

方正证券（601901）：双区域驱动，高成长性的中型券商

证券行业

合理价位：3.61 元-4.18 元

报告日期：2011 年 8 月 8 日

主要财务指标（单位：百万元）

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|
| 经纪业务 | 2,910 | 2,108 | 1,998 | 2,021 |
| (+/-%) | 40.22 | -27.55 | -5.24 | 1.15 |
| 自营业务 | 155 | 485 | 312 | 386 |
| (+/-%) | -565.25 | 213.03 | -35.56 | 23.75 |
| 承销业务 | 84 | 243 | 225 | 235 |
| (+/-%) | 8908.48 | 188.81 | -7.35 | 4.39 |
| 归属母公司净利润 | 1,385 | 1,248 | 1,059 | 1,149 |
| (+/-%) | 61.26 | -9.91 | -15.17 | 8.54 |
| 基本 EPS (元) | 0.84 | 0.27 | 0.21 | 0.19 |

公司发行新股基本情况

| | |
|----------------|-----------|
| 网下申购日期 | 2011.7.29 |
| 发行后总股本（万股） | 610000 |
| 发行股数（万股） | 150000 |
| 发行价格 | 3.9 元/股 |
| 发行市盈率（倍） | 19.50 |
| 发行动态市盈率（倍） | 18.57 |
| 行业动态市盈率（倍） | 17.10 |
| 第一大股东 | 方正集团 |
| 第一大股东持股比例（发行前） | 56.59% |
| 发行前每股净资产（元） | 1.88 |
| 发行前净资产负债率 | 22.58% |

证券分析师：石磊
执业证书编号：A0140511010001
010-66045557 shil@txsec.com
联系人：原野
010-66045463 yuany@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 方正证券本次发行15亿股A股，其中网下向配售对象配售数量6.75亿股，网上以资金申购方式发行数量8.25亿股。发行后总股本达到61亿股。
- 方正证券概况：方正证券是一家大中型区域券商，业务涵盖证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券自营、资产管理、发行承销、IB业务、直投业务和融资融券等，是业务资格“全牌照”的证券公司。方正证券的营业网点呈“区域集中、辐射全国”的分布格局，公司在湖南和浙江两省的区域优势明显，两省共拥有63家营业部，在湖南和浙江两省内业务具有一定议价能力，区域优势较明显，其中在湖南省拥有44家营业部，占湖南省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，其中19家营业部在当地属独家经营，浙江省是公司营业部分布的另一个主要区域，浙江民间资本丰富，资本市场非常活跃，因此公司在浙江省内的经纪以及发行承销等业务均有巨大的发展潜力。方正证券控股方正和生投资有限责任公司100%股权作为公司直接业务平台，控股瑞信方正66.7%股权作为投行业务平台，公司控股方正期货85%股权开展期货相关业务。方正证券大股东是方正集团，北京大学是公司实际控制人。
- 方正证券行业地位：方正证券综合实力位于行业中上游，公司净资产在2008年、2009年、2010年的排名依次是13位、16位和18位；净资本近三年排名依次是14位、17位和19位；净利润近三年的排名依次是8位、16位和19位。方正证券2010年ROE位于上市券商第六位，在上市券商中运用资本的效率较高。从业务方面看，截至2010年底公司拥有87家证券营业部，营业部数量在全国106家券商中排名第13位，在目前已上市券商中名列第5位，经纪业务具有一定网点优势；公司佣金率水平居中，2010年佣金率排名第8位；公司自营风格激进，但自营操作能力较强，2010年自营收益率在上市券商中排名第3位。
- 盈利预测及估值：我们预测2011年和2012年公司的基本每股收益分别为0.21元和0.19元。我们认为公司的估值水平与上市券商中的长江证券、宏源证券、国元证券和西南证券四家券商相似，给予公司19倍至22倍的PE，按照公司上市后完整年度的经营情况，预测公司股票上市后的合理价格区间为3.61元至4.18元。

正文目录

| | |
|---------------------------|-----------|
| 1. 方正证券概况 | 4 |
| 1.1 公司基本情况 | 4 |
| 1.2 方正证券股本结构及参控股公司情况 | 4 |
| 2. 方正证券行业地位及竞争优势 | 6 |
| 2.1 发展均衡，融资成功提升综合实力 | 6 |
| 2.2 丰富的资源运用优势 | 7 |
| 2.3 湘、浙双区域优势 | 8 |
| 3. 公司主营业务分析 | 9 |
| 3.1 传统业务收入比重较大，创新业务发展尚显不足 | 9 |
| 3.2 经纪业务市场份额和佣金率双下滑 | 10 |
| 3.2.1 网点数量有优势，市场份额下滑 | 10 |
| 3.2.2 佣金水平居中，呈下降趋势 | 11 |
| 3.3 承销业务与国际接轨 | 12 |
| 3.4 自营风格激进，操作能力较强 | 14 |
| 3.5 新业务逐步开展 | 15 |
| 4. 募集资金投向分析 | 16 |
| 5. 盈利预测 | 17 |
| 5.1 市场假设 | 17 |
| 5.2 公司假设 | 18 |
| 5.3 盈利预测 | 18 |
| 6. 估值和投资建议 | 19 |
| 6.1 方正证券估值 | 19 |
| 6.2 方正证券投资建议 | 20 |
| 7. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1 本次发行前公司股权结构及控制关系 | 5 |
| 图表 2 地区收入贡献占比情况 | 9 |
| 图表 3 2006-2010 年方正证券收入结构变化 | 10 |
| 图表 4 代理成交额和市场份额变化 | 10 |
| 图表 5 方正证券代理成交额和市场份额变化情况 | 12 |
| 图表 6 方正证券自营规模和自营收益率变化 | 15 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表格 1 发行前后方正证券股本结构变化 | 5 |
| 表格 2 上市券商各项指标排名情况 | 6 |
| 表格 3 上市券商近三年ROE | 7 |
| 表格 4 2010 年上市券商日均成交额排名 | 8 |
| 表格 5 公司近三年佣金率变化情况 | 11 |
| 表格 6 上市券商佣金率对比 | 11 |
| 表格 7 上市券商 2010 年股票市场IPO、增发、配股情况 | 12 |
| 表格 8 方正证券近三年股票发行业务情况 | 13 |
| 表格 9 2009、2010 上市券商净资产规模、自营规模、自营收益率情况 | 14 |
| 表格 10 2009、2010 自营盘配置情况 | 14 |
| 表格 11 方正证券盈利预测假设 | 17 |
| 表格 12 方正证券盈利预测 | 18 |
| 表格 13 上市券商平均估值 | 19 |
| 表格 14 估值参照 | 20 |



1. 方正证券概况

1.1 公司基本情况

公司前身为浙江省证券公司，于 1988 年 6 月 6 日由中国人民银行批复并拨款成立，注册资金 1000 万元；1990 年 3 月 31 日公司改组为全民所有制金融企业，与中国人民银行浙江省分行脱钩；1994 年 10 月 26 日，公司改造为为有限责任公司，名称变更为“浙江证券有限责任公司”，注册资本增加至 4.5 亿元；2002 年 8 月 29 日，方正证券受让浙江证券全体股东所持 51% 股份，2003 年 8 月 13 日，浙江证券更名为“方正证券有限责任公司”，2008 年 7 月方正证券吸收合并了泰阳证券；2010 年 9 月方正证券整体变更为方正证券股份有限公司。

公司发行前第一大股东为方正集团，方正集团发行前持有公司 26.03 亿股，持有公司股份比例为 56.592%，是公司的控股股东。方正集团主要从事方正电子出版系统、方正-SUPPER 汉卡、计算机软硬件及相关设备、通讯设备、仪器仪表、办公自动化设备的生产及相关产品和技术出口。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，北京大学是公司实际控制人。

公司主要从事的业务有：证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券自营、资产管理、发行承销、IB 业务、直投业务和融资融券等业务。

