

# 方正证券(601901)新股定价报告

—— 经纪业务占比大，创新业务刚萌芽

金融 / 资本市场

定价区间  
3.00-4.00 元

发布时间：2011 年 8 月 9 日

## 投资要点：

- 无论是从资本实力、还是从盈利规模和业务规模而言，方正证券都稳居行业前 20 名。与已上市券商相比，方正证券盈利能力与长江证券和宏源证券相当，资产规模稍逊于长江证券但好于宏源证券。
- 从业务收入结构上来说，方正证券的业务收入大部分来着于经纪业务，经纪业务收入贡献度高于行业总体水平。公司的业务收入受市场波动的影响较大。
- 经纪业务是方正证券的主要业务，经纪业务收入是公司最主要的收入及利润来源，占营业收入比重较高。近三年，本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，公司存在经营业绩过于依赖经纪业务的风险。
- 目前公司获得了融资融券、直投和 IB 业务等创新业务资格，但都处于刚推行阶段，创新业务贡献的业务收入较少。
- 方正证券的综合竞争力与长江证券、宏源证券相当，其上市后的市值应该与这两家公司相差不多，对应的二级市场价格为 4.00 元左右。建议申购价格在 3.00 - 4.00 元之间。

## 业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	308,770		124,812		0.27			
2011E	318,295	3.1%	141,854	13.7%	0.23			
2012E	378,320	18.9%	183,912	29.6%	0.30			
2013E	413,448	9.3%	208,984	13.6%	0.34			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	460,000
发行数量 (万股)	150,000
发行价格 (元)	3.90
发行前 EPS (元)	0.27
发行后 EPS (元)	0.20
发行前每股净资产 (元)	1.88
发行日期	2011-8-1
上市日期	2011-8-10
主承销商	平安证券 中信证券

分析师: 赵新安

执业证书编号 : S0550511020009

TEL: (8621)6337 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@nesc.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

## 一、综合竞争力强

无论是在资本实力、还是在盈利规模和业务规模而言，方正证券都稳居行业前20名。

表1、各项指标同行业排名

		2007年	2008年	2009年	2010年
盈利规模	营业收入	41	16	17	21
	净利润	46	14	16	19
资产规模	净资产	49	13	16	17
	净资本	46	14	16	18
	总资产	48	18	19	19
业务规模	交易额	19	19	16	17
	市场份额	1.2%	1.29%	1.8%	1.7

资料来源：公司公告、东北证券

表2、上市券商综合指标对比

单位：万元

	营业收入	净利润	资产总计	净资产	净资本
光大证券	505,408	226,489	5,957,885	2,290,112	1,764,683
宏源证券	330,472	130,638	2,683,410	729,880	507,070
长江证券	319,922	128,299	3,577,264	952,860	748,850
方正证券	308,770	127,238	2,802,404	896,362	628,633
兴业证券	273,751	92,290	3,053,745	874,680	653,553
国元证券	224,204	92,592	2,490,071	1,498,003	1,177,078
西南证券	193,647	80,528	2,277,808	1,112,331	912,126

资料来源：公司公告、东北证券

表3、方正证券与其它上市券商对比

	方正/光大	方正/长江	方正/兴业	方正/宏源	方正/国元	方正/西南
营业收入	0.61	0.97	1.13	0.93	1.38	1.59
净利润	0.56	0.99	1.38	0.97	1.37	1.58
总资产	0.47	0.78	0.92	1.04	1.13	1.23
净资产	0.39	0.94	1.02	1.23	0.60	0.81
净资本	0.36	0.84	0.96	1.24	0.53	0.69
交易额	0.55	1.06	1.06	1.37	1.66	2.31

资料来源：公司公告、东北证券

表4、上市券商综合竞争力对比

单位：万元

公司名称	光大	长江	兴业	方正	宏源	国元	西南
ROE	9.89%	13.46%	10.55%	14.19%	17.90%	6.18%	7.24%
净资产	2290112	952860	874680	896362	729880	1498003	1112331
净资本	1764683	748850	653553	628633	507070	1177078	912126
净资本/净资产	77.06%	78.59%	74.72%	70.13%	69.47%	78.58%	82.00%
经纪业务份额	3.15%	1.64%	1.63%	1.74%	1.27%	1.05%	0.75%

