

立足湘浙 弹性十足

研究结论

- 本次发行情况：**方正证券本次拟发行不超过 15 亿股的人民币普通股，预计发行完成后公司的总股本不超过 61 亿股。方正证券此次“募集资金拟全部用于补充公司资本金，以增强公司的经营实力和抗风险能力。”
- 洗净铅华，方正证券成功跻身中国证券业 Top 20：**方正证券成立于 1994 年，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。2002 年方正集团强势入驻，其后通过一系列资本运作，成功吸收合并泰阳证券，并将方正证券总部迁往湖南长沙。经过十余年的发展，目前无论从衡量规模的资产和资本指标，还是衡量盈利能力的净利润水平来看，方正证券均已进入中国证券公司的前 20 强。
- 经纪业务立足湘浙，2011 年佣金率同比仍存压力：**方正证券经纪业务市占率基本保持在 1.7% 的水平。由于历史原因，公司在湖南、浙江两省合计拥有 63 家营业部，占营业部总数的 72.41%。其中公司经纪业务在湖南省占据绝对优势地位。2010 年方正证券在湖南省的股票交易份额达到 28.4%，排名第一。2010 年公司股基佣金率下滑幅度达 31%，降幅超过行业平均，不仅拖累了 2010 年业绩，而且由于翘尾因素的存在，预计对公司 2011 年经纪业务收入也会产生一定的不利影响。
- 突出重大项目战略，投行业务发展良好：**方正证券与瑞信合资成立瑞信方正。作为投行业务平台。瑞信方正从成立伊始就确定了“以大型企业作为主要目标客户，兼顾优质中型项目和创新型项目”的定位。过去三年，方正证券承销收入实现了爆发式增长。其中 2010 年大项目战略取得硕果，依靠多家上市银行的再融资，方正证券投行业务收入达到 2.4 亿元，较 09 年增长接近 200%。
- 自营弹性较高，进攻性十足：**方正证券在 2009 年重新获得自营业务资格。截至 2010 年末，公司可供出售+交易性金融资产合计达 35.5 亿元，且全部为权益类资产。无论是权益金融资产/净资产指标，还是我们测算的自营业务收入对市场走势的敏感性，方正证券均表现出极强的自营业务弹性。而且从过去两年的业绩来看，公司的自营操作较为成功。
- 创新业务牌照齐全，尚有待深入挖掘：**公司在过去两年中陆续取得了包括资管、融资融券、直投、股指期货等相关创新业务牌照。不过由于开展时间尚短，目前这些业务对收入的贡献十分有限，未来还有待公司结合传统业务优势对其进行深入挖掘。
- 根据我们测算，预计方正证券 2011 年和 2012 年摊薄后每股收益为 0.14 元、0.17 元，每股净资产分别为 2.59 元、2.73 元（按 3.8 元/股申购价测算）。按照目前券商股平均估值，我们测算合理价格区间为 3.20—3.80 元，对应 2011 年 22.5X—26.6X 动态 PE，1.31X—1.47X 动态 PB。



王鸣飞

银行与证券行业分析师

8621-63325888×6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

合理股价区间

3.20 - 3.80 元

发行后总股本（万股）

610000

国家/地区

中国

行业

证券

报告发布日期

2011 年 7 月 25 日

财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万）	3088	2682	3140
营业利润（百万）	1674	1158	1347
净利润（百万）	1248	873	1019
每股收益（元）	0.27	0.14	0.17
净资产收益率（%）	15.31	11.25	12.49
市盈率(X)	14.01	26.57	22.74
市净率(X)	1.95	1.47	1.39

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

(按 3.8 元/股 IPO 发行价测算)

