



金融 - 证券

2011 年 8 月 15 日

市场数据	2011 年 8 月 15 日
当前价格 (元)	6.06
52 周价格区间 (元)	5.60-6.16
总市值 (百万)	36966.00
流通市值 (百万)	4999.50
总股本 (百万股)	6100.00
流通股 (百万股)	825.00
日均成交额 (百万)	2827.38
近一月换手 (%)	
Beta (2 年)	
第一大股东	北大方正集团有限公司
公司网址	http://www.foundersc.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	54.23%	0.00%
净利率	40.42%	0.00%
净资产收益率	15.13%	0.00%
总资产收益率	4.45%	0.00%
资产负债率	68.01%	0.00%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	22.34	0.00
市净率	3.11	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
方正证券	0.00%	0.00%	0.00%
沪深 300	-5.94%	-7.29%	2.09%

相关报告

谢曙光

0755-83199599-5095

xiesg@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，谢曙光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 一半是火焰，一半是海水

——方正证券（601901）深度研究报告

评级： 中性（首次）

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,087.70	2,381.69	2,540.88	2,693.70
净利润（百万元）	1,248.12	970.42	1,032.83	1,093.24
每股收益（元）	0.20	0.16	0.17	0.18
净利润增长率%	-9.91%	-23.73%	6.43%	5.85%
每股净资产（元）	1.88	1.99	2.10	2.22
市盈率（PE）	29.62	38.83	36.49	34.47
市净率（PB）	3.22	3.05	2.88	2.73

资料来源：世纪证券研究所

注：每股收益按照最新股本计算

- **公司位列前二十，经纪业务占比高，多元化雏形初现。**公司在经过多年的外延式扩张和内生性增长后，多项业务指标都跻身前二十位。2010 年公司经纪业务收入占总收入的比例为 65.09%，高于行业水平近 10 个百分点；公司投行业务和商品期货经纪业务占比分别为 10.03%、5.70%。
- **经纪业务：聚焦湘浙，市场份额略降，佣金率下滑。**近三年，公司在湖南省和浙江省代理买卖证券及佣金净收入占比都超过 70%；2010 年和 2011 年上半年，受市场竞争加剧影响，公司经纪业务市场份额出现了小幅下降；近几年，公司佣金率都低于行业水平，2011 年上半年公司佣金率 0.0775%，较去年下降 15.12%，和行业下降幅度基本相当。
- **投行业务：合资投行面临挑战，瑞信方正增速放缓。**公司投行业务虽然经历了过去两年的快速增长，但也难以摆脱合资券商的困境，2011 年上半年公司仅联席主承销可转债、公司债和次级债各一个，没有完成一个股权主承销项目。
- **创新业务：刚刚起步。**公司在创新业务方面，除期货业务发展较快外，资产管理业务、直投业务、融资融券业务都才刚刚起步，短期之内业绩贡献十分有限。
- **估值及投资建议：**我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.16 元、0.17 元和 0.18 元，对应 2011 年 8 月 15 日收盘价 PE 分别为 38.83、36.49 和 34.47 倍。公司作为一家新上市公司，流通市值偏小，应享有一定的溢价，但是目前公司估值已远远高于行业总体水平，给予公司“中性”评级。
- **风险提示：**二级市场持续低迷；佣金率下降超预期；公司自营业务风险较为集中。

我们的观点:

通过我们的分析发现,公司在经过多年的外延式扩张和内生性增长后,多项业务指标都跻身券商行业前二十位,但是由于我国券商正处在艰难的转型期,公司的业务情况也“一半是火焰,一半是海水”。公司经纪业务主要处在竞争比较激烈的浙江和湖南两省,其市场份额近两年已出现小幅下降,并且公司佣金率随行业水平继续大幅下降;公司控股子公司瑞信方正投行业务经过两年的快速发展后,面临着一定的发展瓶颈,未来增长有较大的不确定性;在自营业务方面,公司操作风格较为激进,接近 80%的仓位投资于股票。如果把券商的创新业务比喻成大海,以形容其未来的巨大想象空间,那么证券公司的投资亮点应在创新业务方面,但是公司在创新业务方面才刚刚起步,直投业务、资产管理业务、融资融券和期货交易等在可以看到的两三年内都难有较大比例的业绩贡献。总体而言,公司的业绩增长点短期之内还难以看得比较清晰,未来仍需继续关注证券行业的发展趋势和公司上市后的运行情况。

## 公司概况

### 公司前身为浙江证券,排名前二十位券商

公司前身是浙江证券,成立于 1994 年。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),同时注册地变更为湖南长沙。2010 年 9 月,方正有限整体变更设立方正证券股份有限公司。2011 年,公司被中国证监会评为 A 类券商。

