

邓淑斌 执业证书编号: S0730200010011

021-50588666-8021 dengsb@ccnew.com

谢佩洁 执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025 xiepj@ccnew.com

稳健经营、规模中等的区域券商

——山西证券（002500）新股分析报告

研究报告——新股分析

发布日期: 2010年10月29日

估值区间: 5.6-7 元

发行数据

发行价(元)	---
发行数量(万股)	40000
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	2010-11-1
上市日期	---

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产(元)	1.49
每股经营现金流(元)	-1.97
净资产收益率(%)	6.95
资产负债率(%)	71.97
总股本/流通股(万股)	20/
B股/H股(万股)	/

关键要素:

稳健经营贯穿于公司近20年的发展中,本次公开发行正是公司实现“经纪业务营业网点100家、投行业务3年内实现行业前5、其他各项业务行业前20”战略目标的重要举措。公司综合实力在业内排名40位左右,与东北证券、国金证券相当。

投资要点:

- **公司基本情况:** 公司地处能源大省和因晋商知名的山西,控股股东为山西省国信投资(集团)公司;经纪业务、投行业务在山西省内市场份额稳居第一。本次发行新股将极大改善公司净资产规模较低的状况,为其拓展业务规模创造较大空间。
- **公司业务特色:** 经纪业务占据山西市场45%的份额;投行业务借力合资投行子公司实现快速发展,在中小项目以及个别行业中率先形成一定的竞争力;证券自营追求稳健;刚刚起步的资产管理业务依托山西省高净值客户集中的优势有望实现较快发展。
- **公司投资亮点:** 公司经营管理团队的稳定保证了公司多年来的稳健发展;合资投行子公司经营管理机制的高效运作、前瞻性发展代办股份转让业务的举措,将为其单项业务率先进入行业前列奠定良好基础;研究团队在近两年的迅速崛起,有望成为公司未来加速发展的重要助推器。
- **估值:** 结合总市值估值和市盈率相对估值结果,我们给予公司发行定价区间为5.6-7元。

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2007	2008	2009	2010E
营业收入(亿元)	17.44	7.90	15.12	9.67
增长比率(%)	495.22	-54.70	91.39	-36.04
净利润(亿元)	8.35	2.77	6.24	4.28
增长比率(%)	513.97	-66.83	125.27	-31.41
每股收益(元)	---	---	---	0.18

1. 公司基本情况

1.1 公司发展历程及业务体系

公司前身为成立于1988年的山西省证券公司，是全国首批获准成立的证券公司之一。1998年与人民银行脱钩并增资改制为有限责任公司，期间经过与山西省信托投资等5家信托公司证券类资产的重组、多次股东股权转让与增资，于2008年2月整体变更为“山西证券股份有限公司”，注册资本20亿元。

本次发行前公司总股本为20亿股、股东12家，其中，山西省国信投资（集团）持有公司9.20亿股，并通过其控股子公司山西信托持有0.21亿股，合并持有9.41亿股，占公司本次发行前总股本的47.09%，为公司的控股股东和实际控制人；太原钢铁（集团）有限公司和山西国际电力集团有限公司分别持股23.01%和15.34%，为公司第二、三大股东。

公司本次拟发行人民币普通股4亿股，发行后总股本不超过24亿股。募集资金主要用于增加公司的资本金，拟用于增加新设营业网点、扩大资产管理业务自有资金规模、开展直投、融资融券、权证创设等创新业务，补充中德证券及大华期货资本金，加强信息系统建设等，为公司实现“经纪业务营业网点100家、投行业务3年内实现行业前5、其他各项业务行业前20”的战略目标提供有力支撑。

表1：山西证券发行前、后的股权结构 单位：%

股东名称	发行前		发行后	
	数量（亿股）	比例	数量（亿股）	比例
山西省国信投资（集团）公司	9.2	46.02%	9.01	37.55%
太原钢铁（集团）有限公司	4.6	23.01%	4.51	18.78%
山西国际电力集团有限公司	3.08	15.34%	3	12.52%
山西海鑫实业股份有限公司	0.77	3.84%	0.77	3.20%
中信国安集团公司	0.71	3.53%	0.69	2.88%
山西焦化集团有限公司	0.38	1.92%	0.38	1.56%
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	0.31	1.53%	0.3	1.25%
山西省科技基金发展总公司	0.23	1.15%	0.23	0.94%
山西信托有限责任公司	0.21	1.07%	0.21	0.88%
吕梁市投资管理公司	0.19	0.95%	0.19	0.78%
长治市行政事业单位国有资产管理中心	0.17	0.87%	0.17	0.71%
山西省经贸资产经营有限责任公司	0.15	0.77%	0.15	0.63%
本次发行流通股	-		4	16.67%
全国社会保障基金理事会			0.4	1.67%

