



深耕浙湘 打造全面业务平台

——方正证券 (601901)

2011年7月29日
建议申购
方正证券 新股定价

摘要:

- 两轮并购打造区域型券商模式。**自成立以来，浙江证券和泰阳证券深耕浙湘两地，并购使公司形成了以浙湘两地为核心的经营格局。目前，浙湘两地共有 63 家网点，占公司网点总数的 72.41%；两地区的代理买卖证券收入以及营业收入占比均在 80%以上，区域型经营特征明显。
- 业务格局全面展开，创新业务有待加速。**2010 年，融资融券业务的开展以及直投子公司设立完成，公司全面的业务格局已基本形成。目前，公司已发行两只集合理财产品，但业绩贡献仍比较有限；融资融券业务和直投业务仍处于起步阶段，两融业务市场份额为 0.2%，直投业务尚未形成实质性收益，公司创新业务发展仍有待加速。
- 区域与资源双重优势助力公司成长。**浙湘两地的经济发展为公司业务的发展提供有力支撑；另一方面，方正集团的股东背景和瑞士信贷的合作关系为公司发展提供丰富资源。方正集团业务领域广阔，对公司的业务开拓、产品开发能提供更广泛的支持；瑞士信贷的成熟管理及经营理念有助于公司整体管理水平的提高。
- 建议申购：申购区间为 3.30-3.93 元。**综合公司募集资金投向、证券市场发展预期以及公司业务的具体情况，我们认为预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.15、0.164 和 0.216 元。从收入规模和收入结构上对比，我们认为宏源证券和长江证券与公司估值水平最为接近。综合两种方法，我们认为公司的股价合理区间为 3.30-3.93 元。

财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入（百万元）	3087	2364	2666
增长率（%）	(6.79)	(23.43)	12.79
净利润（百万元）	1272	922	1013
增长率（%）	(8.55)	(27.52)	9.89
每股收益（元）	0.205	0.150	0.164
净资产收益率（%）	15.61	6.5	8.1

刘家伟

执业证书编号: S1480510120001

联系人: 黄琳

010-66554013

msn: haunglin329@msn.cn

询价区间

3.30-3.93

发行上市资料

总股本 (万股)	610,000
发行量 (万股)	150,000
发行日期	
发行方式	网上网下
保荐机构	平安证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.88
净资产收益率 (%)	15.61
资产负债率 (%)	8.66

主要股东和持股比例

方正集团	42.68%
利德科技	6.52%
哈投投资	4.86%

目 录

1. 两轮并购打造区域型券商模式.....	3
2. 业务全面展开 创新有待加速.....	4
2.1 经纪业务：数量优势、区域优势与竞争威胁并存	4
2.2 投行业务：债券承销具有相对优势	5
2.3 自营业务：起步晚、规模大、股票仓位高	6
2.4 资管业务：业绩贡献仍较小	6
2.5 创新业务：方才起步 有待加速	6
3. 区域与资源双重优势助力公司成长	7
3.1 区域优势	7
3.2 资源优势	8
4. 盈利预测.....	8
5. 估值分析：股价区间为 3.3-3.9 元.....	9
6. 风险提示.....	10

表格目录

表 1: 公司投行业务分析.....	5
表 2: 自营业务投资收益情况.....	6
表 3: 公司理财产品一览表.....	6
表 4: 2010 年方正期货股指期货交易情况.....	6
表 5: 浙江省内股东持股情况.....	7
表 6: 湖南省内股东持股情况.....	7
表 7: 市场情况及公司占有率预测明细	8
表 8: 盈利预测简表.....	9
表 9: 上市券商 2010 年主要收入指标一览表.....	9
表 10: 业务收入结构对比	10