2008 年公司通过吸收合并泰阳证券,多项财务指标大幅提升。近三年,除投行业务和净资本收益率外,公司在全国 106 家证券公司中排名基本上都在前二十名之内。不过公司的吸收合并并没有带来其资本运作效率的提升,2009-2010 年公司净资本收益率仍维持在 2007 的水平,排名基本处在行业中等水平。

Figure 1 公司近三年主要财务指标及其排名

单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010
总资产	10,451.14	16,496.23	27,694.25	26,386.14
<b>排名</b>	<b>46</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>19</b>
净值产	1,660.19	6,131.61	7,330.57	8,539.44
<b>排名</b>	<b>47</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
净资本	1,395.71	4,584.52	5,623.68	6,286.33
<b>排名</b>	<b>49</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>19</b>
营业收入	2,078.74	3,293.50	3,096.80	2,601.42
<b>排名</b>	<b>40</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
净利润	815.90	1,927.55	1,358.51	1,175.68
<b>排名</b>	<b>46</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>19</b>
经纪业务		1,153.60	2,629.45	1,792.91
<b>排名</b>		<b>20</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
投行业务			103.75	296.59
<b>排名</b>			<b>31</b>	<b>24</b>
净资本收益率	49.15%	42.04%	13.31%	18.21%
<b>排名</b>	<b>39</b>	<b>6</b>	<b>55*</b>	<b>37</b>

数据来源: SAC、世纪证券研究所

注: 为估计数据, 2008 年协会只披露前 54 位券商数据, 第 54 名净资产收益率为 13.71%。

### 控股股东方正集团, 广泛支持公司发展

目前, 方正集团持有公司 25.12 亿股, 持股比例 41.18%。方正集团成立于 1992 年, 注册资本为 10 亿元。方正集团创造过对中国 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。方正集团广泛的客户、品牌、渠道、产品、信息、研发及创新等各类资源, 为公司业务开拓、产品开发及客户维护等方面提供广泛的支持。

Figure 2 公司前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
北大方正集团有限公司	2,512,252,232	41.18	限售流通 A 股
利德科技发展有限公司	397,731,595	6.52	限售流通 A 股
哈尔滨哈投投资股份有限公司	296,234,942	4.86	限售流通 A 股
嘉鑫投资有限公司	139,066,991	2.28	限售流通 A 股
北京万华信融投资咨询有限公司	139,066,991	2.28	限售流通 A 股
苏州尼盛国际投资管理有限公司	139,066,991	2.28	限售流通 A 股
全国社会保障基金理事会转持三户	103,279,224	1.69	限售流通 A 股
上海圆融担保租赁有限公司	83,440,195	1.37	限售流通 A 股
郑州煤电物资供销有限公司	79,963,520	1.31	限售流通 A 股
长沙先导投资控股有限公司	79,274,451	1.3	限售流通 A 股
合 计	3,969,377,132	65.07	限售流通 A 股

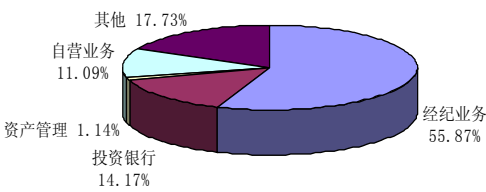
数据来源: Wind、世纪证券研究所

公司主营业务分析

传统业务占比较高，多元化雏形初现

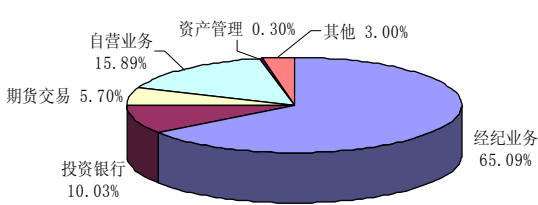
近年来，我国证券行业正处在关键的转型期，券商通过发展创新业务，减少对传统业务的依赖。2010 年证券行业经纪业务净收入占总收入的比例为 55.87%，较 2009 年接近 70% 的占比有了较大幅度的下降。在行业转型的背景下，公司也在不断地推进投行业务和创新业务的发展，2010 年公司经纪业务收入占总收入的比例为 65.09%，仍高于行业水平近 10 个百分点。

Figure 3 2010 年证券行业收入结构



数据来源：SAC、世纪证券研究所

Figure 4 2010 年公司收入结构



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

从公司近三年的收入构成来看，公司收入多元化策略已初具雏形，各项创新业务得以开展，但仍处于初期的培育期，在整体收入结构中占比比较低，公司资产管理业务、直投业务、融资融券业务占比都不足 1%。公司投行业务和商品期货经纪业务发展速度较快，2010 年在总收入中的占比分别为 10.03%、5.70%。