资料来源：中原证券研究所，公司招股书

表2: 山西证券旗下子公司情况

	子公司	持股	主营业务
控股	中德证券有限责任公司	66.7%	股票和债券的承销与保荐等
	大华期货有限公司	92.31%	商品期货经纪、金融期货经纪

资料来源: 中原证券研究所, 公司招股书

1.2 市场位次

公司地处能源大省和因晋商知名的山西, 其第一股东为山西省财政厅全资子公司, 而第二、三大股东则是山西省国资委全资子公司, 在公司过去的发展中得到了当地政府的大力支持。虽然在山西省内公司还有两大主要竞争对手——大同证券(经纪类券商)和银河证券, 但作为当地唯一一家创新类券商, 公司经纪业务在山西省的市场份额一直维持在45%左右、排名第一。和其他区域性券商一样, 经纪业务在公司业务体系中占有举足轻重的地位, 2010年上半年, 经纪业务收入在公司总收入中的占比为65.33%。展望未来, 公司将成为山西省政府打造的省内首家金融企业上市平台, 也将受益于中西部金融中心的发展战略。

从资本实力来看, 2007年以来, 公司净资本、净资产排名基本维持在37位左右; 盈利能力来看, 2007年以来, 公司营业收入、净利润排名基本稳定在39-48位之间, 体现了公司的稳健经营。而从各项具体业务来看, 据证券业协会数据显示, 09年公司经纪业务实现净收入11.7亿元、排名第40位, 承销、保荐等业务实现净收入1.22亿元、排名第28位, 均处于行业中等水平。总体来看, 公司综合实力排名在40位左右, 在行业内并不具明显优势, 与上市券商中东北证券、国金证券相当。

表3: 2002年-2009年山西证券资本实力和盈利能力的市场位次(位)

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
净资产	>20	>20	>20	14	>20	37	37	38
净资本	>20	>20	>20	17	23	39	38	59
营业收入	—	>20	>20	>20	58	48	41	44
实现利润	>20	19	>20	13	>20	45	39	42

注: “实现利润”, 2002-2004年数据为利润总额排名, 2005-2009年数据为净利润排名

资料来源: 中国证券业协会网站

表4：2010年上半年，上市券商主要经营指标（单位：亿元）

	净资本	净资产	营业收入	归属母公司净利润
中信证券	326.02	637.80	79.05	26.28
海通证券	329.73	438.00	43.82	18.42
广发证券	99.10	174.45	36.33	16.40
华泰证券	—	308.88	35.89	14.20
招商证券	151.89	238.02	27.67	13.69
光大证券	170.34	216.22	19.48	8.29
宏源证券	45.53	65.64	17.09	7.31
长江证券	65.67	87.69	12.38	4.91
兴业证券	40.49	56.14	11.10	3.36
国元证券	119.01	145.52	9.37	4.22
国金证券	26.43	28.70	8.15	2.96
山西证券	16.58	33.23	5.98	2.06
西南证券	34.35	46.15	5.69	1.61
东北证券	20.32	29.90	5.10	1.10
太平洋	16.01	18.11	2.47	0.56

