600864.sh) | 296 | 4.86% | 36 |
| 4.苏州尼盛国际投资管理有限公司 | 139 | 2.28% | 36 |
| 5.嘉鑫投资有限公司 | 139 | 2.28% | 36 |
| 6.北京万华信融投资咨询有限公司 | 139 | 2.28% | 36 |
| 7.长沙先导投资控股有限公司 (SS) | 79 | 1.30% | 36 |
| 8.上海圆融担保租赁有限公司 | 83 | 1.37% | 36 |
| 9.郑州煤电物资供销有限公司 (SS) | 80 | 1.31% | 36 |
| 26.现代投资股份有限公司(000900.sz) | 10 | 0.16% | 36 |
| 27.湖南正虹科技发展股份有限公司(000702.sz) | 9 | 0.15% | 36 |
| 39.大唐华银电力股份有限公司(600744.sh) | 1 | 0.02% | 36 |
| 其他限售股股东 | 715 | 11.70% | |
| 二、流通股份 | | 1500 | 24.59% |
| 合计 | 6100 | 100% | |

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2. 行业地位及竞争特点分析

2.1 综合实力处行业中上游，具备一定地域优势

综合实力处于行业中上游水平。公司无论从资本实力、盈利规模还是业务规模而言，都居行业中上游水平。2010年经纪佣金净收入位于行业第16位，经纪业务交易额位于行业第15位；承销业务方面，自2008年与瑞士信贷合资设立瑞信方正以来，子公司瑞信方正成为公司投行业务的专业化平台，2010年承销净收入位于行业第24位。

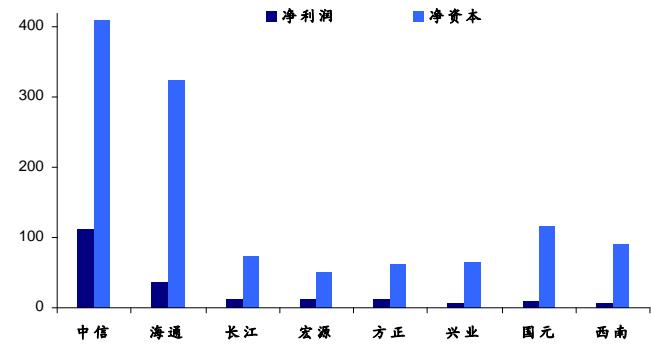
表 2 方正证券主要指标在行业内排名

| 项目及排名 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------|------|------|------|------|
| 盈利规模 | | | | |
| 营业收入 | >20 | 11 | 17 | 21 |
| 净利润 | >20 | 8 | 16 | 19 |
| 资产规模 | | | | |
| 净资产 | >20 | 13 | 16 | 18 |
| 净资本 | >20 | 14 | 17 | 19 |
| 总资产 | >20 | 18 | 21 | 19 |
| 业务规模 | | | | |
| 股票基金交易额 | >20 | 14 | 15 | 15 |
| 股票主承销家数 | | | | 27 |
| 股票主承销金额 | | - | | 18 |
| 债券主承销家数 | | | 14 | 20 |
| 债券主承销金额 | | | 19 | 15 |

资料来源：中国证券业协会，公司招股说明书，Wind，海通证券研究所

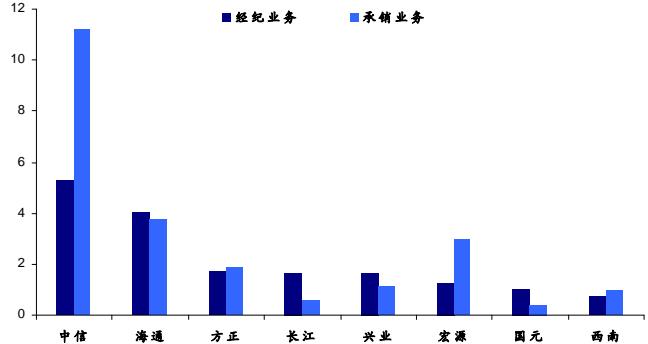
定位与上市券商中长江、宏源、国元较为相近。从盈利水平、资本实力以及业务规模等方面综合来看，方正证券上市后定位将接近于长江证券、宏源证券、国元证券。

图 1 上市证券公司资本实力和盈利水平比较（单位：亿元）



资料来源：中国证券业协会，Wind，公司招股说明书

图 2 上市证券公司经纪和承销业务市场份额比较（单位：%）



资料来源：中国证券业协会，Wind，公司招股说明书

表3 方正证券与同类上市证券公司的综合比较(2010)

| | 方正 | 长江 | 宏源 | 兴业 | 国元 | 西南 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净资本(亿元) | 63 | 73 | 51 | 65 | 118 | 91 |
| 净资产(亿元) | 86 | 95 | 73 | 84 | 150 | 111 |
| 净资本/净资产 | 72.8% | 77.0% | 69.5% | 77.8% | 78.6% | 82.0% |
| 经纪业务份额 | 1.71% | 1.66% | 1.26% | 1.63% | 1.04% | 0.74% |
| 承销业务份额 | 1.85% | 0.59% | 2.97% | 1.14% | 0.40% | 0.95% |
| 营业收入(亿元) | 31 | 32 | 33 | 27 | 22 | 19 |
| 净利润(亿元) | 12 | 13 | 13 | 8 | 9 | 8 |
| ROE | 14% | 13.5% | 17.9% | 9.4% | 6.2% | 7.2% |
| EPS(元) | 0.20 | 0.59 | 0.89 | 0.36 | 0.47 | 0.35 |