【公司·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

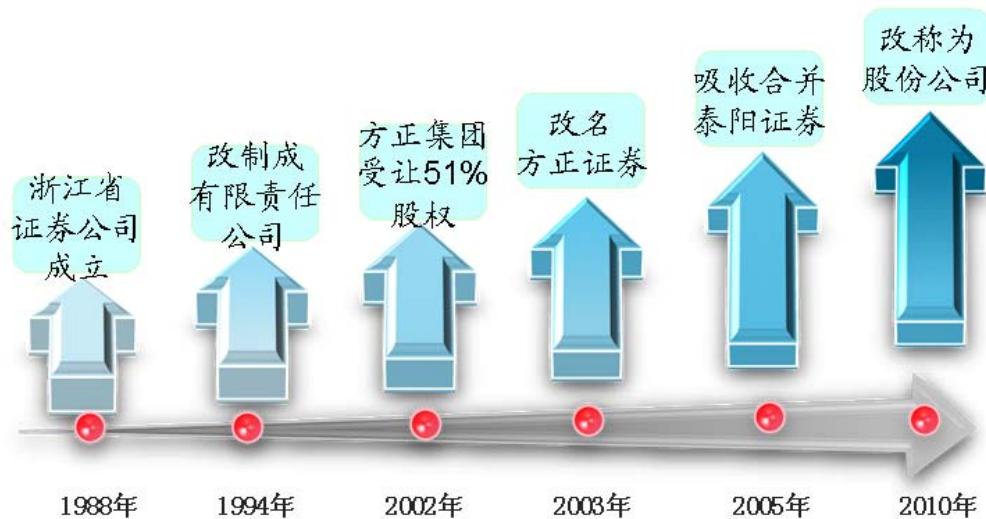
公司简介	3
业务分析	5
经纪业务：立足湘浙，2011 年佣金率尚存压力	5
投行业务：大项目战略下的中外联动	9
自营业务：操作灵活，弹性较高	10
创新业务：牌照基本齐备，尚有待深入挖掘	12
资产管理	12
融资融券	12
股指期货	13
直投业务	13
合理价格区间为 3.20 -3.80 元	13
盈利预测	13
风险提示	14
行业同质化风险	14
自营业务风险	14

公司简介

方正证券本次发行不超过 150,000 万股的人民币普通股，预计发行完成后公司的总股本不超过 61 亿股，本次发行股份占发行后总股本的 24.59%。根据招股说明书，方正证券此次“募集资金拟全部用于补充公司资本金，以增强公司的经营实力和抗风险能力。”

方正证券成立于 1994 年，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。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），2010 年 9 月，方正有限整体变更设立方正证券股份有限公司。目前公司的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，已被中国证监会评为 A 类证券公司。

图 1 方正证券历史沿革



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

经过十余年的发展，目前无论从衡量证券公司规模的资产和资本指标，还是衡量盈利能力的利润来看，方正证券均已跻身中国证券公司的前 20 强。

表 1 2010 年证券公司总资产、净资产、净资本及净利润前 20 位排名

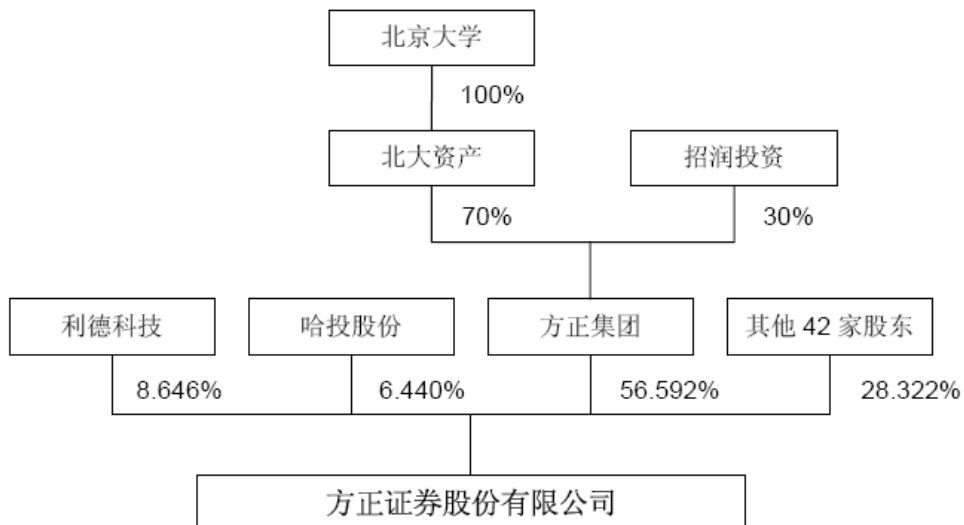
序号	证券公司	总资产	证券公司	净资产	证券公司	净资本	证券公司	净利润
1	中信证券	10,937,132	中信证券	6,152,283	中信证券	4,104,961	中信证券	1,181,364
2	海通证券	10,071,766	海通证券	4,385,210	海通证券	3,245,954	广发证券	488,716
3	国泰君安	9,357,174	华泰证券	2,999,760	华泰证券	2,165,823	国泰君安	373,808
4	广发证券	9,103,634	国泰君安	2,371,054	光大证券	1,764,683	海通证券	341,690
5	银河证券	9,011,547	招商证券	2,344,250	国泰君安	1,734,673	国信证券	311,542
6	招商证券	8,958,444	光大证券	2,234,425	招商证券	1,406,252	招商证券	301,247