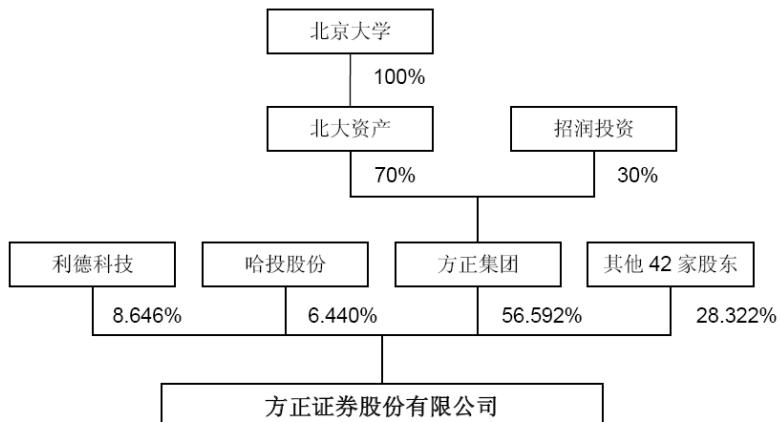
插图目录

图 1: 公司股权结构图	3
图 2: 公司业务结构图	3
图 3: 公司收入构成图	4
图 4: 公司收入构成比重	4
图 5: 公司营业部地区分布图	4
图 6: 公司代理买卖证券业务净收入区域占比	4
图 7: 公司经纪业务市场份额变化	5
图 8: 公司佣金率变化	5

1. 两轮并购打造区域型券商模式

公司前身为浙江证券，成立于 1994 年。2002 年 8 月，方正集团受让浙江证券 51% 的股权，入主浙江证券并更名为方正有限。随后，公司与 2006 和 2007 年进行两次股权转让和增资。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），同时注册地迁往湖南长沙。至此，两轮并购打造了方正有限区域券商的格局。2010 年 9 月，方正有限整体变更设立公司股份有限公司。

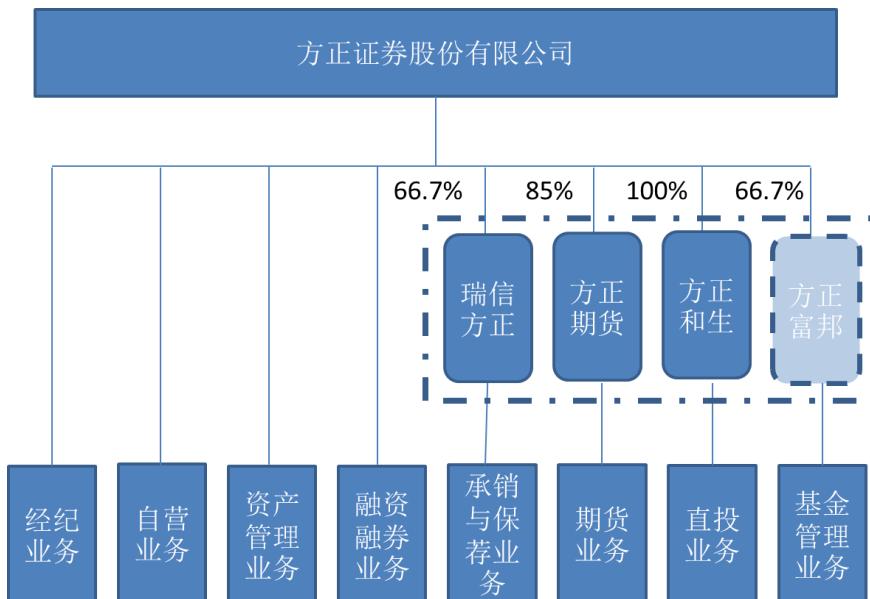
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司招股意向书