资料来源：公司公告、东北证券

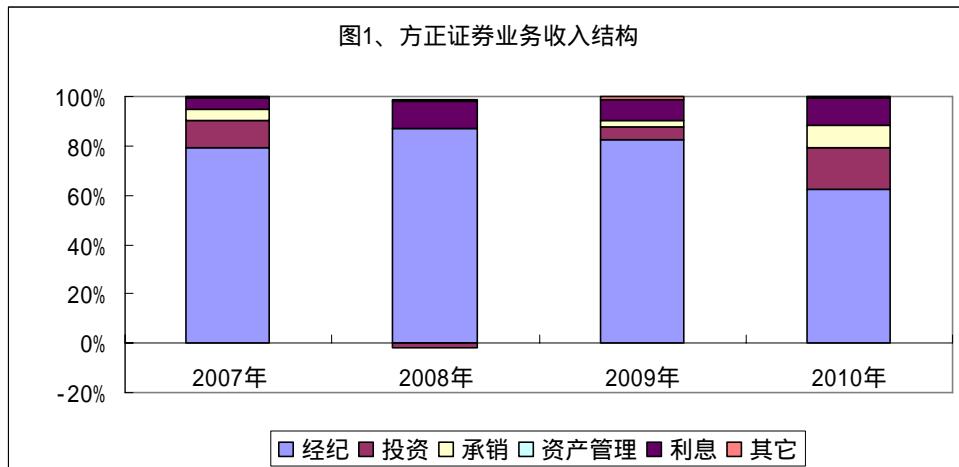
从资产质量来看，方正证券的净资本规模较小，净资本与净资产的比率较低，显示了公司面临较大的风险压力，融资需求强烈。