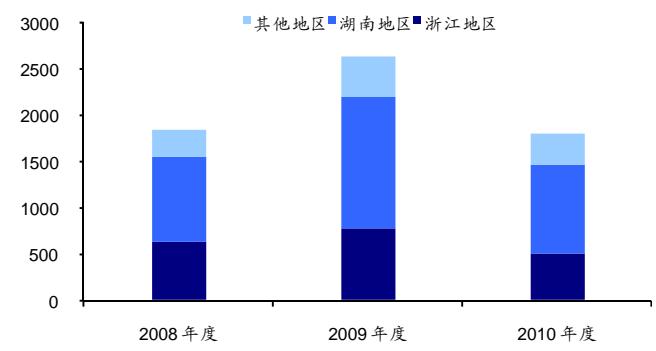
资料来源：中国证券业协会，公司招股说明书，Wind，海通证券研究所，注：以上均为2010年数据，经纪业务份额为股票基金交易情况（合并口径）

2.2 地域优势明显，在湖南、浙江省优势突出

截至目前，公司拥有证券营业部91家，营业部数量在全国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。

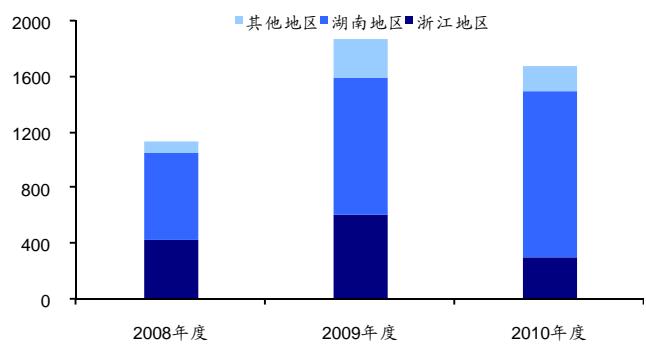
公司的营业网点呈“区域集中、辐射全国”的分布格局，其中湖南、浙江是公司营业部的主要分布区域，拥有65家营业部，占公司营业部总数71.43%。近三年，公司从浙江地区和湖南地区取得的经纪佣金占比均超过81%。公司坚持“集中布局网络、稳扎稳打”的经营策略，重点拓展和建设湖南省和浙江省两大优势特色区域的营业网点。浙江省具有资本集聚、资金活跃的特点，湖南省则具有消费、投资活跃的特点，上述两区域的证券市场发展，对公司业务的持续快速发展形成强有力的支撑。巩固和提高在上述两个重点区域的业务优势，为公司经纪业务的发展奠定了坚实的基础。

图3 区域划分的公司代理买卖证券业务净收入(单位：百万)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图4 区域划分的公司营业利润(单位：百万)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司在湖南拥有46家营业部，占该区域营业部总量的近三分之一，网点遍布了湖南省经济发达的绝大部分市、县。公司在湖南省内客户规模较大，截至2010年末客户数量占湖南省总客户数量的36.37%，经纪业务交易总量多年来一直稳居区域第一位，2010年公司在湖南省市场份额达53.72%，同期公司部均交易量218亿元，高于湖南当地的

湘财证券与财富证券。受益于此，公司在湖南区域市场有较强的定价能力。公司在浙江拥有 19 家营业部，主要分布在杭州、宁波、温州、台州等经济发达地区，营业部单体规模较大。2009 年有 4 家营业部交易量进入全国百强，有 5 家营业部进入浙江省前五十强。2010 年公司股票基金成交金额在浙江的市场份额约为 5.95%，居当地第 6 位。

表 4 注册地为湖南的券商情况 (2010)

| 项目 | 方正证券 | 湘财证券 | 财富证券 |
|--------------|--------|--------|--------|
| 经纪业务排名 | 15 | 28 | 55 |
| 市场份额(全国) | 1.71% | 0.97% | 0.40% |
| 部均交易量(单位：亿元) | 218 | 211 | 194 |
| 经纪业务排名(湖南地区) | 1 | 2 | 3 |
| 市场份额(湖南地区) | 53.72% | 31.91% | 14.36% |
| 营业部数量(湖南地区) | 44 | 15 | 16 |
| 占比(湖南地区营业部) | 28% | 9% | 10% |

资料来源：Wind，维赛特资讯平台，海通证券研究所

表 5 方正证券目前在各省营业部分布情况

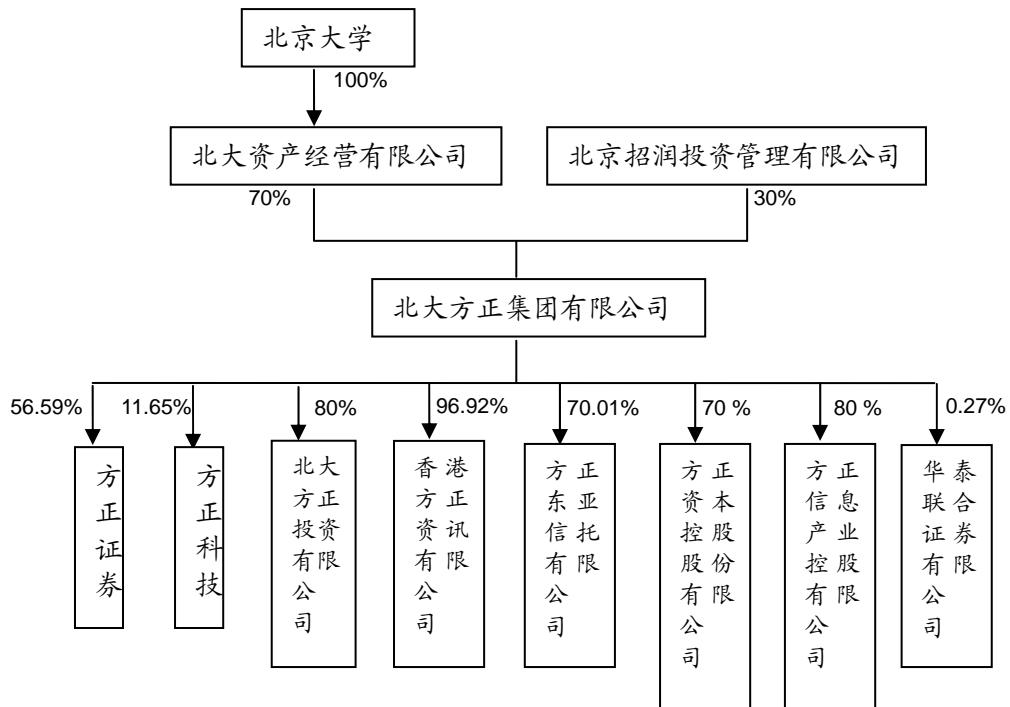
| 省份 | 家数 |
|-----|----|
| 湖南省 | 46 |
| 浙江省 | 19 |
| 其他 | 26 |
| 共计 | 91 |

