

西部证券  
无评级

建议询价区间: RMB7.44~8.53

分析师

李聪  
SAC 执业证书编号:S1000510120013  
(021)6849 8610  
licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎  
SAC 执业证书编号:S1000510120017  
(0755)8236 6995  
zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

丁文韬  
SAC 执业证书编号:S1000511090006  
021-50106410  
dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

华莎  
(021)6849 8507  
huasha@mail.htlhsc.com.cn

# 聚焦传统业务，分享西部成长

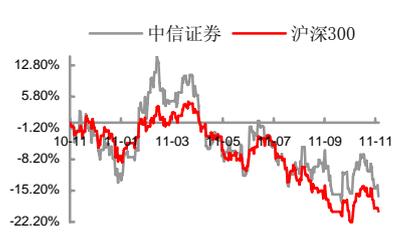
## ——西部证券新股定价报告

- **公司目前业务主要聚焦于传统业务。**公司的收入和利润主要来源于经纪业务，2008-2011 年公司经纪业务收入占比均在 75%以上；公司投行和自营业务比重呈上升趋势，两者 2008-11 年合计收入占比分别为 7%、11%、22%和 3%，新三板业务与投行相关，目前进展不错，同业排名第二；除此之外，公司其他业务目前占比都还比较低。
- **公司经纪业务区域垄断性较强。**(1) 经纪业务区域优势明显，区域份额仍在提升。公司在陕西省内业务具有区位优势，目前营业部数量占比超过 35%，2011 年公司折股交易额陕西省内占比超过 40%，并且呈现不断上升的趋势；(2) 区域垄断优势带来高佣金率。受益于区域垄断优势，公司 2011 佣金率为 0.134%，高于行业平均水平 0.075%，鉴于监管层的佣金率管制约束，短期内公司的高佣金率仍将维持，但中长期仍面临下行压力。
- **公司投行及相关业务颇具潜力。**(1) 投行业务 08 年起步，近年来爆发增长。2009、2010 年投行收入增速分别高达 4401%和 282%。公司作为陕西本土最大的证券公司，受当地政策扶植，同时由于目前基数仍较低，未来仍将有望高速增长。(2) 新三板业务同业领先。公司的新三板业务推荐挂牌数量仅次于申万，与国信并居第二；项目储备丰富，超过 50 家。
- **建议询价区间：7.44~8.53 元。**我们预测公司 2012~14 年归属母公司综合收益为 3.00、3.63 和 4.07 亿元，对应每股综合收益分别为 0.25、0.30、0.34 元。综合考虑绝对估值和相对估值结果，我们建议对西部证券的 IPO 询价区间为【7.44,8.53】元/股。
- **投资建议：建议适度参与申购，持股周期 3 个月。**参考最近 2 年内 IPO 的证券公司上市后表现，通常上市后 3 个月内均较同业存在明显估值溢价，考虑到我们前述的建议询价区间已预留出一定的安全边际，建议投资者可适度参与西部证券 IPO 申购，建议持股周期 3 个月。
- **风险提示：公司高佣金率面临中长期下行压力。**

基础数据

总股本 (百万股)	1200
流通 A 股 (百万股)	N.A.
流通 B 股 (百万股)	N.A.
可转债 (百万元)	N.A.
流通 A 股市值 (百万元)	N.A.

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,033	1,120	1,275	1,412
(+/-%)	-33%	8%	14%	11%
归属母公司综合收益(百万元)	54	300	363	407
(+/-%)	-91%	453%	21%	12%
EPS(综合收益口径, 元)	0.05	0.25	0.30	0.34
P/E(倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

<b>公司经纪业务区域垄断性较强.....</b>	<b>4</b>
经纪业务区域优势明显，区域份额仍在提升.....	4
区域垄断优势带来高佣金率.....	4
<b>公司投行及相关业务颇具潜力.....</b>	<b>5</b>
投行业务有望维持较高增速.....	5
新三板业务领先，潜力巨大.....	7
<b>公司概况.....</b>	<b>7</b>
公司简介.....	7
发行简介.....	9
业务介绍.....	9
<b>盈利预测与估值.....</b>	<b>12</b>
关键指标假设.....	12
盈利预测.....	12
建议询价区间：7.44~8.53元.....	14
<b>投资建议：建议适度参与申购，持股周期3个月.....</b>	<b>16</b>
<b>风险提示：公司高佣金率面临中长期下行压力.....</b>	<b>17</b>