1.2 方正证券股本结构及参控股公司情况

方正证券第一大股东为方正集团，本次发行前持有公司 56.592% 的股份，利得科技和哈投股份为公司第二和第三大股东，本次发行前分别持有公司 8.646% 和 6.440% 的股份。本次公司发行 15 亿股 A 股，其中网下向配售对象配售数量 67500 万股，占本次发行总量的 45%；网上以资金申购方式发行数量 82500 万股，占本次发行总量的 55%，本次发行后公司总股本增至 61 亿股，其中新发股票占发行后总股本的 24.59%。

方正证券控股方正和生投资有限责任公司 100% 股权，瑞信方正证券 66.7% 股权，方正期货 85% 股权，主要控股的公司情况为：

公司出资 2 亿元设立全资控股子公司方正和生投资有限责任公司，作为直接投资业务平台开展直接投资业务，从事的主要业务为：投资管理、投资咨询和企业管理。截至 2010 年 12 月 31 日，经审计方正和生总资产为 1.99 亿元，净资产为 1.99 亿元，2010 年净利润为 -95.12 万元。

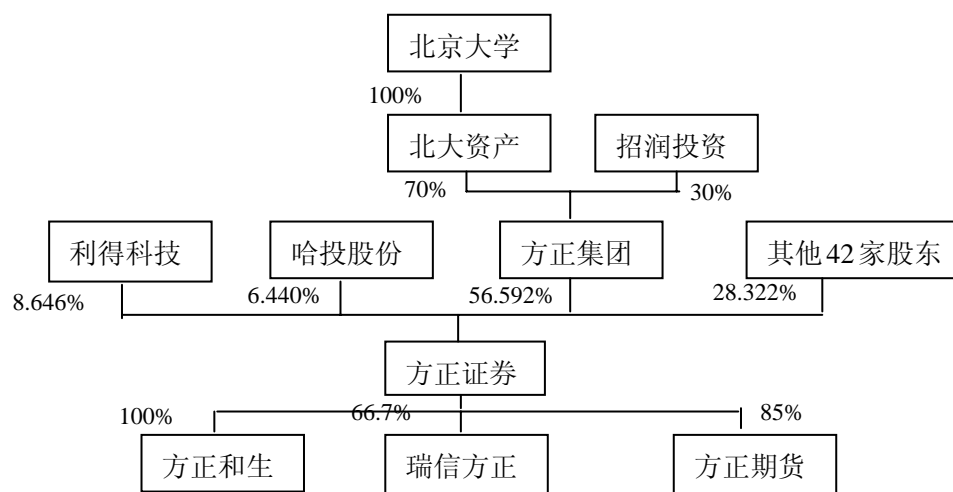
公司与瑞士信贷于 2008 年共同出资设立瑞信方正证券有限责任公司作为本公司投行业务的专业化平台。瑞信方正注册资本为人民币 8 亿元，其中公司以货币出资 5.336 亿元，占公司注册资本的 66.7%。瑞信方正经营范围包括股票（包括人民币普通股、外资股）和债券（包括政府债券、公司债券）的承销与保荐以及中国证监会批准的其他业务。截至 2010 年 12 月 31 日，经审计瑞信方正的总资产为 9.82 亿元，净资产为 8.54 亿元，2010 年净利润为 0.53 亿元。

方正期货注册资本为 2 亿元，本公司直接持有方正期货 85% 股权。方正期货拥有



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。经营范围包括商品期货、金融期货经纪业务。方正期货已正式成为中金所交易会员，客户可以申请中金所交易编码并进行股指期货交易。截至 2010 年 12 月 31 日，经审计方正期货的总资产为 13.90 亿元，净资产为 2.87 亿元，2010 年净利润为 0.45 亿元。

图表 1 本次发行前公司股权结构及控制关系



数据来源：招股意向书

表格 1 发行前后方正证券股本结构变化

| 股东 | 本次发行前 | | 本次发行后 | |
|--------------------|---------------|--------|---------------|--------|
| | 股数（股） | 比例 | 股数（股） | 比例 |
| 前十大股东 | | | | |
| 北大方正集团有限公司（SS） | 2,603,228,385 | 56.59% | 2,512,252,232 | 41.18% |
| 利德科技发展有限公司 | 397,731,595 | 8.65% | 397,731,595 | 6.52% |
| 哈尔滨哈投投资股份有限公司 | 296,234,942 | 6.44% | 296,234,942 | 4.86% |
| 苏州尼盛国际投资管理有限公司 | 139,066,991 | 3.02% | 139,066,991 | 2.28% |
| 嘉鑫投资有限公司 | 139,066,991 | 3.02% | 139,066,991 | 2.28% |
| 北京万华信融投资咨询有限公司 | 139,066,991 | 3.02% | 139,066,991 | 2.28% |
| 长沙先导投资控股有限公司（SS） | 83,440,195 | 1.81% | 79,274,451 | 1.30% |
| 上海圆融担保租赁有限公司 | 83,440,195 | 1.81% | 83,440,195 | 1.37% |
| 郑州煤电物资供销有限公司（SS） | 79,963,520 | 1.74% | 79,963,520 | 1.31% |
| 浙江省丝绸集团有限公司 | 74,957,108 | 1.63% | 74,957,108 | 1.23% |
| 社会公众股 | | | | |
| 公众股股东 | — | — | 1,500,000,000 | 24.59% |
| 全国社会保障基金理事会 | | | | |
| 全国社会保障基金理事会 | — | — | 103,279,224 | 1.69% |

资料来源：招股意向书

2. 方正证券行业地位及竞争优势

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，是业务资格“全牌照”的证券公司，拥有证券经纪、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 业务等多项业务资格。公司秉承“稳健经营，持续创新”的理念，以传统优势的经纪业务为依托，致力于为投资者提供全面的财富管理与增值服务，连续多年在证监会分类监管评级中获评全国 A 类。

2.1 发展均衡，融资成功提升综合实力

方正证券综合实力位于行业中上游。方正证券净资产在 2008 年、2009 年、2010 年的排名依次是 13 位、16 位和 18 位；净资本近三年排名依次是 14 位、17 位和 19 位；净利润近三年的排名依次是 8 位、16 位和 19 位，公司各项指标排名较为相近，说明公司发展均衡，而且净利润排名较净资产、净资本和营业收入的排名更为靠前，说明公司运用资本的效率较高，对于经营过程中的成本费用控制能力较好。但公司各项指标的排名三年间呈现下滑趋势，说明公司的竞争力在行业内激烈的竞争格局下尚显不足，通过此次首发筹集资金，公司将提升传统业务实力同时更快发展创新业务，提升公司的业务规模和盈利能力。

表格 2 上市券商各项指标排名情况

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | |
|------|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|
| | 净资产 | 净资本 | 营业收入 | 净利润 | 净资产 | 净资本 | 营业收入 | 净利润 | 净资产 | 净资本 | 营业收入 | 净利润 |
| 中信证券 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 海通证券 | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 5 | 5 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 长江证券 | 19 | 19 | 18 | 19 | 13 | 13 | 19 | 17 | 15 | 16 | 19 | 18 |
| 宏源证券 | 17 | 18 | 23 | 24 | 18 | 21 | 20 | 19 | 20 | 22 | 18 | 17 |
| 国元证券 | 18 | 21 | 26 | 23 | 7 | 6 | 28 | 27 | 9 | 10 | 25 | 22 |
| 国金证券 | 48 | 39 | 21 | 17 | 51 | 42 | 43 | 49 | 48 | 42 | 33 | 45 |
| 东北证券 | 44 | 58 | 28 | 30 | 39 | 44 | 30 | 29 | 39 | 27 | 31 | 36 |
| 太平洋 | 62 | 64 | 106 | 106 | 63 | 64 | 60 | 57 | 66 | 64 | 66 | 64 |
| 西南证券 | 24 | 29 | 43 | 53 | 24 | 25 | 27 | 24 | 12 | 12 | 27 | 25 |
| 招商证券 | 11 | 17 | 10 | 10 | 3 | 5 | 8 | 8 | 5 | 6 | 8 | 6 |
| 光大证券 | 7 | 5 | 12 | 12 | 4 | 3 | 12 | 10 | 6 | 4 | 11 | 11 |
| 华泰证券 | 10 | 10 | 7 | 11 | 11 | 12 | 9 | 9 | 3 | 3 | 10 | 9 |
| 广发证券 | 4 | 8 | 4 | 4 | 6 | 8 | 4 | 4 | 7 | 9 | 2 | 2 |
| 兴业证券 | 21 | 22 | 32 | 41 | 23 | 23 | 21 | 20 | 19 | 18 | 24 | 26 |
| 山西证券 | 37 | 38 | 41 | 39 | 38 | 59 | 44 | 42 | 23 | 23 | 48 | 44 |
| 方正证券 | 13 | 14 | 11 | 8 | 16 | 17 | 17 | 16 | 18 | 19 | 21 | 19 |