7	华泰证券	8,647,926	广发证券	1,900,606	国信证券	1,249,014	申银万国	283,460
8	中信建投	6,688,636	国信证券	1,730,610	申银万国	1,208,358	银河证券	275,589
9	国信证券	6,372,557	国元证券	1,486,738	广发证券	1,196,291	华泰证券	236,882
10	申银万国	6,021,487	申银万国	1,480,648	国元证券	1,177,078	中信建投	212,202
11	光大证券	5,641,825	银河证券	1,440,562	银河证券	1,088,691	光大证券	210,204
12	齐鲁证券	3,989,132	西南证券	1,112,342	西南证券	912,126	平安证券	158,546
13	安信证券	3,970,401	齐鲁证券	1,060,575	东方证券	867,910	中投证券	141,647
14	中投证券	3,955,660	东方证券	1,017,454	中信建投	756,479	齐鲁证券	138,395
15	东方证券	3,915,012	长江证券	939,785	齐鲁证券	754,637	安信证券	135,434
16	长江证券	3,457,010	中信建投	937,130	长江证券	733,745	东方证券	129,129
17	平安证券	2,969,915	安信证券	886,192	安信证券	656,422	宏源证券	127,925
18	兴业证券	2,858,680	方正证券	853,944	兴业证券	653,553	长江证券	125,281
19	方正证券	2,638,614	兴业证券	810,171	方正证券	628,633	方正证券	117,568
20	中金公司	2,614,646	宏源证券	726,411	中投证券	588,280	华泰联合	106,122

资料来源：中国证券业协会，东方证券研究所

方正集团持有方正证券 26.03 亿股，按发行前股本测算，持股比例为 56.59%。方正集团的控股股东是北大资产经营有限公司，而北大资产的出资人是北京大学。因此，北京大学是方正证券的实际控制人。利德科技和哈投股份分别是公司的第二、第三大股东，但合计持有股份仅有 15%左右。如果按上限发行，发行后方正集团、利德科技和哈投股份将分别持有公司 41.18%、6.52% 和 4.86% 的股权。

图 2 方正证券股权结构



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

表2 发行前后方正证券股东持股情况

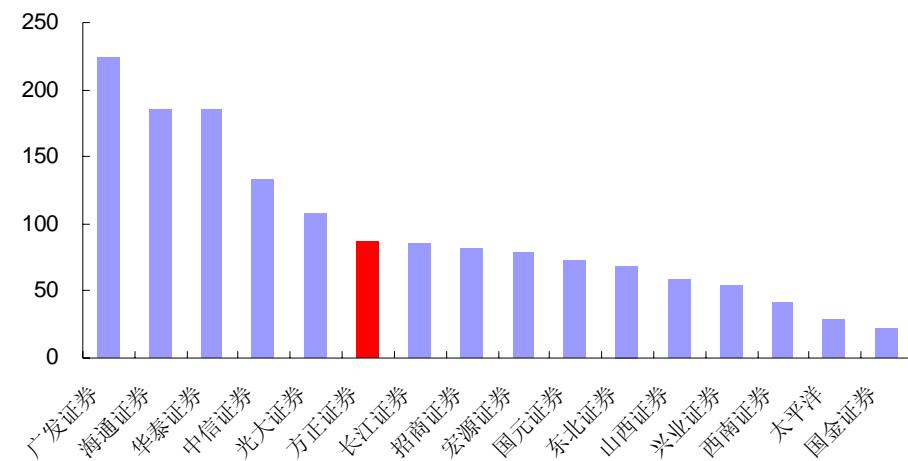
	本次发行前		本次发行后	
	股数(股)	比例	股数(股)	比例
北大方正集团有限公司	2,603,228,385	56.59%	2,512,252,232	41.18%
利德科技发展有限公司	397,731,595	8.65%	397,731,595	6.52%
哈尔滨哈投投资股份有限公司	296,234,942	6.44%	296,234,942	4.86%
苏州尼盛国际投资管理有限公司	139,066,991	3.02%	139,066,991	2.28%
嘉鑫投资有限公司	139,066,991	3.02%	139,066,991	2.28%
北京万华信融投资咨询有限公司	139,066,991	3.02%	139,066,991	2.28%
长沙先导投资控股有限公司	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	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%
公众股股东	-	-	1,500,000,000	24.59%
其他	563,803,087	12.26%	658,944,984	10.80%
合计	4,600,000,000	100.00%	6,100,000,000	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

业务分析

经纪业务：立足湘浙，2011年佣金率尚存压力

截至2010年12月31日，方正证券共有证券营业部87家，营业部数量在全国106家券商中名列第13位，在上市券商中排名第6位。

图3 2010年上市券商营业部数量


资料来源：WIND，东方证券研究所

由于历史原因，公司在湖南、浙江两省合计拥有 63 家营业部，占营业部总数的 72.41%。近三年，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合计占代理买卖证券业务净收入的比重分别为 83.84%、82.92% 和 81.04%。其中方正证券经纪业务在湖南省内有绝对优势。截至 2010 年末方正证券客户数量占湖南省总客户数量的 36.37%，股票交易份额达到 28.4%，超过当年全省第二至第四大券商的合计值。