资料来源：证券业协会，海通证券研究所，注：截至 2011 年 7 月数据

2.3 控股股东资源较为丰富

控股股东方正集团是北京大学下属企业。业务涵盖 IT、医疗医药、金融、房地产四大产业，并同时拥有多家境内外上市公司，系为中国信息产业大型控股集团公司之一。方正集团的控股股东是北大资产经营有限公司，北大资产的出资人是北京大学。方正证券是方正集团金融产业的重要组成部分，在其金融产业发展战略中具有重要的地位。公司可依托方正集团强大的产业运作平台，利用方正集团产业范围内的包括客户、品牌、渠道、产品等资源，为公司业务开拓、产品开发及客户维护等方面提供更为广泛的支持。

图5 方正证券控股股东背景



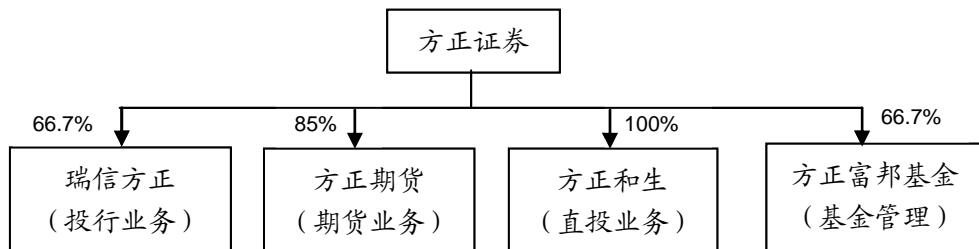
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2.4 “内涵增长、外延扩张”双轮驱动，基本搭建了综合金融服务平台

“内涵增长”发展推动公司历史市场份额快速提升，但近三年份额略有下滑。通过“内涵增长”的模式，2005年-2008年公司市场份额复合增长率为15.12%，成为这一时期全国市场份额增长速度较快的证券公司之一。在2008年完成泰阳证券收购后，公司2008-2010年市场份额复合增长率-1.03%，略有下滑。

“外延扩张”的发展模式，通过抓住市场并购机会及业务单元独立运作，实现公司的快速扩张。公司对各业务单元实施独立运作战略，对旗下的投资银行、期货、直投、基金管理等业务资源进行整合。投行业务方面，与全球性金融服务机构瑞士信贷合资成立瑞信方正，作为公司投行业务的专业化平台；期货方面，将泰阳期货、中辰期货整合为方正期货，成为国内领先的大型期货公司；直投方面，设立方正和生投资，直接从事股权投资业务；基金管理方面，与台湾第二大上市金融控股公司富邦集团合资成立方正富邦基金，2011年7月1日正式获批，成为首家获证监会批准设立的陆台合资基金管理公司；目前公司正筹备设立香港子公司，并与瑞士信贷等国际投行在QFII业务等领域开展合作，初步构建了综合金融服务平台。

图6 公司综合服务平台框架图



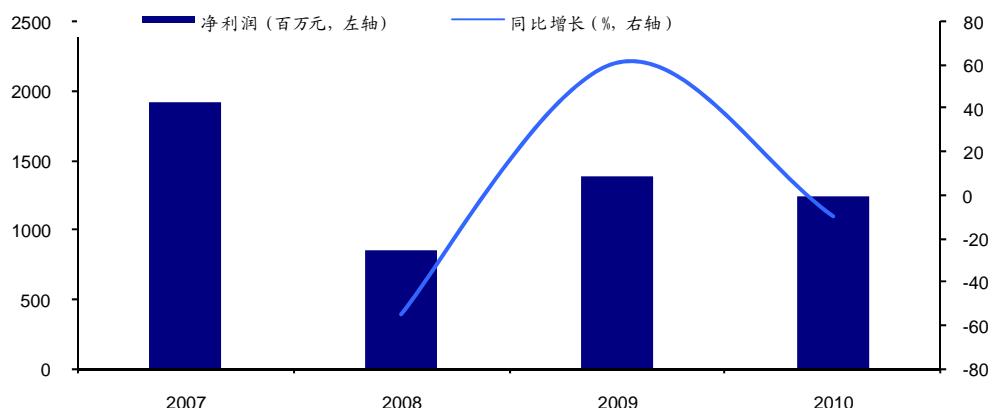
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 经营情况分析：盈利波动明显，对传统业务依赖程度高

3.1 盈利波动较大，但近期有所好转

受市场影响，2007年在牛市的推动下，方正证券净利润达到19.19亿元，但2008年在市场环境迅速恶化的背景下，公司仅实现净利润8.59亿元，同比下降55.2%，降幅明显高于中信、海通等大券商。2009年，得益于证券市场迅速回暖，公司实现净利润13.85亿元，同比增长61.3%，盈利能力快速提升。2010年公司实现净利润12.48亿元，较2009年下降9.9%，低于行业平均降幅（行业下降19.27%）。