数据来源：证券业协会

注：排名为母公司口径

表格 3 上市券商近三年 ROE

| 简称 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|------|--------|--------|--------|
| 广发证券 | - | - | 21.64% |
| 宏源证券 | 10.88% | 17.61% | 17.90% |
| 中信证券 | 14.58% | 16.38% | 17.23% |
| 东北证券 | 18.16% | 29.86% | 15.23% |
| 国金证券 | 34.92% | 19.93% | 14.52% |
| 方正证券 | 13.37% | 18.09% | 13.92% |
| 招商证券 | 26.71% | 17.36% | 13.47% |
| 长江证券 | 15.24% | 15.04% | 13.46% |
| 兴业证券 | 8.97% | 25.22% | 10.99% |
| 华泰证券 | 15.57% | 29.36% | 10.58% |
| 太平洋 | - | 22.71% | 10.40% |
| 光大证券 | 13.79% | 12.93% | 9.97% |
| 海通证券 | 8.82% | 10.74% | 8.70% |
| 西南证券 | 71.90% | 21.53% | 7.24% |
| 山西证券 | 11.45% | 20.19% | 7.10% |
| 国元证券 | 11.04% | 6.89% | 6.18% |

数据来源：上市公司定期报告 天相投顾整理

注：以 2010 年 ROE 排序

2.2 丰富的资源运用优势

方正证券的资源优势主要体现在两方面：

（一）、控股股东的资源运用优势

公司控股股东方正集团是中国本土最具创新力和影响力的高科技企业之一，创造了对中国 IT 产业发展和大规模应用至关重要的核心技术。现有业务涵盖 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。公司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。

（二）、与国际接轨的投行合作优势

方正证券在投行业务领域的重要合作伙伴瑞士信贷是一家拥有 150 多年悠久历史的全球性金融服务机构，拥有国际一流的投资银行。公司与瑞士信贷于 2008 年发起设立瑞信方正作为投行业务的专业化平台。与瑞士信贷的合作一方面可以充分借鉴其在国际金融业的丰富实践经验及投行业务专长，引进其先进的经营模式和成熟的管理理念，并将之与方正证券对国内政策的深刻理解和丰富的国内投行经验相结合，打造方正证券国际化的投行业务运营平台；同时可以利用瑞士信贷的全球金融服务系统

及强大的业务能力，不断提升瑞信方正的金融服务能力，不仅有助于瑞信方正为国内客户提供海内外融资、并购等方面的长期服务，也有助于方正证券其他业务的对外合作和专业化发展。

2.3 湘、浙双区域优势

截至 2010 年底，公司拥有 87 家营业部，2010 年的部均成交额排名在上市券商中位于第 10 位。公司的营业网点呈“区域集中、辐射全国”的分布格局，其中 63 家营业部分布在湖南和浙江，其余 24 家营业部分设在北京、上海、天津、重庆、广东、江苏等 13 个省市的中心城市。

表格 4 2010 年上市券商部均成交额排名

| 公司名称 | 营业部数量 | 成交额(亿) | 部均成交额（亿） | 排名 |
|------|-------|-----------|----------|----|
| 招商证券 | 81 | 48,693.47 | 601.15 | 1 |
| 国金证券 | 22 | 9,296.38 | 422.56 | 2 |
| 中信证券 | 270 | 97,834.92 | 362.35 | 3 |
| 兴业证券 | 55 | 19,907.90 | 361.96 | 4 |
| 光大证券 | 107 | 38,376.03 | 358.65 | 5 |
| 华泰证券 | 201 | 68,359.43 | 340.10 | 6 |
| 广发证券 | 189 | 56,881.29 | 300.96 | 7 |
| 海通证券 | 183 | 53,879.67 | 294.42 | 8 |
| 长江证券 | 86 | 22,058.15 | 256.49 | 9 |
| 方正证券 | 87 | 19,931.43 | 229.10 | 10 |
| 西南证券 | 41 | 8,599.81 | 209.75 | 11 |
| 宏源证券 | 78 | 15,095.99 | 193.54 | 12 |
| 国元证券 | 76 | 14,645.65 | 192.71 | 13 |
| 东北证券 | 65 | 8,663.02 | 133.28 | 14 |
| 山西证券 | 59 | 7,691.94 | 130.37 | 15 |
| 太平洋 | 29 | 3,142.99 | 108.38 | 16 |

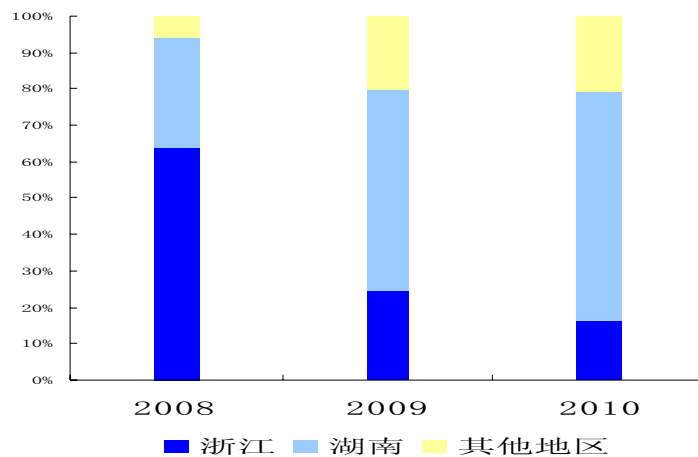
数据来源：上证所、深交所 公司年报 天相投顾整理

公司在湖南和浙江两省的区域优势明显，两省共拥有 63 家营业部，占营业部总数 72.41%，从地区收入情况看，近三年来公司在湖南和浙江两个区域的收入合计占比均超过 79%。公司在湖南区域市场有较强的定价能力，区域优势明显。截至 2010 年 12 月 31 日，公司在省内拥有 44 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，其中 19 家营业部在当地属独家经营。此外，公司在湖南省内的客户数量较多，截至 2010 年末本公司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。近年来湖南省经济快速发展，省内证券市场有着良好的发展前景，将为公司业务的持续快速发展形成强有力的支撑。浙江省是公司营业部分布的另一个主要区域，截至 2010 年末，公司在省内拥有 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 年公司省内的 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。浙江省经济发达，截至 2010 年底拥有 165 家上市公司，数量居全国第三位，另外浙江民间资本丰富，资本市场非常活跃，因此公司在省内的



经纪以及发行承销等业务均有巨大的发展潜力。

图表 2 地区收入贡献占比情况



数据来源：招股意向书

3. 公司主营业务分析

2010 年，由于国内外经济前景不明朗，证券市场也呈现震荡的走势，增加了证券公司业务开展的难度，经纪、自营等业务收入出现波动，但另一方面随着证券业协会对佣金战的规范政策出台，券商经纪业务开展环境有所改善，另外 2010 年市场发行融资规模迅速放大至 9552 亿元，较 2009 年增长了 84.29%，极大地提高了券商的发行融资收入，收入结构有了一定程度的改善。2010 年，方正证券实现营业收入 30.88 亿元，同比减少 6.77%，实现归属母公司净利润 12.48 亿元，同比减少 9.91%。