Figure 5 公司主要业务收入构成

单位：百万元

业务构成	2008 年		2009 年		2010 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	1,877.90	87.26%	2,789.22	84.22%	2,009.73	65.09%
投资银行业务	7.9761	0.37%	113.25	3.42%	309.82	10.03%
商品期货经纪业务	90.92	4.22%	121.00	3.65%	175.98	5.70%
自营投资业务			149.77	4.52%	490.58	15.89%
资产管理业务					9.11	0.30%
直接投资					0.48	0.02%
融资融券业务					0.01	0.00%
其他业务	175.34	8.15%	138.69	4.19%	91.99	2.98%
合计	2,152.13	100.00%	3,311.93	100.00%	3,087.70	100.00%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

**经纪业务：聚焦湘浙，扩张全国。**目前，公司有 87 家营业部，有 63 家都分布在湖南、浙江两省，占公司营业部总数的 72.41%。近三年，公司湖南省和浙江省代理买卖证券及佣金净收入占比都超过 70%，不过相对 2008 年接近 90% 的占比已有所下降。

Figure 6 公司营业部分布图



数据来源：iFind、世纪证券研究所

Figure 7 公司经纪业务收入浙江和湖南两省占绝对比例 单位: 百万元

	2008		2009		2010	
地区	经纪收入	占比	经纪收入	占比	经纪收入	占比
浙江地区	624.39	32.22%	773.28	27.22%	507.99	22.38%
湖南地区	1,072.94	55.37%	1,407.56	49.55%	1,121.62	49.42%
其他地区	240.34	12.40%	659.60	23.22%	639.88	28.20%
合计	1,937.68	100.00%	2,840.43	100.00%	2,269.46	100.00%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 湘浙市场份额稳步提升，公司区内份额小幅下降

在 34 个经纪业务地区中，浙江省市场份额占比一直较高，自 2006 年以来，代理买卖市场一直排在第 3、4 名，同时，浙江省的经纪业务市场份额稳步提升，从 2006 年的 7.69%，上升至 2010 年的 10.12%。湖南省经纪业务市场排名在全国一直排在第 12、13 名，在 34 个地区中的市场份额基本定在 2% 左右。

作为国内第四大经纪业务区域，浙江省经纪业务的竞争特别激烈。公司在浙江省的市场份额也一直处于下滑，从 2006 年的 9.21%，下降至 2011 年上半年的 5.83%，市场排名也从第 3 名，下降至第 6 名。虽然公司经纪业务在湖南省一直保持第一名，但其市场份额也出现了下降，从 2006 年的 32.68% 下降至 2011 年上半年的 27.52%，市场份额减少超过 5 个百分点。

Figure 8 公司经纪业务市场份额变化情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 上半年
浙江省/全国	7.69%	9.70%	9.66%	9.81%	10.12%	9.58%
<b>全国排名</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
湖南省/全国	1.84%	2.15%	1.93%	2.03%	2.09%	1.99%
<b>全国排名</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
公司/浙江省	9.21%	9.06%	7.83%	6.93%	5.98%	5.83%
<b>辖区内排名</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
公司/湖南省	32.68%	31.84%	29.64%	30.14%	28.31%	27.52%
<b>辖区内排名</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

数据来源: Wind、世纪证券研究所

### 公司市场份额近期小幅下降

2001 年底, 浙江证券因违规操作, 遭到证监会 5.03 亿元的巨额罚单, 导致公司濒临倒闭。受此影响, 公司经纪业务出现大幅下滑, 2002 年代理股票交易市场份额下降 40% 以上。2002 年浙江证券被方正集团收购后, 经纪业务市场份额稳步提升, 综合排名从 2002 年的 64 名, 提升至 2008 年的 23 名, 其中代理股票交易市场份额增加一倍以上。

2008 年公司吸收合并泰阳证券, 经纪业务再次大幅提升, 2009 年公司综合排名第 16 名, 除代理债券交易外, 代理交易市场份额都出现了大幅提升。但是, 从 2010 年和 2011 年上半年的情况来看, 受市场竞争加剧影响, 公司经纪业务市场份额出现了小幅下降。