图 7 方正证券历史业绩变化情况



资料来源：公司公告，招股说明书，海通证券研究所

表 6 方正证券近年来的主要业绩指标变化

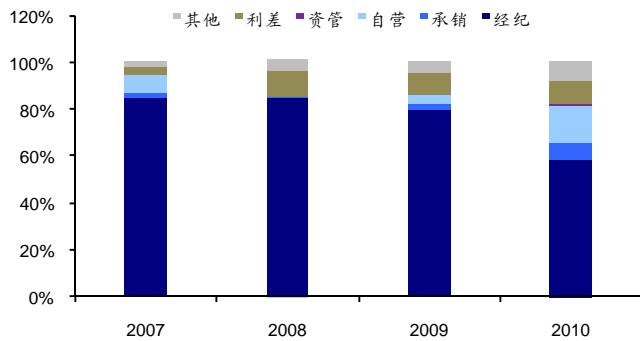
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入(百万元) | 4456 | 2152 | 3312 | 3088 |
| 同比 | | -51.7% | 53.9% | -6.8% |
| 净利润(百万元) | 1919 | 859 | 1385 | 1248 |
| 同比 | | -55.2% | 61.3% | -9.9% |
| 净资产(百万元) | 3717 | 5961 | 7355 | 8636 |
| EPS(元) | 3.18 | 0.52 | 0.84 | 0.27 |
| BVPS(元) | 6.16 | 3.60 | 4.45 | 1.88 |
| ROE | 52% | 14% | 19% | 14% |
| (自营+经纪)/净收入 | 92% | 84% | 84% | 74% |

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3.2 业务布局逐步完善，但仍高度依赖传统业务

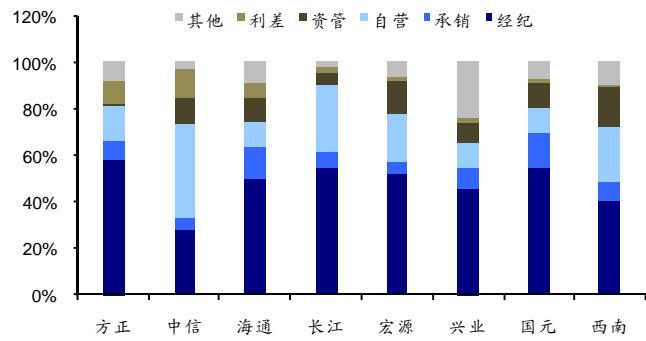
业务布局逐步全面，不断增强创新业务的开展。传统业务上，方正证券的经纪、自营业务为公司的主要业务收入来源。其中经纪业务占业务总收入的比例明显下降，而自营业务收入比例明显上升。2010年，公司经纪、自营业收入占比分别为58.07%和15.69%，合计达到73.76%。投行业务作为公司的新兴业务，对公司营业收入的贡献逐年上升，投行业务占总收入比例由2008年0.04%上升至2010年的7.88%。创新业务方面，公司2010年先后获批IB业务和融资融券业务资格，为公司盈利持续提升以及盈利模式的优化奠定了基础。

图 8 2007 年来方正证券各项业务收入的比例变化



资料来源：公司公告，招股说明书

图 9 方正证券经纪业务与其他上市券商相比占比较高



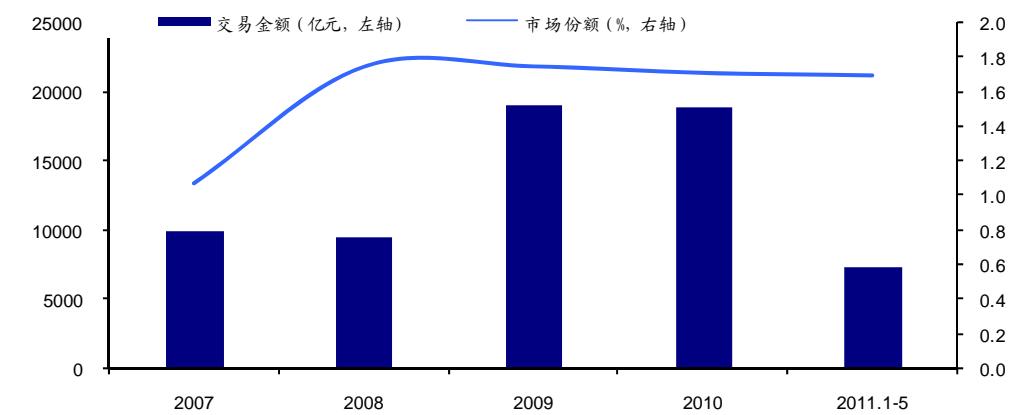
资料来源：Wind，招股说明书

4. 业务情况：传统业务地域优势明显，创新业务牌照齐全

4.1 经纪业务：网点扩张和布局优化提升市场份额

合并实现网点迅速扩张。公司通过吸收合并泰阳证券，营业部家数快速提升。营业部规模由 2007 年的 24 家快速扩张到目前的 91 家，营业部数量在全国券商中排名第 13 位，在目前已上市的券商中名列第 5 位，在中小券商中具有明显的数量优势。泰阳证券曾为湖南本土最大的证券公司，在湖南的垄断优势明显，目前公司在湖南地区拥有 46 家营业部，市场份额 53.72%，同时公司作为深植浙江地区的资深券商，也具有相对的区域优势。完成此次合并后，方正证券已经成为在湖南具有垄断地位、在浙江具有区域优势的券商之一。公司经纪业务市场份额由 2007 年的 1.07% 增长至 2010 年的 1.71%，居行业第 15 名。2011 年 1-5 月，公司经纪业务市场份额稍有下降，为 1.69%，位居行业第 17 名。