与已上市券商相比，方正证券盈利能力与长江证券和宏源证券相当，资产规模稍逊于长江证券但好于宏源证券。

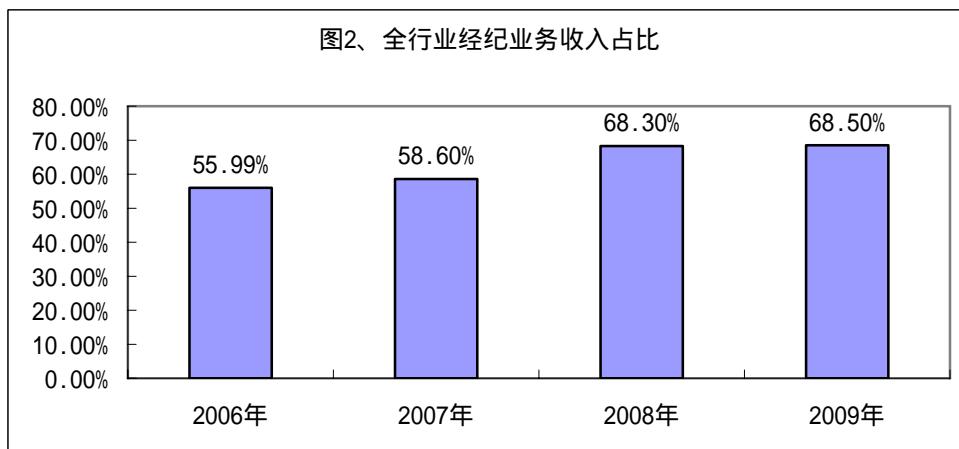
## 二、各项业务分析

### 1、业务收入结构

从业务收入结构上来说，方正证券的业务收入大部分来着于经纪业务，经纪业务收入贡献度高于行业总体水平。公司的业务收入受市场波动的影响较大。



资料来源：公司公告、东北证券



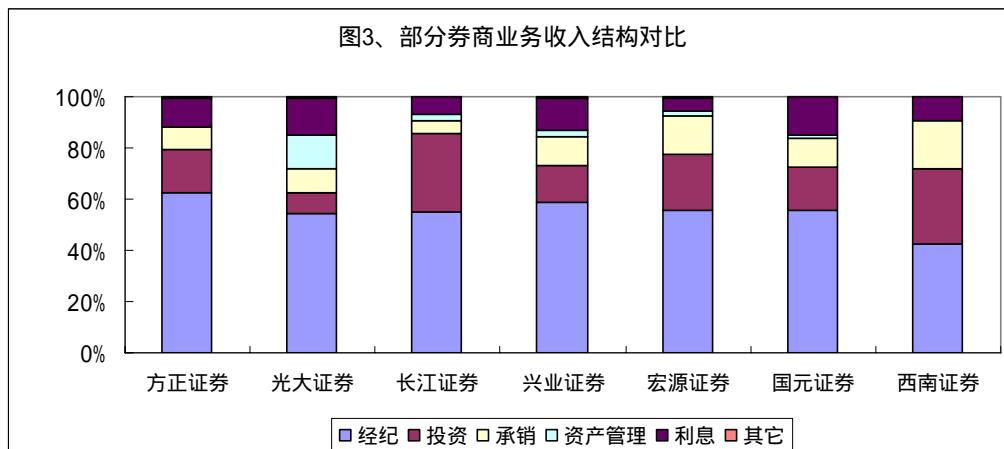
资料来源：公司公告、东北证券

### 2、经纪业务分析

公司股票基金交易额和市场份额逐年提升。但佣金率呈下降趋势，佣金率总体水平低

于全国平均水平，说明公司所在的区域业务竞争激烈。

经纪业务是方正证券的主要业务，经纪业务收入是公司最主要的收入及利润来源，占营业收入比重较高。近三年，本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，本公司存在经营业绩过于依赖经纪业务的风险。



资料来源：公司公告、东北证券

表5、佣金率变化趋势

	全行业	方正证券
2008 年	0.13%	0.14%
2009 年	0.12%	0.12%
2010 年	0.10%	0.09%

资料来源：公司公告，东北证券

表6、经纪业务市场份额对比

单位：万元

	交易额	市场份额
银河证券	583,872,969	5.16%
国泰君安	551,428,948	4.87%
国信证券	505,112,527	4.46%
广发证券	465,336,843	4.11%
海通证券	455,272,100	4.02%
招商证券	455,189,637	4.02%
华泰证券	429,269,435	3.79%
申银万国	425,112,168	3.76%
中信建投	371,353,101	3.28%
光大证券	356,379,572	3.15%
安信证券	303,523,989	2.68%
齐鲁证券	301,349,414	2.66%
中投证券	298,466,538	2.64%

中信证券	282,457,439	2.50%
华泰联合	226,185,105	2.00%
中信金通	222,966,631	1.97%
方正证券	196,356,191	1.74%
长江证券	186,040,050	1.64%
兴业证券	184,550,031	1.63%
东方证券	169,903,281	1.50%
宏源证券	143,402,882	1.27%
华西证券	134,466,663	1.19%
浙商证券	129,254,810	1.14%
平安证券	127,577,868	1.13%
财通证券	126,471,051	1.12%

资料来源：公司公告、东北证券

方正证券的前身系浙江证券，通过一系列的重组，尤其是吸收合并泰阳证券后，通过外延式扩张的方式，公司经纪业务实现了跨越式发展，网点及业务规模走上了新的台阶：公司营业网点由2002 年的22 家发展至目前的87 家，在全国106 家券商中名列第13 位，主要分布在全国16 个省（市）40 多个城市。

湖南、浙江是方正证券营业部的主要分布区域，拥有63 家营业部，占营业部总数72.41%，公司在湖南拥有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。公司在湖南省内客户规模较大，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，本公司在湖南区域市场有较强的定价能力，区域优势明显。

浙江省是方正证券营业部分布的另一个主要区域，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，其中有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。浙江省经济发达，民间资本丰富，2010 年浙江省居民储蓄存款20,046 亿元，占全国的比重为6.53%，居全国前列；资本市场非常活跃，截至2010 年底，浙江省拥有上市公司165 家，数量居全国第三位，近年来证券交易量一直稳居全国第三。因此，浙江省证券市场发展潜力巨大。

表7、经纪业务收入分布

	浙江地区	湖南地区	其他地区	合计	浙江占比	湖南占比
2008 年	62,439	107,294	24,034	193,768	32.2%	55.4%
2009 年	77,328	140,756	65,960	284,043	27.2%	49.6%
2010 年	50,799	112,162	63,988	226,946	22.4%	49.4%

资料来源：公司公告、东北证券

### 3、投资业务

截至2010 年12 月31 日，公司自营账户资金规模累计达31.14 亿元，占净资本的比重为49.54%。公司自营业务风格稳健，风险控制较好。

**表8、投资收益**
**单位：万元**

证券品种	2010 年度			2009 年度		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
股票	186,906	50981	27.3%	30,596	13,019	42.6%
基金	2,507	210	8.4%	2,878	2,523	87.6%
其他	45,516	896	2.0%	34	127	376.5%
合计	234,929	52088	22.2%	33,508	15,668	46.8%