Figure 9 公司历年代理交易排名明细

单位: 百万元

	2000	2001	2002	2007	2008	2009	2010	2011 上半年
股票交易量	933.41	691.30	300.16	9,871.96	5,963.83	18,982.45	18,853.62	8,506.56
<b>市场份额</b>	<b>0.8537%</b>	<b>0.9418%</b>	<b>0.5425%</b>	<b>1.0764%</b>	<b>1.1320%</b>	<b>1.7820%</b>	<b>1.7387%</b>	<b>1.7367%</b>
市场排名	26	22	48	22	23	16	17	18
占比	87.00%	85.25%	83.15%	75.29%	67.31%	86.01%	94.59%	92.76%
权证交易量				3,021.19	2,718.26	2,848.17	689.77	79.96
<b>市场份额</b>				<b>1.94%</b>	<b>1.96%</b>	<b>2.65%</b>	<b>2.30%</b>	<b>1.57%</b>
市场排名				14	14	11	14	15
占比				23.04%	30.68%	12.91%	3.46%	0.87%
基金交易量	29.60	21.59	7.04	136.49	67.24	100.13	92.22	48.63
<b>市场份额</b>	<b>0.6447%</b>	<b>0.4737%</b>	<b>0.3577%</b>	<b>0.8353%</b>	<b>0.6043%</b>	<b>0.5123%</b>	<b>0.5416%</b>	<b>0.7699%</b>
市场排名	33	44	57	29	31	27	27	26
占比	2.76%	2.66%	1.95%	1.04%	0.76%	0.45%	0.46%	0.53%
债券交易量	95.42	89.75	53.44	81.96	111.15	138.95	295.81	535.69
<b>市场份额</b>	<b>0.3294%</b>	<b>0.2679%</b>	<b>0.0995%</b>	<b>0.2538%</b>	<b>0.2304%</b>	<b>0.1975%</b>	<b>0.2429%</b>	<b>0.4120%</b>
市场排名	46	47	88	37	39	41	46	38
占比	8.89%	11.07%	14.80%	0.63%	1.25%	0.63%	1.48%	5.84%
交易额合计	1,072.87	810.95	360.99	13,112.23	8,860.50	22,069.70	19,931.43	9,170.83
<b>综合排名</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>64</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>22</b>

数据来源: Wind、世纪证券研究所



**佣金率低于行业水平，随行业继续下降**

近年来，经纪业务竞争白热化，行业佣金率下滑严重，2009-2010 年行业佣金率同比下降都超过 20%。2011 年上半年，行业佣金率为 0.0819%，较去年下降 16.17%。由于公司主要经营区域处在竞争比较激烈的浙江省和湖南省，近几年，公司佣金率都低于行业水平，在上市券商中也处于较低水平。2011 年上半年公司佣金率 0.0775%，较去年下降 15.12%，和行业下降幅度基本相当。

Figure 10 公司佣金率低于行业水平

	2007	2008	2009	2010	2011 上半年
宏源证券	0.2906%	0.1596%	0.1382%	0.1203%	0.1053%
东北证券	0.1976%	0.1848%	0.1618%	0.1320%	0.1157%
国元证券	0.1631%	0.1448%	0.1126%	0.0986%	0.0828%
广发证券	0.1791%	0.1586%	0.1384%	0.1014%	
长江证券	0.1424%	0.1262%	0.1213%	0.0942%	0.0823%
山西证券	0.1967%	0.1797%	0.1617%	0.1302%	0.1215%
中信证券	0.1467%	0.1335%	0.1051%	0.0758%	
国金证券	0.1213%	0.0963%	0.1180%	0.1076%	
西南证券	0.1720%	0.1433%	0.1197%	0.0925%	
海通证券	0.1255%	0.1348%	0.1297%	0.1068%	
招商证券	0.1457%	0.1196%	0.0980%	0.0786%	
太平洋	0.1991%	0.2023%	0.1693%	0.1463%	
兴业证券	0.1284%	0.1096%	0.0990%	0.0669%	
华泰证券	0.1423%	0.1134%	0.1083%	0.0842%	0.0716%
光大证券	0.1731%	0.1218%	0.0974%	0.0771%	
方正证券	0.1247%	0.1421%	0.1199%	0.0913%	0.0775%
全行业	0.1796%	0.1640%	0.1309%	0.0977%	0.0819%

数据来源：Wind、世纪证券研究所

通过以上的分析，我们发现，目前，公司的经纪业务价值量与长江证券、兴业证券和宏源证券基本相当。从 2010 年的排名来看，公司略高于其他三家券商，但是从 2011 年上年的情况来看，公司排名略低于长江证券和兴业证券，仍高于宏源证券。