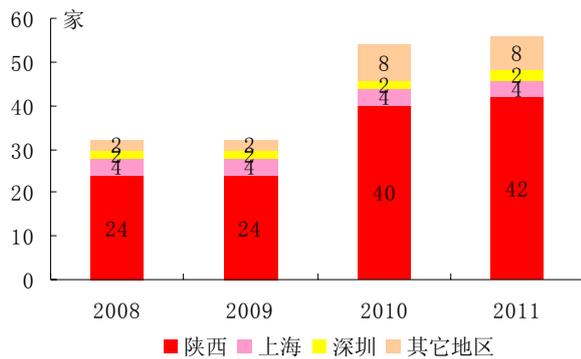
## 图表目录

图 1:	西部证券的营业部主要分布在陕西地区 .....	4
图 2:	西部证券的经纪业务收入主要来源于陕西地区 .....	4
图 3:	西部证券营业部份在陕西省内具有绝对优势 .....	4
图 4:	西部证券的经纪业务折股交易份额稳步提升 .....	4
图 5:	西部证券经纪业务佣金率高于同业 .....	5
图 6:	公司 2008-2011 年投行业务收入 .....	5
图 7:	陕西省债券类融资规模占比较高 .....	6
图 8:	公司债券承销业务占比较高 .....	6
图 9:	西部证券股东结构图示 .....	8
图 10:	西部证券的主要收入来源于经纪业务 .....	9
图 11:	西部证券的主要收入来源于经纪业务 .....	9
图 12:	公司营业部数量在省内占比较高 .....	10
图 13:	公司佣金率借垄断地位维持较高水平 .....	10
图 14:	西部证券的投行业务增长迅速 .....	10
图 15:	西部证券的自营风格稳健 .....	11
图 16:	上市券商 PB 估值水平 .....	15
图 17:	兴业证券 PE 估值持续享受溢价 .....	16
图 18:	兴业证券 2010 年 10 月上市后总市值变化 .....	16
图 19:	方正证券 PE 估值持续享受溢价 .....	16
图 20:	方正证券 2011 年 8 月上市后总市值变化 .....	16
表格 1:	公司 2008-2011 年股权承销概况 .....	5
表格 2:	公司 2008-2011 年债券承销概况 .....	7
表格 3:	公司三板主办及副主办公司情况 .....	7
表格 4:	西部证券 IPO 发行前后股东持股变化情况 .....	8
表格 5:	西部证券其他参股子公司情况 (单位: 百万元) .....	9
表格 6:	西部证券的资产管理理财产品业绩相对稳定 .....	11
表格 7:	盈利预测主要指标假设 .....	12
表格 8:	预测利润表 (单位: 百万元) .....	12
表格 9:	预测资产负债表 (单位: 百万元) .....	13
表格 10:	DDM 三阶段估值主要假设 .....	14
表格 11:	DDM 三阶段估值结果 .....	14
表格 12:	西部证券与东北、国金证券基本面比较 .....	15
表格 13:	西部证券 IPO 定价对应估值水平的敏感性测算表 (单位: 元/股, 倍) .....	16

## 公司经纪业务区域垄断性较强

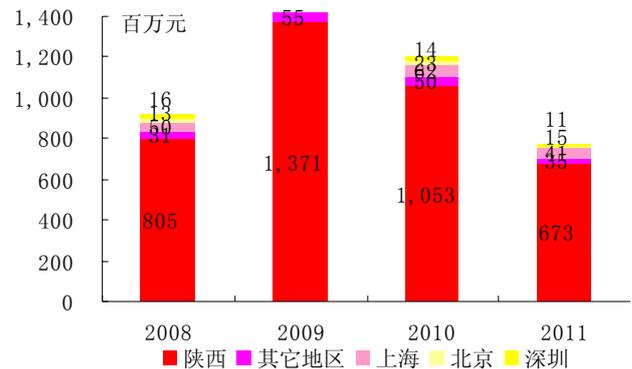
公司经纪业务为陕西省的区域龙头。公司经纪业务主要集中在陕西省内，目前拥有已开业营业部 60 家（含 2 家筹建中营业部），其中 42 家（含 2 家筹建中营业部）分布在陕西省。公司经纪业务在陕西省内具有绝对区域优势，主要体现在市场份额上，同时较强的区域垄断优势维持公司佣金率处于较高水平，鉴于监管层的佣金率管制约束，短期内公司的高佣金率仍将维持，但中长期仍面临下行压力。