方正证券 2008-2010 年的营业收入分别为 30.87 亿元、33.12 亿元和 21.52 亿元，归属母公司净利润分别为 12.48 亿元、13.85 亿元和 8.60 亿元，公司业绩变化与行业基本一致。

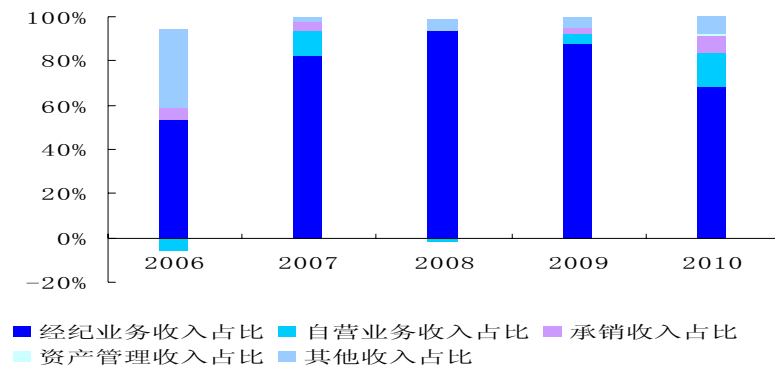
3.1 传统业务收入比重较大，创新业务发展尚显不足

长期以来我国证券公司盈利模式相对单一，业务种类趋同，收入主要来自经纪业务和自营业务，一些证券公司虽可以从事资产管理、融资融券和直投等新业务，但总体上讲，我国证券公司盈利模式的差异性尚不显著。

方正证券收入结构与同行业类似而且，经纪业务、自营业务和承销业务等传统业务收入占比超过 90%，依赖传统业务的情况更为明显。其中经纪业务收入占比在 2008 年是 96.43%，2009 年经纪业务收入占比为 87.86%，到了 2010 年，经纪业务收入贡献为 68.28%，主要由于公司自营业务表现良好而且承销业务收入增长迅猛，很大程度上改善了公司盈利结构，而且公司于 2010 年开始开展资产管理业务，也为公司贡献了一定的收入。



图表 3 2006-2010 年方正证券收入结构变化



数据来源：证券业协会 天相投顾整理

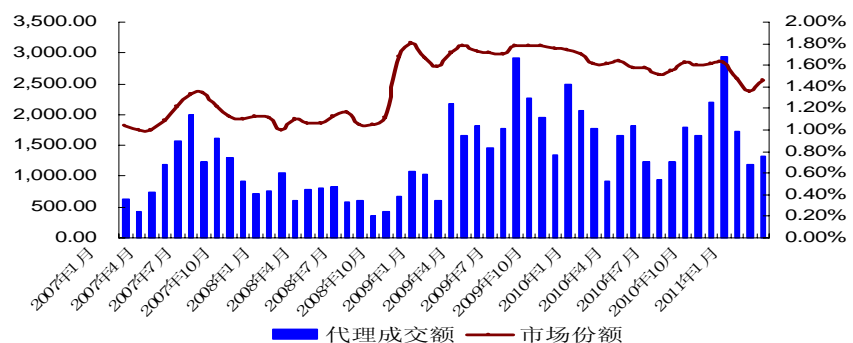
3.2 经纪业务市场份额和佣金率双下滑

3.2.1 网点数量有优势，市场份额下滑

证券营业部是开展经纪业务的重要载体，是决定经纪业务规模的重要因素，方正证券收购泰阳证券后营业网点由 24 家增至 81 家，截至 2010 年底公司拥有 87 家证券营业部，营业部数量在全国 106 家券商中排名第 13 位，在目前已上市券商中名列第 5 位，数量上具有一定优势。另外公司营业网点呈“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 63 家营业部，占营业部总数的 72.41%，同时公司在北京、上海、天津、重庆、广东、江苏等 13 个城市也设有 24 家营业部。

公司收购泰阳证券后经纪业务市场覆盖面扩大，股基权债口径下，2008 年末市场份额上升至 1.6%以上，2009 年年均市场份额为 1.74%，但进入 2010 年由于较多证券公司通过新建营业部和完成证券服务部升级增加了营业部数量，扩大了经营网络覆盖面，挤占了公司的市场份额，激烈的市场竞争格局使公司经纪业务的开展受到影响，市场占有率出现下滑的趋势，2010 年的年均市场份额下降至 1.59%。

图表 4 代理成交额（亿）和市场份额变化



数据来源：上证所、深交所 天相投顾整理

注：股基权债口径

3.2.2 佣金水平居中，呈下降趋势

从经纪业务市场布局来看，公司区域优势较为明显，湖南省是公司营业部分布的主要区域，2010 年底拥有 44 家营业部，占该区域营业部总量近三分之一，网点遍布了湖南省经济发达的绝大部分市、县，其中 19 家营业部在当地属独家经营；另外公司湖南省内客户规模较大，2010 年末公司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。基于以上两点，公司在湖南区域市场有一定的定价能力，和其他区域型券商的特点相似，公司的佣金率水平在上市券商中处于中等水平，但在上市区域型券商中佣金率水平较低。

表格 5 公司近三年佣金率变化情况

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------|------------|------------|------------|
| 市场平均佣金率（%） | 1.30 | 1.19 | 0.83 |
| 公司综合佣金率（%） | 1.40 | 1.20 | 0.91 |
| 市场股基权证单边交易量（亿） | 339,294.00 | 595,372.36 | 564,912.70 |
| 公司股基权证交易量（亿） | 13,086.13 | 21,912.12 | 19,685.75 |

数据来源：招股意向书

表格 6 上市券商佣金率对比

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| 太平洋 | 0.1989% | 0.2012% | 0.1651% | 0.1474% |
| 东北证券 | 0.1939% | 0.1804% | 0.1546% | 0.1281% |
| 宏源证券 | 0.1846% | 0.1586% | 0.1300% | 0.1143% |
| 山西证券 | 0.1960% | 0.1783% | 0.1551% | 0.1128% |
| 广发证券 | 0.1472% | 0.1456% | 0.1304% | 0.0955% |
| 西南证券 | 0.1715% | 0.1285% | 0.1146% | 0.0914% |
| 海通证券 | 0.1150% | 0.1206% | 0.1135% | 0.0903% |
| 方正证券 | 0.1239% | 0.1390% | 0.1170% | 0.0900% |
| 国金证券 | 0.1177% | 0.1048% | 0.1116% | 0.0862% |
| 国元证券 | 0.1567% | 0.1406% | 0.0996% | 0.0837% |
| 华泰证券 | 0.1271% | 0.0982% | 0.0927% | 0.0807% |
| 中信证券 | 0.1513% | 0.1265% | 0.1124% | 0.0798% |
| 长江证券 | 0.1365% | 0.1040% | 0.1032% | 0.0795% |
| 招商证券 | 0.1332% | 0.1064% | 0.0929% | 0.0735% |
| 光大证券 | 0.1627% | 0.1164% | 0.0883% | 0.0716% |
| 兴业证券 | 0.1280% | 0.1050% | 0.0931% | 0.0620% |

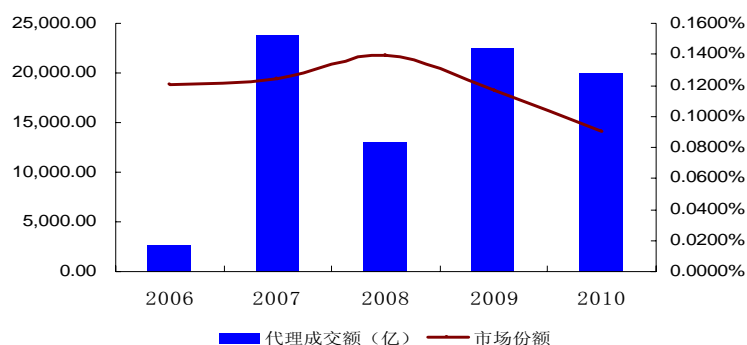
数据来源：上证所、深交所、各上市公司定期报告

注：股基权债口径，以 2010 年佣金水平排序

由于 2008 年下半年开始较多证券公司通过新建营业部和证券服务部升级增加了营业部数量扩大了经营网络覆盖面，同时通过降低佣金等方式进一步抢占市场，因此随着行业竞争的加剧，公司的佣金率水平呈现逐年下滑的趋势。2007 年方正证券综合佣金率水平为 0.1239%（股基权债口径，以下同），2008 年佣金率上升至 0.1390%，