Figure 11 公司经纪业务价值量及其排名

单位: 百万元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 上半年
方正证券	298.17	1,623.42	1,490.28	2,652.33	2,410.73	1,075.79
市场份额	1.01%	1.16%	1.84%	1.79%	1.72%	1.71%
市场排名	27	21	16	16	17	19
长江证券	406.01	1,919.11	1,115.85	2,153.90	2,323.58	1,084.04
市场份额	1.37%	1.37%	1.37%	1.46%	1.66%	1.73%
市场排名	17	19	21	18	18	17
兴业证券	469.94	2,080.83	1,213.16	2,102.38	2,284.02	1,078.93
市场份额	1.59%	1.48%	1.49%	1.42%	1.63%	1.72%
市场排名	15	17	18	20	19	18
宏源证券	322.19	1,536.07	858.89	1,905.35	1,768.98	804.44
市场份额	1.09%	1.10%	1.06%	1.29%	1.26%	1.28%
市场排名	23	23	24	21	21	21

数据来源: 威海证券精英、世纪证券研究所

注: 经纪业务价值量是根据代理不同证券的佣金率进行加权平均计算的数值。

**投行业务: 合资投行面临挑战, 瑞信方正增速放缓**

2008 年公司与瑞士信贷合资设立瑞信方正, 作为公司投行业务的专业化平台, 公司参股比例为 66.70%, 注册资本为 8 亿元。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, 为公司发展大项目, 提高其知名度方面提供了较强的支持, 但是在竞争较为激烈的国内市场, 其作用并没有得到有效的体现。

近两年来, 随着一级市场的活跃, 国内投行业务获得了快速发展, 2010 年投行业务共实现业务收入 273 亿元, 较 2009 年大幅增加 80%。但是在投行业务大幅增长的同时, 并不是所有的投行都获得了快速发展, 其中合资投行的增速就出现了整体下滑。以前期稳居行业前两名的中金公司为例, 其承销保荐业务在近两年出现下滑, 特别是 2011 年上半年中金公司承销保荐收入下滑至 46 名。无独有偶, 瑞银证券、高盛高华、中德证券投行业务收入等也都出现了大幅下降。

Figure 12 合资投行承销保荐收入及其市场份额

单位: 百万元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 上半年
中金公司	791.2	2,043.63	681.73	3,208.68	1,345.14	48.60
市场份额	19.33%	25.07%	11.04%	17.48%	5.06%	0.41%
排名	2	1	2	1	4	46
瑞银证券		1,050.99	151.71	815.95	554.77	273.5
市场份额		12.89%	2.46%	4.45%	2.09%	2.28%
排名		3	10	5	17	18
高盛高华		104.5	120	442.53	102.5	23.00
市场份额		1.28%	1.94%	2.41%	0.39%	0.25%
排名		13	15	11	43	50
瑞信方正				253.00	399.93	15.00



市场份额			1.38%	1.50%	0.13%
<b>排名</b>			<b>20</b>	<b>21</b>	<b>59</b>
中德证券			43	362.85	15.00
市场份额			0.23%	1.37%	0.13%
<b>排名</b>			<b>45</b>	<b>24</b>	<b>60</b>
财富里昂	30.34	15.99	21.54	175.22	16.00
市场份额	0.37%	0.26%	0.11%	0.66%	0.13%
<b>排名</b>	<b>26</b>	<b>39</b>	<b>55</b>	<b>36</b>	<b>56</b>
海际大和			5.00	29.5	0.00
市场份额			0.35%	0.11%	0
<b>排名</b>			<b>61</b>	<b>63</b>	

数据来源：威海证券精英、世纪证券研究所

从瑞信方正的情况来看，虽然公司经历了过去两年的快速增长，但也难以摆脱合资券商的困境，2011 年上半年公司仅联席主承销可转债、公司债和次级债各一个，没有完成一个股权主承销项目。从目前情况来看，我们认为由于国内投资银行市场仍不够成熟，并且竞争过于激烈，公司的竞争力在短期之内难能有效体现，投行业务面临一定挑战。

Figure 13 2011 年上半年公司联席主承销项目明细

单位：百万元

名称	发行类型	发行日期	发行规模	发行费用	承销及保荐收入	联席保荐
石化转债	可转债发行	2011-2-23	3833.33	18.44	17.47	True
11 北银次级债	债券发行	2011-1-14	1166.67			True
11 供销债	债券发行	2011-3-22	750.00			True

数据来源：Wind、世纪证券研究所

### 自营业务：过往业绩较好，但风险较为集中

2009 年 9 月，公司正式开始自营业务，取得了不错的投资业绩。2010 年，在上证综合指数下跌 14.31% 的环境下，公司获得了 22.17% 的投资收益，超额收益超过 35%。从公司披露的投资策略来看，2010 年，公司准确的把握了市场方向是其获得投资收益的主要原因。2011 年上半年公司保持了 2/3 的现金，在 2011 年下半年的反弹行情中，公司积极加仓，从而获得了较好收益。