图 1：西部证券的营业部主要分布在陕西地区



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 2：西部证券的经纪业务收入主要来源于陕西地区

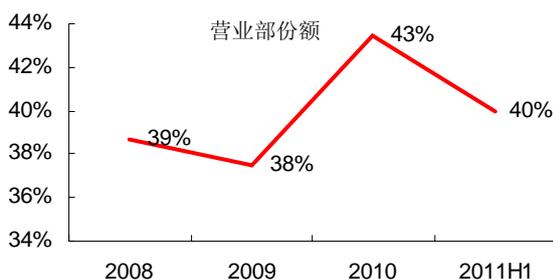


资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 经纪业务区域优势明显，区域份额仍在提升

公司经纪业务区域份额不断提升。目前，公司营业部份在陕西省内具有绝对区域优势，份额超过 40%，而且近三年一期来看，营业部份有提升趋势。根据公司营业部中陕西省内所占比重（约为 71%）测算公司 2011 陕西省内折股交易份额，公司交易份额区域优势明显，超过 40%，并有逐渐上升的趋势。

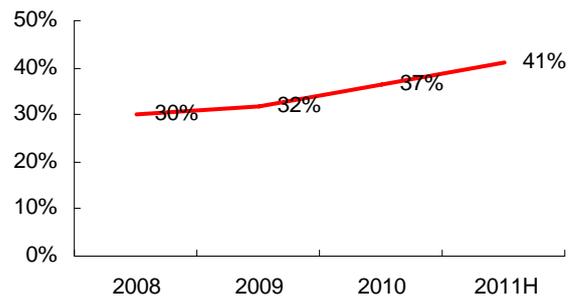
图 3：西部证券营业部份在陕西省内具有绝对优势



资料来源：wind,交易所网站，华泰联合证券研究所

注：仅统计产生交易额的营业部

图 4：西部证券的经纪业务折股交易份额稳步提升



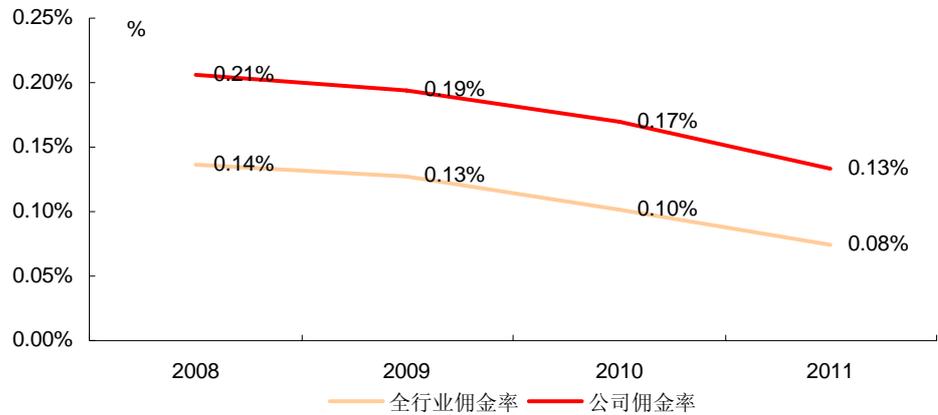
资料来源：交易所网站，华泰联合证券研究所

注：公司陕西省内折股交易金额按照省内营业部份份额估算

### 区域垄断优势带来高佣金率

公司经纪业务区域垄断，维持较高佣金率水平。由于在陕西省内的绝对份额优势，公司能够维持较高的佣金率水平，2011 年末仍能维持在 0.134%。鉴于公司在陕西省内的垄断地位较强，预计短期内仍将处于较高水平。此外，监管层对佣金率下限的限制等措施，使得行业佣金率下降趋势得到缓解。