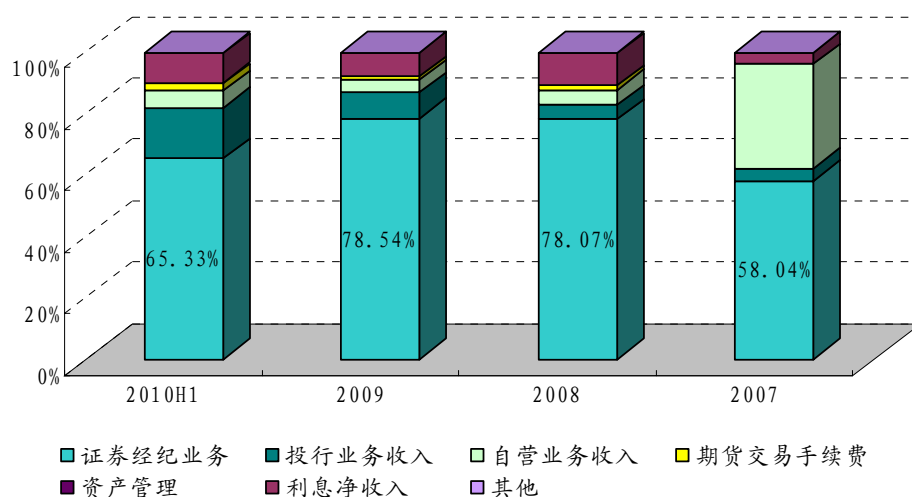
资料来源：中原证券研究所，wind资讯

表5：2010年上半年，山西证券各项业务的市场位次

业务	主要指标	绝对数	市场份额(%)	市场排名
经纪业务	股票基金交易总额	2711.19亿元	0.59	50
投行业务	股票+债券 承销规模	50.63亿元	0.85%	29
	承销家数	5家	1.30%	—
资产管理	集合理财 产品规模	8.28亿元	0.78%	30
	产品 产品数量	1只	0.65%	—

资料来源：中原证券研究所，Wind资讯

图1：山西证券的营业收入构成



资料来源：中原证券研究所，公司定期报表

2. 公司主要业务分析

2.1 经纪业务：立足山西，省内市场份额稳中有升

目前，公司在全国共有55家证券营业网点（包括2家筹建中），其中有38家、占比69%位于山西省内，另外17家营业网点覆盖了上海、深圳、北京等经济相对发达的地区，形成了“立足山西、面向全国”的营业网点布局。

公司经纪业务实力中等，市场份额总体上是稳步提升，由07年的0.51%提升至2010年上半年的0.59%，行业内排名基本稳定在50位左右。作为山西省内营业网点最多的证券公司，公司在山西省内具有明显的区域优势，近几年以来，公司经纪业务在山西省内的市场份额稳中有升，从2006年的39.10%提升至2010年上半年的44.90%，一直保持领先地位（见图3）。

正是由于区域优势，公司的股票基金交易额有75.11%来自于省内，保证了公司近几年的佣金率水平虽呈现下滑态势但仍一直高于行业平均水平。未来，随着公司对省内市场下沉式深度开发战略的实施，公司佣金率持续下滑的态势有望得以缓解。

表6：山西证券省内外经纪业务收入占比

单位：万元

	2010年上半年		2009年		2008年		2007年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
山西省内	361.48	84.98%	1089.92	87.31%	591.52	87.53%	895.44	83.35%
山西省外	63.89	15.02%	156.41	12.69%	84.28	12.47%	178.91	16.65%
合计	425.37	100%	1248.33	100%	675.80	100%	1074.35	100%

资料来源：中原证券研究所，公司招股书

图2：山西证券营业网点分布

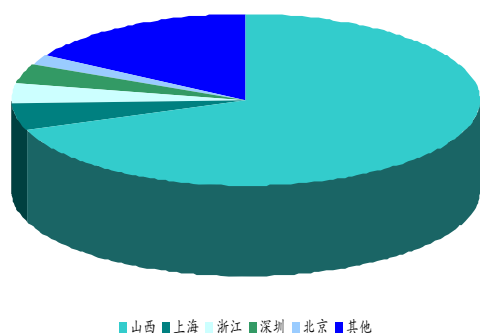
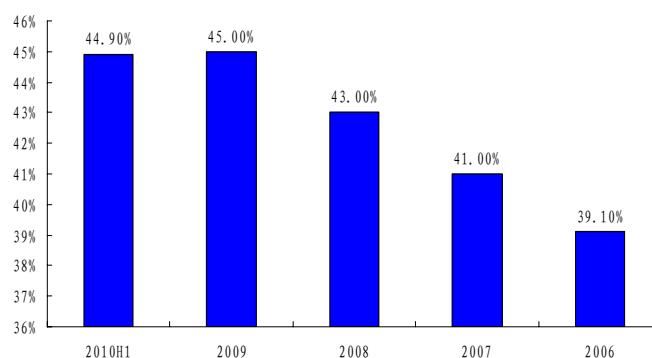