Figure 14 公司自营业务投资收益情况

单位：百万元

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	305.96	130.19	42.55%	1,869.06	509.81	27.28%
基金	28.78	25.23	87.64%	25.07	2.10	8.38%
其他	0.34	1.27	376.47%	455.16	8.96	1.97%
合计	335.08	156.68	<b>46.76%</b>	2,349.29	520.88	<b>22.17%</b>

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

截至 2010 年 12 月 31 日，公司划入自营账户资金累计达 31.14 亿元，实际使用资金 30.62 亿元。截止 2011 年 4 月 30 日，公司自营业务权益类证券持仓比例为 77.94%。公司自营业务，大部分投资于股票和基金市场，只是根据对市场的判断，调整现金和投资的比重。另外，根据公司招股说明书披露的信息，公司基本上没有进行债券的投资。基于以上的分析，我们认为公司自营业务过去两年虽取得了较好的业绩，但其投资策略有待商酌，风险较为集中。

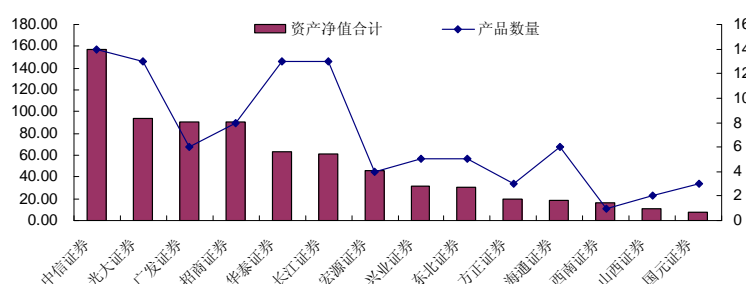
## 公司创新业务分析

### 资产管理：起步较晚，业绩中等

2010 年 5 月，公司开始发售第一只集合理财产品，截止目前，公司有 2 只集合理财产品，规模 19.14 亿元，在所有券商中排名第 19 位，上市券商中排名第 10 位。

Figure 15 公司集合理财管理规模排名第十位

单位：亿元



数据来源：Wind、世纪证券研究所

从公司资产管理投资业绩来看，其业绩管理能力处于中等水平，金泉友 1 号今年以来在 27 只同类产品中排名第 16 位，金泉友 2 号今年以来在 132 只同类产品中排名第 73 位。

Figure 16 公司资产管理业绩处于中等水平

单位：亿元

简称	最新 (2011-8-12)		今年以来			最近一年		成立日期	所属概念
	单位净值	累计单位净值	规模	总回报	同类排名	总回报	同类排名		
金泉友 1 号	0.9961	1.0461	8.58	-2.14%	16/27	3.40%	5/26	2010-5-26	债券型
金泉友 2 号	0.9370	0.9370	10.12	-6.30%	73/132			2010-12-28	FOF

数据来源：Wind、世纪证券研究所

2010 年公司实现客户资产管理净收入 911.39 万元。但由于运营时间较短，资产管理业务对本公司整体营业收入贡献度较小。

**期货业务：实力较强，快速增长**

公司控股期货子公司方正期货，为公司整合泰阳期货和中辰期货成立的国内大型期货公司，公司控股 85%，注册资本 2 亿元。截至 2010 年 12 月 31 日，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。

近三年来，方正期货经纪业务实现快速增长，业务收入复合增长 39.13%。目前，方正期货业务规模进入全国前 30 名，公司综合实力列全国排名第 14 位。

**直投业务：重点投资健康领域**

2010 年 3 月 11 日，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。公司的目标是：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，发展成为国内最知名的医药健康产业专业投资机构。

**融资融券：**公司为第三批试点券商，2010 年仅实现融资融券利息收入 1.34 万元。

**公司财务分析**

公司综合成本管理能力较为突出，在中等规模以上证券公司中具有比较优势。公司费用率低于 16 家上市券商的中位数，2008-2010 年公司费用率分别为 42.68%、38.51%、41.34%。

2008-2010 年公司实际有效税率较为稳定，基本上处在 25%左右的水平。相对于上市券商而言，公司实际有效税率略高于行业中位数。

Figure 17 公司费用率、有效税率

	费用率 (%)			有效税率 (%)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
招商证券	41.81	37.56	35.24	17.73	22.06	17.70
中信证券	37.60	36.43	37.90	15.80	24.16	25.64
光大证券	39.81	31.08	38.51	15.87	25.97	24.16
西南证券	66.60	33.95	40.35	0.01	20.84	22.96
广发证券	13.90	29.32	40.85	13.66		26.19
宏源证券	46.93	41.08	41.20	26.31	26.04	25.36
国元证券	45.00	33.95	41.46	11.28	21.21	22.66
长江证券	41.66	40.21	43.64	28.44	24.73	23.43
华泰证券	52.77	39.26	44.72	16.26	23.20	22.70