公司是证监会核准第一批综合类证券公司，2011 年的分类监管级别为 A 类 A 级。通过自身拓展和并购合资，公司拥有业务的全牌照，形成了全方位的金融服务的格局。

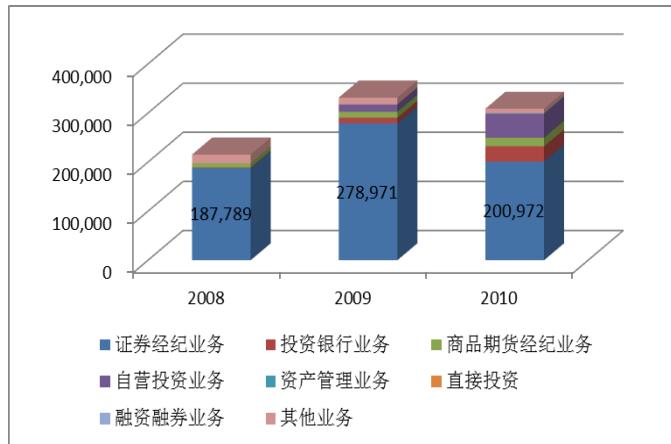
图 2: 公司业务结构图



资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

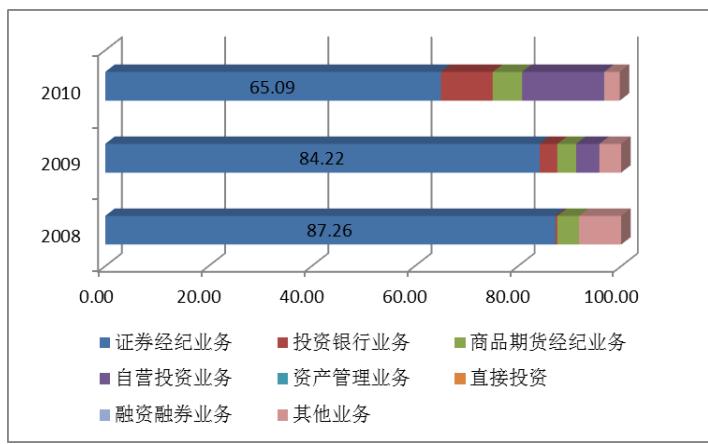
从收入构成来看，经纪业务以及投资银行业务是营业收入的主要来源，自营业务贡献率有所上升；同时，资产管理业务、融资融券业务以及直投业务等创新业务开始起步，业务转型逐渐呈现。

图 3：公司收入构成图



资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

图 4：公司收入构成比重



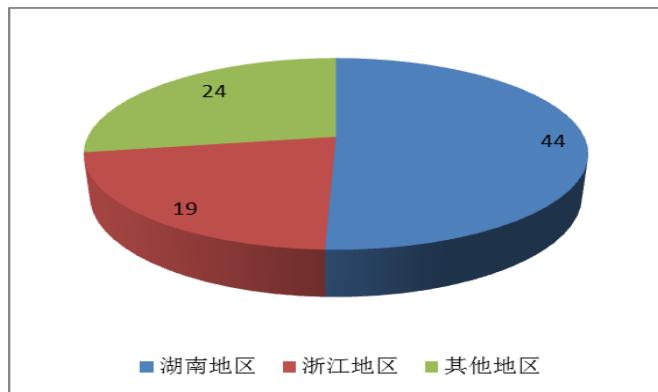
资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

2. 业务全面展开 创新有待加速

2.1 经纪业务：数量优势、区域优势与竞争威胁并存

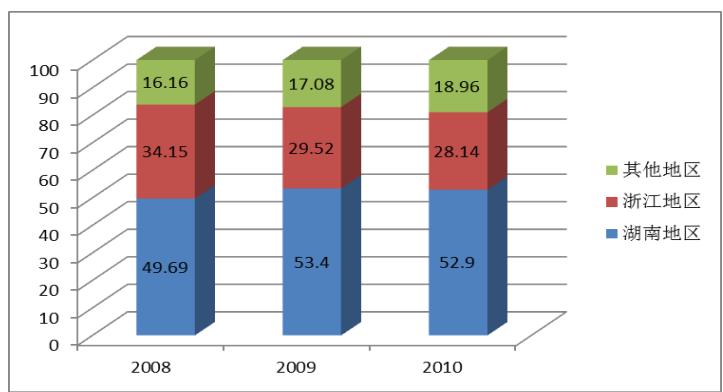
经纪业务是公司营业收入的主要来源。目前，公司共有证券营业部 87 家，在 106 家券商中名列第 13 位，在目前已上市的券商中名列第 5 位，具有明显的数量优势。从成立以来，浙江证券和泰阳证券深耕浙湘两地，并购使公司在这两个区域拥有明显的优势，从营业网点到业务收入，浙湘两地均拥有较高占比。同时，公司积极布局全国市场并取得一定成效，从 2008 至 2010 年，非浙湘地区代理买卖证券业务收入呈逐年上升的趋势。

图 5：公司营业部地区分布图



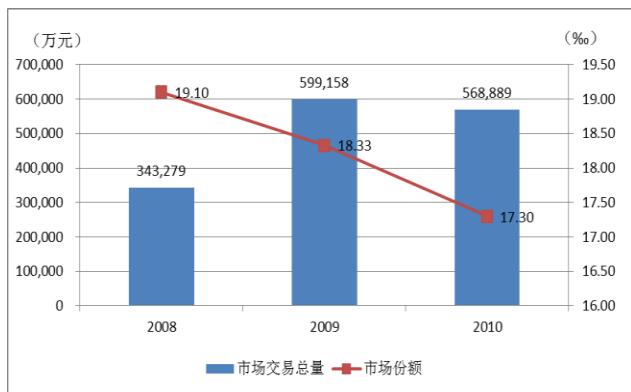
资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