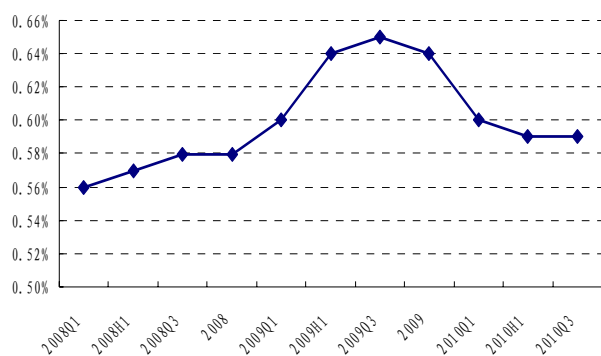
图3：山西证券在山西省内经纪业务市场份额情况



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

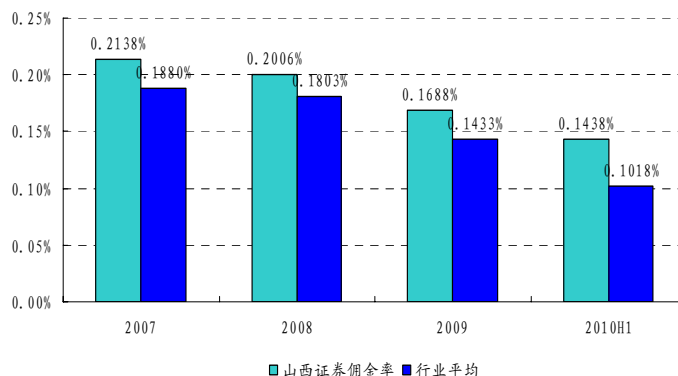
资料来源：中原证券研究所，公司招股书

图4：山西证券经纪业务市场份额



资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

图5：山西证券佣金率变化情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

2.2 投行业务：借力合资子公司，实现较快发展

近年来，公司投行业务发展迅速，在中小项目领域形成了一定的竞争优势，曾被深圳证券交易所评为“2007年度中小企业板优秀保荐机构”。针对投行部门在大型股权融资、财务顾问等方面的短板，公司积极寻求战略合作，2009年4月与德意志银行合资成立中德证券，其中，公司为控股股东、持股66.67%，德意志银行持股33.33%。随着2009年7月中德证券正式投入运营后，公司大项目、财务顾问和债券承销方面的实力大幅提升。截至2010年6月，中德证券已完成6家IPO和3家债券的主承销项目，IPO主承销项目数位于合资券商前列。截至9月底，由中德证券主承销的3家IPO、1家债券及1个财务顾问项目均已通过发审委审核，随着这些项目陆续进入发行阶段，公司投行业务将进入新的里程碑。

2010年上半年，公司投行业务实现净收入0.99亿元，占营业收入的16.58%，较之09年底8.16%的占比大幅提升。

表7：山西证券主承销情况（2007年-2010年上半年）

时间	承销情况
2007年	首次公开发行项目3个，承销金额96840.90万元，承销收入2782.20万元；非公开发行项目2个，承销金额88798.62万元，承销收入3598.44万元。
2008年	非公开发行项目1个，承销金额94518.20元，承销收入1417.77万元。
2009年	首次公开发行项目2个，承销金额98150万元，承销收入5468万元。
2010年上半年	首次公开发行项目4个，承销金额228790.40万元，承销收入8156.38万元。

