

审慎推荐-A (维持)

方正证券 601901.SH

目标估值: 9.3-9.3 元
当前股价: 8.44 元
2017年05月01日

资本运作彰显信心, 业务持续向前发展

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	823210
已上市流通股(万股)	628985
总市值(亿元)	695
流通市值(亿元)	531
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	75.5%
主要股东	北大方正集团有限公司
主要股东持股比例	27.75%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《方正证券(601901)2016年年报点评—公司管理体制改善, 自营、投行有望表现突出》2017-03-31

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn
S1090517040005

公司发布 2017 年一季报: 营业收入 13.25 亿, 同比下降 31.19%; 归母净利润 4.05 亿, 同比降 52.24%。摊薄后 ROE 1.14%, EPS 0.05 元。

- 信用业务同比暴增, 全年斗志昂扬。一季度收入 2.5 亿, 同比大涨 10 倍有余。其中两融余额 169 亿, 同比持平; 股质押规模 145 亿, 同比涨幅达 6.5 倍, 是业务表现突出的重要功臣, 未来股质押业务需求持续扩大, 叠加市场企稳、融资客进场, 信用业务有望维持高增长, 为业绩改善做出贡献。
- 经纪业务线上线下齐发力, 持续推进互联网金融、财富管理和机构业务转型。经纪业务收入 6.6 亿, 同比下降 26%, 较 16 年 66% 的降幅大有改善。受益业务标准化、精细化管理及线上线下互动, 两市股基市占率 2.51%, 环比增长 1.8%; 佣金率 4.62%, 环比下降 18%。公司从互联网金融向金融科技持续升级, 不仅有利于扩大市占份额, 还将增强客户粘性, 稳定佣金水平。
- 资本运作频频, 外延扩张彰显信心。1) 公司增资方正证券(香港)金融控股公司 3 亿港元, 支持境外平台搭建, 实现境内外业务联动; 2) 增资方正证券投资公司 6 亿元, 打造公司另类投资平台, 抓住业务发展机遇。同时实际控制人方正集团正在筹划与公司有关的资产重组事宜, 多项资本运作公司彰显外延发展战略, 扩大利润来源。
- 股权纷争落下帷幕, 管理体制优化, 潜在经营活力有望在 17 年释放。公司董事会改选完成, 同时设立执委会, 完善管理体制, 激发公司业务活力。同时公司定位均衡发展战略, 目标引入一流人才, 建立高度市场化激励机制, 力争在机构业务、财富管理业务、互联网金融、自营投资业务等方面寻求突破。
- 维持公司审慎推荐评级。结合市场企稳态势, 看好公司未来前景基于: 1) 信用业务同比大增, 未来再接再厉; 2) 资本运作频频, 外延扩张彰显信心; (3) 股权之争落下帷幕, 管理体制优化, 经营活力有望逐步释放。我们利用分部估值法给予公司 17 年总市值 765 亿, 对应目标价 9.3 元, 空间 10%, 对应 17 年 26 倍 PE、2 倍 PB。
- 风险: 市场风险

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10,915	7,760	8,439	9,158	10,272
同比增长	123%	-29%	9%	9%	12%
营业利润(百万元)	5,521	3,151	3,660	4,064	4,702
同比增长	140%	-43%	16%	11%	16%
净利润(百万元)	4,064	2,569	2,992	3,321	3,842
同比增长	126%	-37%	16%	11%	16%
每股收益(元)	0.49	0.31	0.36	0.40	0.47
PE	17.10	27.04	23.22	20.92	18.08
PB	1.99	1.96	1.81	1.66	1.52

资料来源: wind, 招商证券

表 1：方正证券利润简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	10915	7760	8439	9158	10272
手续费及佣金净收入	7516	4551	4553	5216	6161
其中：经纪业务手续费净收入	6900	3662	3478	3975	4721
投行业务手续费净收入	364	582	698	838	1005
资产管理业务手续费净收入	100	171	178	189	203
利息净收入	807	82	138	153	242
投资净收益	2297	3587	3947	3947	3947
其中：对联营合营公司投资收益	-3	-31	-31	-31	-31
公允价值变动净收益	225	-500	-200	-160	-80
汇兑净收益	2	3	-2	-2	-2
其他业务收入	69	37	4	4	4
二、营业支出	5394	4609	4780	5093	5570
营业税金及附加	668	199	216	234	263
业务及管理费	4233	4357	4464	4759	5207
资产减值损失	457	49	100	100	100
其他业务成本	37	5	0	0	0
三、营业利润	5521	3151	3660	4064	4702
加：营业外收入	41	66	66	66	66
减：营业外支出	115	54	54	54	54
四：利润总额	5447	3162	3671	4076	4713
减：所得税费用	1349	580	673	747	864
五、净利润	4098	2582	2998	3328	3849
归属母公司所有者的净利润	4064	2569	2992	3321	3842
少数股东损益	34	13	6	7	7