表 3 方正证券 2010 年经纪业务地区分布情况

	营业部数量	股基交易额	股票交易额	部均股基交 易额	占比
湖南省	46	251,656	250,983	5,471	36.7%
浙江省	17	260,965	259,745	15,351	38.1%
广东省	4	30,247	30,144	7,562	4.4%
河南省	3	16,867	16,765	5,622	2.5%
上海市	2	41,934	41,153	20,967	6.1%
北京市	2	25,129	25,000	12,565	3.7%
江苏省	2	15,970	15,894	7,985	2.3%
重庆市	1	8,573	8,564	8,573	1.3%
天津市	1	6,508	6,486	6,508	1.0%
江西省	1	5,718	5,651	5,718	0.8%
陕西省	1	5,120	5,098	5,120	0.7%
贵州省	1	4,820	4,736	4,820	0.7%
云南	1	4,757	4,734	4,757	0.7%
山西省	1	3,667	3,659	3,667	0.5%
河北省	1	2,970	2,912	2,970	0.4%
合计	84	684,901	681,524	---	100.0%

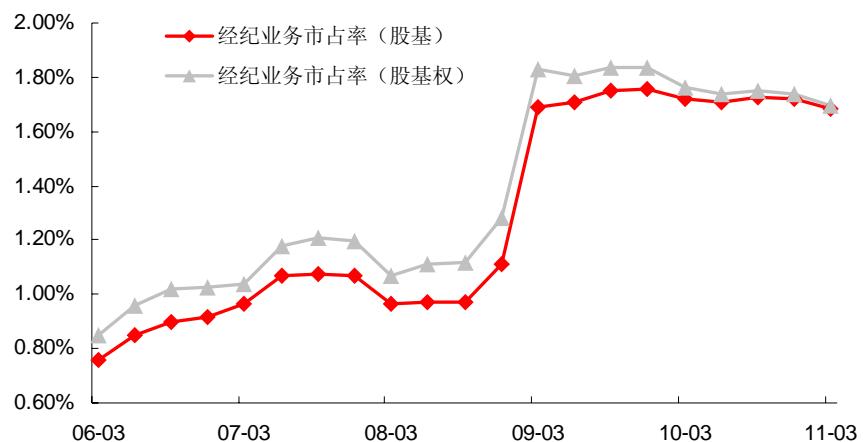
资料来源：WIND，东方证券研究所

表4 2010年湖南省证券公司经纪业务前十大

排序	公司	营业部数	股票交易	股票份额	基金交易	基金份额	股基份额
1	方正证券	48	695,893	28.52%	1,725	11.84%	28.42%
2	财富证券	19	251,346	10.30%	1,250	8.58%	10.29%
3	湘财证券	15	205,607	8.43%	467	3.20%	8.40%
4	国泰君安	11	196,049	8.03%	640	4.39%	8.01%
5	中信建投	8	172,549	7.07%	353	2.43%	7.04%
6	华融证券	7	71,333	2.92%	151	1.04%	2.91%
7	华泰联合	4	65,650	2.69%	515	3.54%	2.70%
8	海通证券	2	62,511	2.56%	1,077	7.39%	2.59%
9	银河证券	3	62,109	2.55%	243	1.67%	2.54%
10	国信证券	1	45,000	1.84%	255	1.75%	1.84%

资料来源：WIND，东方证券研究所

自整合泰阳证券后，方正证券过去两年经纪业务市占率基本保持在1.7%的水平。2010年公司股基交易市场份额为1.72%，较2009年微降0.04%。今年上半年维持在1.72%的水平。近年来，公司加大了经纪客户投资咨询服务力度，逐步建立了包括基础客户服务、投资咨询和高端理财等多层次、多层级客户服务体系，旨在形成经纪业务的差异化竞争，防范市场份额继续下滑。

图4 方正证券经纪业务市占率


资料来源：WIND，东方证券研究所

表5 方正证券三层面客户服务体系。

定义	
基础客户服务	营业部推行全面的标准化服务体系，规范基础客服人员执业操守
投资咨询	1、基于小时服务圈的概念建立区域财富管理中心；2、客户包概念；3、重点客户至少有两个固定的客服人员为其服务
高端理财	建立“泉友营”旗舰店营业部，开展高端客户的理财服务