图 6：公司代理买卖证券业务净收入区域占比

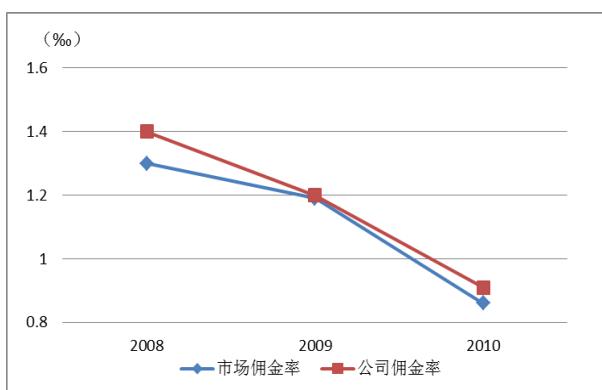


资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

自 2009 年以来，随着新设营业部条件的放开，各证券公司营业部数量快速增长，同时新增开户数却呈现下降趋势，经纪业务的竞争异常激烈，佣金率的不断下降是竞争加剧的重要标志。从 2008 到 2010 年，公司经纪业务的市场份额和佣金率出现“双降”。

图 7：公司经纪业务市场份额变化


资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

图 8：公司佣金率变化


资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

2.2 投行业务：债券承销具有相对优势

2008 年底，公司与瑞士信贷合资成立瑞信方正，全面接收公司原有投行业务。受益于国内融资市场的繁荣，在瑞信方正的独立经营下，公司的投行业务增长较快，其中在债券承销领域具有相对优势。

2009 年，瑞信方正完成了 09 方正、09 绍兴、招金矿业公司债的主承销工作，并完成了工商银行次级债及铁道部企业债的联合主承销工作，同时还担任金地集团定向增发项目的财务顾问。2010 年，瑞信方正在为大型企业尤其是金融企业提供投资银行服务方面取得较大突破，担任兴业银行、交通银行和南京银行配股项目以及工商银行可转债以及次级债的主承销商或联席主承销商。同时，2010 年瑞信方正完成世纪瑞尔和顺网科技两单 IPO。

表 1：公司投行业务分析

项目	2009	2010
主承销数量分析		
数量	12	14
市场排名	18	22
市场份额	1.71%	1.51%
备注：	12 家主承销项目均为债券承销	其中：2 单首发、1 单增发、3 单配股、1 单可转债和 7 单债券
主承销金额分析		
金额	174 亿	381 亿
市场排名	20	13
市场份额	0.74%	1.37%

资料来源：Wind 资讯 东兴证券研究所

2.3 自营业务：起步晚、规模大、股票仓位高

2009年4月，公司获得开展自营业务资格，并于9月份开展业务，相对于行业其他证券公司，起步较晚。截至2010年底，公司董事会确定的年度投资规模为30亿元，占公司净资本的47%，自营规模较大，其中已用于投资的为28亿元。在2009-2010年，自营业务中的股票仓位均在90%以上，收益率波动大。

表 2：自营业务投资收益情况

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

资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

2.4 资管业务：业绩贡献仍较小

2010年5月，公司发行第一只集合理财产品“方正金泉友1号”，主要投资于高信用等级的企业债、国债和央行票据等固定收益类产品。2010年12月，第二只集合理财产品“方正金泉友2号”募集成功，定位为风险适中、收益偏高的理财产品。由于公司业务起步较晚，资管规模较小，因此对营业收入的贡献仍较小。2010年，公司实现资产管理净收入为897.58万元，占营业收入的0.3%。

表 3：公司理财产品一览表

理财产品	成立时间	募集规模	类型	截至 2011.07.27 净值
金泉友1号	2010.05	14.96亿	债券型	0.9977元
金泉友2号	2010.12	14.47亿	FOF	0.97元

资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

2.5 创新业务：方才起步 有待加速

公司的期货业务主要是通过方正期货开展。方正期货成立于1993年，注册资本为2亿元，经营范围包括商品期货和金融期货的经纪业务，目前共有八家期货营业部。公司已获得IB业务资格，期货公司的发展有助于提升其IB业务的市场份额。

