

2010-07-27

行业研究 / 跟踪报告

证券、期货业

中性/ 维持评级

行业估值面临下行压力

—关于山西证券 IPO 近期上会的点评

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007
021-68498610 licong@lhqz.com

分析师

张黎

SAC 执业证书编号:S1000210060004
+755-82366995 zhanglisz@lhqz.com

- 事件：山西证券 IPO 将于 2010 年 7 月 30 日上会。
- 影响：这是今年近半年来继广发证券借壳、华泰证券 IPO、兴业证券 IPO（已过会）之后的第 4 家将要上市的证券公司，而截至 09 年末，证券行业一共只有 11 家上市公司。

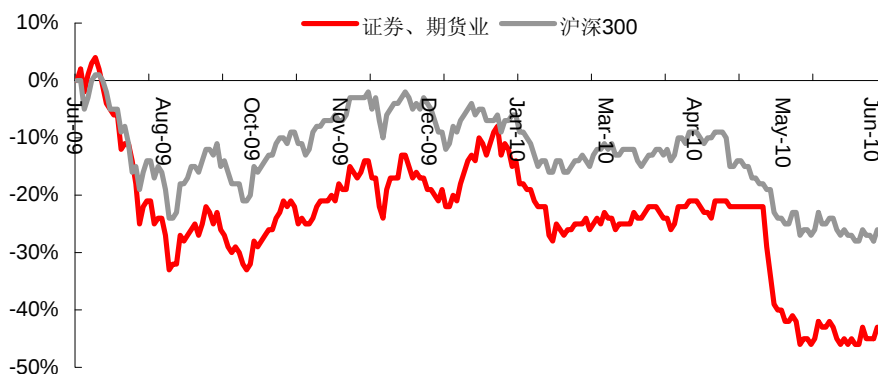
我们在 09 年底针对证监会计划推出创新业务的评论中已经提出，**证监会将会在 2010 年加速证券公司上市融资进程**。原因在于 2010 年证监会的主要任务是稳步推进创新业务，而创新业务对净资本的要求较高，比如：融资融券业务首批试点门槛为 50 亿净资本，且业务开展对净资本消耗较大；期货公司净资本与其所吸纳客户保证金的比例不能低于 6%。推进证券公司上市融资将可以解决净资本问题，我们认为，随着未来证券公司陆续上市，**证券行业估值将会面临进一步下行压力**，其理由在于：

1) 上市证券股供给增加。以银行为例，银行大量上市发生在 07 年，在此之前的 06 年，大银行如工行、中行都曾出现过单月超额收益率超过 30% 的罕见现象，但是在 07 年大量银行股陆续上市之后，行业估值下行，且大银行显著超额收益只出现在牛市末期，原因在于银行股供给大幅增加之后，使得股价上行需要更大的需求（只有牛市末期市场热情最高）去推动。

2) 行业竞争加剧。在净资本为核心的监管体制下，证券公司的监管评级、业务资格、扩张能力等等均与资本实力密切相关，随着大量证券公司上市充实资本金，行业竞争将会进一步加剧，比如：通过上市融资，净资本达到创新业务门槛的中小券商就可以参与争夺过去只有大券商独享的蛋糕；同时资本实力增强之后，证券公司打佣金战的家底也更加厚实。

- 投资建议：维持证券行业“中性”评级。

最近 52 周股价表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

附山西证券简评:

- 1、投资亮点: 经营稳健(02~05年行业低谷时公司仅04年出现亏损, 自营谨慎); 高管资深(平均服务年限超过10年); 份额持续扩张。
- 2、风险提示: 佣金率过高(将导致更多竞争对手进入)。
- 3、经营情况: 07~09年归属母公司净利润为8.3亿元、2.8亿元、6.2亿元, 截至2009年12月31日, 公司净资本规模为17.44亿元。
 - 1) 经纪业务: 07~09年公司股票交易份额为0.49%、0.53%、0.61%, 复合增速10.1%; 公司拥有38家营业部和15家服务部, 其中22家营业部和全部服务部均设在山西省内, 07~09年省内份额高达41%、43%、45%, 正是依靠区域垄断优势, 公司07~09年经纪业务佣金率为0.199%、0.189%、0.169%, 大幅高于行业均值0.163%、0.151%、0.126%, 未来将面临较大的外地券商进入的竞争压力。
 - 2) 投行业务: 目前业务已转移至09年8月成立的中德证券, 07~09年投行收入0.74亿元、0.37亿元、1.44亿元, 复合增速高达39%。
 - 3) 自营业务: 公司对自营向来谨慎, 07~09年投入在权益类投资的资金规模均在1.5亿元以下, 由此估计公司今年上半年自营损失较小。
 - 4) 资管业务: 公司第一只集合理财产品“汇通启富1号集合资产管理计划”全国发售工作正在进行之中。
 - 5) 创新业务: 公司无直投业务、融资融券业务资格; 公司首批申请的8家营业部已获准开展IB业务, 公司持有大华期货92%股权, 后者拥有中金所交易结算会员资格。

附山西证券 IPO 相关信息:

中国证券监督管理委员会发行审核委员会定于2010年7月30日召开2010年第116次发行审核委员会工作会议。

审核的发行申请人: 山西证券股份有限公司(首发)

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306202/201007/t20100726_182941.htm

山西证券股份有限公司首次公开发行A股股票招股说明书(申报稿)

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306202/201007/t20100726_182945.htm

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com