图 10 吸收合并提升市场份额



资料来源：Wind, 沪、深交易所, 海通证券研究所

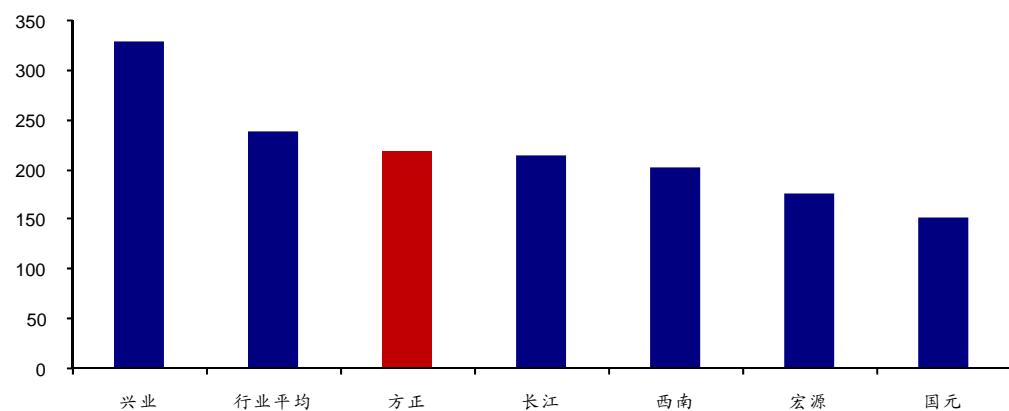
表 7 经纪业务规模及份额排名情况(按合并口径)(2011.1-5月)

| 排序 | 券商 | 股票基金成交金额(亿元) | 市场份额 | 与2010年市场份额变化 |
|----|------|--------------|-------|--------------|
| 15 | 兴业证券 | 7446 | 1.70% | 4.85% |
| 16 | 长江证券 | 7463 | 1.71% | 3.11% |
| 17 | 方正证券 | 7404 | 1.69% | -0.83% |
| 18 | 东方证券 | 6746 | 1.54% | 1.89% |
| 19 | 宏源证券 | 5576 | 1.28% | 1.59% |
| 20 | 华西证券 | 5124 | 1.17% | -1.46% |
| 21 | 平安证券 | 5103 | 1.17% | 2.24% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

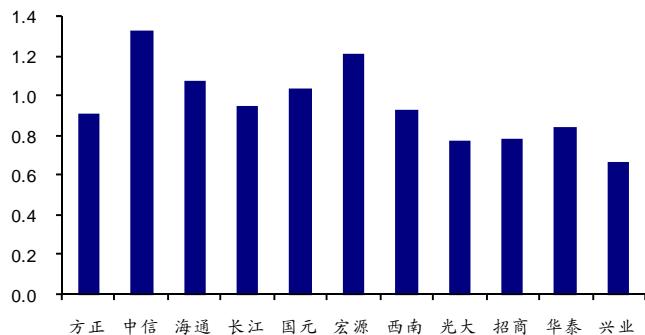
营业部效率有待提升。公司营业部的部均交易量在行业中略低于行业平均水平,与行业排名靠前的证券公司相比,还有很大的提升空间。2010年公司部均交易额为218亿元,低于行业平均238亿元的水平。

图 11 方正证券与部分上市券商部均交易额对比(2010)(单位:亿元)

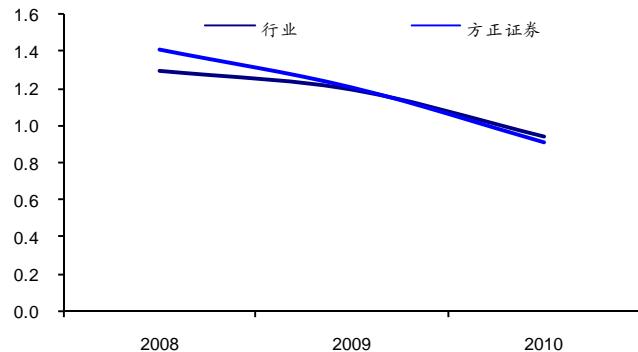


资料来源: Wind, 沪、深交易所, 海通证券研究所

佣金率已低于行业平均,2010年降幅高于行业平均。交易佣金作为经纪业务的主要收入来源,公司经纪业务净佣金率现处于市场较低水平。2010年股票基金权证净佣金率仅为0.091%,低于行业平均(0.094%),与2009年相比下降幅度为23.8%,高于行业平均。

图 12 方正证券净佣金率处同类券商较低水平 (2010) (%)


资料来源：公司年报，Wind，海通证券研究所，注：净佣金率为股基权情况

图 13 方正证券佣金率趋于行业平均水平 (%)


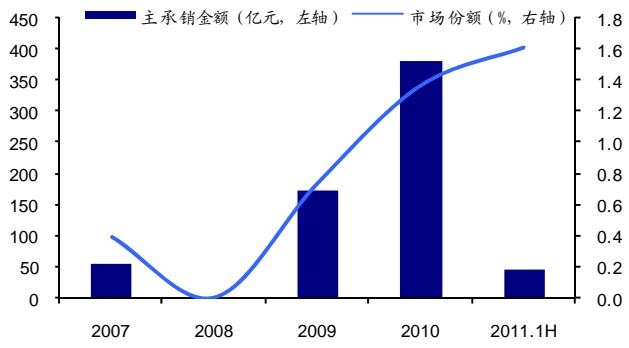
资料来源：中国证券业协会，沪、深交易所，海通证券研究所

4.2 投行业务：具备国际投行背景，整合成效有待观察

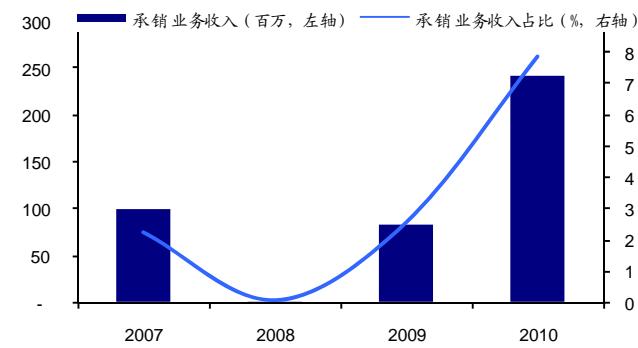
公司前身浙江证券是全国首批拥有股票发行主承销商资格的证券公司之一。2007年至2010年，公司累计完成上市推荐或主承销企业21家；承销金额超过441亿元。期间，公司保荐和主承销了全国第一家非公开发行试点企业天威保变；保荐和主承销了全国首家非公开发行规模超过净资产值的津滨发展。