表 4：2010年方正期货股指期货交易情况

股指期货账户	累计成交量	市场份额	累计成交额	市场份额
351	17.365万手	0.19%	1606.06亿元	0.2%

资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

2010年8月5日，直投子公司方正和生设立完成，注册资本为2亿元。方正和生旨在重点投资医疗医药等健康领域，致力于为大健康行业的各类优势企业和项目提供金融服务。目前，直投业务并未产生实质性收益。

公司是第三批获得融资融券业务试点资格的证券公司，2010年12月，公司开始了融资融券业务试点的首单交易。截止2010年6月底，公司融资融券业务的市场份额为0.2%。公司在经纪业务上的区位优势以及未来融资融券业务的放开趋势，公司在该项业务上的收入有望快速增长。

3. 区域与资源双重优势助力公司成长

3.1 区域优势

作为一个典型的区域型证券公司，区域优势毫无疑问是其经营的最大优势，“浙湘”尤其是湖南地区的独占优势将对公司业务的发展形成有力支撑。

从网点分布上看，湖南拥有44家营业部，其中19家营业部在当地属独家经营，因此局部具有较强的议价能力；从客户数量来看，截至2010年末公司客户数量占湖南省总客户数量的36.37%，经纪业务交易总量一直稳居区域第一；从竞争情况来看，在证券业协会营业部相对饱和地区名单中，湖南地区相比较其他地区饱和情况较低。我们认为，未来湖南省经济的发展将极大受益公司相关业务的成长。

在公司目前的股东构成中，有16家股东为湖南省内法人机构，持股比例为3.714%；10家股东为浙江省内法人机构，持股比例为6.879%。区域内的股东资源为公司发展客户、开拓业务提供了有利的外部条件。

表 5：浙江省内股东持股情况

股东	本次发行前		本次发行后	
	股数（股）	比例	股数（股）	比例
浙江省丝绸集团有限公司	74,957,108	1.630%	74,957,108	1.229%
浙江省经济建设投资有限公司（SS）	74,888,965	1.628%	74,888,965	1.228%
浙江兴发化纤集团有限公司	73,177,051	1.591%	73,177,051	1.200%
温州联创控股有限公司	54,236,127	1.179%	54,236,127	0.889%
浙江省国信企业（集团）公司（SS）	18,440,283	0.401%	17,519,654	0.287%
巨化集团公司（SS）	7,495,711	0.163%	7,121,488	0.117%
浙江省商业集团有限公司（SS）	5,069,826	0.110%	4,816,715	0.079%
浙江省手工业合作社联合社	3,107,313	0.068%	3,107,313	0.051%
杭州通诚投资有限公司	2,998,284	0.065%	2,998,284	0.049%
浙江新安化工集团股份有限公司	2,044,285	0.044%	2,044,285	0.034%
合计		6.879%		5.163%

资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

表 6：湖南省内股东持股情况

股东	本次发行前		本次发行后	
	股数	比例	股数	比例
长沙先导投资控股有限公司（SS）	83,440,195	1.814%	79,274,451	1.300%
湖南华升集团公司（SS）	20,860,049	0.453%	19,818,613	0.325%

湖南金泰实业有限公司	13,300,078	0.289%	13,300,078	0.218%
越美集团有限公司	12,933,230	0.281%	12,933,230	0.212%
现代投资股份有限公司	10,012,823	0.218%	10,012,823	0.164%
湖南正虹科技发展股份有限公司	8,900,287	0.193%	8,900,287	0.146%
湖南省轻工盐业集团有限责任公司	8,631,310	0.188%	8,200,393	0.134%
长沙新大新威迈农业有限公司	5,006,412	0.109%	5,006,412	0.082%
长沙明辉房地产开发有限公司	2,372,669	0.052%	2,372,669	0.039%
湖南金信丰商贸有限公司	2,225,072	0.048%	2,225,072	0.036%
大唐华银电力股份有限公司	1,420,661	0.031%	1,420,661	0.023%
湖南大盛实业投资有限公司	657,773	0.014%	657,773	0.011%
湖南省银宏实业发展总公司	453,033	0.010%	453,033	0.007%
长沙点石资产管理有限公司	287,290	0.006%	287,290	0.005%
湖南缘润文化投资有限公司	239,145	0.005%	239,145	0.004%
湖南省国立投资(控股)有限公司(SS)	143,642	0.003%	136,471	0.002%
合计		3.714%		2.708%