资料来源：中原证券研究所，公司招股说明书

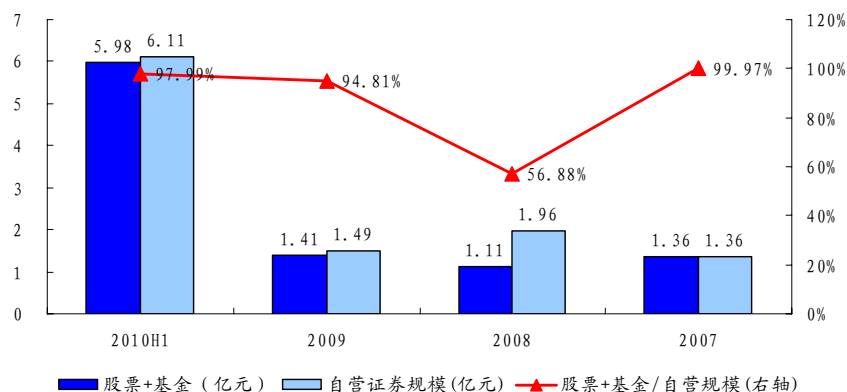
2.3 证券自营：控制规模，稳健经营

2010年上半年，公司自营业务实现投资收益0.33亿元，占营业收入的5.53%，较之09年底4.34%的占比有所提高。

从股票和基金投资规模在自营证券中的占比来看，截至2010年6月底股

票基金投资规模占比为97.99%，虽然该比例基本保持在90%以上，仅2008年大熊市的环境下有所下降，但公司自营规模一直保持低位运行，且自营规模/净资本的比例在上市券商中处于较低水平，说明公司稳健经营、追求绝对稳定收益的风格。从投资收益率来看，公司自营投资收益率基本强于同期上证综指涨幅。

图6：山西证券2007-2010年上半年证券自营业务规模



资料来源：中原证券研究所，公司招股书

表8：山西证券近3年的证券自营情况

时间	自营证券	股票+基金	债券	合计
2010H1	规模（亿元）	5.98	0.12	6.11
	规模/净资本（%）	36.08	0.74	36.82
	收益率（%）	5.98	-0.75	7.63
2009	规模（亿元）	1.41	0.08	1.49
	规模/净资本（%）	8.09	0.44	8.53
	收益率（%）	46.00	-8.77	43.76
2008	规模（亿元）	1.11	0.84	1.96
	规模/净资本（%）	5.69	4.31	10.00
	收益率（%）	-1.45	10.41	18.48
2007	规模（亿元）	1.36	-	1.36
	规模/净资本（%）	7.60	-	7.61
	收益率（%）	318.13	721.51	421.99

资料来源：中原证券研究所，公司招股说明书

2.4 资产管理及创新业务：起步阶段，发展可期

资产管理业务起步。2010年5月7日，公司成功发行了第一只集合资产管理计划“汇通启富1号”，募集资金8.28亿元，实现了资产管理业务的有效突破。截至9月底，公司“汇通启富1号”集合计划单位净值1.0626元，单位净值增长率0.84%，在23只同类型FOF产品中位居第13。山西省作为我国资源大省，民间资金较为充裕，个人理财业务的空间巨大，而公司作为

山西省内最大的本地券商，知名度较高且较熟悉省内居民理财需求，公司资产管理业务在山西省内占据“天时、地利、人和”的优势，发展前景可期。

期货业务：2007年4月，山西证券受让了大华期货经纪有限公司33%的股权并对其进行增资至0.6亿元，期间经过2007年底和2009年两次增资，增资后大华期货注册资本增至1.3亿元，公司持股92.31%。此后公司期货业务快速发展，特别是4月16日股指期货业务开展以来，截至6月底，大华期货股指期货成交量和金额分别为21.54万手、1833亿元，占中金所份额的0.99%和0.87%，在上市券商控股的期货公司中排名第5。2010年上半年，大华期货。从公司业务收入来看，2007-2010年上半年期货交易手续费分别为0.03亿元、0.12亿元、0.17亿元和0.14亿元，呈现稳步增长态势。

3. 公司的投资亮点

根据对山西证券发展历程和主要业务的分析，我们认为，公司经营管理团队的稳定及稳健谨慎的经营风格，保证了公司成立以来的稳健发展。此外，我们认为公司的投资亮点还有以下几点：

第一、投行子公司中合资方的背景，有益于投行优势的迅速培育

山西作为我国的煤炭大省，省内有众多优质公司但上市数量相对较少，截至2010年6月底，山西省内上市公司共有29家，与全国平均每省拥有上市公司57家相比较仍有较大差距。山西省拟上市公司资源较丰富，给公司投行业务的拓展提供了巨大空间。合资投行子公司的形式，结合了山西证券本土的丰富资源、对省内资本市场的深入了解，以及德意志银行在财务顾问、大项目等方面的优势，将极大增强了投行业务的核心竞争力和持续发展能力，未来有望在大项目承销市场获得稳定的市场份额，成为公司新的竞争优势。