公司为提升投资银行业务的竞争能力以及知名度，进行战略转型，寻找具有全球化视野的合作伙伴，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，主要从事投资银行业务。

股票承销方面，2010年公司完成1.66单股票公开发行，共筹集资金87.8亿元，市场份额1.30%，位居行业第21位，2011年公司目前无股票公开发行主承销项目。债券承销方面，2010年公司完成4.33单企业债发行，0.3单可转债发行，债券承销市场份额为2.52%，居行业第13位，承销金额为135.34亿元。2011年公司完成0.5单企业债券承销项目，0.17单可转债发行，市场份额为1.5%。2010年，公司全年实现承销收入2.43亿元，收入占比7.88%。

图 14 公司承销业务规模快速提升


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 15 公司承销业务收入明显增长


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 8 2010 年至今公司完成公开发行情况

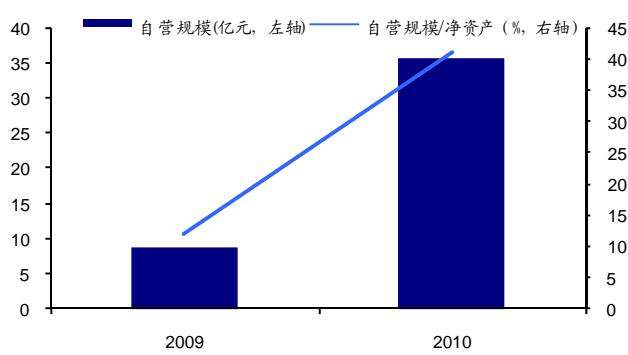
| 类型 | 项目 | 融资额(亿元) |
|-------|----------|---------|
| IPO | 世纪瑞尔 | 11.55 |
| IPO | 顺网科技 | 6.45 |
| 配股 | 兴业银行 | 58.97 |
| 配股 | 交通银行 | 42.50 |
| 配股 | 南京银行 | 16.05 |
| 非公开发行 | 上海电气 | 22 |
| 企业债 | 10 铁道 06 | 16.7 |
| 企业债 | 10 铁道 05 | 16.7 |
| 企业债 | 10 复星债 | 11 |
| 企业债 | 10 沈煤债 | 15 |
| 可转债 | 工行转债 | 83.3 |
| 可转债 | 石化转债 | 38.3 |
| 企业债 | 11 供销债 | 7.5 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 融资额为联合承销额/主承销商家数

4.3 自营业务: 业务开展较晚, 风格激进

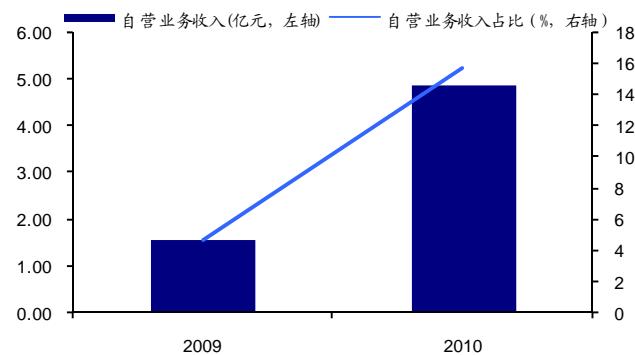
公司自营业务开始于 2009 年, 近两年的投资收益分别为 1.55 亿元和 4.85 亿元, 占营业收入的比重分别为 4.67% 和 15.69%。2009-2010 年公司自营投资收益率分别达 46.76% 与 22.17%, 总体好于市场平均。

图 16 公司自营业务规模



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

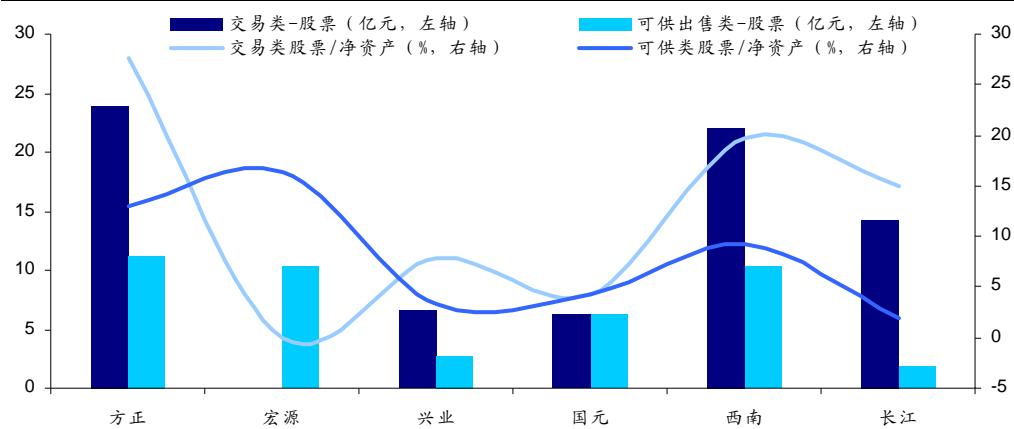
图 17 公司自营业务收入及占比



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

从资产配置看, 自 2009 年以来, 公司交易性金融资产和可供性金融资产大幅增加, 2010 年公司权益类投资占到其自营业资产比例达到 98.8%, 占净资产比例达 40.6%, 且其中大部分被划入交易性金融资产。