随后由于较多证券公司通过新建营业部和完成证券服务部升级增加了营业部数量，扩大了经营网络覆盖面，挤占了公司的市场份额，激烈的市场竞争格局使公司经纪业务的开展受到影响，加上 2009 年券商之间大打佣金价格战，最终公司 2009 年的佣金率下降至 0.1170%，2010 年经纪业务市场竞争依然激烈，公司佣金率继续下降至 0.0900%。

图表 5 方正证券代理成交额（亿）和市场份额变化情况



资料来源：上证所、深交所 天相投顾整理

3.3 承销业务与国际接轨

公司 2008 年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 8 亿元人民币，采取“全球性视野，专业化运作”的子公司模式，专业从事投资银行业务。2009、2010 两年瑞信方正成功实施多个项目，在跨境并购方面也呈现良好发展态势。瑞士方正 2009 年处于项目储备期，虽无股票承销项目，但公司在债权融资业务方面表现突出，成功完成 5 个企业债以及 2 个公司债的主承销工作，成功完成工商银行次级债及铁道部企业债的联合主承销工作，财务顾问业务方面完成了金地集团的定向增发财务顾问业务，2009 年度瑞信方正累计完成股票、债券的上市推荐或主承销企业 12 家，承销金额超过 174 亿元，行业排名第 20 位。进入 2010 年，瑞信方正正在为大型企业提供投行服务方面表现突出，迅速提升了投行业务的知名度，股票市场 IPO 以及再融资筹资金额合计达到 219.41 亿元，筹资金额市场份额为 2.29%，行业排名第 15 位，年内成功完成兴业银行、交通银行、工商银行、上海电气、南京银行、世纪瑞尔、顺网科技等多个 IPO 项目和再融资，承销业务拓展非常迅速，2010 年瑞信方正累计完成股票、债券的承销金额超过 381 亿元，主承销金额市场份额由 2009 年的 1.52% 上升至 2.54%，排名由 2009 年的 20 位上升至 13 位。

表格 7 上市券商 2010 年股票市场 IPO、增发、配股情况

| 上市券商 | 2009 | | | | 2010 | | | |
|------------|----------|-------|--------|----|----------|-------|--------|----|
| | 筹资金额 (亿) | 承销数 | 市场份额 | 排名 | 筹资金额 (亿) | 承销数 | 市场份额 | 排名 |
| 中信合并 | 983.29 | 25.00 | 20.26% | 1 | 1275.15 | 40.25 | 13.29% | 2 |
| 中德证券有限责任公司 | 16.21 | 3.00 | 0.33% | 38 | 53.78 | 7.00 | 0.56% | 24 |
| 招商证券股份有限公司 | 94.91 | 12.00 | 1.96% | 14 | 234.97 | 24.00 | 2.45% | 14 |
| 兴业证券股份有限公司 | 17.26 | 3.00 | 0.36% | 35 | 42.03 | 8.00 | 0.44% | 27 |
| 西南证券股份有限公司 | 82.26 | 10.00 | 1.69% | 15 | 35.97 | 5.00 | 0.37% | 29 |



| | | | | | | | | |
|-------------|--------|-------|-------|----|--------|-------|-------|----|
| 太平洋证券股份有限公司 | 43.20 | 4.00 | 0.89% | 22 | 15.06 | 1.00 | 0.16% | 45 |
| 华泰合并 | 216.66 | 11.33 | 4.46% | 5 | 320.97 | 38.50 | 3.35% | 12 |
| 宏源证券股份有限公司 | 13.06 | 3.00 | 0.27% | 43 | 130.16 | 11.00 | 1.36% | 20 |
| 海通证券股份有限公司 | 256.12 | 14.00 | 5.28% | 4 | 413.17 | 25.75 | 4.31% | 7 |
| 国元证券股份有限公司 | 77.41 | 7.00 | 1.59% | 16 | 48.75 | 7.00 | 0.51% | 25 |
| 国金证券股份有限公司 | 25.68 | 6.00 | 0.53% | 26 | 155.76 | 13.00 | 1.62% | 18 |
| 广发证券股份有限公司 | 128.93 | 13.00 | 2.66% | 11 | 326.26 | 31.00 | 3.40% | 11 |
| 光大证券股份有限公司 | 115.91 | 9.00 | 2.39% | 12 | 156.66 | 8.50 | 1.63% | 17 |
| 东北证券股份有限公司 | 5.06 | 1.00 | 0.10% | 52 | 19.08 | 2.00 | 0.20% | 39 |
| 长江证券承销保荐 | 146.54 | 4.00 | 3.02% | 9 | 22.38 | 4.00 | 0.23% | 36 |
| 瑞信方正 | - | - | - | - | 219.41 | 1.25 | 2.29% | 15 |

数据来源：天相投资分析系统

表格 8 方正证券近三年股票发行业务情况

| 项目 | 首次发行 | | | 增发 | | |
|--------|-------|--------------|----------|-------|------------|----------|
| 股票主承销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2009 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2010 年 | 2.00 | 179,935.00 | 9,182.55 | 1.00 | 164,121.00 | 2,196.00 |
| 股票副主承销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2009 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2010 年 | 1.00 | 110,000.00 | 1,750.95 | - | - | - |
| 股票分销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | 3.00 | 161,217.62 | 48.47 | - | - | - |
| 2009 年 | 1.00 | 105,336.00 | 20.54 | - | - | - |
| 2010 年 | 1.00 | 34,264.59 | 24.03 | - | - | - |
| 项目 | 配股 | | | 可转债 | | |
| 股票主承销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2009 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2010 年 | 3.00 | 1,145,205.96 | 8,719.64 | 1.00 | 500,000.00 | 1,559.00 |
| 股票副主承销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2009 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2010 年 | 1.00 | 168,369.19 | 328.78 | - | - | - |
| 股票分销 | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) | 次数(次) | 金额(万元) | 收入(万元) |
| 2008 年 | - | - | - | 1.00 | 5,000.00 | 25.00 |
| 2009 年 | - | - | - | - | - | - |
| 2010 年 | - | - | - | - | - | - |

资料来源：招股意向书

注：上述收入包括保荐收入与承销收入

3.4 自营风格激进，操作能力较强

公司 2009 年末净资产为 76.58 亿元，自营盘规模为 8.69 亿元，2010 年末净资产规模为 89.64 亿元，自营盘规模为 35.49 亿元，自营规模较 2009 年大幅增长 308.40%，远远高于净资产增幅。从方正证券近三年自营盘配置情况看，公司自营风格非常激进，2008 年自营盘中权益类资产占比 69.85%，而 2009 年和 2010 年的自营权益类资产占比均超过 98%，其余自营资产均为基金类。公司自营业务操作能力排在上市券商前列，2009 年和 2010 年的自营业务收入分别为 1.55 亿元和 4.85 亿元，自营收益率分别达到 17.81%和 13.66%。