方正证券	42.68	38.51	41.34	24.49	26.00	25.57
兴业证券	54.73	41.88	51.22	23.00	24.25	24.47
东北证券	48.29	34.86	53.94	20.27	23.30	23.09
山西证券	45.92	42.31	55.99	23.99	25.98	25.59
国金证券	30.79	47.67	57.78	24.88	25.13	26.68
太平洋		47.29	57.80		0.04	16.60
海通证券	42.14	37.48	46.19		22.07	22.48
中位数	45.92	39.74	45.46	20.27	23.30	23.26

数据来源: Wind、世纪证券研究所

从净资产收益率和总资产收益率两个指标来看,公司的资本利用效率和行业总体水平基本相当,2010 年公司净资产收益率、总资产净利率分别为 15.18%、4.46%。

Figure 18 公司 ROAE、ROAA 和行业水平基本相当

证券简称	ROAA			ROAE			杠杆效应		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
宏源证券	2.84%	5.20%	4.68%	9.87%	20.00%	18.88%	3.47	3.84	4.03
东北证券	3.65%	6.56%	2.75%	18.62%	34.30%	16.15%	5.1	5.23	5.87
国元证券	3.39%	5.02%	3.41%	10.55%	10.40%	6.13%	3.11	2.07	1.8
广发证券	4.12%	5.86%	4.02%	22.46%	31.33%	21.96%	5.45	5.34	5.46
方正证券	6.22%	6.02%	4.46%	17.14%	20.06%	15.18%	2.76	3.33	3.40
长江证券	3.23%	5.12%	3.61%	13.36%	19.99%	13.76%	4.13	3.9	3.81
山西证券	2.92%	5.43%	2.70%	11.88%	21.08%	8.79%	4.08	3.88	3.26
中信证券	4.47%	5.23%	6.28%	13.10%	14.69%	16.68%	2.93	2.81	2.65
国金证券	9.62%	5.67%	3.98%	29.38%	21.68%	15.60%	3.05	3.82	3.92
西南证券	9.65%	13.12%	4.27%	75.75%	42.43%	10.19%	7.85	3.23	2.39
海通证券	3.88%	4.65%	3.12%	8.74%	10.94%	8.18%	2.25	2.35	2.62
招商证券	3.13%	5.17%	3.37%	25.72%	24.24%	13.86%	8.21	4.69	4.12
太平洋		8.58%	3.45%		25.61%	10.88%		2.99	3.16
兴业证券	1.56%	5.99%	2.82%	6.47%	24.05%	11.17%	4.14	4.02	3.97
华泰证券	1.93%	5.04%	3.23%	12.47%	31.53%	14.46%	6.46	6.26	4.48
光大证券	3.14%	5.93%	3.62%	13.15%	16.96%	9.66%	4.19	2.86	2.67
中位数	3.39%	5.55%	3.53%	13.15%	21.38%	13.81%	4.13	3.83	3.61

数据来源: Wind、世纪证券研究所

## 估值及投资评级

综合以上分析，我们预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.16 元、0.17 元和 0.18 元，对应 2011 年 8 月 15 日收盘价 PE 分别为 38.83、36.49 和 34.47 倍，在上市券商中估值过高。公司作为一只新上市的股票，流通市值偏小，应享有一定的溢价，但是目前公司估值已远远高于行业总体水平，鉴于公司投行面临较大挑战，自营业务风险较为集中，创新业务才刚刚开始，给予公司“中性”评级。