图 18 方正证券自营资产配置情况及与其他券商的比较(2010)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4.4 创新业务：牌照齐全

公司自 2009 年先后获批资产管理、融资融券等创新业务。目前公司创新业务资格完备，实现业务资格“全牌照”。

表 9 方正证券创新业务发展情况

| 创新业务 | 进展情况 | 对业绩的贡献 |
|--------|--|---|
| 资产管理业务 | 2009 年 5 月，公司取得了业务资格。 2010 年推出两只集合理财产品 | 2010 年受托管理资产 业务净收入 897.6 万元 |
| IB 业务 | 2010 年 8 月 30 日，公司取得为方正期货提供 中间介绍 (IB) 业务的资格。 | |
| 融资融券 | 2010 年 11 月 24 日，公司取得了融资融券业务 试点的资格，于 2010 年 12 月 13 日完成了融 资融券业务试点的首单交易。 | 2010 年 12 月 31 日融 资融券总余额 393 万 元，客户总授信规模 535 万元，融资融券业 务总收入 3.64 万元。 |
| 期货经纪业务 | 2007 年合并苏州中辰期货经纪有限公司，并更 名为“方正期货有限公司”，公司综合实力排名上 升为第 14 位。2010 年 6 月，成为中金所会员， 进行股指期货交易。 | 2010 年方正期货实现 收入 1.76 亿元，净利润 0.45 亿元，近 3 年收入 复合增速 39.13% |
| 直接投资 | 2010 年 3 月，公司出资 2 亿元设立全资子公司 ——方正和生投资有限责任公司，从事直投业 务 | 2010 年方正和生亏损 95 万元 |
| 基金管理业务 | 2011 年 7 月 1 日，公司获证监会批准成立子公 司“方正富邦基金”，从事基金管理业务。 | |

资料来源：Wind，海通证券研究所

资产管理业务：2009 年 4 月，证监会核准了方正证券关于增加证券资产管理业务的申请。2010 年以来，公司推出了方正金泉友 1 号和方正金泉友 2 号两只集合理财产品。共募集资金 29.43 亿元，产品数量位居行业第 29 位，资产规模位居行业第 20 位。2010 年公司平均受托资产规模为 12.28 亿元，受托资产增值额为 0.80 亿元，平均受托资产管理规模增值率达 6.50%。实现资产管理收入 0.09 亿元，收入占比 0.29%。

表 10 公司集合理财产品情况

| 产品名称 | 计划类型 | 资产净值(亿元, 20110630) | 管理费率 | 到期日期 |
|-----------|------|--------------------|-------|------------|
| 方正金泉友 1 号 | 限定性 | 8.61 | 1.00% | 2015-05-25 |
| 方正金泉友 2 号 | 非限定性 | 10.80 | 1.20% | 2015-12-27 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

期货经纪业务: 2007 年 11 月, 公司以新增股份换股方式吸收合并苏州中辰期货经纪有限公司并变更为“方正期货有限公司”, 公司持有 85% 的股权。目前, 方正期货注册资本为 2 亿元, 拥有中国金融期货交易所交易结算会员资格, 上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所会员资格。方正期货全国设有 8 家期货营业部。

直投业务: 公司已成立了从事直投业务的全资子公司方正和生投资有限责任公司, 注册资本为 2 亿元, 旨在重点投资医疗医药等健康领域。目前, 公司正加紧构建项目储备库, 对有价值的项目进行调研。

基金管理业务: 公司于 2011 年 7 月 1 日正式获证监会批准, 成立子公司方正富邦基金, 成为首家获证监会批准设立的陆台合资基金管理公司。通过与台湾第二大上市金融控股公司富邦集团合资, 提升公司的竞争实力。

5. 上市将为未来多项业务发展提供基石

本次公开发行募集资金拟全部用于补充公司资本金, 扩展相关业务。

募集资金具体用途主要包括:

- 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;
- 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、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;
- 5、加强信息系统建设, 提升后台的服务能力;
- 6、补充子公司资本金。

6. 盈利预测及估值

6.1 盈利预测

经纪业务: 我们基于全年股票基金日均成交额 2300 亿元的判断; 上市融资后, 外部的兼并收购加之内部整合都将使方正证券市场份额维持稳步增长。

承销业务: 随着子公司瑞信方正业务的不断扩展, 加之其在全球的市场地位及“国际板”即将推出的消息, 预计公司股票及债券发行市场有快速增长的空间。

创新业务：创新业务将是此次融资资金主要投入领域之一。公司目前创新业务正处于起步阶段，通过募集资金后资本金的支持，预计未来1-2年内，公司在集合理财产品发行、融资融券、股指期货及IB业务上将带来10%-20%左右的增量收入。

表 11 2008-2012 年方正证券主要业务份额及费率假设

| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|-------------|---------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 经纪业务 | 市场份额 | 1.89% | 1.83% | 1.72% | 1.68% | 1.68% |
| | 佣金率 | 0.142% | 0.120% | 0.091% | 0.078% | 0.075% |
| 投行业务 | 承销份额 | | | | | |
| | 股票融资 | 0.00% | 0.00% | 1.84% | 1.84% | 1.84% |
| 资产管理 | 承销费率 | | | | | |
| | IPO | | | 1.51% | 1.51% | 1.51% |
| | 企业债 | 0.87% | 0.29% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 证券投资 | 受托资产管理 | | | | | |
| | 市场份额 | | | 2% | 2% | 2% |
| 利息收入 | 费率 | | | 0.73% | 0.73% | 0.73% |
| | 保证金余额增速 | -37.35% | 99.50% | -11.41% | 17.39% | 9.40% |
| 创新业务 | 保证金利差 | 1.20% | 1.20% | 1.21% | 1.21% | 1.21% |
| | 直接股权投资收益率 | | | | 10% | 20% |
| | 融资融券利率 | | | | 8.60% | 8.60% |
| | 股指期货市场份额 | | | 0.86% | 0.84% | 0.84% |