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

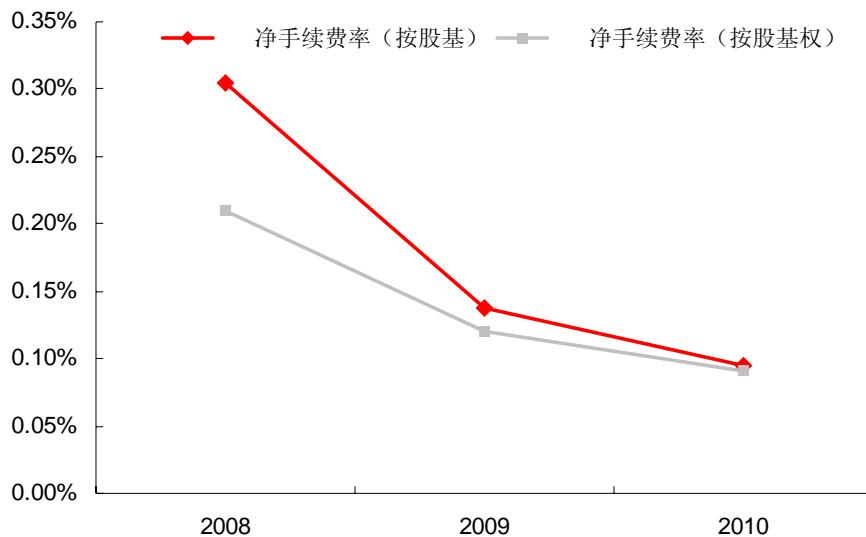
方正证券股基佣金率由 2009 年的 0.1378% 降至 2010 年的 0.0946%，下降 31%，降幅超过行业平均，主要是由于去年湖南、浙江等地佣金价格战较为惨烈。因此与多数证券公司一样，佣金率下滑成为拖累 2010 年公司业绩的重要因素。

表6 方正证券 2010 年净利润归因分析

归因分析	
代理买卖证券业务	-31.8%
证券承销业务	6.8%
资产管理业务	0.3%
利息净收入	3.5%
自营业务	11.5%
业务费用	-6.6%
其他收支	7.2%
所得税	-0.8%
净利润	-9.9%

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

由于今年浙江省和湖南省都相继出台新开户佣金率限制，因此我们判断公司经纪业务佣金率环比下滑速度可能会趋缓，不过预计由于去年翘尾因素的存在，即使今年公司的佣金率维持去年年末水平，佣金率同比降幅预计仍将达到 15%，这会在一定程度上对公司 2011 年收入和净利润产生负面影响。

图 5 方正证券过去三年佣金率


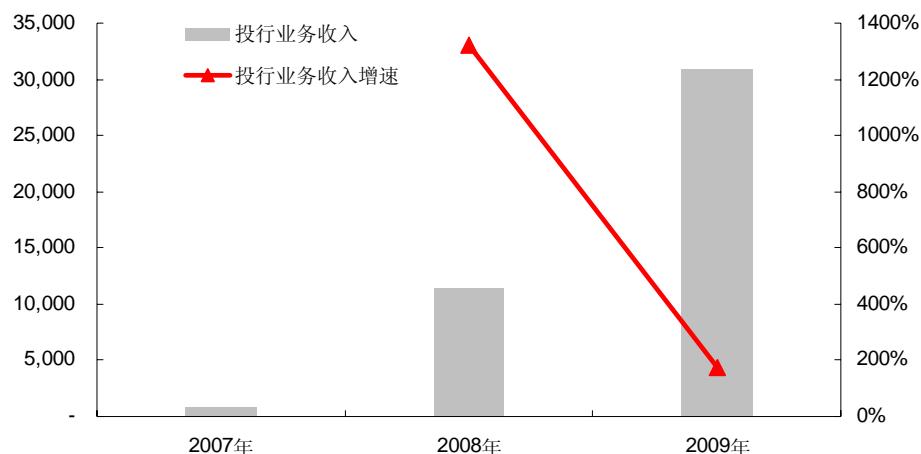
资料来源：WIND，东方证券研究所

投行业务：大项目战略下的中外联动

方正证券投行业务主要依托于旗下的瑞信方正。瑞信方正成立于 2008，由方正证券与瑞士信贷合资组建，其中方正证券持股 66.6%，瑞士信贷持股 33.3%。瑞信方正从成立伊始就确定了“以大型企业作为主要目标客户，兼顾优质中型项目和创新型项目”定位。

过去三年，方正证券承销收入经历了爆发式的增长。2009 年公司依靠 12 单债券承销，录得投行业务收入达到 8400 万元，较 08 年的 93 万元大幅增长。而 2010 年度，瑞信方正在为大型企业提供投资银行服务方面取得重要突破，公司先后担任了兴业银行 179 亿元配股项目独家保荐人及联席主承销商、交通银行 A 股 171 亿元配股项目联席主承销商、工商银行 250 亿元可转债项目联席主承销商、上海电气 22 亿元非公开发行项目联席主承销商、南京银行 48 亿元配股项目联席主承销商、顺利完成工商银行 2010 年第一期次级债及 2010 年第三期铁道债的联席主承销工作。当年方正证券的承销业务收入达到 2.4 亿元，较 09 年增长接近 200%。