Figure 19 证券行业上市公司估值对比

简称	最新价格 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
					TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	
太平洋	8.10	1.76	121.77	120.23	0.1494	0.2071	0.2414	54.18	39.11	33.55	5.94
方正证券	6.06	-0.16	369.66	50.00	0.0000	0.1584	0.1956	30.19	38.26	30.99	4.17
山西证券	8.08	1.51	193.90	32.30	0.1442	0.2113	0.2490	56.03	38.23	32.45	3.26
兴业证券	15.37	3.09	338.14	40.42	0.0000	0.4527	0.5462	40.82	33.95	28.14	3.93
西南证券	11.87	0.00	275.69	45.03	0.4215	0.3934	0.4396	28.16	30.17	27.00	2.41
东北证券	19.07	2.14	121.92	121.92	0.7908	0.7230	0.9082	24.11	26.38	21.00	3.64
国金证券	12.57	1.62	125.73	125.73	0.5056	0.5348	0.6157	24.86	23.50	20.42	3.97
国海证券	13.20	-0.08	94.62	19.35	-0.0289	0.6269	0.8231	-455.25	21.06	16.04	46.36
国元证券	10.14	1.50	199.16	199.16	0.4799	0.4914	0.5799	21.13	20.63	17.49	1.34
广发证券	32.41	1.66	812.53	251.16	1.5248	1.5920	1.8396	21.25	20.36	17.62	4.07
华泰证券	10.62	1.72	594.72	188.14	0.5621	0.5600	0.6803	18.89	18.97	15.61	1.79
长江证券	9.05	1.80	214.60	214.59	0.5091	0.5032	0.5753	17.78	17.98	15.73	1.84
宏源证券	15.01	1.69	219.33	219.32	0.8142	0.8961	1.0134	18.43	16.75	14.81	2.94
光大证券	11.63	2.02	397.51	127.12	0.7081	0.7039	0.8066	16.42	16.52	14.42	1.71
招商证券	12.41	1.47	578.44	304.74	0.6953	0.7527	0.8561	17.85	16.49	14.50	2.33
海通证券	8.14	1.88	669.74	669.74	0.4691	0.5346	0.6175	17.35	15.23	13.18	1.46
中信证券	11.85	0.00	1,178.57	1,167.90	1.1230	0.7849	0.8782	10.55	15.10	13.49	1.64
行业均值	0.00	1.22	336.11	205.64	0.5331	0.6087	0.7111	18.70	18.82	16.11	2.25
行业中值	11.85	1.66	275.69	127.12	0.5056	0.5348	0.6175	21.13	20.63	17.49	2.94

数据来源: Wind、世纪证券研究所

注: 更新日期为 2011 年 8 月 15 日

## 风险提示

二级市场持续低迷; 佣金率下降超预期; 公司自营业务风险较为集中。

附件：盈利预测

单位：百万元

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
利润表						同比增长				
经纪业务净收入	2,629.45	1,792.91	1,436.69	1,518.38	1,581.70	手续费净收入	-31.81%	-19.87%	5.69%	4.17%
投资银行净收入	117.76	355.38	230.00	295.00	360.00	投资银行净收入	201.78%	-35.28%	28.26%	22.03%
资产管理净收入	-	8.98	42.00	52.50	75.00	资产管理净收入	-	367.71%	25.00%	42.86%
基金业务净收入	-	-	-	-	-	期货经纪净收入	45.44%	2.28%	11.11%	10.00%
期货经纪净收入	102.85	149.58	153.00	170.00	187.00	投顾业务净收入	-	-	-	-
投顾业务净收入	-	-	-	-	-	营业收入合计	-6.77%	-22.87%	6.68%	6.01%
净利息收入	280.45	315.35	425.00	410.00	384.00	管理费用	0.10%	-21.64%	6.68%	6.01%
投资收益	156.68	520.88	532.28	600.00	650.00	营业支出合计	-2.45%	-21.26%	6.68%	6.01%
其他业务净收入	-	-	-	-	-	税前利润	-10.10%	-24.21%	6.68%	6.01%
营业收入合计	3,311.93	3,087.70	2,381.69	2,540.88	2,693.70	归属股东净利润	-9.91%	-23.73%	6.43%	5.85%
管理费用	1,275.36	1,276.58	1,000.31	1,067.17	1,131.35	主要业绩指标				
营业税金及附加	166.53	137.81	107.18	114.34	121.22	经纪业务市场份额	1.74%	1.72%	1.75%	1.79%
资产减值损失	-	-7.85	-	-	-	净佣金率	0.0913%	0.0785%	0.0762%	0.0762%
营业支出合计	1,441.89	1,406.54	1,107.49	1,181.51	1,252.57	首发主承销市场份额	-	-	-	-
税前利润	1,870.04	1,681.17	1,274.20	1,359.37	1,441.13	主承销费率	-	-	-	-
所得税	-	437.19	340.96	362.88	384.11	费用率	41.34%	42.00%	42.00%	42.00%
净利润	<b>1,385.42</b>	<b>1,248.12</b>	<b>970.42</b>	<b>1,032.83</b>	<b>1,093.24</b>	有效税率	25.57%	26.00%	26.00%	26.00%
少数股东权益	6.06	24.26	18.54	19.73	20.88	营业部家数	87	-	-	-
归属股东净利润	1,385.42	1,248.12	951.89	1,013.10	1,072.35	员工人数	4574	-	-	-
每股收益	0.23	0.20	0.16	0.17	0.18	PE	29.62	38.83	36.49	34.47

数据来源：Wind、世纪证券研究所



---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.