表格 9 2009、2010 上市券商净资产规模、自营规模、自营收益率情况

| 单位：亿元 | 净资产 | | 自营规模 | | 自营资产占净资产比例 | | 自营收益率 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|
| | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 |
| 中信证券 | 648.14 | 708.48 | 552.26 | 514.44 | 85.21% | 72.61% | 6.21% | 22.36% |
| 海通证券 | 445.19 | 456.17 | 191.67 | 210.52 | 43.05% | 46.15% | 5.08% | 5.14% |
| 长江证券 | 91.24 | 95.29 | 84.20 | 82.05 | 92.28% | 86.11% | 8.14% | 11.32% |
| 宏源证券 | 65.39 | 72.99 | 56.79 | 53.56 | 86.84% | 73.38% | 6.43% | 12.94% |
| 国元证券 | 151.83 | 149.80 | 19.78 | 48.33 | 13.03% | 32.26% | 8.27% | 5.06% |
| 国金证券 | 25.95 | 30.23 | 7.39 | 4.98 | 28.46% | 16.48% | 19.88% | 10.97% |
| 东北证券 | 30.61 | 34.69 | 23.23 | 11.77 | 75.88% | 33.92% | 15.42% | 10.04% |
| 太平洋 | 17.85 | 19.59 | 11.46 | 5.68 | 64.19% | 28.99% | 13.70% | 0.18% |
| 西南证券 | 46.78 | 111.23 | 29.03 | 51.55 | 62.07% | 46.34% | 24.57% | 8.58% |
| 招商证券 | 226.16 | 239.76 | 193.74 | 229.59 | 85.67% | 95.76% | 5.07% | 2.21% |
| 光大证券 | 226.29 | 229.01 | 80.51 | 72.15 | 35.58% | 31.51% | 5.32% | 4.57% |
| 华泰证券 | 141.34 | 332.40 | 74.19 | 191.07 | 52.49% | 57.48% | 5.49% | 2.89% |
| 广发证券 | 172.43 | 194.31 | 143.08 | 176.25 | 82.98% | 90.71% | 8.10% | 11.80% |
| 兴业证券 | 53.48 | 87.47 | 35.02 | 64.22 | 65.48% | 73.42% | 16.51% | 4.60% |
| 山西证券 | 34.42 | 65.33 | 4.72 | 5.55 | 13.70% | 8.49% | 13.97% | 25.67% |
| 方正证券 | 76.58 | 89.64 | 8.69 | 35.49 | 11.35% | 39.59% | 17.81% | 13.66% |

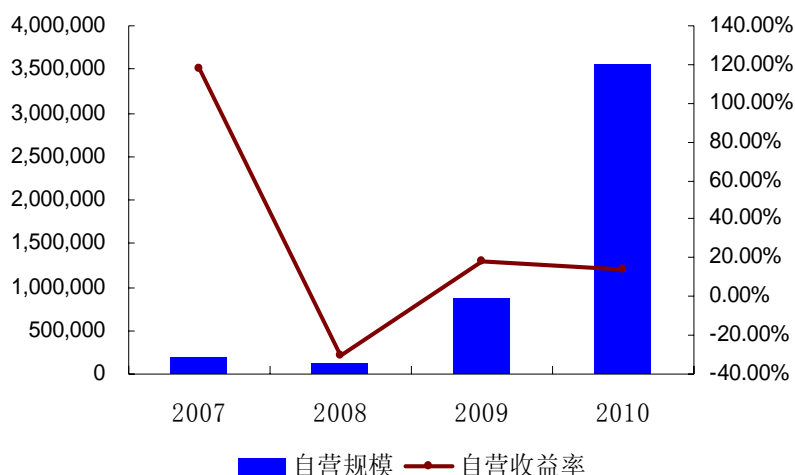
数据来源：招股意向书 天相投顾整理

表格 10 2009、2010 自营盘配置情况

| 单位： 亿元 | 2008 | | | 2009 | | | 2010 | | |
|-----------|----------|----------|------------|----------|----------|------------|----------|----------|------------|
| | 资产 规模 | 配置 比例 | 占净资产 比例 | 资产 规模 | 配置 比例 | 占净资产 比例 | 资产 规模 | 配置 比例 | 占净资产 比例 |
| 自营债券 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00% |
| 自营股票 | 0.77 | 69.85% | 1.24% | 8.55 | 98.36% | 11.16% | 35.07 | 98.83% | 39.12% |
| 自营基金 | 0.33 | 30.15% | 0.53% | 0.14 | 1.64% | 0.19% | 0.42 | 1.17% | 0.46% |
| 自营其他 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00% |
| 自营规模 | 1.11 | - | 1.77% | 8.69 | 100.00% | 11.35% | 35.49 | - | 39.59% |

数据来源：上市公司定期报告 天相投顾整理

图表 6 方正证券自营规模（千元）和自营收益率变化



资料来源：证券业协会 天相投顾整理

3.5 新业务逐步开展

方正证券目前主要收入源自传统的经纪业务、自营业务和投行业务，但资产管理、期货经纪、融资融券和直投等新业务也逐步开展，虽然短期内贡献的收益有限，但公司一系列新业务的持续发展将为公司未来完善的盈利结构埋下伏笔。

2009年5月方正证券取得从事资产管理业务资格，2010年5月公司首发推广了第一只集合理财产品“方正金泉友1号”限定性集合资产管理计划；2010年12月公司首发推广了第二只集合理财产品“方正金泉友2号”非限定性集合资产管理计划；2011年7月，公司的第三只集合理财产品“方正金泉友3号”也已开始了推广工作。

方正证券期货业务收入主要为控股子公司方正期货的期货手续费收入。方正期货注册资本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，经营范围包括商品期货、金融期货经纪业务，公司持有方正期货85%的股权。方正期货2008、2009和2010年分别为方正证券贡献9091.65万元、12100.19万元和17597.86万元的期货公司业务收入，营业收入贡献率分别为4.22%、3.65%和5.70%。

2010年4月公司董事会同意公司在融资融券业务试点期间，自中国证监会批准公司开展融资融券业务之日起一年内，融资融券业务总规模不超过20亿元人民币，同年11月，方正证券进入第三批融资融券试点券商名单，12月完成了融资融券业务试点的首单交易，截至2010年末，公司融出资金393.50万元，融资融券业务收入1.34万元，公司的融资融券业务已经顺利起航。

2010年3月证监会批准了方正证券出资2亿元设立全资控股子公司方正和生投资有限责任公司，开展直接投资业务，截至2010年末，方正证券直投业务收入48.09万元，营业收入贡献0.02%。方正和生的业务定位明确，旨在重点投资医疗医药等健康领域，发展成为国内知名的医药健康产业专业投资机构。



4. 募集资金投向分析

2006年11月1日,《证券公司风险控制指标管理办法》开始实施,该办法建立了以净资本为核心的证券公司风险控制指标体系,将证券公司从事各类业务的规模与净资本挂钩。本次发行募集资金扣除发行费用后,将全部用于补充公司资本金,以提高公司净资本水平,为公司全面巩固和拓展各项业务提供充足的资本和资金支持,促进公司战略发展目标的实现。具体来看,募集资金的投向主要为:

(一) 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

在本次融资完成后,公司争取在三年内使网点数量规模进入全国前十。在积极新设网点的同时,积极寻找购并机会,通过收购现有目标区域的中小证券公司,实现公司网点规模的快速扩张,为经纪业务的利润增长及市场规模扩张打下基础。除现有经纪业务外,公司将加大投入,依靠品牌、营业网点、客户资源、营销渠道、管理和服务体系,积极提升方正期货的市场地位和品牌形象,大力发展期货经纪业务。

(二) 调整证券自营规模及适当扩大客户资产管理业务

1、根据市场条件适当调整证券自营业务规模

根据监管政策,公司自营权益类证券及证券衍生品上限为公司净资本的100%,公司自营固定收益类证券上限为公司净资本的500%。在此政策范围内,公司将充分利用本次募集资金扩充公司净资本,在风险可控的前提下,根据市场条件调整证券自营业务规模。

2、发展客户资产管理业务

根据中国证监会的相关规定,证券公司开展客户资产管理业务应按照理财规模的一定比例计算风险准备金,且集合资产管理规模不得超过净资本的10倍。因此,本次募集资金有利于扩充资本,做大做强客户资产管理业务。

(三) 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

公司将充分利用本次募集资金一方面用于加强研究部门基础数据库和金融工程平台建设,为整体研究工作水平的提高提供基础性的硬件系统支持;另一方面通过自我积累、培养研究人员和从外部招募高素质人才的方式扩大研究队伍,提高整体研究水平。