不过 2011 年以来，大型公司 IPO 和再融资较少，多以中小企业发行上市为主，以大项目为主的瑞信方正投行业务遭遇下滑。截至 6 月底，公司仅承销了 38 亿的中石化转债和 19 亿元的债券，尚未有股权类融资项目。

图 6 方正证券过去三年投行业务收入及增速


资料来源：WIND，东方证券研究所

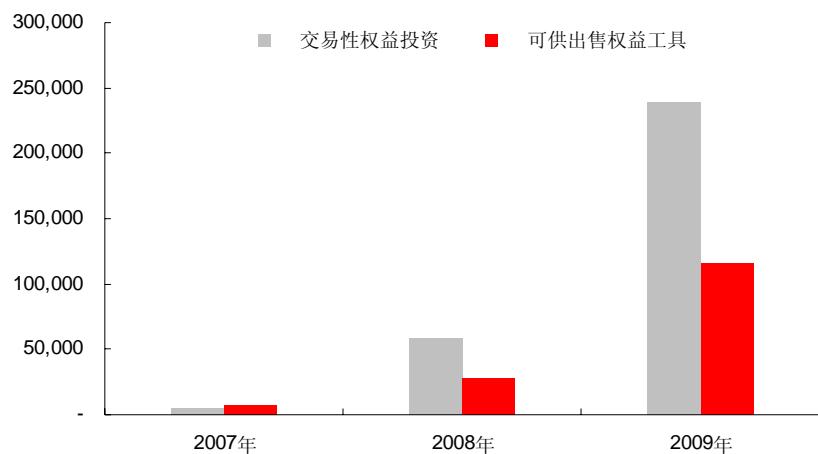
自营业务：操作灵活，弹性较高

方正证券 2009 年 7 月重获证券自营业务资格，至今运营不超过 2 年。不过就在短短 2 年时间里，方正证券自营业务发展异常迅猛，且均为权益类投资（包括股票和少量封闭式基金）。2008 年公司的权益投资额（可供出售+交易类）仅有 1.1 亿元，2009 年获得牌照之后迅即增加至 8.7 亿元，而 2010 年更是达到 35.5 亿元，短短 3 年时间内扩张 30 多倍。同时公司的招股说明书显示，截至今年 4 月 30 日，方正证券权益类证券持仓比例为 77.94%。

根据 2010 年上市券商报表测算，目前方正证券的自营弹性在上市券商中相对较高。方正证券 2010 年权益金融资产/净资产值为 39.59%，位列上市券商的第一位。而从股指上涨对公司业绩弹性来看，方正证券的自营弹性列在上市券商的第二位。

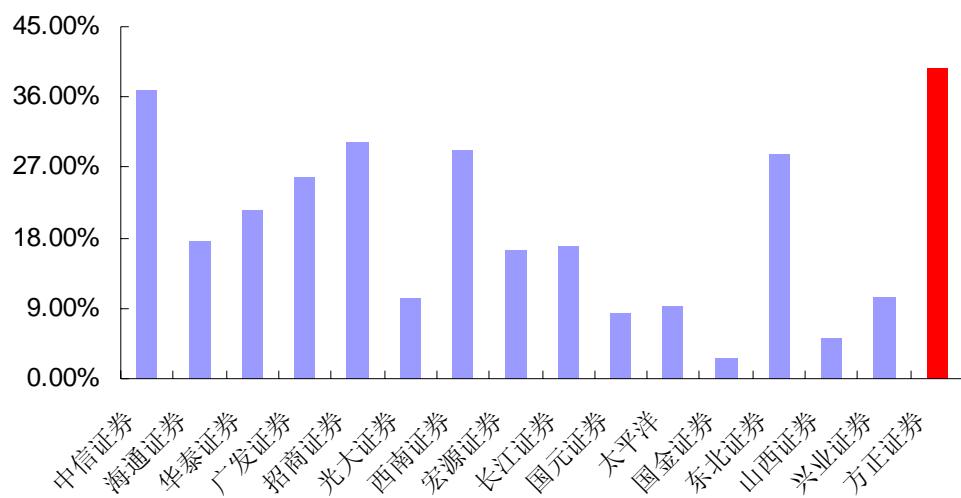
从公司自营业绩来看，公司 2008、2009 和 2010 年分别实现自营业务收入（不考虑浮盈或浮亏）-3286 万元、15560 万元及 48492 万元。简单按照年初年末权益资产额测算，2009 年和 2010 年公司权益资产收益率分别为 32% 和 22%。