资料来源：公司公告、东北证券

#### 4、资产管理业务

2009 年 4 月 15 日，中国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 2 月，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，首发实际募集资金 14.96 亿元；2010 年 11 月 18 日，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，实际募集资金 14.47 亿元。

**表9、受托资产管理规模**
**单位：万元**

平均受托资产规模	122,808.36
受托资产增值额	7,982.35
平均受托资产管理规模增值率	6.50%

资料来源：公司公告、东北证券

#### 5、投行业务

方正证券与瑞士信贷合资成立了从事投资银行业务的子公司瑞信方正。瑞信方正自 2008 年底成立以来，保持良好发展态势，市场影响力不断增强，营业收入大幅增加，2009 年及 2010 年瑞信方正投行业务收入分别为 11,325.48 万元和 30,981.93 万元。

**表10、承销业务对比**
**单位：万元**

机构名称	总计	占比	股票承销	占比	债券承销	占比
平安证券	5984446.482	4.0%	4299446	4.83%	1685000	2.75%
中信证券	16248815.2	10.8%	8918982	10.02%	7329833	11.97%
国信证券	5355332.656	3.6%	4456999	5.01%	898333.3	1.47%
中信建投	6892727.582	4.6%	2826094	3.17%	4066633	6.64%
招商证券	4686101.879	3.1%	2873102	3.23%	1813000	2.96%
中金融公司	16262905.04	10.8%	10892905	12.23%	5370000	8.77%
海通证券	6319770.532	4.2%	4849771	5.45%	1470000	2.40%
广发证券	3251280.509	2.2%	2436281	2.74%	815000	1.33%
国泰君安	8508202.67	5.7%	5111536	5.74%	3396667	5.55%
华泰联合	2629561.836	1.7%	2247562	2.52%	382000	0.62%
银河证券	8025665.702	5.3%	3187332	3.58%	4838333	7.90%
瑞银证券	7379096.347	4.9%	4647430	5.22%	2731667	4.46%
中银国际	10828673.12	7.2%	4582173	5.15%	6246500	10.20%
安信证券	4172442.636	2.8%	2905776	3.26%	1266667	2.07%

宏源证券	2667793.333	1.8%	1311460	1.47%	1356333	2.21%
中投证券	3707431.332	2.5%	2232431	2.51%	1475000	2.41%
光大证券	2479330	1.6%	1352330	1.52%	1127000	1.84%
西南证券	1628977.889	1.1%	853977.9	0.96%	775000	1.27%
华林证券	1710892	1.1%	246892	0.28%	1464000	2.39%
民生证券	1122883.456	0.7%	762883.5	0.86%	360000	0.59%
中德证券	1745469.574	1.2%	758802.9	0.85%	986666.7	1.61%
<b>瑞信方正</b>	<b>3812860.623</b>	<b>2.5%</b>	<b>1436194</b>	<b>1.61%</b>	<b>2376667</b>	<b>3.88%</b>
申银万国	2682242.133	1.8%	1332242	1.50%	1350000	2.20%
国金证券	1634642.4	1.1%	1634642	1.84%	0	0.00%

资料来源：公司公告、东北证券

## 6、创新业务

目前公司获得了融资融券、直投和IB 业务等创新业务资格，但都处于刚推行阶段，创新业务贡献的业务收入较少。

### (1) 融资融券业务

2010 年11月，中国证监会核准方正证券融资融券业务试点的资格。公司董事会同意公司在融资融券业务试点期间，融资融券业务总规模不超过20亿元人民币。

截至 2010 年12 月31 日，公司融资融券总余额为393 万元，其中融资余额为393 万元，融券余额为0，客户总授信规模为535 万元。公司融资融券业务总收入3.64 万元，其中利息收入1.81 万元，佣金收入1.80 万元，其他收入0.03 万元。

### (2) IB 业务

2010 年8 月30 日，经中国证监会证监许可《关于核准方正证券有限责任公司为期货公司提供中间介绍业务资格的批复》批准，核准公司为方正期货提供中间介绍（IB）业务的资格。

### (3) 直投业务

2010 年3 月11 日，中国证监会机构监管部下发机构部函《关于对方正证券有限责任公司开展直接投资业务试点的无异议函》，对公司出资2 亿元设立全资控股子公司方正和生投资有限责任公司，开展直接投资业务试点无异议。