资料来源：公司招股意向书 东兴证券研究所

3.2 资源优势

作为公司的大股东，方正集团在IT产业具有较高影响力，业务范围还包括医疗、金融、房地产等产业，在其业务范围内的包括客户、品牌、产品、信息以及研发等各类资源，对公司的业务开拓、产品开发能提供更广泛的支持。

公司与瑞士信贷合资成立子公司开展证券承销与保荐业务。与瑞士信贷的合作一方面可以借鉴成熟投资银行的经营模式和管理理念，有利于提升公司整体的经营管理水平；另一方面，资本市场的进一步开放以及国际板的建立，合资公司在业务的获得上有一定的优势，因此合资公司的经营模式将受益于资本市场的进一步放开。

4. 盈利预测

根据公司招股意向书中的募集资金用途，结合证券市场未来发展预期以及公司市场占有率预测，我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.15、0.164和0.216元。

表 7：市场情况及公司占有率预测明细

项目	2011E	2012E	2013E
市场日均成交额(亿元)	2300	2400	2600
公司市场份额(%)	1.68	1.70	1.82
佣金率(%)	0.085	0.080	0.080
市场筹资额(亿元)	33,000	36,000	38,000
公司市场份额(%)	0.7	1.3	1.5

资料来源：东兴证券研究所

表 8: 盈利预测简表

单位: 亿元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	33.12	30.87	23.64	26.66	32.44
代理买卖证券业务净收入	26.29	17.93	15.69	15.43	17.99
证券承销业务净收入	0.84	2.43	1.30	3.17	5.36
受托客户资产管理业务净收入	0.00	0.09	0.14	0.26	0.39
利息净收入	2.80	3.15	4.10	3.70	4.20
投资净收益+公允价值变动收益	1.55	4.84	2.40	4.10	4.50
营业支出	14.34	14.13	10.64	12.53	14.60
营业利润	18.78	16.74	13.00	14.13	17.84
净利润	13.91	12.72	9.22	10.13	13.30
归属于母公司固定的净利润	13.85	12.48	9.13	10.03	13.17
EPS(元, 全面摊薄后)	0.227	0.205	0.150	0.164	0.216

资料来源: 东兴证券研究所

5. 估值分析: 股价区间为 3.3-3.93 元

相对估值法。当前上市券商的整体 PE 为 22 倍, 区域型券商约为 26 倍, 给予公司 22-25 倍的 PE 水平, 根据 2011 年 0.15 元的 EPS 的预测, 我们认为公司股价的合理水平为 3.3-3.75 元。

可比公司估值法。从收入规模和盈利水平上看, 在 15 家上市券商中, 公司各项指标最接近于宏源证券和长江证券; 从业务结构上看, 宏源证券和长江证券均是以经纪业务、保荐与承销业务和自营业务为主要收入来源, 其中经纪业务占比接近 60%。综合分析来看, 公司与宏源证券和长江证券的估值水平较为接近。当前, 宏源证券和长江证券的市价总值为 228 亿和 234 亿, 预估公司的市价总值在 220-240 亿之间, 股价区间为 3.6-3.93 元。

综合判断: 我们认为公司的股价合理区间为 3.3-3.93 元。

表 9: 上市券商 2010 年主要收入指标一览表

指标名称	中信证券	广发证券	海通证券	华泰证券	招商证券	光大证券	宏源证券	长江证券
营业收入(元)	277.95	102.19	97.68	89.00	64.86	50.54	33.05	31.99
代理买卖证券业务净收入(元)	78.09	54.30	48.64	55.16	35.79	27.48	17.25	17.53
净利润(元)	121.36	41.98	38.68	34.80	32.29	22.65	13.06	12.83
指标名称	兴业证券	国元证券	西南证券	国金证券	东北证券	山西证券	太平洋	公司
营业收入(元)	27.38	22.42	19.36	16.45	17.00	14.96	6.75	30.87
代理买卖证券业务净收入(元)	12.35	12.26	7.86	8.01	11.10	8.68	4.63	17.93
净利润(元)	9.23	9.26	8.05	4.38	5.28	4.39	2.04	12.72

资料来源: Wind 东兴证券研究所

表 10：业务收入结构对比

单位: %	宏源证券	长江证券	方正证券
经纪业务	57.41	60.77	65.90
保荐与承销业务	17.27	6.22	10.03
自营业务	20.01	28.00	15.89
资管业务	1.75	2.62	0.30
其他业务	3.56	2.39	7.88

资料来源: Wind 东兴证券研究所

6. 风险提示

受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务扩张会受到一定的影响。如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。