第二、前瞻性发展代办股份转让业务，丰富了投行资源的储备渠道

2008年公司取得了代办股份转让主办券商业务资格和报价转让业务资格，截至2010年6月底，公司代办股份转让签约项目达20个，已与中关村、广州、杭州等多个高新区管委会建立密切合作关系。未来随着越来越多的代办股份转让试点批准后，将会有更多项目公司成功挂牌，而作为国内具备该项业务资格的28家主办券商之一，公司将有机会分享到这些潜在IPO的项目资源，将为公司带来更多利润，有望成为新的利润增长点。

第三、研究业务呈现崛起之势

公司研究业务成长迅速，近年来呈现崛起之势。根据“特色研究、全面覆盖、面向全国”的发展战略，集中主要研究力量做强煤炭、电力等传统优势行业研究，并积极扩大对主要行业的研究覆盖，在研究覆盖面和综合实力方面都取得了较快进步，研究品牌也逐步树立，2009年曾荣获新财富最具潜力研究机构第二名。研究实力作为当前证券公司竞争的核心要素

之一，公司研究力量的壮大和研究品牌的树立，无疑将成为公司未来加速发展的重要助推器。

4. 盈利预测和估值分析

4.1 盈利预测

根据公司上半年各项业务的经营情况和发展势头，我们在假设公司全年经纪业务收入占比为65%、测算佣金费率（=代理买卖经纪业务净收入/股票基金交易金额）0.10%、所得税率25%以及公司的成本管理能力（扣除证券自营业务收入后的营业收入/营业支出）与上半年相当的前提下，对公司2010年全年的盈利情况做出如下预测：

表9：公司2010年盈利预测

日均股票基金成交	2000亿元	2100亿元	2200亿元	2300亿元
营业收入（亿元）	8.79	9.23	9.67	10.10
净利润（亿元）	3.89	4.09	4.28	4.48
每股收益（元）	0.16	0.17	0.18	0.19

注：表中每股收益按本次发行完成后的总股本24亿股计算

资料来源：中原证券研究所，Wind资讯

4.2 估值分析

在现有14家上市券商中，根据各家券商资本金规模和主要经营指标在行业内的排名，我们认为东北证券、国金证券和山西证券3家券商的综合实力相近，在行业内的排名基本位于40名左右。因此，若用总市值法来进行相对估值，则公司发行上市后总股本24亿股的总市值在180亿元——195亿元之间较为合理（参见表10），所对应的股价在7.5元——8.13元之间。剔除新股上市即破发的情况，一般而言，新股发行定价较之上市后的平均股价约有20%左右的折价，则公司的发行定价区间在6—7元之间较为合理。

但若根据当前券商股尤其是与之类似的2家券商的整体估值水平，我们认为，给予公司35倍市盈率的估值水平较为合理，则根据上述我们对公司2010年全年收益的预测，则公司的发行定价区间为5.60元——6.65元。

综上所述，我们给予公司发行定价区间为：5.60—7元/股。

表10: 上市券商股总市值及估值一览

证券简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	预测市盈率 (2010 年)	收盘价 (元)
中信证券	99.46	1614.19	20.73	18.20	16.23
海通证券	82.28	1038.35	26.37	26.79	12.62
光大证券	34.18	612.51	25.13	29.64	17.92
招商证券	35.85	885.61	23.70	31.71	24.70
广发证券	25.07	1370.35	50.38	39.01	54.66
华泰证券	56.00	1017.52	25.83	31.41	18.17
国元证券	19.64	292.45	29.31	30.54	14.89
长江证券	21.71	337.63	27.52	29.17	15.55
宏源证券	14.61	324.39	23.68	23.71	22.20
东北证券	6.39	181.05	29.69	34.06	28.32
西南证券	23.23	347.45	42.96	53.01	14.96
国金证券	10.00	191.75	39.91	35.63	19.17
太平洋	15.03	196.33	76.79	69.04	13.06
兴业证券	22.00	47.17	59.33	59.33	20.30

注: 表中数据截止日为10月27日, 收盘价采取前复权

资料来源: 中原证券研究所, Wind资讯

行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;

同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;

弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;

增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;

观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;

卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。