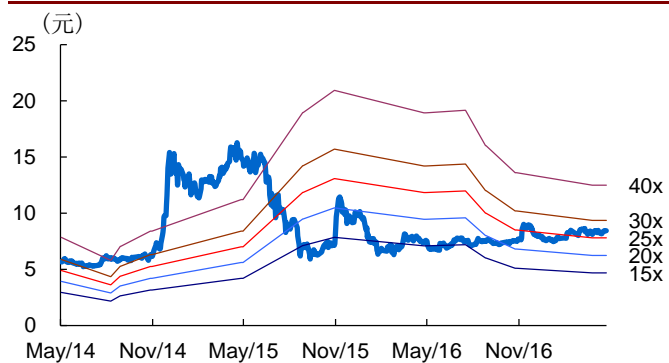
资料来源：wind，招商证券

表 2：方正证券资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	47772	31653	31653	31653	31653
其中：客户资金存款	38969	27762	27762	27762	27762
结算备付金	15256	10402	10402	10402	10402
其中：客户备付金	11313	7323	7323	7323	7323
拆出资金	0	0	0	0	0
融出资金	31398	23081	25521	28136	32498
交易性金融资产	25020	35133	35133	35133	35133
衍生金融资产	35	0	0	0	0
买入返售金融资产	5534	12216	13437	13437	13437
应收款项	375	1254	151	152	152
应收利息	1469	1447	1447	1447	1447
存出保证金	2478	2431	2431	2431	2431
可供出售金融资产	16161	26483	26483	26483	26483
持有至到期投资	1507	808	808	808	808
长期股权投资	47	16	16	16	16
投资性房地产	276	220	121	122	122
固定资产	484	498	498	498	498
在建工程		0	0	0	0
无形资产	155	161	161	161	161
商誉	4523	4523	4523	4523	4523
递延所得税资产	171	402	402	402	402
其他资产	1766	1609	2131	2835	2315
资产总计	154425	152339	155319	158640	162482
短期借款	0	0	0	0	0
应付短期融资款	5529	11040	11040	11040	11040
拆入资金	552				
交易性金融负债	1669	10109	10109	10109	10109
衍生金融负债	6	1	1	1	1
卖出回购金融资产款	21605	19460	19460	19460	19460
代理买卖证券款	47239	30833	30833	30833	30833
代理承销证券款			0	0	0
应付职工薪酬	1925	1142	1142	1142	1142
应交税费	317	196	196	196	196
应付款项	5320	7357	7357	7357	7357
应付利息	1858	1488	1488	1488	1488
预计负债	306	294	294	294	294
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	31961	33500	33500	33500	33500
递延所得税负债	162	8	8	8	8
其他负债	436	702	702	702	702
负债合计	118900	116142	116130	116130	116130
股本	8232	8232	8232	8232	8232
资本公积	16426	16426	16725	17057	17442
盈余公积	910	1115	1354	1619	1925
一般风险准备	2451	2955	3541	4191	4944
其它综合收益	1059	-298	-1879	-3633	-5663
未分配利润	5879	6999	10448	14277	18705
归属于母公司所有者权益	34958	35429	38421	41743	45585
少数股东权益	567	768	768	768	768
所有者权益合计	35525	36197	39189	42510	46352
负债和股东权益总计	154425	152339	155319	158640	162482

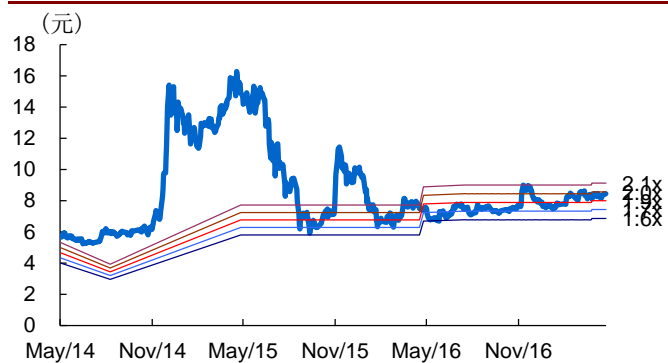
资料来源：wind，招商证券

图 1：方正证券历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：方正证券历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。