## 三、盈利预测

预计2011年及2012年，方正证券归属母公司所有者的净利润将达到14.18和18.39亿元，每股收益分别为0.31和0.40元。

**表11、盈利预测**
**单位：元**

证券公司 - 利润表 (单位 : 元)	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
<b>一、营业收入</b>	3,087,703,430	3,182,952,168	3,783,199,679	4,134,479,278
经纪业务	1,792,906,510	2,025,984,356	2,431,181,227	2,674,299,350
承销业务	243,186,274	262,641,176	283,652,470	306,344,667
资产管理	8,975,836	9,693,903	10,469,416	11,306,969
利息净收入	315,353,994	340,582,314	367,828,899	397,255,211
投资净收益	235,640,031	254,491,234	318,114,042	343,563,166
公允价值变动净收益	249,283,271	269,225,933	349,993,713	377,993,210
其他业务收入	18,827,086	20,333,253	21,959,913	23,716,706
<b>二、营业支出</b>	1,413,292,159	1,280,022,091	1,301,218,942	1,314,207,911
营业税金及附加	137,810,264	139,188,366	141,972,134	143,391,855
管理费用	1,276,576,264	1,148,918,638	1,160,407,824	1,172,011,902
其他业务成本	6,755,062	6,957,714	7,166,445	7,381,439
<b>三、营业利润</b>	1,674,411,271	1,902,930,077	2,481,980,737	2,820,271,367
加：营业外收入	39,155,256	41,113,019	43,168,670	45,327,104
减：营业外支出	3,991,526	4,191,102	4,400,657	4,620,690
<b>四、利润总额</b>	1,709,575,001	1,939,851,994	2,520,748,750	2,860,977,780
减：所得税	437,194,299	496,083,665	655,394,675	743,854,223
<b>五、净利润</b>	1,272,380,702	1,443,768,329	1,865,354,075	2,117,123,557
减：少数股东损益	24,257,707	25,228,016	26,237,136	27,286,622
归属母公司所有者净利润	1,248,122,995	1,418,540,314	1,839,116,939	2,089,836,936
<b>六、每股收益：</b>	0.27	0.23	0.30	0.34

资料来源：公司公告、东北证券

#### 四、估值分析

方正证券的综合竞争力与长江证券、宏源证券相当，其上市后的市值应该与这两家公司相差不多，对应的二级市场价格为4.00元左右。建议申购价格在3.00 - 4.00元之间。

**表12、流通市值及估值水平比较**
**单位：亿元/亿股**

证券简称	总股本	流通 A 股	市盈率	收盘价	总市值	A 股市值
太平洋	15.0	14.8	62.5	9.4	140.6	140.6
国金证券	10.0	10.0	27.9	14.1	141.2	141.2
山西证券	24.0	4.0	52.0	9.0	215.7	215.7
国元证券	19.6	19.6	23.6	11.0	216.6	216.6
<b>宏源证券</b>	<b>14.6</b>	<b>14.6</b>	<b>19.6</b>	<b>16.4</b>	<b>239.5</b>	<b>239.5</b>
<b>长江证券</b>	<b>23.7</b>	<b>23.7</b>	<b>20.3</b>	<b>10.3</b>	<b>244.2</b>	<b>244.2</b>
西南证券	23.2	3.8	28.4	11.9	275.7	275.7
兴业证券	22.0	2.6	45.0	16.9	372.7	372.7
光大证券	34.2	10.9	18.8	13.3	456.0	456.0
招商证券	46.6	24.6	19.9	13.8	643.7	643.7
华泰证券	56.0	17.7	20.0	11.8	659.7	659.7
海通证券	82.3	82.3	18.7	8.8	720.8	720.8
广发证券	25.1	7.8	23.7	36.2	906.3	906.3
中信证券	99.5	98.6	11.3	12.7	1259.1	1259.1

资料来源：公司公告、东北证券

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势 : 在未来 6—12 个月内 , 行业指数的收益超越市场平均收益 ;

同步大势 : 在未来 6—12 个月内 , 行业指数的收益与市场平均收益基本持平 ;

落后大势 : 在未来 6—12 个月内 , 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐 : 在未来 6—12 个月内 , 股票的持有收益超过市场平均收益 15% 以上 ;

谨慎推荐 : 在未来 6—12 个月内 , 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15% ;

中 性 : 在未来 6—12 个月内 , 股票的持有收益在市场平均收益 ±5% 之间 ;

回 避 : 在未来 6—12 个月内 , 股票的持有收益低于市场平均收益 5% 以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据 , 东北证券股份有限公司 ( 以下简称我公司 ) 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。本报告版权归我公司所有。