图 7 方正证券过去三年权益金融资产



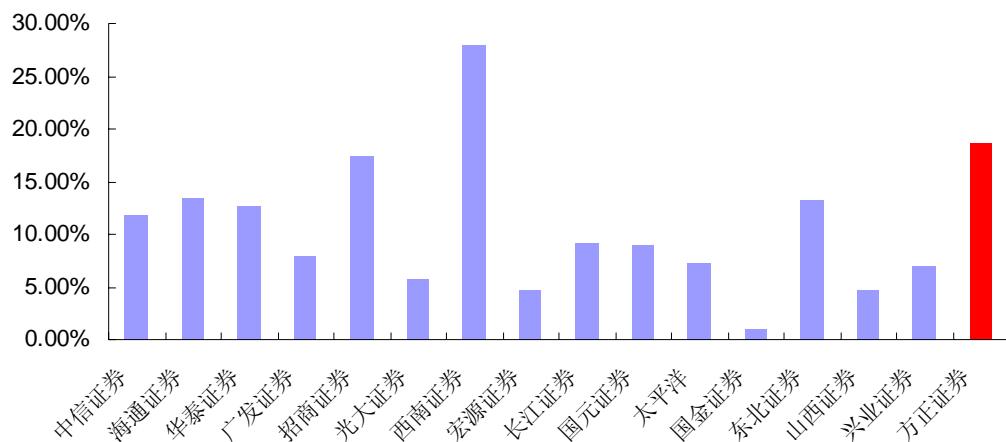
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 8 上市券商 2010 年权益金融资产/净资产



资料来源：WIND，东方证券研究所

图9 上市券商自营业务弹性对比（股市上涨10%（年化）对当期净利润影响）



资料来源：WIND，东方证券研究所

创新业务：牌照基本齐备，尚有待深入挖掘

从业务收入结构上看，公司仍是一家较为典型的证券经纪商。不过方正证券已逐渐意识到创新业务对证券公司长期发展的重要性，陆续获得了一系列创新业务牌照。

但是总体来看，由于多数业务获批时间较短，仍处开拓阶段，因此对公司盈利贡献非常有限。未来借助已有牌照和现有业务的协同效应，方正证券在创新业务方面尚有待深入挖掘。

资产管理

方正证券2009年4月正式获得资产管理业务牌照。经过一年左右的筹备，公司第一只集合理财产品——方正金泉友1号获中国证监会核准批复，并于2010年5月完成首发推广和成立工作，首发实际募集资金14.96亿元。

2010年11月18日，本公司第二只集合理财产品——方正金泉友2号获中国证监会核准批复，并于2010年12月完成首发推广和成立工作，实际募集资金14.47亿元。

2010年公司实现资产管理业务收入900万元左右。截至今年6月，方正证券资产管理规模合计为20亿元左右，排名20位左右。我们判断，借助现有渠道，未来公司的资产管理业务发展速度将与行业基本一致。

融资融券

方正证券于2010年11月获得证监会核准，成为第三批获准开展融资融券业务的证券公司之一。根据招股说明书披露，由于运行时间较短，截至2010年末方正证券融资融券余额仅为393万元，当期取得1.34万元的利息收入。

公司去年通过了“公司融资融券业务总规模不超过 20 亿元人民币”的议案。随着此次募投资金的落实，借助于其 80 余家营业部资源，公司未来有望大力发展融资融券业务。

表 7 融资融券试点券商一览

批次	时间	试点券商
第 1 批	2010-3-19	国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券、广发证券
第 2 批	2010-6-8	申银万国、东方证券、招商证券、华泰证券、银河证券
		长江证券、安信证券、平安证券、国都证券、国元证券、中信建投、
第 3 批	2010-11-24	中投证券、兴业证券、 方正证券 、长城证券、宏源证券、齐鲁证券、西南证券、中金公司

资料来源：东方证券研究所

股指期货

方正期货成立于 1993 年，经过历次股权变更，目前方正证券持有方正期货 85% 的股权。截至 2010 年，方正期货的总资产为 13.9 亿元，净资产为 2.9 亿元，2010 年净利润为 4514 万元。

去年 6 月方正期货正式成为中金所交易会员，标志着客户可以通过该公司进行股指期货交易。截至 2010 年 12 月 31 日，方正期货已经开立股指期货账户 351 户，股指期货累计成交量达 17.365 万手，占全国股指期货累计成交量的 0.19%。

直投业务

去年 3 月，中国证监会核准方正证券开展直接投资业务。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。目前，方正和生正在加紧构建项目储备库，着手进行产业研究，开始对部分有价值的项目按照公司决策流程进行初步接触和调研。招股说明书披露，未来三年方正证券将“重点投资于医药健康行业的优势企业，力争完成不低于 20 亿元投资需求的项目储备。”