(四) 开展融资融券及经中国证监会批准的其他创新业务

1、融资融券业务

融资融券业务作为我国证券市场重要的制度创新,将连通货币市场和资本市场,为证券市场带来新的增量资金,有利于活跃市场,同时也将促使交易量进一步扩大。融资融券业务的推行不仅可以为公司带来较为稳定的收益并放大公司的经纪业务的交易总量,还可以衍生出很多的产品创新机会,并为证券自营业务降低成本和套期保值提供了可能。目前,本公司已经获取融资融券业务资格,本次募集资金拟用于开展融资融券业务。



2、金融衍生产品业务

金融衍生产品业务将为证券公司提供新的业务空间，一方面，证券公司可以担任金融衍生产品的承销商、经纪商和做市商；另一方面，可以将衍生工具运用到融资、资产管理、投资等业务中，推动证券公司的业务转型与扩张。公司将密切关注监管政策和市场形势变化，在时机成熟且取得中国证监会批准前提下，将充分发挥公司在机制、技术和创新方面的优势，适时开展金融衍生产品业务，培育新的利润增长点。

（五）加强信息系统建设，提升后台的服务能力

（六）补充子公司资本金

1、对瑞信方正增资

承销业务是公司快速发展的一项业务，也是公司的主要业务之一。目前，公司的投资银行子公司瑞信方正证券已于 2008 年 10 月成立，注册资本 8 亿元，其中公司投入 5.34 亿元占瑞信方正注册资本的 66.7%。未来，随着瑞信方正业务规模的扩大，将需要更多的资金投入。募集资金到位后，公司将根据瑞信方正的发展状况，在获得监管部门批准的前提下，加大对瑞信方正的资金投入，提高其承销实力。

2、对方正和生增资

证券公司直接投资业务的规模直接取决于公司资本实力的大小，因此直接投资业务的发展客观上需要本公司具有较强的资本实力。方正证券前身为浙江省证券，在 2008 年前公司总部位于杭州，具有得天独厚的地理优势，积累了众多优质企业资源；而在吸收合并泰阳证券后，成为中部及西部地区最大的证券公司，开展直接投资业务资源丰富、条件便利，目前本公司已取得直接投资业务试点资格，并设立了开展直投业务的子公司方正和生。公司拟向方正和生增资，扩大直投业务规模，促使本公司突破传统业务范围，充分利用投资银行、资产管理方面的优势，延伸和整合业务链条，优化经营模式，进而提高公司的整体的核心竞争能力。

5. 盈利预测

5.1 市场假设

2011 年上证综指均值 2850 点，2012 年上证综指均值 2900 点

2011 年年度股票日均换手率 1.00%，2012 年年度股票日均换手率 1.00%

2011 年日均股票成交额 2000 亿元，2012 年日均股票成交额 2230 亿元

表格 11 方正证券盈利预测假设

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 日均成交额（亿） | 2185 | 2242 | 2000 | 2230 |
| 股票市场日均换手率 | 2.30% | 1.46% | 1.00% | 1.00% |
| 期末指数 | 3277 | 2808 | 2850 | 2900 |
| 股票融资额（亿） | 5183 | 9552 | 7500 | 7000 |
| 流通比例 | 61.67% | 76.10% | 80.00% | 85.00% |

| | | | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 总市值（亿） | 226,078 | 253,177 | 264,464 | 276,104 |
|--------|---------|---------|---------|---------|

数据来源：天相投顾预测

5.2 公司假设

公司业绩预测基于以下经营假设：

经纪业务：2011 年市场份额 1.45%，2012 年市场份额 1.42%，2011 年净佣金率 0.090%，2012 年净佣金率 0.085%

承销业务：2011 年股票 IPO 和再融资承销份额 2.75%，2012 年股票 IPO 和再融资承销份额 2.80%

自营业务：2011 年年度自营收益率 8%，2012 年年度自营收益率 9%

5.3 盈利预测

根据以上假设，我们预测方正证券 2011 年、2012 年营业收入分别为 28.71 亿元和 29.61 亿元，实现归属母公司净利润 10.80 亿元和 11.54 亿元。2011 年和 2012 年的基本每股收益分别为 0.21 元和 0.19 元。

表格 12 方正证券盈利预测

| 单位：万元 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 一、营业收入 | 331,192.63 | 308,770.34 | 284,165.45 | 296,084.35 |
| 手续费及佣金净收入 | 284,043.44 | 226,946.38 | 202,441.09 | 209,165.53 |
| 其中：代理买卖证券业务净收入 | 262,945.06 | 179,290.65 | 162,818.29 | 167,897.49 |
| 证券承销业务净收入 | 8,420.23 | 24,318.63 | 22,530.75 | 23,520.00 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 0.00 | 897.58 | 1,018.39 | 1,091.13 |
| 利息净收入 | 28,045.28 | 31,535.40 | 36,965.81 | 34,176.33 |
| 投资收益 | 12,556.17 | 23,564.00 | 31,226.86 | 38,643.24 |
| 其中：对联营和合营企业的投资收益 | 79.48 | 32.39 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 3,004.35 | 24,928.33 | 0.00 | 0.00 |
| 二、营业支出 | 143,400.84 | 141,329.22 | 141,331.09 | 141,045.10 |
| 营业税金及附加 | 16,652.79 | 13,781.03 | 11,120.94 | 11,485.05 |
| 业务及管理费 | 127,536.04 | 127,657.63 | 130,210.15 | 129,560.05 |
| 资产减值损失 | -3,497.36 | -784.94 | 0.00 | 0.00 |
| 三、营业利润 | 187,791.79 | 167,441.13 | 142,834.36 | 155,039.25 |
| 四、利润总额 | 188,037.97 | 170,957.50 | 142,834.36 | 155,039.25 |
| 减：所得税费用 | 48,889.26 | 43,719.43 | 36,527.42 | 39,648.61 |
| 五、净利润 | 139,148.72 | 127,238.07 | 106,306.94 | 115,390.64 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 138,542.46 | 124,812.30 | 105,881.71 | 114,929.08 |
| 少数股东损益 | 606.26 | 2,425.77 | 425.23 | 461.56 |
| 基本每股收益（元） | 0.84 | 0.27 | 0.21 | 0.19 |

数据来源：天相投顾预测

6. 估值和投资建议

6.1 方正证券估值

按照 2011 年 8 月 2 日收盘价计算，上市券商 2010 年平均静态 PE 为 18 倍，2011 年平均动态市盈率为 17 倍，2012 年平均动态市盈率为 17 倍。鉴于方正证券区域性较强的特点，而且从净资产、净资本、盈利能力和收入结构等多方面比较，我们将方正证券定位于大中型区域券商，综合考虑目前资本市场情况、公司行业地位以及股本结构和市值，我们认为公司的估值水平与上市券商中的长江证券、宏源证券、国元证券和西南证券四家券商相似，此四家券商 2010 年平均静态市盈率为 21 倍，2011 年平均动态市盈率为 20 倍，2012 年平均动态市盈率为 18 倍。

我们认为，在成功融资后，资本实力的增长有利于公司各项业务的开展，公司业绩或将再上一个台阶。通过加大对营业网点的投入公司经纪业务市场份额有望回升，投行业务实力有望进一步发挥潜力，各项创新业务也将得以扩大规模，公司整体盈利能力将得到提升，因此我们认为根据公司上市后完整年度的业绩为基准进行估值较为合理，2012 年我们给予公司 0.19 元的基本每股收益，根据目前上市券商平均估值水平以及与公司相仿的四家券商的平均估值，我们给予公司 19 倍到 22 倍的市盈率，公司上市后合理价格区间应在 3.61 元到 4.18 元之间。

表格 13 上市券商平均估值

| 股票代码 | 券商简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (X) | | | | 投资评级 |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | |
| 大型券商 | | | | | | | | | | | |
| 600030 | 中信证券 | 12.46 | 0.90 | 1.14 | 1.01 | 0.65 | 13.79 | 10.96 | 12.34 | 19.17 | 增持 |
| 601788 | 光大证券 | 12.64 | 0.83 | 0.69 | 0.89 | 0.96 | 15.28 | 18.34 | 14.20 | 13.14 | 增持 |
| 600999 | 招商证券 | 13.31 | 0.80 | 0.64 | 0.85 | 1.07 | 16.64 | 20.68 | 15.75 | 12.42 | 增持 |
| 000776 | 广发证券 | 35.12 | 1.87 | 1.61 | 1.18 | 1.23 | 18.77 | 21.86 | 29.63 | 28.29 | 增持 |
| 601688 | 华泰证券 | 11.52 | 0.68 | 0.61 | 0.66 | 0.78 | 17.00 | 18.84 | 17.45 | 13.51 | 增持 |
| 600837 | 海通证券 | 8.56 | 0.55 | 0.47 | 0.57 | 0.60 | 15.49 | 18.08 | 15.11 | 14.17 | 增持 |
| 均值 | | | - | - | - | - | 15.83 | 16.14 | 15.52 | 15.90 | |
| 中型券商 | | | | | | | | | | | |
| 000783 | 长江证券 | 9.99 | 0.58 | 0.64 | 0.48 | 0.56 | 17.27 | 15.67 | 15.27 | 14.12 | 增持 |
| 000562 | 宏源证券 | 15.79 | 0.79 | 0.89 | 0.86 | 0.87 | 20.03 | 17.66 | 18.27 | 18.23 | 增持 |
| 000728 | 国元证券 | 10.69 | 0.53 | 0.47 | 0.64 | 0.73 | 20.24 | 22.70 | 16.82 | 14.72 | 增持 |
| 600369 | 西南证券 | 11.87 | 0.43 | 0.35 | 0.39 | 0.43 | 27.37 | 34.23 | 36.68 | 33.52 | 增持 |
| 均值 | | | - | - | - | - | 20.87 | 20.96 | 19.80 | 18.36 | |
| 区域券商 | | | | | | | | | | | |
| 600109 | 国金证券 | 13.57 | 0.52 | 0.44 | 0.55 | 0.69 | 26.29 | 30.99 | 21.48 | 17.70 | 增持 |
| 000686 | 东北证券 | 18.92 | 1.43 | 0.82 | 0.43 | 0.46 | 13.25 | 22.95 | 28.43 | 26.07 | 中性 |
| 601099 | 太平洋 | 8.94 | 0.27 | 0.14 | 0.20 | 0.22 | 33.16 | 63.42 | 54.20 | 28.84 | 中性 |
| 601377 | 兴业证券 | 16.10 | 0.53 | 0.36 | 0.53 | 0.60 | 30.66 | 44.99 | 30.58 | 26.79 | 中性 |
| 002500 | 山西证券 | 8.69 | 0.26 | 0.18 | 0.26 | 0.32 | 33.71 | 47.56 | 32.93 | 27.15 | 中性 |

| | | | | | | | | | |
|------|---|---|---|---|-------|-------|-------|-------|----|
| 均值 | - | - | - | - | 26.43 | 39.70 | 30.80 | 25.18 | 中性 |
| 行业均值 | - | - | - | - | 17.49 | 18.39 | 17.35 | 17.18 | - |

数据来源：天相投顾预测

注：以 2011 年 8 月 2 日收盘价计算

表格 14 估值参照

| | 2010 | | 2011 | | 2012 | |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | PE | EPS(元) | PE | EPS(元) | PE | EPS(元) |
| 长江证券 | 15.67 | 0.64 | 15.27 | 0.48 | 14.12 | 0.56 |
| 宏源证券 | 17.66 | 0.89 | 18.27 | 0.86 | 18.23 | 0.87 |
| 国元证券 | 22.70 | 0.47 | 16.82 | 0.64 | 14.72 | 0.73 |
| 西南证券 | 34.23 | 0.35 | 36.68 | 0.39 | 33.52 | 0.43 |
| 均值 | 20.96 | | 19.80 | | 18.36 | |

数据来源：天相投顾预测

注：以 2011 年 8 月 2 日收盘价计算

6.2 方正证券投资建议

进入 2011 年新股破发接踵而至，且跌幅较深，说明一级市场高市盈率发行的情况已经成为历史，股票发行市盈率逐渐回归。对于证券板块来说，2011 年以来整体估值水平一直处于低位，板块内个股市盈率从 12 倍至 33 倍，板块整体市盈率降至约 17 倍左右。方正证券作为大中型券商，各项业务发展前景较为广阔，3.9 元的发行价处于我们预计的合理价格区间，发行市盈率合理。对于个人投资者来说，方正证券上市首日如果市盈率超过 32 倍，即股价高于 6.08 元时则风险较大。

7. 风险提示

（一）、市场周期性变化造成的盈利风险

我国证券公司的业务主要包括经纪业务、自营业务、投行业务、资产管理业务等，上述业务的开展及其盈利情况均与证券市场的景气程度高度相关。公司各项业务盈利情况均与证券市场周期性变化密切相关，公司面临因市场周期性变化带来的造成盈利大幅波动的风险；若未来证券市场处于较长时间的不景气周期，会对公司的盈利情况造成不利影响。

（二）、经纪业务风险

传统的证券经纪业务是我国证券公司主要业务，经纪业务收入占证券公司营业收入比重较高，是本公司营业收入的主要组成部分。近三年，公司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 87.26%、84.22%及 65.09%；经纪业务贡献的营业利润占公司营业利润总额的比例分别为 106.51%、107.98%及 74.26%。因此，公司存在经营业绩依赖经纪业务的风险。若未来因市场波动等原因导致证券市场交易活跃程度大幅下降、行业竞争等因素导致经纪业务佣金费率下滑，或公司经纪业务未能



有效提高服务水平、应对市场竞争,可能会对公司经纪业务的顺利开展及其盈利能力造成不利影响,进而给公司的经营业绩带来不利影响,未来,若湖南省及浙江省区域市场经纪业务竞争进一步加剧,佣金费率下调,将给公司经纪业务带来不利影响。

(三)、自营业务风险

我国证券市场波动较大,且投资工具有限,难以有效利用对冲工具规避系统性风险,在市场剧烈波动时,公司自营业务面临较大的市场系统性风险。同时,公司自营业务同样面临所投资证券的内含风险,如债券可能面临发行主体违约、股票可能面临上市公司信息披露不实或突发事件导致股票价格大幅下跌的可能,从而使公司遭受损失。

自 2009 年开展自营业务以来,公司自营业务取得了较好的业绩,但自营业务的收入情况及盈利状况受市场波动的影响较大,尽管公司通过提高研究水平、合理设置自营规模、参与股指期货套期保值等多种手段力图降低自营业务受市场波动的影响,但仍不能完全避免自营业务受市场波动的影响,公司自营业务业绩可能因证券市场波动而出现较大波动。

(四)、投资银行业务风险

由于我国证券市场发展尚不成熟,投资银行业务品种较少,目前我国证券公司投资银行业务收入主要来源于保荐及承销业务。我国证券市场发行节奏变动较大,保荐及承销业务收入的实现存在较大的不确定性。

(五)、资产管理业务风险

由于我国证券市场投资品种较少、风险对冲机制不健全、价格波动幅度较大,公司为客户设定的资产组合可能会由于市场波动、投资决策失误、资产管理措施不当等原因无法达到预期收益,从而对公司资产管理业务的后续开展及公司声誉产生不利影响。我国证券公司资产管理产品在投资范围、投资比例、条款设计上高度相似,存在同质化竞争现象;同时公司资产管理业务面临基金公司、信托公司、银行等其他金融机构类似产品的竞争。若未来公司未能在产品设计、市场推广、投资表现等方面取得竞争优势,可能会对公司资产管理业务的顺利开展造成影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资评级根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

| | 投资评级 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入 | >15% |
| 2 | 增持 | 5---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%---(+)5% |
| 4 | 减持 | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出 | <(-)15% |

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对上市公司价值的判断,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何判断不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

| | |
|-------|--|
| 北京富凯 | 地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140 |
| 北京新盛 | 地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140 |
| 北京德胜园 | 地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088 |
| 上海天相 | 地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120 |
| 深圳天相 | 地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518041 |