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

表 12 2008-2012 年方正证券费率及税率假设

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 业务及管理费用率 | 42.7% | 38.5% | 41.3% | 47% | 47% |
| 营业税率 | 5.1% | 5.0% | 4.1% | 5.0% | 5.0% |
| 所得税率 | 24% | 26% | 26% | 26% | 26% |

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

随着市场交易活跃度以及市场指数的提升，随后，所融资金将逐步发挥效用，我们预测公司2011-2013年净利润将分别达到9.60亿元、13.38亿元以及15.25亿元，对应每股收益分别为0.16元、0.22元和0.25元。

表 13 方正证券盈利预测表 (单位: 百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业收入 | 3312 | 3088 | 2726 | 3781 | 4304 |
| 手续费及佣金净收入 | 2840 | 2269 | 2069 | 2260 | 2397 |
| 其中：代理买卖证券业务净收入 | 2629 | 1793 | 1491 | 1591 | 1653 |
| 证券承销业务净收入 | 84 | 243 | 290 | 322 | 328 |
| 利息净收入 | 280 | 315 | 338 | 412 | 464 |
| 投资收益 | 126 | 236 | 189 | 760 | 914 |
| 其他业务收入 | 36 | 19 | 129 | 350 | 529 |
| 二、营业支出 | 1434 | 1413 | 1403 | 1947 | 2216 |
| 营业税金及附加 | 167 | 138 | 122 | 170 | 193 |
| 业务及管理费 | 1275 | 1277 | 1281 | 1777 | 2023 |
| 三、营业利润 | 1878 | 1674 | 1322 | 1834 | 2088 |
| 四、利润总额 | 1880 | 1710 | 1322 | 1834 | 2088 |
| 减：所得税费用 | 489 | 437 | 338 | 469 | 534 |
| 五、归属母公司净利润 | 1385 | 1248 | 960 | 1338 | 1525 |
| EPS(摊薄后,元) | 0.23 | 0.20 | 0.16 | 0.22 | 0.25 |
| %y/y | 61% | -10% | -23% | 39% | 14% |
| BVPS(摊薄后, 元) | 4.45 | 1.88 | 2.28 | 2.39 | 2.52 |
| ROE | 19% | 14% | 7% | 9% | 10% |

资料来源：海通证券研究所

6.2 建议询价区间：3.2-4.0 元

目前，行业的平均 PB 约为 2 倍，通过对方正证券的分部估值分析表明，其上市后合理价值定位在 200-240 亿元。参照同类券商目前的估值水平，我们建议公司询价区间为 3.2-4.0 元，对应动态 PE 20-25 倍、PB 1.5 倍。

表 14 主要上市公司盈利预测 (截至 2011.7.22 数据)

| 券商名称 | EPS(元) | | 2010 | PE | PB | 总市值 单位: 亿元 |
|------|--------|-------|------|----|-----|---------------|
| | 2010 | 2011E | | | | |
| 中信证券 | 1.10 | 0.64 | 12 | 20 | 1.6 | 1275 |
| 招商证券 | 0.89 | 0.93 | 16 | 15 | 2.5 | 647 |
| 光大证券 | 0.64 | 0.69 | 21 | 20 | 2.0 | 463 |
| 长江证券 | 0.59 | 0.50 | 18 | 21 | 2.3 | 245 |
| 华泰证券 | 0.61 | 0.60 | 19 | 20 | 2.0 | 661 |
| 广发证券 | 1.61 | 1.44 | 23 | 25 | 4.6 | 912 |
| 国元证券 | 0.47 | 0.51 | 24 | 22 | 1.4 | 218 |
| 宏源证券 | 0.89 | 0.88 | 19 | 19 | 3.1 | 243 |
| 东北证券 | 0.82 | 0.68 | 25 | 30 | 3.8 | 130 |
| 兴业证券 | 0.38 | 0.43 | 46 | 40 | 4.3 | 378 |
| 西南证券 | 0.34 | 0.38 | 35 | 31 | 2.1 | 276 |
| 海通证券 | 0.45 | | 20 | | 1.6 | 733 |

资料来源: 海通证券研究所

表 15 方正证券的分部估值方法

| | | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经纪业务 | 净收益 (亿元) | 15 | 9 | 7 | 7 | 7 |
| | PE 倍数 | | | 15 | 15 | 15 |
| | 价值 (亿元) | | | 97 | 101 | 105 |
| 自营业务 | 自营规模 | 9 | 35 | 46 | 57 | 57 |
| | PB 倍数 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | 价值 (亿元) | 9 | 35 | 39 | 57 | 57 |
| 承销业务 | 净收益 (亿元) | 0.02 | 0.35 | 0.41 | 0.45 | 0.46 |
| | PE 倍数 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | 价值 (亿元) | 0.3 | 6.9 | 8.2 | 9.1 | 9 |
| 资产管理 | 集合理财规模 (亿元) | | 29 | 40 | 55 | 74 |
| | Price/Aum | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| | 价值 (亿元) | | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 现金价值(亿元) | | 70 | 53 | 73 | 73 | 73 |
| 创新溢价 | | 0% | 2% | 7% | 15% | 15% |
| 合计 (亿元) | | 79 | 100 | 235 | 281 | 286 |
| 每股价值 (亿元) | | 1.29 | 1.63 | 3.86 | 4.60 | 4.69 |

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中信证券 广发证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 国元证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------|----|---------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间； |
| 行业投资评级 | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于 -15%。 |
| | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传递，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。