合理价格区间为 3.20-3.80 元

根据我们测算，预计方正证券 2011 年和 2012 年摊薄后每股收益为 0.14 元、0.17 元，每股净资产分别为 2.59 元、2.73 元（按 3.8 元/股 IPO 发行价测算）。目前券商股平均估值在 20X-25X 2011 年动态 PE。由于上市之初流通盘较少，我们给予方正证券 10% 左右的上市溢价，测算合理价格区间为 3.20-3.80 元，对应 2011 年 22.5X-26.6X 动态 PE，1.31X-1.47X 动态 PB。

盈利预测

主要假设

- 行业方面，我们预计 2011 年下半年全市场股基日均成交额将达到 2700 亿元，沪深 300 指数上涨 5%。全市场股票承销业务增长 5%，债券承销业务增长 9%。
- 公司层面，我们预计方正证券经纪业务市场份额将与 2010 年持平。
- 考虑到今年上半年公司投行业务有所放缓，我们谨慎预测 2011 年方正证券投行业务收入同比下降 17%。
- 经纪业务佣金率下滑 18% 至 0.078%。
- 2011 年末，公司融资融券余额将达到 4 亿元。
- 2011 年公司成本收入比达到 50% 左右。

根据以上假设，我们测算得出 2011–2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 8.7 亿元、10.2 亿元、12 亿元。（详细预测见附表）

风险提示

行业同质化风险

我国多数证券公司仍以经纪业务为主，不同公司之间业务收入结构同质化现象严重。从方正证券目前经营情况看，公司仍属于一家较为典型的传统经纪业务提供商。随着行业内竞争的不断加剧，公司能否通过建立核心竞争力，抵御同质化竞争带来的利润率降低问题（如反映在佣金率下滑上）将是未来公司面临的一大风险。

自营业务风险

从公司公布的 2010 年自营持仓来看，方正证券权益资产/净资本、权益资产/股东权益等比率在上市券商中均处于高位。如果市场出现深度调整，或自身操作失误，可能对方正证券的净利润和净资产产生较为负面的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万 元, 人民币)	2010A	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万 元, 人民币)	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,088	2,682	3,140	货币资金	17,009	22,834	25,017
手续费及佣金净收入	2,269	2,126	2,452	结算备付金	5,705	5,897	6,922
代理买卖证券业务净 收入	1,793	1,580	1,771	交易性金融资产	2,392	2,737	3,137
证券承销业务净收入	243	203	251	可供出售金融资产	1,156	1,351	1,582
委托客户资产管理业 务净收入	9	52	80	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	315	392	467	存出保证金	784	796	939
投资收益	236	122	168	买入返售资产	0	0	0
公允价值变动	249	23	32	长期股权投资	20	21	23
营业支出	1,413	1,524	1,793	固定资产	392	431	466
业务及管理费用	1,277	1,387	1,635	资产总计	28,024	35,083	39,351
营业利润	1,674	1,158	1,347	短期借款及拆入资金	0	0	0
利润总额	1,710	1,195	1,385	交易性金融负债	0	0	0
所得税	437	306	346	代买卖证券款	17,037	17,299	20,413
归属于母公司股东的净 利润	1,248	873	1,019	卖出返售	0	0	0
少数股东损益	24	17	20	应付职工薪酬	241	265	320
重要比率 (%)	2010A	2011E	2012E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收 入/营业收入	58.07	58.90	56.39	负债总计	19,060	19,267	22,706
利息净收入/营业收入	10.21	14.60	14.87	股本	4,600	6,100	6,100
投资收益及公允价值变 动收益/营业收入	15.70	5.39	6.36	资本公积	401	488	590
资产负债率	68.01	54.92	57.70	一般风险准备	401	488	590
净佣金费率	0.095	0.078	0.074	交易风险准备	387	474	576
管理费用率	41.34	51.73	52.08	盈余公积	153	240	342
有效所得税率	25.57	25.57	25.00	未分配利润	1,167	1,778	2,230
ROAE	15.31	11.25	12.49	少数股东权益	327	577	608
ROAA	4.46	5.07	5.28	股东权益合计	8,964	15,816	16,645
每股指标(人民币)	2010A	2011E	2012E	相对估值指标	2010A	2011E	2012E
每股净资产	1.95	2.59	2.73	市盈率(PE)	14.01	26.57	22.74
每股收益	0.27	0.14	0.17	市净率(PB)	1.95	1.47	1.39
每股分红	0.08	0.07	0.07	分红收益率	2.07	1.82	1.95

资料来源：东方证券研究

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn