

## 方正证券（601901）深度研究报告

# 行到水穷处，坐看云起时

- ❖ **历史沿革：重大风险落地，步入上升期。**2014年以来股东稳定性及治理结构持续对公司经营造成拖累：（1）方正集团破产重整，2022年底重整落地，股权划转新方正集团；（2）2014年合并民族证券时股权结构发生变化，治理结构处于相对混乱阶段，2022年股权划转社保基金，结构开始优化；（3）2017年因未披露方正集团关联关系等原因，监管评级降级至C级。2018年回升至A级。
- ❖ **负债端出现改善，ROE有望迎来上升期。**2014年以来因一系列股东、合规风险事件，尤其是2019年方正集团重整，使得公司长期债券融资募集受阻，对公司产生了较强流动性压力，流动性覆盖率、净稳定资金率长期在预警线附近无法改善。因此导致公司自营投资能力、投资范围，泛经纪业务、投行业务、杠杆均受到明显限制，使得ROE提升受阻。目前公司股东风险落地，长期债券融资通道打开，监管指标明显宽裕，各项业务恢复常态，ROE有望实现回升，带动各项业务修复。
- ❖ **平安集团成为实控人，业务整合可期，有望带来收入增量。**平安证券与方正证券存在同业竞争问题，监管要求一年内上报整合方案，五年内完成整改。复盘双方业务能力：（1）方正证券营业部数量位居行业第二，线下服务能力较强，财富管理转型相对领先，在浙江、湖南等优势区域具备较好的客户口碑。2022年伴随负债端改善，两融业务出现拐点。（2）平安证券注重打造线上服务能力，注重信息技术投入，打造科技型券商。线下营业部较少，获客主要通过线上获客。但缺乏线下触手使得公司财富管理转型进展相对偏慢。（3）展望双方整合，若整合有望落地，双方经纪业务APP月活有望突破千万；线上+线下的业务优势互补，提升拓客能力与客户服务质量。（4）方正富邦基金与平安基金亦有同业竞争问题。目前双方均在固收类基金上有一定侧重。
- ❖ **其他业务线：风控良好，无重大风险。**（1）自营业务：2016~2020年受负债端影响，自营业务规模有所下滑。2021年各项业务风险略有落地，债券质押回购通道开启，自营业务规模实现回升。固收类自营占比逐步提升，自营收益率趋于稳健。（2）股质业务规模快速压降，目前股质业务规模原值9.4亿元，其中已计提5亿元减值准备。（3）投行业务合规风控稳健，近年无重大监管风险。IPO市占率边际改善，债承市占率保持平稳。（4）券商资管业务规模有所下滑。私募基金业务收入规模增长明显，持续创造利润贡献。
- ❖ **投资建议：参考净资产相近的券商及其他中型券商，公司PB估值高于财富管理特色券商，略低于行业平均。从基本面看，公司成长性可能更高：**（1）较具确定性的是公司重大风险基本落地，负债端持续修复，有望带来各项业务与杠杆、ROE回升，带来业务成长空间。（2）亦可展望中国平安成为实控人后，平安证券与方正证券的业务整合的可能性。但整合尚未落地，估值空间伴随整合确定性提升而扩大。考虑到公司较具确定性的业务成长空间，以及公司战略定位仍存在一定不确定性，我们给予2022/2023/2024年EPS预期为0.24/0.33/0.41元，BPS分别为5.28/5.60/5.99元，对应PB分别为1.30/1.23/1.15倍，ROE分别为4.53%/5.87%/6.80%。基于ROE-PB估值、基于ROE-PB估值、同业比较净资产相近的券商当前PB(LF)，展望公司全年表现及困境反转，我们给予公司2023年业绩1.5倍PB估值，对应目标价8.4元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：股东变动风险、经济下行压力加大、北上资金减持等。**

## 推荐（首次）

目标价：8.4元

当前价：6.88元

## 华创证券研究所

**证券分析师：徐康**

 电话：021-20572556  
 邮箱：xukang@hcyjs.com  
 执业编号：S0360518060005

**证券分析师：洪锦屏**

 电话：0755-82755952  
 邮箱：hongjinping@hcyjs.com  
 执业编号：S0360516110002

**公司基本数据**

总股本(万股)	823,210.14
已上市流通股(万股)	823,210.14
总市值(亿元)	566.37
流通市值(亿元)	566.37
资产负债率(%)	74.45
每股净资产(元)	5.22
12个月内最高/最低价	7.51/5.89

**市场表现对比图(近12个月)**


**主要财务指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	8,621	7,188	9,832	11,543
同比增速(%)	14.3%	-16.6%	36.8%	17.4%
归母净利润(百万)	1,822	1,970	2,705	3,353
同比增速(%)	66.2%	8.1%	37.3%	23.9%
每股盈利(元)	0.22	0.24	0.33	0.41
市盈率(倍)	31.08	28.75	20.94	16.89
市净率(倍)	1.37	1.30	1.23	1.15

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年2月21日收盘价

## 投资主题

### 报告亮点

复盘发展历程，挖掘业务反弹空间及原因。

### 投资逻辑

估值居于行业估值中位。对比广发、兴业、东证及光大证券，公司当前 PB 估值 1.33X 与光大证券（1.32X）相近，高于广发（1.17X）、兴业（1.08X）、东方证券（1.22X）。公司估值低于行业平均 PB（1.4X）。但是公司成长性机会可能更高：

（1）确定性：重大风险落地，负债端修复。2015 年以来，股东风险、合规风险等对公司产生长期、持续性影响。尤其是方正集团重整使得公司负债端受损明显。2022 年以来，负债端开始修复，杠杆、监管指标有望明显改善，带动泛经纪业务与自营业务能力、规模提升，从而有望为公司带来持续性业务增量以及 ROE 提升。

（2）有一定不确定性的整合预期。中国平安成为公司实控人。若平安证券与方正证券强强联合，双方泛经纪业务有望实现明显增长，带来显著业务增量。但目前双方正处于整合初期，战略定位、整合方向等尚不确定。因整合预期带来的估值空间或将伴随整合确定性提升而逐渐扩大。

### 关键假设、估值与盈利预测

考虑到公司股东风险有所释放，困境有所逆转，债券融资有所放松，假设公司交易性金融资产实现回升，2022~2024 年交易性金融资产由 372 亿元增长至 630 亿元，融出资金由 281 亿元增长至 512 亿元。应付债券由 143 亿元增长至 302 亿元，卖出回购金融资产款由 449 亿元增长至 700 亿元。

两融业务实现回升，经纪业务能力实现提升，估算公司经纪业务交易量市占率由 1.9% 提升至 2.1%，佣金率维持稳健。

后市存在不确定性，但预计市场景气度高于 2022 年，因此保守估计公司年自营收益率 2%。瑞信方正股权出售有望年内落地，预计带来 2.9 亿元投资净收益。

考虑到公司较具确定性的业务成长空间，以及公司战略定位仍存在一定不确定性，我们给予 2022/2023/2024 年 EPS 预期为 0.24/0.33/0.41 元，BPS 分别为 5.28/5.60/5.99 元，对应 PB 分别为 1.30/1.23/1.15 倍，ROE 分别为 4.53%/5.87%/6.80%。基于 ROE-PB 估值、基于 ROE-PB 估值、同业比较净资产相近的券商当前 PB(LF)，展望公司全年表现及困境反转，我们给予公司 2023 年业绩 1.5 倍 PB 估值，对应目标价 8.4 元。

# 目 录

一、历史沿革：重大风险基本落地，步入上升期 .....	7
二、负债端显著改善，ROE 迎来上升期 .....	9
（一）过往公司核心问题：长期债券募资受阻 .....	9
（二）负债端已出现边际改善 .....	14
三、协同展望：防范同业竞争，整合可期 .....	16
（一）泛经纪业务：夯实零售客户基础，线上+线下提升服务质量 .....	17
1、方正证券：线下优势突出 .....	19
2、平安证券：线上优势显著 .....	21
（二）方正富邦基金、平安基金：优势均侧重固收类基金 .....	24
四、其他业务线梳理：业务风险总体可控 .....	25
（一）自营业务：业务规模、收益率边际改善 .....	25
（二）股质业务：快速压降，存量风险或已不高 .....	27
（三）投行业务：市占率边际改善 .....	28
（四）券商资管及私募基金业务：私募业务发力 .....	30
五、盈利预测与投资建议 .....	31
（一）业绩关键假设与盈利预测 .....	31
（二）估值分析与投资建议 .....	31
六、风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1	2007 年以来重大股权变更年份梳理	8
图表 2	2010~2022 年方正证券监管评级一览	8
图表 3	2019 年以来方正证券监管处罚一览	8
图表 4	方正证券主要业务排名一览	9
图表 5	方正证券筹资活动现金流情况一览（单位：亿元）	10
图表 6	方正证券流动性覆盖率、净稳定资金率情况一览（%）	11
图表 7	自营资产可折算为 LCR 分子项类型、折算率一览	11
图表 8	NSFR 部分自营相关分母情况一览	11
图表 9	LCR 及 NSFR 分母项衍生品相关折算率一览	12
图表 10	LCR 及 NSFR 分母项信用业务相关折算率一览	13
图表 11	方正证券两融市占率一览	13
图表 12	方正证券业务收入结构一览	14
图表 13	重资本业务收入拆分	14
图表 14	2019 年以来方正证券发债情况一览（2019/1/1~2023/2/14）	15
图表 15	2018Q3~2022Q3 方正证券授信额度使用情况一览（单位：亿元）	15
图表 16	2023 年 LCR、NSFR 监管指标预期	16
图表 17	2022 上半年 LCR 分子项（优质流动性资产）规模估算（亿元）	16
图表 18	证券行业部分指标 CR5 一览	17
图表 19	证券行业部分指标 CR10 一览	17
图表 20	平安及方正证券交易量市占率估算	18
图表 21	平安证券+方正证券营业部数量一览（单位：家）	18
图表 22	方正证券泛经纪业务收入占比拆分估算	19
图表 23	方正证券经纪业务收入结构一览	20
图表 24	方正证券营业部一览	20
图表 25	交易量占比合计	21
图表 26	营业部部均市占率	21
图表 27	两融市占率一览	21
图表 28	平安证券收入结构一览	22
图表 29	平安证券各项业务排名一览	22
图表 30	2021 年平安证券及行业平均省市交易量分布一览	23
图表 31	平安证券与行业平均代理买卖证券业务收入占比一览	23
图表 32	两融市占率快速提升	24
图表 33	方正富邦基金净利润一览（亿元）	24

图表 34	方正富邦基金 AUM 市占率一览	25
图表 35	平安基金 AUM 市占率一览	25
图表 36	自营业务收入一览	26
图表 37	自营资产规模及年收益率一览	26
图表 38	自营资产结构一览	27
图表 39	股质业务结构一览	27
图表 40	股质业务减值准备/原值一览	28
图表 41	方正证券投行业务收入一览（单位：亿元）	28
图表 42	2010 年以来 IPO 承销规模及市占率	28
图表 43	2010 年以来再融资承销规模及市占率	29
图表 44	2010 年以来债承规模及市占率	29
图表 45	2010 年以来公司债+企业债承销规模及市占率	29
图表 46	2018 年以来方正证券权益融资业务收入（单位：亿元）	29
图表 47	券商资管 AUM 一览（单位：亿元）	30
图表 48	券商资管业务收入一览（单位：亿元）	30
图表 49	券商资管业务费率一览	30
图表 50	方正证券 2022~2024 年业绩展望	31
图表 51	方正证券与部分净资产相近券商 PB 估值对比	32
图表 52	券商板块估值一览（截至 2023/2/17）	32
图表 53	方正证券与其他中型券商 PB 估值对比（2018~2023/2/15）	32



## 一、历史沿革：重大风险基本落地，步入上升期

方正证券历经多次重大资产重组与控股股东变更。目前重大风险基本落地，迎来新的发展期。梳理成立以来发展沿革：

——前身浙江证券。1988年浙江省证券公司成立；1994年浙江省证券改制，公司更名为“浙江证券”；

——重资本、经纪业务重大违规，方正集团成控股股东，更名方正证券。1998~2000年浙江证券自营、融资及经纪业务违规。2001年末证监会开出5.0亿元罚单，取消自营业务资管等处罚。2002年，北大方正与浙江国信达成合作重组，北大方正受让浙江证券51%的股权。2003年浙江证券更名方正证券。

——合并泰阳证券，迁址湖南省。2004年泰阳证券因2003~2004年期间违规挪用客户结算资金4.7亿元遭证监会立案调查。2006年6月，证监会下发监管处罚，暂停承销业务、证券自营业务、资管业务、暂停受理批准新业务；责令1个月内提出解决方案，在10月31日前归还挪用资金。方正集团通过注资6亿元收购重组泰阳证券。2008年方正证券与泰阳证券完成合并，方正证券迁址湖南长沙。公司控股的中辰期货、泰阳期货合并为方正期货。

——成立瑞信方正，持股66.7%。2008年6月，证监会批准瑞信方正成立，注册资本8亿元，方正证券持股66.7%，瑞士信贷持股33.3%。

——IPO上市，此后未进行股权融资。2010年8月10日，方正证券IPO上市，总募资金额58.5亿元。此外，除2014年公司向民族证券全体股东非公开发行股份收购股权外，未进行其他股权融资。

——合并民族证券，业务重组整合最终成为投行子公司。2013年方正证券宣布与民族证券合并，2014年底，方正证券通过向民族证券原股东发行股份的方式获得民族证券100%股权。政泉控股成为第二大股东。2015年8月，方正证券与民族证券正式启动整合工作；2018年，方正证券对民族证券进行净资产减资，完成后民族证券的注册资本由44.87亿元减少至8亿元；2019年11月，民族证券正式更名为方正证券承销保荐，成为方正证券投行子公司，业务总体完成迁移。虽历经波折，但最终顺利落地。

——政泉变相抽逃资金，股权强制划转社保基金，二股东风险基本落地。2015年5月，方正证券发布公告，政泉控股在控制民族证券期间，发生了涉及20.5亿元的违法违规行，造成巨额资金至今未收回；2021年5月，法院裁定拍卖政泉10.9亿股公司股，但两次流拍。2022年5月，大连市中院裁定政泉控股犯强迫交易罪（2009~2011年间非正当手段获取民族证券股权），将所持10.9亿股方正证券股权追缴、没收，过户到财政部指定的社保基金中，

——退出瑞信方正持股，投行板块同业竞争风险落地，有望带来23年净利润增量。因与“方正证券承销保荐”存在同业竞争问题，2019年4月，方正证券与瑞信达成协议，瑞信以6.28亿元价格收购方正所持17.7%股份，收购后方正持股比例降至49%。2022年9月，公司发布公告，计划将所持49%的股份以11.4亿元价格转让瑞信。目前暂未完成交割，预计为公司2023年带来不低于2.9亿元净利润。

——方正集团破产重组落地，中国平安成为公司实控人，大股东风险基本落地。2020年初，北京一中院裁定方正集团重整；2022年底，新方正集团重整落地。方正集团重组成为新方正集团，平安人寿（中国平安）持股66.5%、华发集团（珠海国资委）持股28.5%，

债权人持股平安 5.0%。

图表 1 2007 年以来重大股权变更年份梳理

2022/12/23		2021/12/31		2013/12/31	
股东	持股比例	股东	持股比例	股东	持股比例
新方正集团	28.7%	北大方正	27.8%	北大方正	41.2%
全国社保基金理事会	13.2%	政泉控股	13.2%	利德科技	3.7%
中国信达	8.6%	中国信达	8.6%	哈投集团	3.7%
哈投集团	2.3%	哈投集团	2.4%	北京万华信融	2.2%
2009/12/31		2007/12/31			
股东	持股比例	股东	持股比例		
北大方正	56.6%	北大方正	38.1%		
利德科技	8.6%	利德科技	25.4%		
哈投集团	6.4%	北大资产	17.7%		
苏州尼盛	3.0%	浙江丝绸集团	4.5%		

资料来源：Wind，华创证券

业务层面风控总体合规，2016~2017 年主要受股东为主的风险事件影响。2010 年以来，除 2016 年外，公司监管评级均为 A 类，业务总体合规。2016~2017 年监管评级下滑至 C 级的原因主要是：（1）2015 年民族证券 20.50 亿元协议存款存在信息披露违规，遭证监会立案调查；（2）2015 年公司接入恒生系统、同花顺系统，合规风控不足，责令整改，给予警告；（3）2016 年，因场外配资违规，责令整改，给予警告；（4）2017 年，信息披露违规，未披露方正集团与利德科技、西藏昭融、西藏容大之间存在关联关系，违反《证券法》。

图表 2 2010~2022 年方正证券监管评级一览

2010	2011	2012	2013	2014
A	A	A	AA	A
2015	2016	2017	2018	2019
A	C	C	A	A
2020	2021	2022		
A	A	A		

注：2022 年监管评级基于场外期权交易商名单、公司合规风控情况推算。

资料来源：中证协、华创证券

2018 年以来，公司监管评级回 A，监管处罚主要是分支机构。2019 年以来，公司监管处罚主要是分支机构从业人员违规处罚，违规程度偏轻。

图表 3 2019 年以来方正证券监管处罚一览

日期	事项	处罚	备注
2022/8/22	政泉控股所持 13.24% 的公司股份被司法执行，但未及时披露权益变动报告	对政泉控股监管警示	仅处罚股东，未对方正证券处罚
2021/11/9	分公司存在变更营业场所未申请换发经营证券期货业务许可证等问题。	出具警示函	



2021/10/27	未依法履行对方正香港的管理责任，在方正香港风险管控方面存在重大缺陷。	责令改正、责令处分有关责任人员	
2021/9/27	吉首人民路证券营业部现任总经理徐伟业存在借用他人账户买卖股票的行为	责令增加内部合规检查	
2020/12/31	济南分公司总经理许峰在任职期间兼任其他企业法人	责令改正	
2020/7/1	营业部员工向客户提供投资建议时，未对潜在投资风险进行提示	出具警示函	
2020/1/3	证券分析师发布未经合规审查的研究报告	出具警示函	

资料来源：公司公告，新浪财经，华创证券

## 二、负债端显著改善，ROE 迎来上升期

### （一）过往公司核心问题：长期债券募资受阻

股东风险→长期债券募集无法开展→监管指标接近极限而无法缓解→业务规模被迫收缩；以及杠杆无法提升→ROE 增长受限

权益端：2014~2020 年净资产增资较慢加之 ROE 偏低，使得净利润增长慢于行业。近年来公司未进行权益募资，净资产规模增长主要依赖净利润增长。2014~2021 年，公司净资产规模由 300 亿元增长至 399 亿元（CAGR+4.2%）。而行业募资步伐明显加快，使得公司净资产排名持续下滑，由第 8 名降至第 16 名。此外，由于公司 ROE 总体偏低，2016~2021 年 ROE 平均在 3.5% 左右，行业排名在 50~60 名之间。净资产排名持续下滑加上 ROE 总体偏低，使得公司净利润增长慢于行业，2014~2021 年公司净利润排名由 14 名逐渐降低至 26 名。

图表 4 方正证券主要业务排名一览

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>总体指标</b>								
净利润	14	15	17	21	27	26	33	26
营业收入	16	15	12	19	20	19	19	20
净资本	14	16	14	14	16	17	19	21
净资产	8	12	13	13	14	14	15	16
总资产	15	15	13	15	17	18	19	18
财务杠杆倍数	75	58	30	53	44	60	70	36
净资产收益率	88	98	65	56	52	48	51	51
<b>经纪业务</b>								
证券经纪业务收入	15	15	11	11	12	12	12	14
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	15	11	11	11	12	11	13	15
交易单元席位租赁净收入	24	17	17	16	15	17	17	18
代理销售金融产品净收入	16	29	25	21	21	18	13	13
<b>投行业务</b>								
投资银行业务净收入	42	40	36	36	34	28	28	37

承销与保荐业务收入	58	46	49	42	29	27	26	37
财务顾问业务收入	40	52	38	62	93	61	72	59
<b>资管业务</b>								
资产管理收入		39	34	27	21	17	24	23
<b>重资本业务</b>								
融资融券业务利息收入	14	12	12	13	14	15	17	19
股票质押业务利息收入	40	21	13	15	24	35	48	23
证券投资收入	30	16	10	16	13	37	56	64

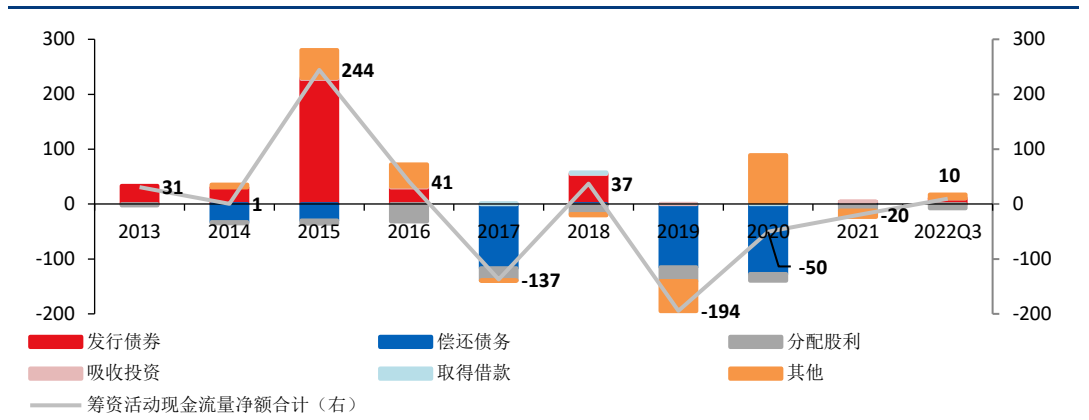
资料来源：中证协，华创证券

**负债端问题是 ROE 偏低的重要原因。**2014~2020 年公司杠杆倍数排名总体在 60~70 名之间，2016~2020 年公司财务杠杆倍数由 2.9 倍降至 2.0 倍。财务杠杆显著低于同业。

**股东风险等事件致使公司过往长期债券融资受阻。**由于 2014~2019 年民族证券合并、政泉控股事件、2016~2017 年监管评级 CC 级。2019~2022 年，方正集团债券违约，进入重整。公司债券融资长期受到较大影响。

**长期债券融资受阻、短融加剧监管指标下滑致使公司流动性较为紧张。**2017~2021 年公司筹资活动现金流净流出 365 亿元。期间仅取得 65.2 亿元借款及债券资金，但偿还债券及分配股利资金流出 448 亿元。2020 年中公司发行收益凭证获得现金流入 85 亿元，缓解了公司的流动性危机，但业务发展仍然受限。

**图表 5 方正证券筹资活动现金流情况一览（单位：亿元）**

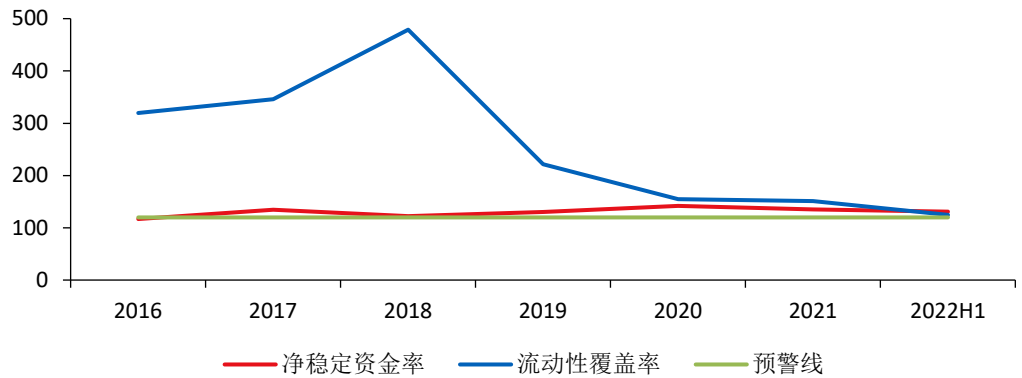


注：其他筹资活动现金流主要是短期公司债及收益凭证。

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

**资产负债端运用接近极限，业务发展受阻。**2022H1 扣除客户资金存款后剩余货币资金 40.8 亿元。2016 年以来净稳定资金率在 120%~140% 之间，2022H1 流动性覆盖率降至 125%。收益凭证到期期限 3~12 个月，通常为 3 个月，需不断续作，因而持续拖累分母项。参考监管要求，流动性覆盖率（LCR）>120%；净稳定资金率>120%；收益凭证占净资本的比重<60%（2021 年净资本对应 154 亿元）。“流动性覆盖率（LCR）=优质流动资产/未来 30 日内现金净流出。”“净稳定资金率（NSFR）=可用稳定资金/所需稳定资金”。在该监管指标限制下，及公司指标接近预警线下，对公司业务影响：

图表 6 方正证券流动性覆盖率、净稳定资金率情况一览（%）



资料来源：Wind，华创证券

（1）自营投资能力受限：自营可投资资产范围、风险对冲能力以及投资策略均会受限。

➤ 自营投资投资范围受限。

分子端：自营资产风险越高，可折算为 LCR 分子项的折算比例越低。因此当公司以 100% 折算率的货币资金购买低等级信用债券、基金及权益资产时，LCR 会快速下滑。当 LCR 接近预警线时，公司将更加慎重的选择自营资产投资。

图表 7 自营资产可折算为 LCR 分子项类型、折算率一览

LCR——优质流动资产（分子项）	
国债、中央银行票据、国开债	100%
政策性金融债、政府支持机构债券	99%
地方政府债券	95%
同业存单	95%
信用评级 AAA 级的信用债券	96%
信用评级 AAA 级以下，AA+级（含）以上的信用债券	90%
货币基金	90%
上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数成分股及宽基指数类 ETF	40%

资料来源：证监会，华创证券

分母端：自营资产风险越高，可折算为 NSFR 分母项的折算比例越高。对于较高风险的自营资产投资，会显著耗用监管指标。尤其是一般上市股票，折算率达 50%，对监管指标耗用明显。

图表 8 NSFR 部分自营相关分母情况一览

自营资产类型	折算率
<b>剩余存续期不足 1 年的证券：</b>	
国债、中央银行票据、国开债、政策性金融债券、政府支持机构债券、地方政府债、同业存单、AAA 级信用债	0%
AAA 级以下的信用债券	1~5%
<b>剩余存续期大于等于 1 年证券：</b>	
国债、中央银行票据、国开债、政策性金融债券、政府支持	2~10%

机构债券、地方政府债、同业存单、AAA 级信用债	
AAA 级以下的信用债券	20~50%
<b>股票</b>	<b>30~100%（一般股票 50%）</b>
<b>可转换债券</b>	<b>30%</b>
<b>衍生金融资产</b>	<b>0%</b>
<b>证券投资基金</b>	
非权益类基金	6%~10%
权益类基金	10%~20%
分级基金中非优先级基金	50%
<b>其他现金管理类产品</b>	<b>20%</b>

资料来源：证监会，华创证券

- **风险敞口对冲受限：**若需对冲自营资产风险敞口，自营部门需购买金融衍生品对冲。而金融衍生品会以名义本金×对应折算率占用 LCR 及 NSFR 的分母项。而公司因 LCR 接近 120%，因而难以大规模使用金融衍生品对冲自营风险敞口。

**图表 9 LCR 及 NSFR 分母项衍生品相关折算率一览**

LCR——未来30日现金流入（分母项）	
项目	名义本金折算率
利率互换、外汇衍生品	0.10%
权益互换	0.20%
国债期货、债券远期及卖出信用衍生品	4%
大宗商品衍生品（不含期权）	12%
股指期货、卖出期权	20%
NSFR——所需稳定资金（分母项）	
利率互换、外汇衍生品	0.50%
权益互换	1%
国债期货、债券远期及卖出信用衍生品	3%
大宗商品衍生品（不含期权）	8%
股指期货、卖出期权	12%

资料来源：证监会，华创证券

- **自营投资策略受限，限制自营收益率。**债券类自营投资重要策略之一是卖出回购长期债券，借入短期资金，获取短期利率成本换取长期利率收益，实现久期错配，获取息差。而卖出回购按质押物不同，对 LCR 分母项的折算比例不同，国债等高信用债券为质押物的，折算比例为 0%；而 AAA 级信用债折算比例高达 30%。在 LCR 限制下，公司难以开展对较低信用登记的债券质押回购，限制杠杆提升获取息差收益率。

**（2）信用业务受限：限制业务规模扩张，甚至可能导致强制业务收缩风险。**2015~2021 年，公司两融市占率由 2.7%持续下滑至 1.5%。部分原因是监管指标限制。

- **对 LCR：**两融规模扩张总体不对分母项产生显著影响，但是分子项优质流动资产中不包含两融资金及股票质押资金。因此当公司将现金借出后，分子项对应 100%减少。

当 LCR 接近预警线时，可能会导致公司强行收缩两融资产规模。

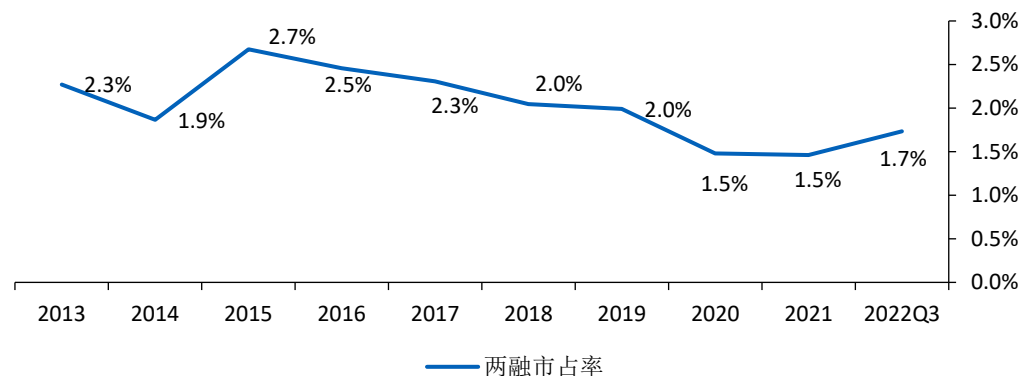
- 对 NSFR：两融资金流出不影响分子项变化（净资产不变）；但是会对分母项，会以融出资金规模、类型计算不同的折算比例，从而提升分母项，拉低 NSFR。

图表 10 LCR 及 NSFR 分母项信用业务相关折算率一览

NSFR 分母项	折算比例
<b>融出资金</b>	
自有资金融出资金	30%
转融通融出资金	5%
约定购回融出资金	50%
<b>股票质押式回购融出资金</b>	
到期日在 1 年以内(含)的融出资金	50%
到期日在 1 年以上或逾期的融出资金	100%

资料来源：证监会，华创证券

图表 11 方正证券两融市占率一览



资料来源：Wind，华创证券

**（4）经纪业务：可提供金融工具变少，间接影响客户体验。**两融规模增长受限，使得投资者可获得的金融投资工具受限，用户体验降低。

**（3）投行业务：包销受限。**LCR 分母项中，再融资包销承诺折算 15%；IPO 包销折算 10%；债券包销折算 5%。

**业务结构上，受限最严重的业务也是公司优势业务。**

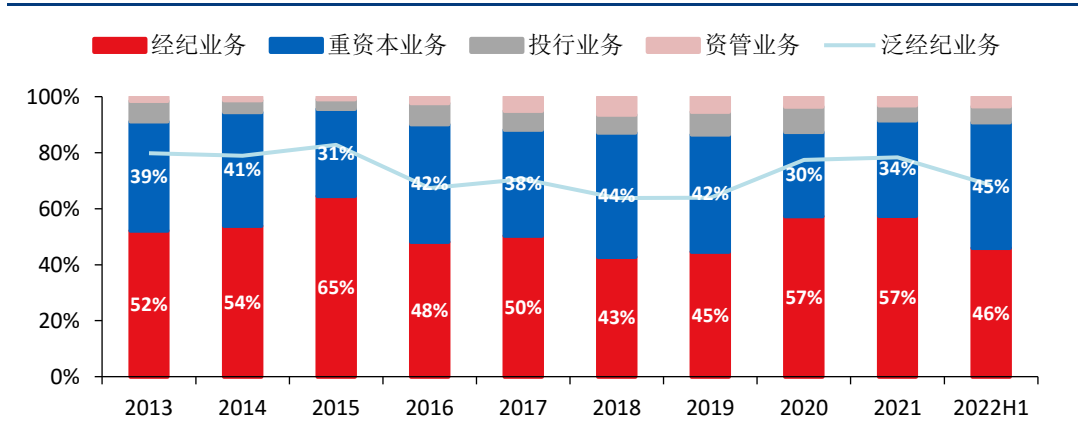
公司经纪+重资本业务收入占比合计长期在 85%~90%。若将两融、客户资金及货币资金存款净收入纳入“泛经纪业务”，2021 年公司泛经纪业务收入占比合计 78.4%（经纪业务占比 57%，两融业务净收入占比 13%，客户资金、货币资金存款净收入 7%），自营业务收入占比 12%。而上文梳理来看，LCR、NSFR 对公司的最大业务限制在自营业务及信用业务。

**（1）自营业务：**净收入虽占营收比重低于泛经纪业务，但因已扣除利息支出，故其净利润率高于经纪业务，对利润影响较大（估算 2021 自营业务净利润占净利润比重约 55%）。而往年监管指标限制下，公司自营投资范围、投资策略、对冲能力均明显受限，对公司

自营投资收益率的提升不利。

(2) 泛经纪业务: LCR 及 NSFR 限制公司两融业务发展, 使得投资者可获得的金融投资工具受限, 用户体验降低, 可能会导致客户流失。

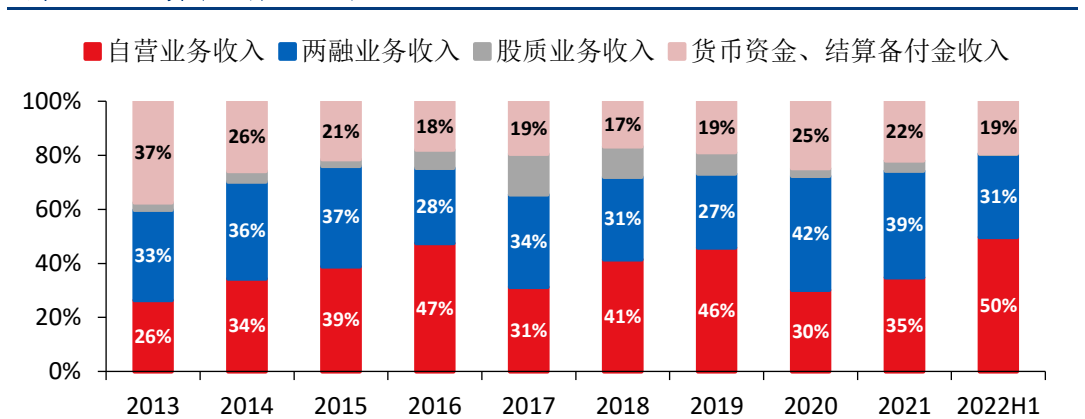
图表 12 方正证券业务收入结构一览



注 1: 重资本业务=利息净收入+投资净收益+公允价值变动损益-联营及合营企业投资收益。

资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 重资本业务收入拆分



注: 自营业务收入=投资收益+公允价值变动+其他债权投资利息收入-联营合营企业投资收益。

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

## (二) 负债端已出现边际改善

**大股东风险正式落地。**2022 年 12 月 26 日, 公司收到中国结算通知, 方正集团及其一致行动人所持公司股权完成过户登记, 全部划转至新方正集团。大股东风险事项正式落地。

**债券端边际改善, 31 亿元债券续作, 50 亿元长期债券发行, 监管指标有望显著改善。**2020~2021 年公司未发行长期债券。2022 年以来 81 亿元证券公司债。其中:

(1) 22 方正 F1~4 发债规模 31 亿元, 为 2019 年债券到期续作, 受益于市场流动性宽松, 发债利率有所下行。虽为续作, 但提升了 NSFR 分子项 (剩余存续期大于一年的长期借款)。



（2）2022年8月底，公司获证监会批准发行50亿元证券公司债。现已全部发行。对公司LCR分子项（货币资金）及NSFR分子项（剩余存续期大于一年的长期借款）均有显著改善。

图表 14 2019年以来方正证券发债情况一览（2019/1/1~2023/2/14）

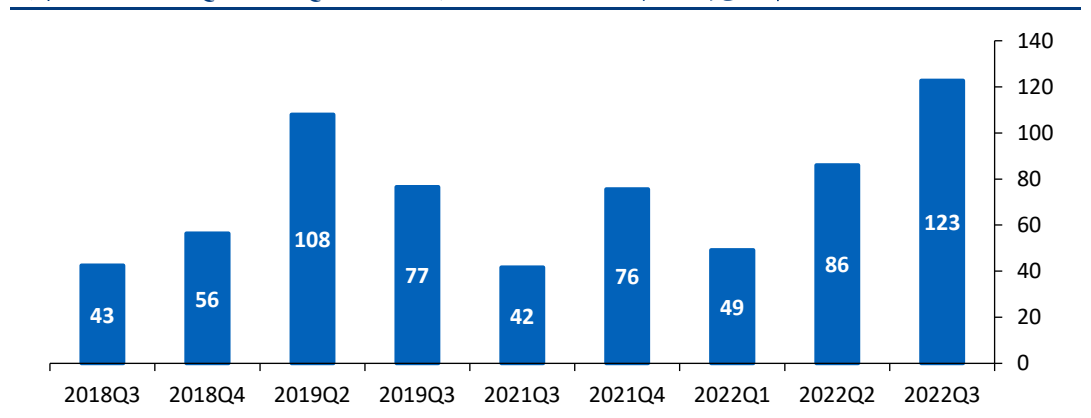
债券简称	发行日期	到期日	发行规模（亿元）	票面利率	债券类别	备注
23 方正 G1	2023/2/13	2025/2/15	16	3.56	证券公司债	
22 方正 G7	2022/12/21	2024/12/23	4	4.3	证券公司债	
22 方正 G2	2022/11/1	2024/11/3	7	2.75	证券公司债	
22 方正 G3	2022/11/1	2025/11/3	13	2.94	证券公司债	
22 方正 G1	2022/9/15	2025/9/19	10	2.95	证券公司债	
22 方正 F4	2022/5/25	2024/5/27	6	3.18	证券公司债	19 年债券到期续作
22 方正 F2	2022/4/25	2023/4/28	8	3.18	证券公司债	19 年债券到期续作
22 方正 F3	2022/4/25	2024/4/27	7	3.4	证券公司债	19 年债券到期续作
22 方正 F1	2022/4/1	2024/4/7	10	3.49	证券公司债	19 年债券到期续作
19 方正 C1	2019/4/23	2021/4/24	16	4.8	证券公司次级债	已到期
19 方正 F2	2019/3/20	2022/3/21	6	4.65	证券公司债	已到期
19 方正 F1	2019/2/26	2022/2/27	25	4.71	证券公司债	已到期

资料来源：iFind，公司公告，华创证券

**100 亿元次级债发行在途。**据上交所，2022 年 12 月 16 日申报 100 亿元次级债发行。2023 年 1 月 14 日提交注册稿。目前尚未发行，项目状态“提交注册”。若次级债发行顺利落地，LCR 分子端（货币资金）及 NSFR 分子端（剩余存续期大于一年的次级债）均有望增长 100 亿元。

**银行授信已使用额度：持续改善。**2019 年中以来，公司已使用银行授信额度快速下滑。2021Q3 以来公司银行授信使用额度快速回升，截止 2022Q3，公司银行授信已使用额度回升至 123 亿元。

图表 15 2018Q3~2022Q3 方正证券授信额度使用情况一览（单位：亿元）



注：未查询到 2019Q4~2021Q2 授信额度使用情况。

资料来源：Wind，华创证券

**瑞信方正股权出售有望带来监管指标改善。**预计可带来 LCR 分子项 11.4 亿元货币资金，NSFR 分子项 2.9 亿元净资产规模提升。

预计 2023 年 NSFR 及 LCR 均可明显提升。基于公司 2022 年中报估算，公司 LCR 分子项（优质流动资产）规模 169 亿元；NSFR 分子项（可用稳定资金）规模 504.3 亿元。若假设 2023 年瑞信方正出售、次级债募集落地，单纯考虑债券端不考虑业务端增长，预计公司 NSFR 分子可提升至 657.2 亿元，LCR 分子项可提升至 330.3 亿元，对应 NSFR 提升至 170%（提升 40pct），LCR 提升至 243.8%（提升 119pct）。

图表 16 2023 年 LCR、NDFR 监管指标预期

	2022H1	2023E
<b>NSFR（净稳定资金率）</b>	<b>130.67%</b>	<b>170.29%</b>
其中：NSFR 分子项（可用稳定资金）	504.3	657.2
NSFR 分母项（所需稳定资金）	385.93	385.93
<b>LCR（流动性覆盖率）</b>	<b>124.69%</b>	<b>243.76%</b>
其中：LCR 分子项（优质流动性资产）	169.0	330.4
LCR 分母项（未来 30 日现金流出）	135.55	135.55

注：假设业务规模未伴随分子项提升而扩大。

资料来源：Wind，华创证券

图表 17 2022 上半年 LCR 分子项（优质流动性资产）规模估算（亿元）

	规模（亿元）	折算比例	折算结果
货币资金、结算备付金	62.9	100%	62.9
国债、中央银行票据、国开债	16.3	100%	16.3
减：已冻结或质押部分	11.3	100%	-11.3
地方政府债	297.2	95%	282.3
减：已冻结或质押部分	205.9	95%	-195.6
信用评级 AAA 级的信用债券	14.8	96%	14.2
减：已冻结或质押部分	10.2	96%	-9.8
信用评级 AAA 级以下，BBB 级（含）以上的信用债券	27.0	90%	24.3
减：已冻结或质押部分	18.7	90%	-16.8
货币基金	0.0	90%	0.0
股票及 ETF	6.5	40%	2.6
<b>优质流动性资产合计</b>			<b>169.0</b>

假设：1、基金全部为非货币性基金；2、“信用评级 AAA 级以下，BBB 级（含）以上的信用债券”全部为 AA+ 级（含）以上。

资料来源：公司公告，华创证券

### 三、协同展望：防范同业竞争，整合可期

**同业竞争问题：一年内上报方案，五年内完成整改。**2022 年 12 月 19 日证监会批复核准新方正控股成为方正证券股东。同时督促实控人中国平安解决同时控制方正证券与平安证券、方正富邦基金与平安基金等问题，一年内上报方案，明确时间表和路线图；五年

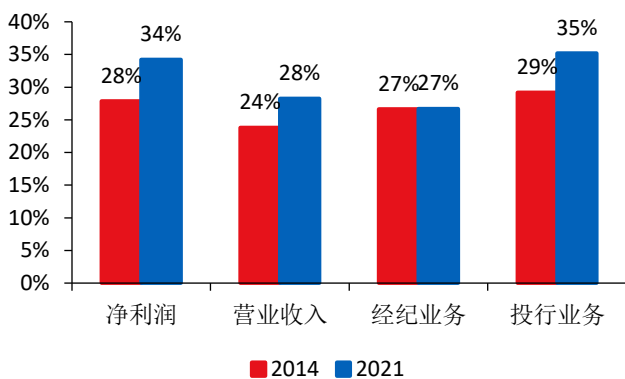
内完成规范整改。

综合方正证券与平安证券基本面以及收购事项，我们预计方正证券与平安证券实现业务整合的概率较大。主要原因：

**政策上，监管鼓励证券公司并购重组。**2020年7月，据中证报获悉，证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作：（1）解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组；（2）支持实施员工持股、股权激励计划。

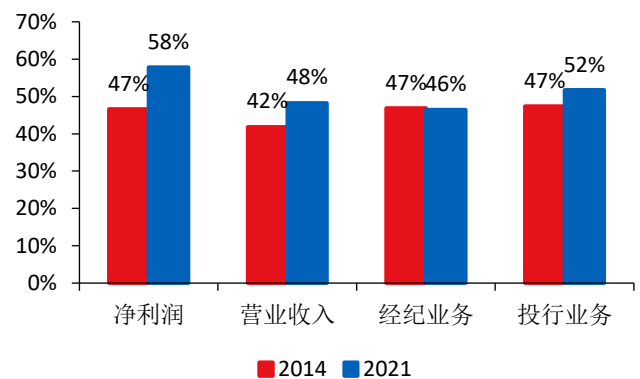
**行业趋势，头部聚集趋势加速。**2021年行业前五、前十券商净利润占比34%/58%，较2014年提升6pct/11pct。证券行业业务更趋综合化。资金规模，各项业务综合能力对行业服务能力的重要性提升。强者恒强大趋势下，券业整合从而提升业务规模与综合服务能力预计将持续成为行业大趋势。

图表 18 证券行业部分指标 CR5 一览



资料来源：中证协，华创证券

图表 19 证券行业部分指标 CR10 一览



资料来源：中证协，华创证券

### （3）此次交易上，并购重组可能比出售股权更具性价比。

1、中国平安出资合计 482 亿元，溢价 35.8%，对应 1.69 倍 PB 估值。对比同业中型券商平均 PB 1.44 倍存在一定溢价。且方正证券为上市中上游券商，经纪业务具备优势，但投行业务能力相对薄弱。出售股权可能存在买家难寻等业务阻碍。

2、此外，平安证券尚未上市。以净资产统计，行业净资产排名前 35 名的券商中，仅平安证券未实现上市。近年来，平安证券增厚资本金主要来自两个方式：1、股东增资：2015 年底，中国平安对平安证券增资约 104 亿元；2、发行永续债：2021 年底，平安证券增发 50 亿元永续债。2018~2021 年，平安证券净利润排名由行业第 12 名下滑至第 16 名，有所落后于行业。2021 年发行永续债可能部分显示公司在净资本端有所不足。永续债能够部分缓解公司在流动性覆盖率及净稳定资金率的压力，但是随着年数增加会加剧两项自营指标压力。借助方正证券上市，双方净资本规模有望达到 621 亿元，位居行业第 12 名，有助于提升公司行业竞争力，补齐平安集团券商板块的业务短板，更好实现中国平安大金融集团的业务协同。

#### （一）泛经纪业务：夯实零售客户基础，线上+线下提升服务质量

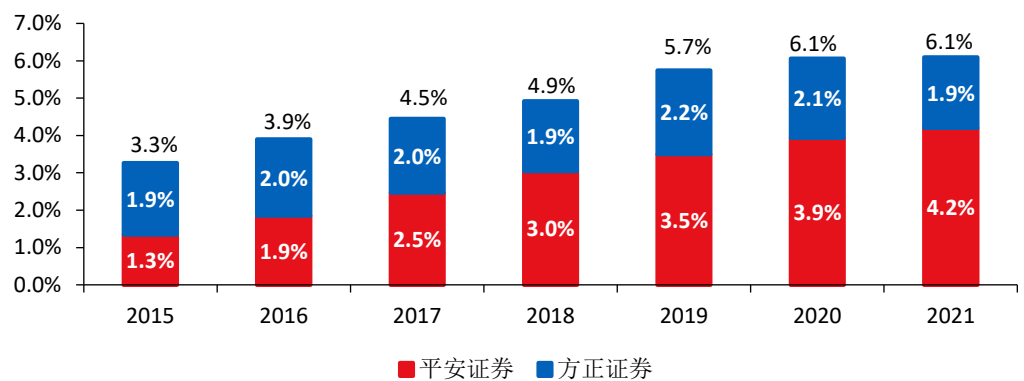
若双方实现整合，双方泛经纪业务有望实现优势互补。

#### （1）行业趋势：经纪获客难度显著提升。政策上，自 2016 年一人三户政策出台以来。

存量客户市场可挖掘潜力降低；市场端，1、获客成本，据券商中国调查，2020年券商线上获客成本单个有效户成本达500元，较2018年增长60%；2、行业佣金率持续下调后，当前佣金率水位近年已基本稳定，接近成本线，通过佣金率价格战难再开启。

**(2) 平安+方正合并后月活有望超千万，创收能力显著提升。**截至2023年中，方正证券小方月活536万，平安证券月活约650万，合计1186万户（东方财富约1650万，涨乐财富通约950万）。若双方实现业务整合，考虑到一人三户以及合并转化可能的潜在损失，保守估计双方合并后月活有望超1000万。有望位居证券交易量APP行业第二。在一人三户及线上获客成本提升的背景下，当前市场获客难度较大，双方行业领先的零售客户基础为公司创造零售业务发展土壤。从交易量上看，估算2021年平安证券及方正证券交易量市占率合计达6.1%。位居行业第三（第一华泰证券7.5%，第二中信证券7.1%）。

**图表 20 平安及方正证券交易量市占率估算**

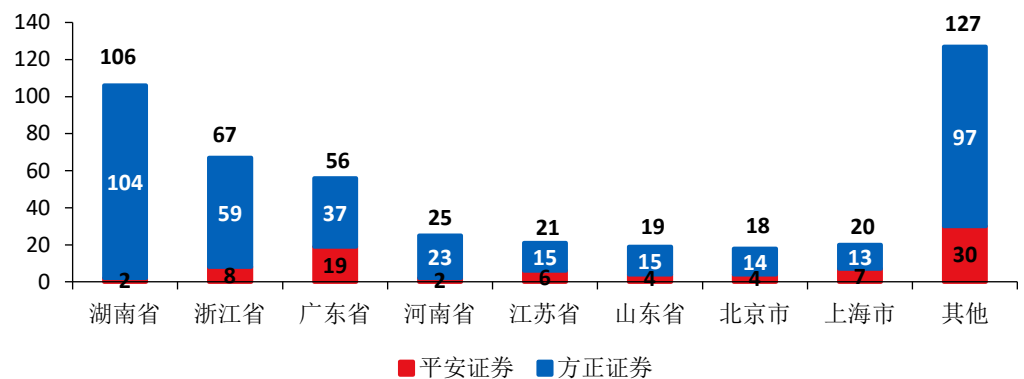


资料来源：深交所，华创证券

**(3) 线上+线下优势互补。**平安证券线上获客能力较强，但营业部数量偏少，服务触手不足，导致财富管理转型总体进度慢于行业。方正证券营业部数据位居行业第二，但线上获客能力较弱。双方合并后，有望实现线上+线下的业务优势互补，提升拓客能力以及对客户服务能力。

**(4) 地域优势互补。**平安证券优势区域集中在广东省，双方整合后广东省内营业部数量有望达到56家。双方合并后有助于提升在全国地域优势互补。一般而言，在优势区域证券公司容易形成更强口碑、自然传播优势，有助于更快的扩大双方业务基础。

**图表 21 平安证券+方正证券营业部数量一览（单位：家）**



资料来源：iFind，华创证券

### 1、方正证券：线下优势突出

泛经纪业务收入是公司的主要支柱。考虑到两融业务依赖经纪业务客户基础，货币资金收入主要来自客户存款利息收入，我们将经纪业务+两融业务+货币资金利息收入作为公司“泛经纪业务收入”。2013~2022H1 公司泛经纪业务收入占比总体在 65~80%之间，但总体收入占比有所下滑。主要或因为自营业务规模扩大，收入占比提升。

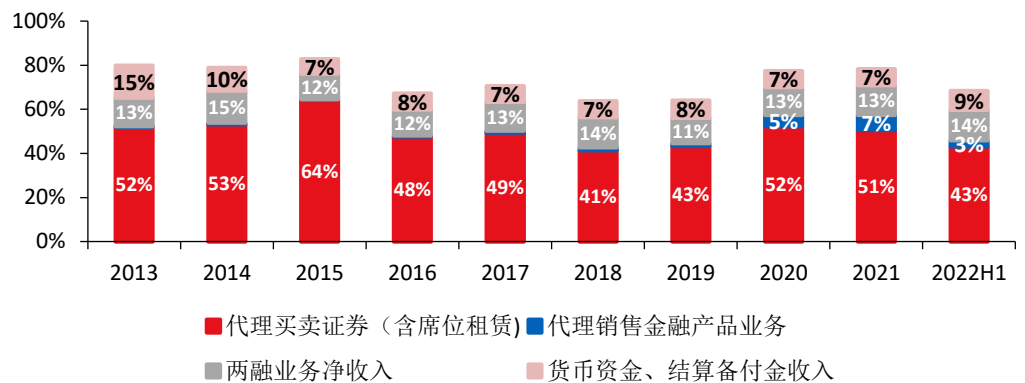
**边际变化：2022H1 公司泛经纪业务收入占比 68%，下滑较大。**2022H1 较 2021 年收入占比有所下滑，源自三方面：

(1) 代理买卖证券业务（含席位租赁）收入 13.9 亿元（同比-12.4%）。上半年市场股基成交量 114.2 万亿元（同比+6.5%）。市场交易量提升但公司收入下滑可能因为公司零售客户交易量具备优势，零售客户交易量弹性更强。

(2) 代销金融产品业务 0.9 亿元（同比-62.0%），受基金破发、市场下行等影响，基金代销收入下滑明显。

(3) 两融业务规模 265.8 亿元（同比-2.1%）。主要因为市场需求下降，公司市占率由 1.52% 提升至 1.65%。

**图表 22 方正证券泛经纪业务收入占比拆分估算**



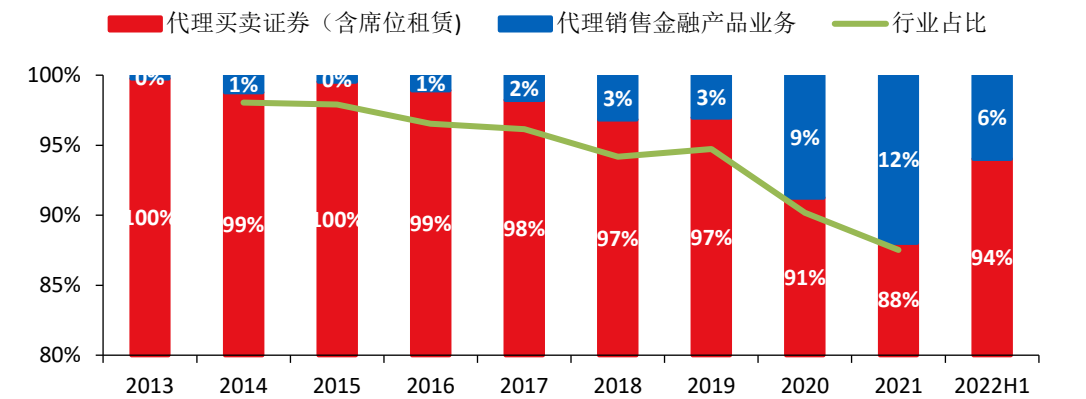
注：货币资金及结算备付金中包含较大规模客户资金利息收入，因此计入泛经纪业务中。

资料来源：中证协，Wind，公司公告，华创证券

**财富管理略优于行业。**2021 年公司代销金融产品业务收入占比 88.0%，略高于行业平均 87.5%。考虑到公司 2018 年以来股东风险导致客户经纪业务服务能力降低，客户基础大多在发达程度略低的湖南省，2021 年财富管理转型时期总体体现出了公司经纪业务转型能力较强。主要原因或是营业部数量较多，对客户的覆盖能力较强。



图表 23 方正证券经纪业务收入结构一览



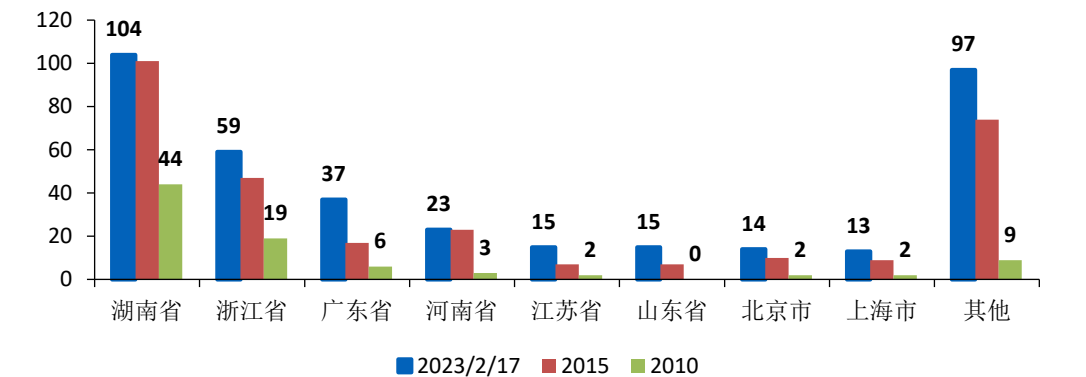
资料来源: Wind, 华创证券

营业部数量行业第二，布局由区域走向全国，提升重点区域布局。

(1) 营业部数量位居行业第二: 截至 2023 年 2 月，方正证券营业部数量 377 家，位居行业第二（中国银河 488 家）。主要受益于 2010~2015 年。期间公司营业部数量由 87 家增长至 295 家，增长 208 家。原因一是与民族证券合并，双方营业部整合带来数量增长；二是期间行业整体加速经纪业务发展，扩大营业部线下布局。

(2) 2015 至今，区域走向全国，提升对重点区域布局。 2015 年以来公司营业部增长 82 家，增长速度放缓。布局上，湖南省仅增长 3 家；浙、粤、苏、鲁、京、沪等沿海经济发达区域合计增长 56 家，占总增量的 68%。

图表 24 方正证券营业部一览



资料来源: 公司公告, iFind, 华创证券

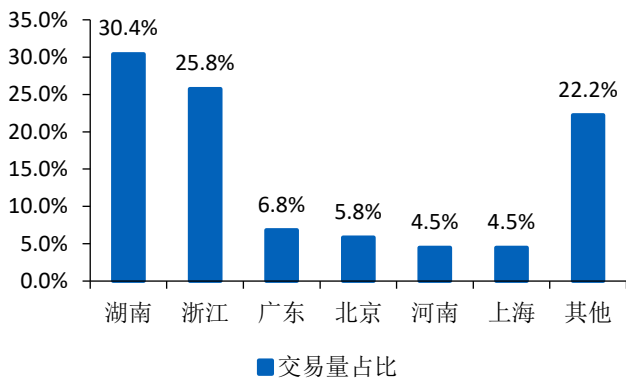
**优势区域或体现出更强获客能力与客户口碑。** 考虑到沪交所与深交所板块属性、交易量结构相似，沪交所未披露营业部交易量，以深交所交易量统计：2021 年湖南省占总交易量比重 30.4%，浙江省 25.8%。

浙江省、北京市部均交易量市占率远高于公司平均 0.26%，部分原因是浙江省私募客户交易量较大，总部获取机构客户及量化私募席位集中在北京市营业部内，推升两地营业部均交易量。

湖南省部均市占率 0.29%，高于公司平均。考虑到湖南省经济发展程度略低于沿海地区，公司在湖南省内具备一定口碑效应，营业部获客能力较强。

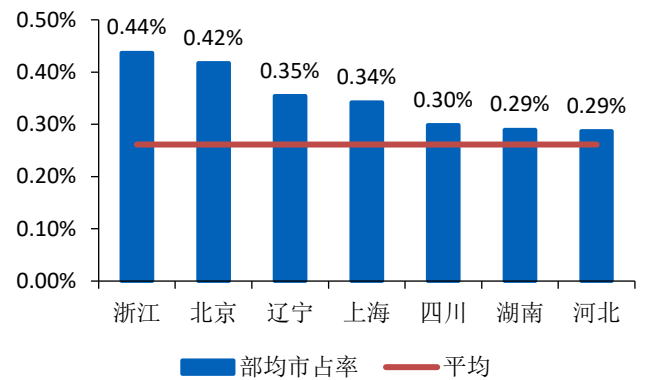


图表 25 交易量占比合计



资料来源：深交所，华创证券

图表 26 营业部部均市占率

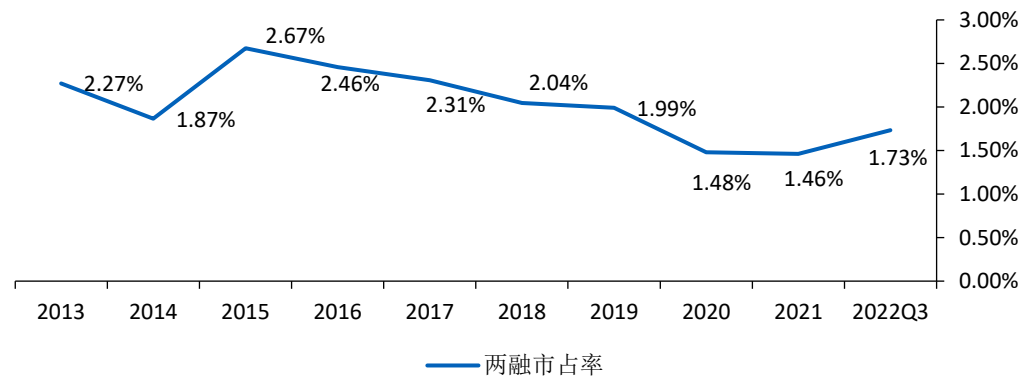


资料来源：深交所，华创证券

**获客主要通过营业部，线上获客优势偏弱。**从月活结构看，湖南省占比 36%，浙江省占比 23%，与营业部优势区域一致。营业部或提供主要获客来源。线上获客偏弱，2022 年中公司线上开户数 3.5 万户，占期间新开客户数比例 3.7%。边际或有改善，在 2022 年市场显著下滑期间，公司线上开户数大幅超越 2021 年全年开户数。

**两融业务：市占率出现拐点。**2015~2021 年受负债端等因素影响，公司两融市占率持续下滑。2022 年公司两融市占率边际改善。2022Q3 两融市占率回升至 1.73%。

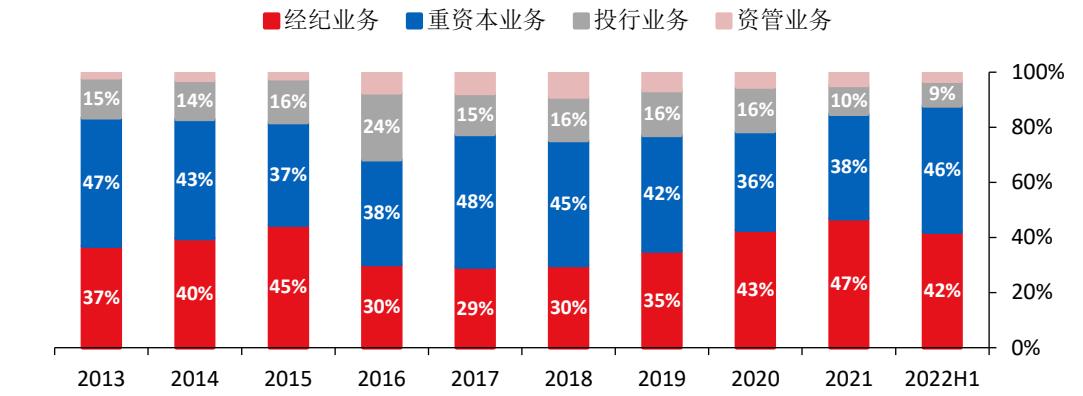
图表 27 两融市占率一览



资料来源：Wind，华创证券

## 2、平安证券：线上优势显著

**收入结构：经纪业务为主导。**与方正证券类似，平安证券经纪业务+重资本业务净收入合计占总收入的比重总体在 70~80%之间，经纪及重资本业务是主要收入来源。

**图表 28 平安证券收入结构一览**


资料来源: Wind, 华创证券

**排名上看: 技术投入大, 经纪能力突出。**2017 年以来公司信息技术考核值位居行业 1~2 名 (2019~2021 年为信息技术投入占营收的比重), 2021 年信息技术投入占营收比重为 11.1%。经纪业务具备较强优势, 经纪业务收入排名行业第 13 名, 高于公司净资产排名 (15 名)。

**图表 29 平安证券各项业务排名一览**

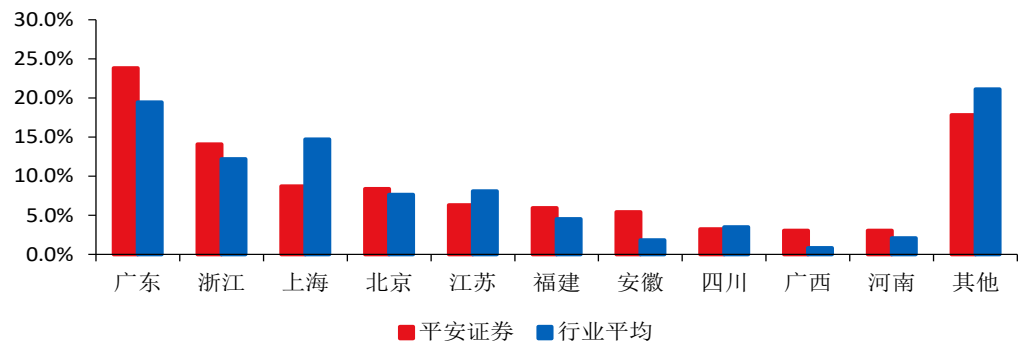
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>经营性指标</b>								
财务杠杆倍数	2	61	47	42	15	19	5	5
净利润	32	24	16	13	12	14	14	16
净资本	24	14	17	19	18	16	15	15
净资产	23	15	17	18	18	18	17	15
净资产收益率	74	90	28	11	4	12	16	19
信息技术投入考核值				1	1	2	2	5
营业收入	22	19	16	15	13	17	15	13
总资产	19	19	18	19	15	14	14	13
<b>泛经纪业务</b>								
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	20	20	17	17	16	14	11	13
代理销售金融产品净收入	38	36	22	14	17	12	17	22
客户资金余额	20	17	16	16	12	12	12	12
证券经纪业务收入	20	20	17	17	16	14	13	13
营业部平均代理买卖证券业务净收入		6	6	4	4	3	3	5
融资融券业务利息收入	20	28	34	30	18	17	14	11
投资咨询业务收入		1	1	2	3	3	2	5
<b>投行业务</b>								
承销与保荐业务收入	19	10	15	16	12	11	14	18
投资银行业务净收入	23	12	16	17	13	11	13	18

资管业务								
资产管理业务收入		40	28	25	23	23	19	20
股质业务								
股票质押业务利息收入	15	16	18	26	28	18	15	14
自营业务								
证券投资收入	15	19	12	12	5	22	26	19

资料来源：中证协，华创证券

线上业务能力较强，获客或主要来自线上。基于成本结构、交易量结构与营业部情况推测，公司获客主要来自线上。（1）成本结构上，公司恪守“综合金融服务战略下的智能化证券服务平台”的战略定位。信息技术投入占比位居行业前列；（2）交易量结构上，公司省市交易量市占率与行业平均结构相近。据此推测公司获客偏向线上全国性获客，而非基于营业部区域型偏重获客；（3）营业部上，公司分支机构数量合计 82 家，位居行业第 50 名，远低于行业平均。以线上获客为主的业务模式推升了公司部均代理买卖证券业务净收入，2021 年该指标位居行业第五。

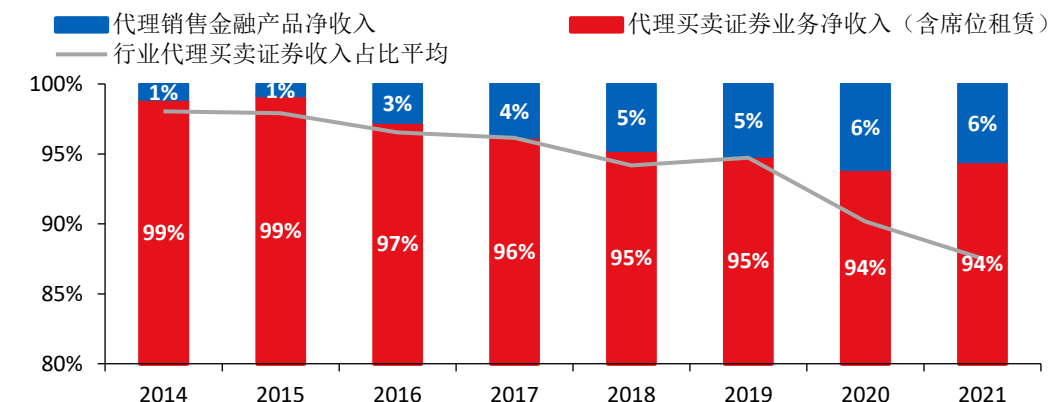
图表 30 2021 年平安证券及行业平均省市交易量分布一览



资料来源：深交所，华创证券

线上获客模式可能部分限制了财富管理转型。2020~2021 年平安证券代销金融产品业务收入占经纪业务收入比重 6%，而行业期间代销金融产品业务收入占比 10%~12%。公司业务收入转型略慢于行业。可能是因为公司营业部数量较少，触手较少，较难及时为客户提供财富管理服务所致。

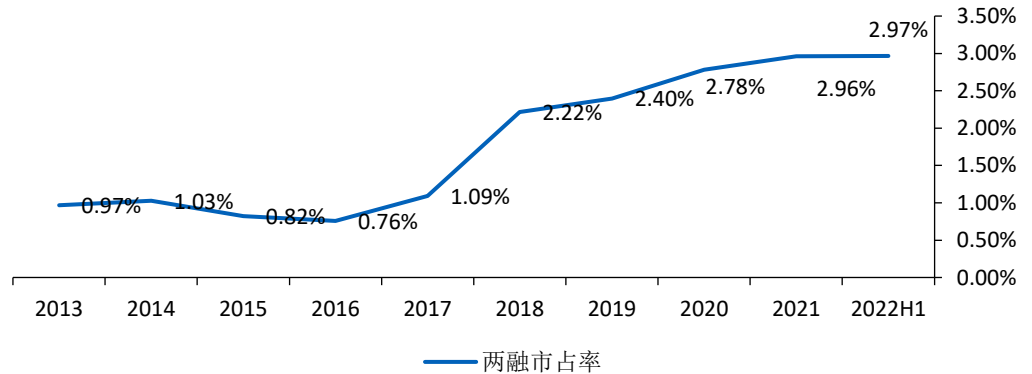
图表 31 平安证券与行业平均代理买卖证券业务收入占比一览



资料来源：中证协，华创证券

受益于客户基础扩大，公司 2016~2022H1 公司两融市占率快速提升。

图表 32 两融市占率快速提升



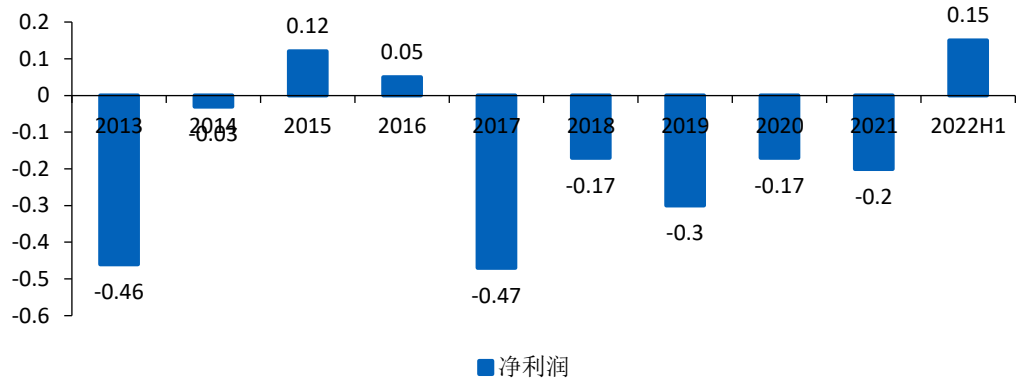
资料来源：Wind，华创证券

### （二）方正富邦基金、平安基金：优势均侧重固收类基金

**方正富邦基金：**规模总体不大。方正证券持股 66.7%，台湾富邦证券持股 33.3%。2013~2022H1，方正富邦基金净利润合计-1.48 亿元，对集团业绩影响不大。过往亏损的原因是方正富邦基金进行战略转型，大幅压缩私募资管业务规模，收入相应减少；为发展公募业务，在系统、人才和研发上投入较大所致。2022H1 市场行情下滑，但公司扭亏为盈。

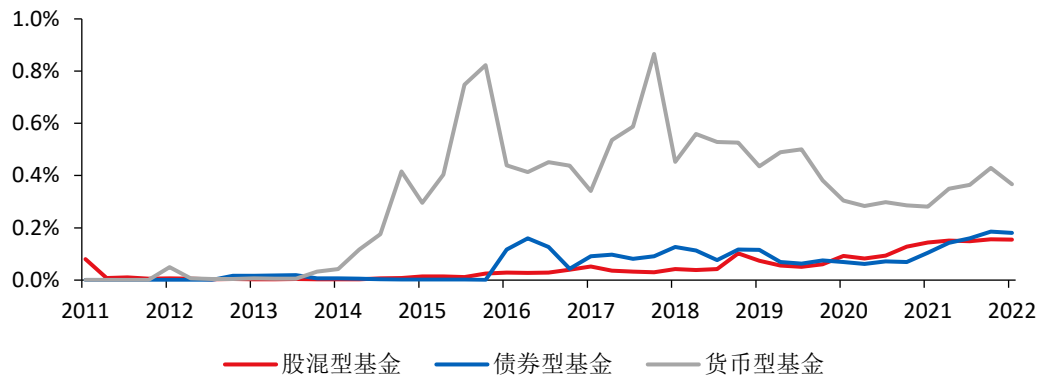
AUM 上，截至 2022 年底，方正富邦基金股混基金市占率 0.16%、债券型基金市占率 0.18%、货币型基金市占率 0.37%。

图表 33 方正富邦基金净利润一览（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

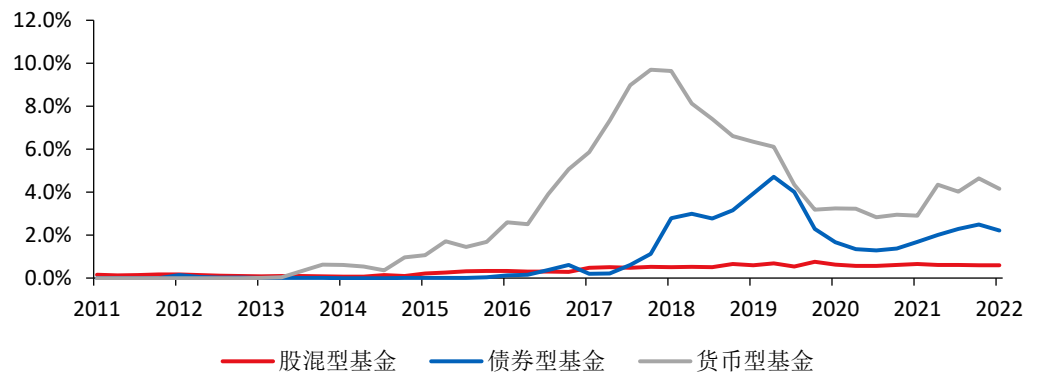
图表 34 方正富邦基金 AUM 市占率一览



资料来源: Wind, 华创证券

**平安基金：固收类基金优势明显。**中国平安通过平安信托持股 68.2%。截至 2022 年底，平安基金债券型基金市占率 2.2%，货币型基金市占率 4.2%，股混基市占率 0.6%。

图表 35 平安基金 AUM 市占率一览



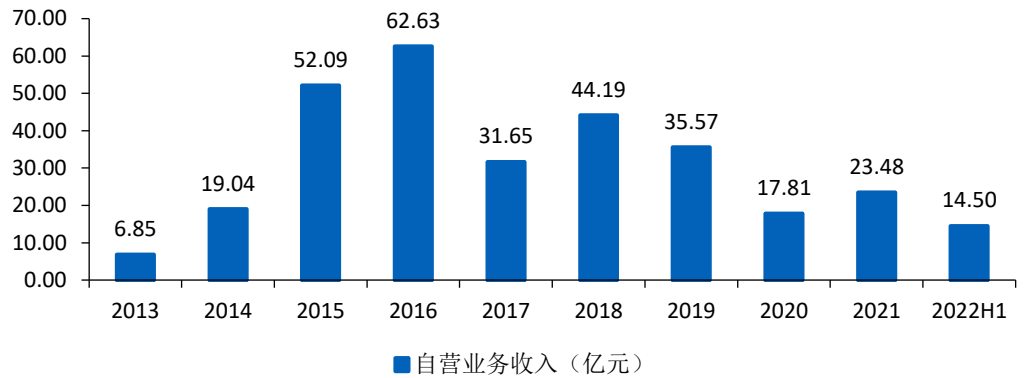
资料来源: Wind, 华创证券

#### 四、其他业务线梳理：业务风险总体可控

##### （一）自营业务：业务规模、收益率边际改善

自营业务收入持续下滑。2016~2021 年公司自营业务收入由 62.6 亿元下滑至 23.5 亿元。2022H1 自营业务收入 14.5 亿元。

图表 36 自营业务收入一览



注：自营业务收入=投资收益+公允价值变动+其他债权投资利息收入

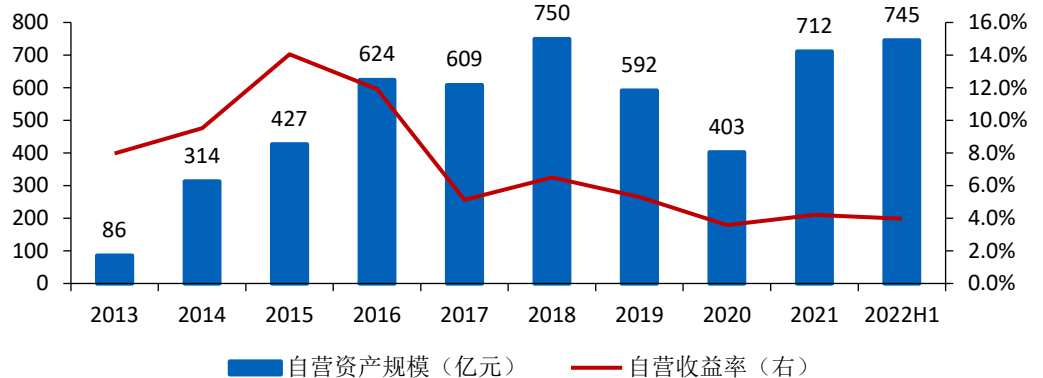
资料来源：Wind，华创证券

收入下滑原因有二：

**(1) 自营资产规模下滑。**2018~2020 年公司自营资产规模由 750 亿元下滑至 403 亿元。2019~2020 年公司偿还债务支出 242 亿元；过往以自营债券为抵押的卖出回购金融资产融资可能有所受限，自营业务上杠杆遇阻，2020 年卖出回购金融资产款由 212 亿元下滑至 133 亿元。

2021~2022 年，公司业务风险有所释放，通过债券质押回购提升资产收益的业务模式增长明显。2020~2021 年公司卖出回购金融资产规模由 133 亿元增长至 499 亿元，成为 2021 年自营资产规模增长的主要增量。

图表 37 自营资产规模及年收益率一览



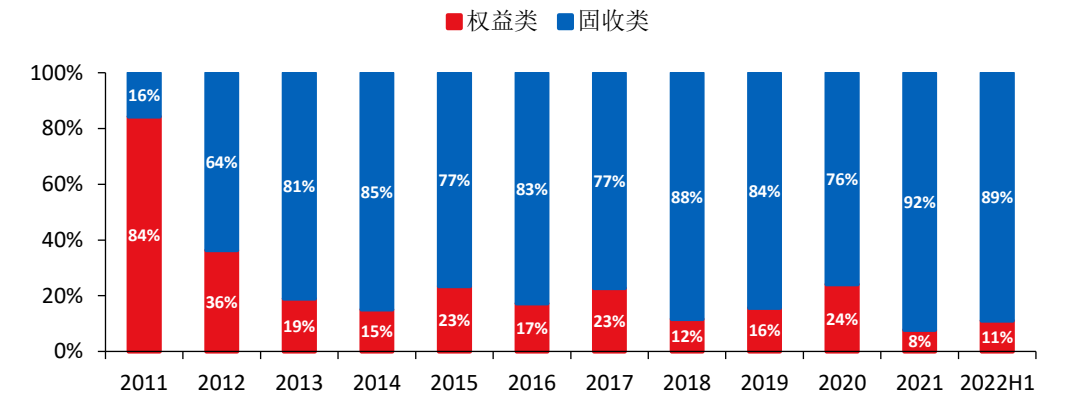
自营资产=金融投资+衍生金融资产-衍生金融负债。

资料来源：Wind，华创证券

**(2) 自营收益率下滑。**权益类自营资产占比下滑，2015 年以来公司权益类自营资产规模占比持续下滑。加之 2016~2018 市场景气度偏低，致使公司自营收益率下滑较多。2021 年公司自营收益率有所回升。2022 年上半年市场明显下行，但公司年化自营收益率达 4%，为公司业绩提供稳健支撑。



图表 38 自营资产结构一览

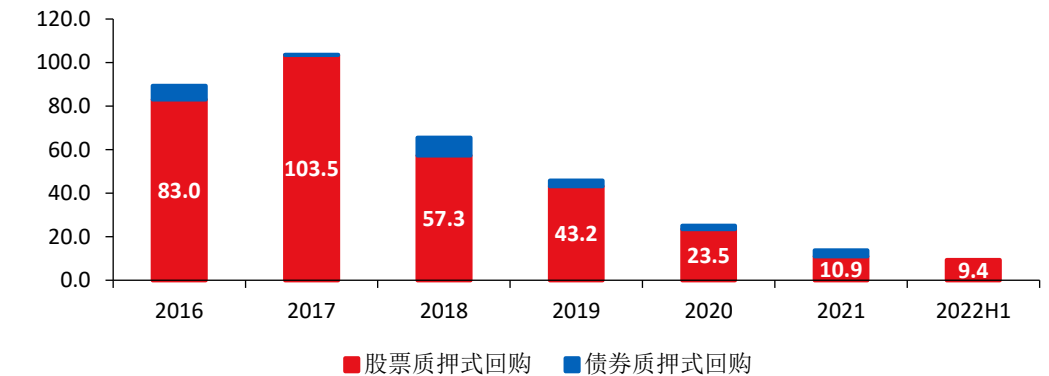


资料来源: Wind, 华创证券

### (二) 股质业务: 快速压降, 存量风险或已不高

业务规模持续压降。2017~2022H1 公司持续压降股票质押业务规模, 由 103.5 亿元降至 9.4 亿元。

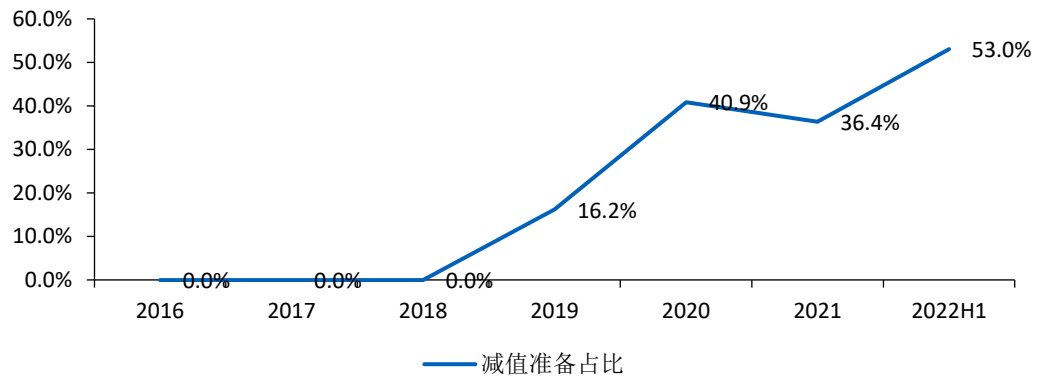
图表 39 股质业务结构一览



资料来源: Wind, 华创证券

减值准备/原值较高, 计提或已相对充分。截至 2022H1, 公司股质业务原值 9.4 亿元, 其中已计提 5 亿元减值准备。虽然公司目前 9.4 亿元股质业务已全部逾期, 若全额计提减值损失预计将持续带来 4.4 亿元减值损失 (2022 年净利润预期的 21.8%~23.8%)。不过, 考虑到公司当前股质业务平均履约比例为 125%, 考虑诉讼及质押股票处置, 预计未来减值准备对公司业务影响或将持续降低。

图表 40 股质业务减值准备/原值一览



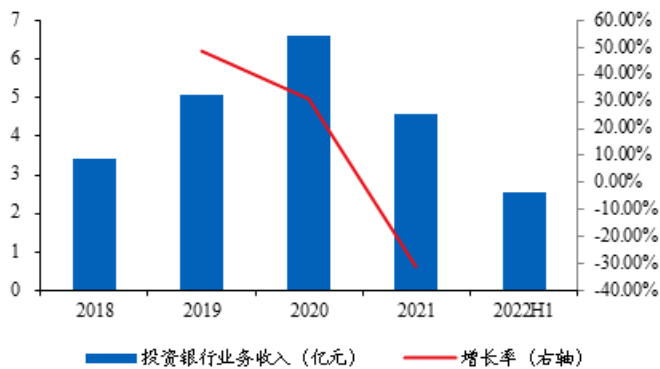
资料来源: Wind, 华创证券

### （三）投行业务：市占率边际改善

投行业务合规风控稳健。复盘公司 2013 年以来监管事件，未发现投行业务相关监管风险。

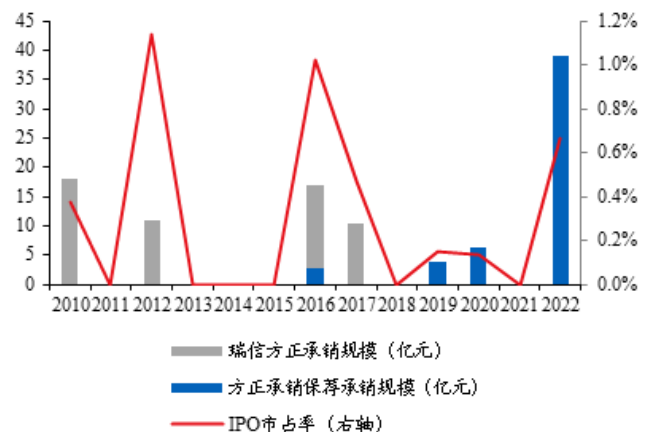
**2022 年 IPO 市占率出现边际改善，债承市占率保持平稳。**公司 2022 年 H1 实现投行业务收入 2.56 亿元（同比+27.17%），2021 年实现投行业务收入 4.55 亿元，（同比-31.0%），行业排名第 18 名。2022 年，公司 IPO 业务 4 单，业务规模 39.1 亿，市占率相较 2021 年大幅提升。2022 年公司再融资业务市占率、规模均保持平稳。债券市场方面，近两年公司整体债承市占率维持在 0.3% 左右，其中公司债+企业债业务规模逐渐下降，自 2020 年的市占率 1.8% 下降为 2022 年的 0.9%。

图表 41 方正证券投行业务收入一览（单位：亿元）



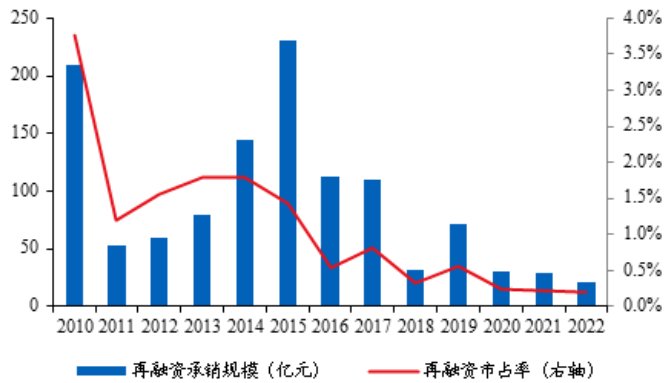
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 42 2010 年以来 IPO 承销规模及市占率



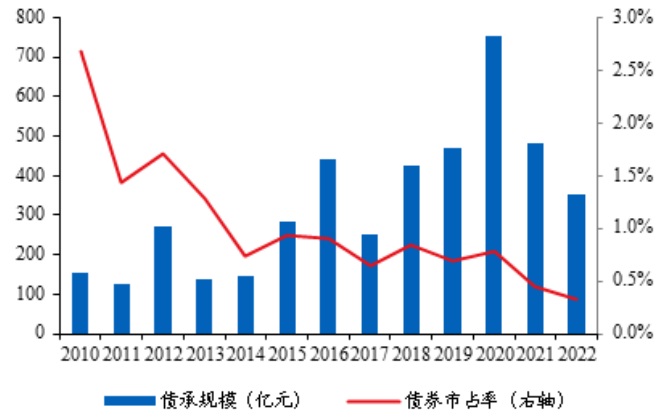
资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 2010 年以来再融资承销规模及市占率



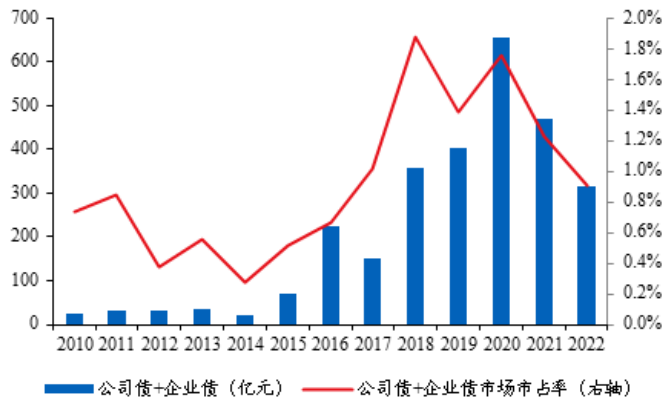
资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 2010 年以来债承规模及市占率



资料来源: Wind, 华创证券

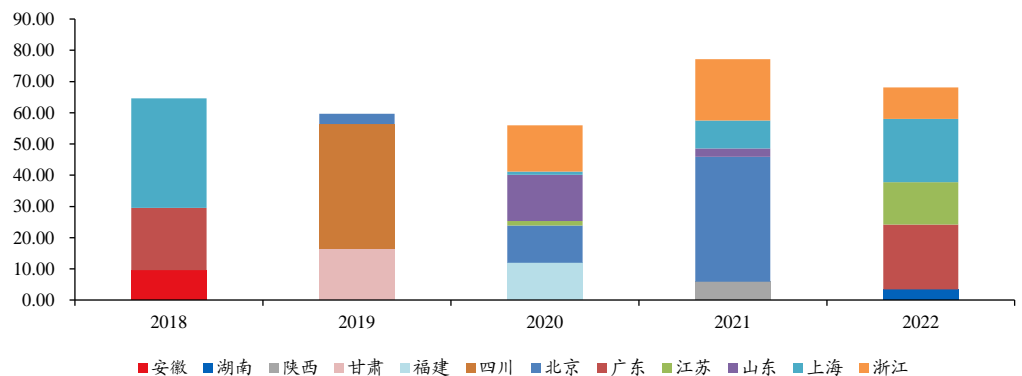
图表 45 2010 年以来公司债+企业债承销规模及市占率



资料来源: Wind, 华创证券

股权融资业务布局全国，湖南省内未出现显著区域优势。2022 年公司在广东省内股权融资项目贡献收入 20.8 亿元，占全部股权融资项目收入的 30.4%；在上海市内股权融资项目贡献收入 20.2 亿元，占全部股权融资项目收入的 29.7%。

图表 46 2018 年以来方正证券权益融资业务收入（单位：亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

**（四）券商资管及私募基金业务：私募业务发力**

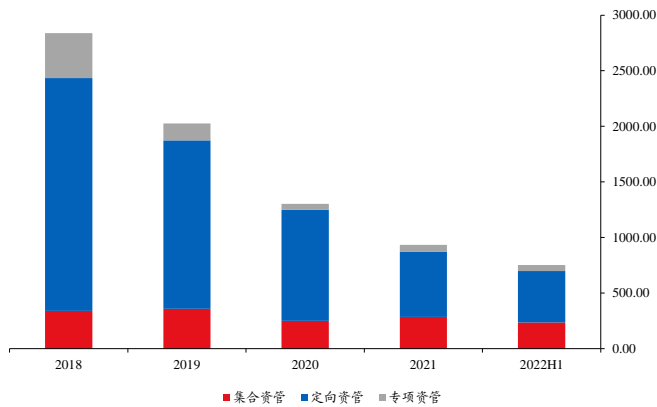
22年H1资管业务规模有所下降。截至2022H1，券商资管AUM为751.6亿元(同比-36.0%)，资管业务收入1.35亿元(同比+12.1%)。降幅主要来自于定向资管业务，AUM规模463.1亿元(同比-44.8%)。2021年，公司资管业务收入2.58亿元，行业排名第21名。

**优化资管业务结构，丰富产品线：**2021年，公司FOF产品从无到有，新增规模12亿元；新发ABS产品规模37.01亿元。

**私募股权投资：深耕大健康与大科技领域。**2021年方正和生投资实现营收2.57亿元，同比增长31.97%；净利润1.37亿元，同比+9.13%。

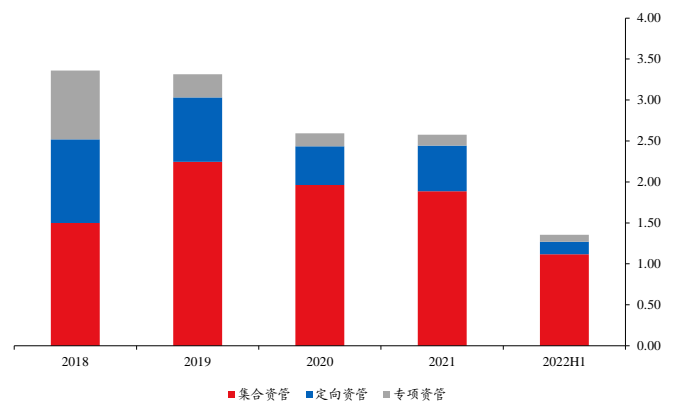
**近年仅一次监管处罚，总体业务风险不高。**2021年底，北京证券资产管理分公司存在变更营业场所未申请换发经营证券期货业务许可证等问题。被北京证监局出具警示函。

**图表 47 券商资管 AUM 一览（单位：亿元）**



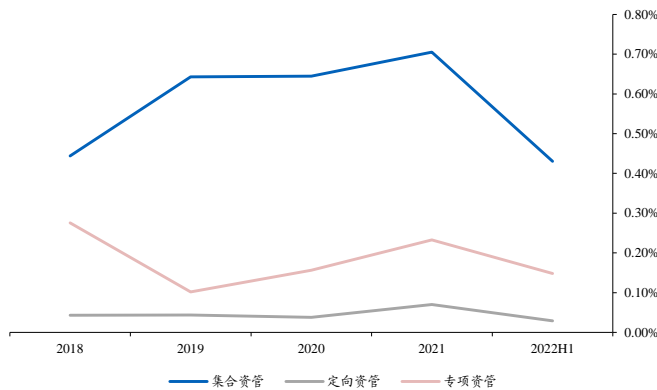
资料来源：公司公告，华创证券

**图表 48 券商资管业务收入一览（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，华创证券

**图表 49 券商资管业务费率一览**



资料来源：公司公告，华创证券

## 五、盈利预测与投资建议

### （一）业绩关键假设与盈利预测

考虑到公司股东风险有所释放，困境有所逆转，债券融资有所放松，假设公司交易性金融资产实现回升，2022~2024 年交易性金融资产由 372 亿元增长至 630 亿元，融出资金由 281 亿元增长至 512 亿元。应付债券由 143 亿元增长至 302 亿元，卖出回购金融资产款由 449 亿元增长至 700 亿元。

两融业务实现回升，经纪业务能力实现提升，估算公司经纪业务交易量市占率由 1.9% 提升至 2.1%，佣金率维持稳健。

后市存在不确定性，但预计市场景气度高于 2022 年，因此保守估计公司年自营收益率 2%。瑞信方正股权出售有望年内落地，预计带来 2.9 亿元投资净收益。

图表 50 方正证券 2022~2024 年业绩展望

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业利润(百万元)	1,599	2,690	2,243	3,711	4,624
同比增长	44.6%	68.2%	-16.6%	65.4%	24.6%
主营收入(百万元)	7,542	8,621	7,188	9,832	11,543
同比增长	14.4%	14.3%	-16.6%	36.8%	17.4%
净利润(百万元)	1,096	1,822	1,970	2,705	3,353
同比增长	8.8%	66.2%	8.1%	37.3%	23.9%
每股收益(元)	0.13	0.22	0.24	0.33	0.41

资料来源：公司公告，华创证券

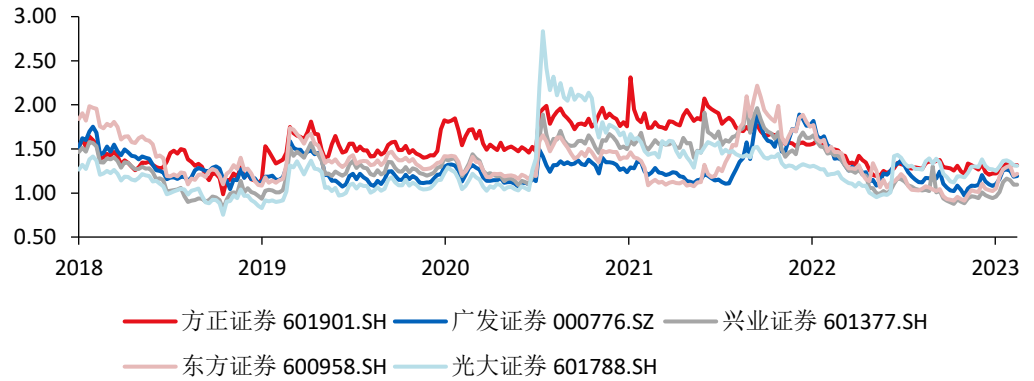
### （二）估值分析与投资建议

当前公司估值居于行业估值中位。对比广发、兴业、东证及光大证券，公司当前 PB 估值 1.33X 与光大证券(1.32X)相近，高于广发(1.17X)、兴业(1.08X)、东方证券(1.22X)。公司估值低于行业平均 PB (1.4X)。但是公司成长性机会可能更高：

**（1）确定性：重大风险落地，负债端修复。**2015 年以来，股东风险、合规风险等对公司产生长期、持续性影响。尤其是方正集团重整使得公司负债端受损明显。2022 年以来，负债端开始修复，杠杆、监管指标有望明显改善，带动泛经纪业务与自营业务能力、规模提升，从而有望为公司带来持续性业务增量以及 ROE 提升。

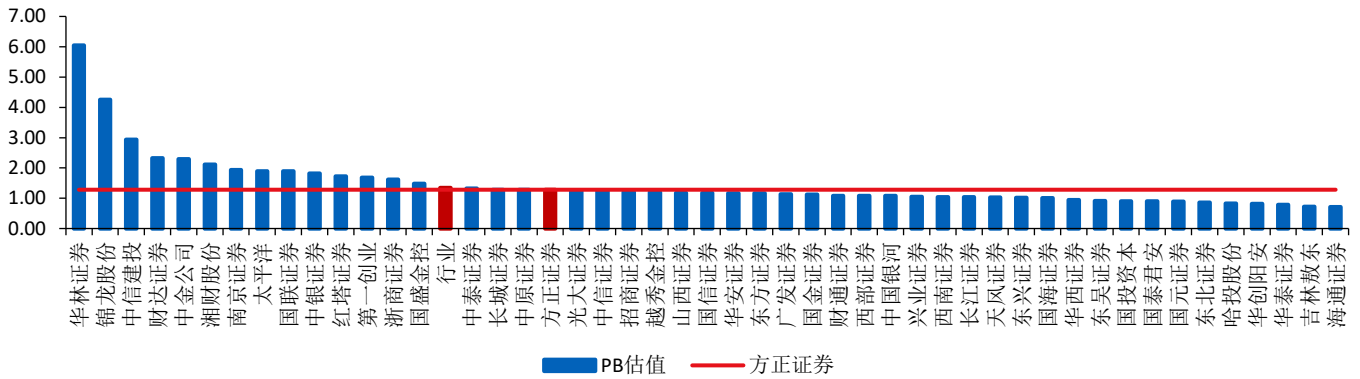
**（2）有一定不确定性的整合预期。**中国平安成为公司实控人。若平安证券与方正证券强强联合，双方泛经纪业务有望实现明显增长，带来显著业务增量。但目前双方正处于差异化发展方案确定的初期，战略定位、整合方向等尚不确定。因整合预期带来的估值空间或将伴随整合确定性提升而逐渐扩大，但业务上的实质联动和协同效应的提升才是市场愿意给予估值溢价的核心。

图表 51 方正证券与部分净资产相近券商 PB 估值对比



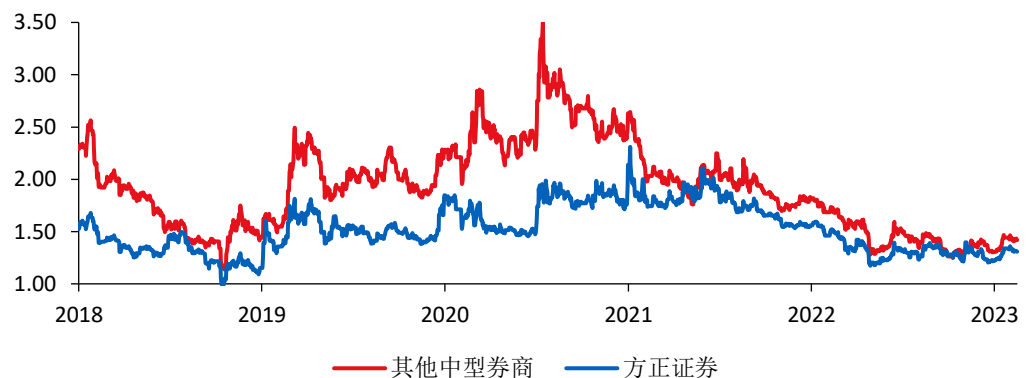
资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 券商板块估值一览（截至 2023/2/17）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 方正证券与其他中型券商 PB 估值对比（2018~2023/2/15）



资料来源: Wind, 华创证券

考虑到公司较具确定性的业务成长空间，以及公司战略定位仍存在一定不确定性，我们预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 预期为 0.24/0.33/0.41 元，BPS 分别为 5.28/5.60/5.99 元，对应 PB 分别为 1.30/1.23/1.15 倍，ROE 分别为 4.53%/5.87%/6.80%。基于 ROE-PB 估值、



基于 ROE-PB 估值、同业比较净资产相近的券商当前 PB(LF)，展望公司全年表现及困境反转，我们给予公司 2023 年业绩 1.5 倍 PB 估值，对应目标价 8.4 元。

## 六、风险提示

股东持股结构变动，战略发展、管理层结构具备不确定性。

前文对平安证券与方正证券业务整合进行预期、展望，但最终结果具备不确定性。

次级债正在注册发行，瑞信方正证券交易尚未完成，存在不确定性。

宏观经济下行压力加大。

北上资金减持。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	49,396	46,926	49,272	51,736
结算备付金	6,158	6,773	7,451	8,196
融出资金	26,770	28,109	39,352	51,158
衍生金融资产	24	27	32	38
存出保证金	6,016	6,617	7,279	8,007
买入返售金融资产	873	437	459	481
交易性金融资产	24,859	37,289	48,476	63,018
债权投资	0.00	0	0	0
其他债权投资	46,376	39,419	41,390	43,046
其他权益工具投资	0	0	0	0
长期股权投资	749	794	0	0
固定资产	512	543	570	593
无形资产	306	324	340	354
其他资产	10,574	11,209	11,769	12,240
<b>资产总计</b>	<b>172,613</b>	<b>178,467</b>	<b>206,390</b>	<b>238,867</b>
短期借款	0	0	0	0
拆入资金	8,206	9,027	9,930	10,923
交易性金融负债	266	292	322	354
衍生金融负债	84	92	101	112
卖出回购金融资产款	49,891	44,902	58,373	70,047
代理买卖证券款	32,422	32,422	34,043	35,746
代理承销证券款	788	867	954	1,049
应付职工薪酬	1,862	1,955	2,053	2,156
应交税费	263	289	318	350
长期借款	0	0	0	0
应付债券	7,180	14,361	21,541	30,157
其他负债	10,574	29,928	31,778	37,709
<b>负债合计</b>	<b>130,469</b>	<b>134,136</b>	<b>159,413</b>	<b>188,602</b>
股本	8,232	8,232	8,232	8,232
其他权益工具	0	0	0	0
资本公积金	16,397	16,397	16,397	16,397
其他综合收益	166	394	414	430
盈余公积金	1,759	1,965	2,228	2,580
未分配利润	10,888	12,398	14,504	17,117
一般风险准备	3,916	4,118	4,326	4,571
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>41,358</b>	<b>43,504</b>	<b>46,101</b>	<b>49,328</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>172,613</b>	<b>178,467</b>	<b>206,390</b>	<b>238,867</b>

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,621</b>	<b>7,188</b>	<b>9,832</b>	<b>11,543</b>
手续费及佣金收入	5,691	4,736	5,785	6,555
其中：代理买卖证券业务净收入	4,701	3,751	4,901	5,394
证券承销业务净收入	439	456	538	654
受托客户资产管理业务净收入	258	262	346	507
利息净收入	2,061	1,778	2,357	3,172
投资净收益	752	215	1,233	1,226
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	29	-78	0	0
公允价值变动净收益	7	416	442	574
汇兑净收益	-0	7	9	9
其他业务净收入	18	6	6	6
<b>营业支出</b>	<b>5,932</b>	<b>4,944</b>	<b>6,121</b>	<b>6,918</b>
税金及附加	59	57	78	92
管理费用	5,398	4,846	5,963	6,756
信用减值损失	283	42	79	70
其他资产减值损失	-1	0	0	0
其他业务成本	1	-0	1	1
<b>营业利润</b>	<b>2,690</b>	<b>2,243</b>	<b>3,711</b>	<b>4,624</b>
加：营业外收入	29	13	15	15
减：营业外支出	31	9	11	12
<b>利润总额</b>	<b>2,688</b>	<b>2,247</b>	<b>3,715</b>	<b>4,628</b>
减：所得税	816	173	929	1,157
<b>净利润</b>	<b>1,872</b>	<b>2,074</b>	<b>2,786</b>	<b>3,471</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,822</b>	<b>1,970</b>	<b>2,705</b>	<b>3,353</b>
减：少数股东损益	50	103	81	118
<b>EPS（元）</b>	<b>0.22</b>	<b>0.24</b>	<b>0.33</b>	<b>0.41</b>

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员，2019年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019年Wind金牌分析师非银金融第五名团队成员，2020年新财富最佳金融产业研究团队第8名，2020年水晶球非银研究公募榜单入围，2021年金牛奖非银金融第五名，2021年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名，2022年第十届Choice非银最佳分析师，2022年水晶球非银研究公募第五名，2022年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师团队成员，2022年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师第七名。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。2019年金牛奖非银金融最佳分析师团队成员，2019年Wind金牌分析师非银金融第五名团队成员，2020年新财富最佳金融产业研究团队第8名，2020年水晶球非银研究公募榜单入围，2021年金牛奖非银金融第五名成员，2021年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名成员。2022年第十届Choice非银最佳分析师团队成员，2022年水晶球非银研究公募第五名团队成员，2022年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师团队成员，2022年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师第七名团队成员。

### 助理研究员：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023年加入华创证券研究所。主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。

### 金融行业研究主管：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名，2019年金牛奖非银金融最佳分析师，2019年Wind金牌分析师非银金融第五名，2020年新财富最佳金融产业研究团队第8名，2020年水晶球非银研究公募榜单入围，2021年金牛奖非银金融第五名成员，2021年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名成员，2022年第十届Choice非银最佳分析师，2022年水晶球非银研究公募第五名，2022年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师团队成员，2022年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师第七名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522