图 5: 西部证券经纪业务佣金率高于同业



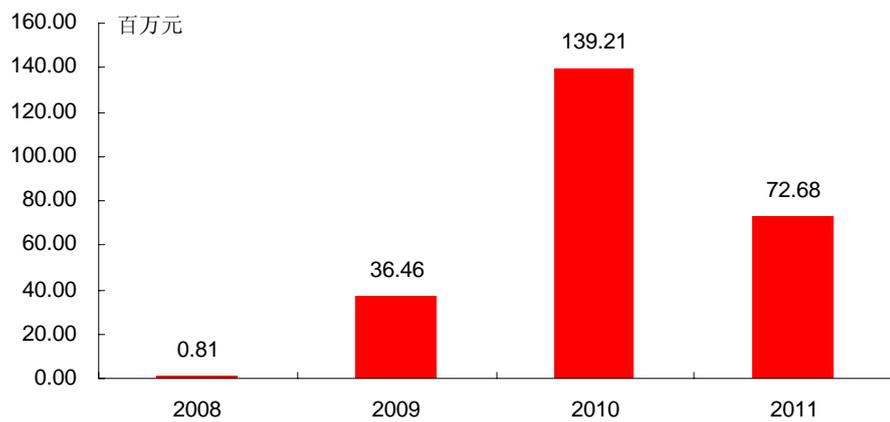
资料来源: 招股说明书

## 公司投行及相关业务颇具潜力

### 投行业务有望维持较高增速

公司股权承销业务 08 年起步, 持续高增长, 未来有望借地域优势继续支持业务增长。公司承销业务起步较晚, 2009 年开始业务发展迅速, 连续两年投行收入增速超过 100%, 2011 年由于市场融资额下降才有所下滑。由于公司系陕西省内最大的本土证券公司, 在国家加快西部开发和陕西建设西部经济强省的愿景下, 有望受益陕西省政府和股东两方面的支持, 未来股权承销业务有望快速发展。

图 6: 公司 2008-2011 年投行业务收入



资料来源: 招股说明书, 华泰联合证券研究所

表格 1: 公司 2008-2011 年股权承销概况

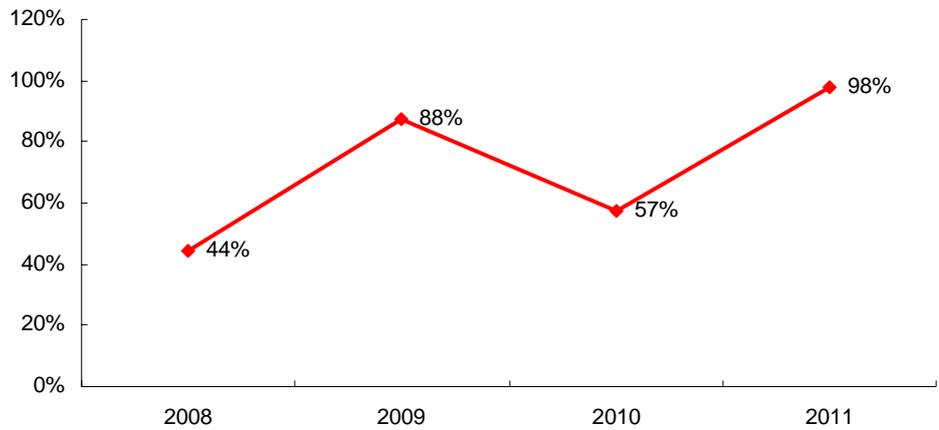
承担角色	承销数量 (家)				承销金额 (万元)			
	2011	2010	2009	2008	2011	2010	2009	2008
主承销商	2	3	1	0	1,388	226,601	29,400	0
副主承销商	0	2	0	0	0	46,000	0	0

分销	0	3	0	0	0	46,290	0	0
合计	2	8	1	0	1,388	318,891	29,400	0

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

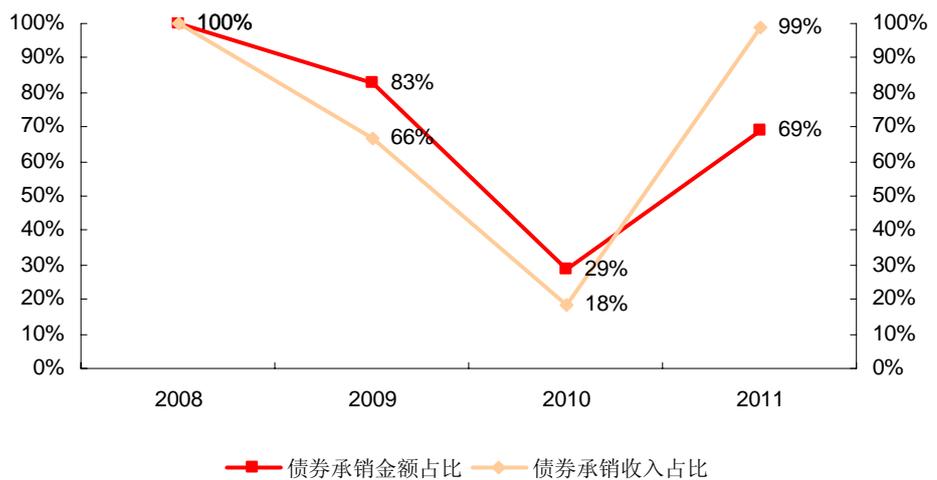
公司债券承销业务有望继续维持优势。陕西省内主要投行业务资源以债券承销及分销为主，而公司以陕西省为核心业务区域，因此公司十分重视在债券承销、分销业务领域的拓展，债券承销业务也成为公司投行的主要及稳定的收入来源。伴随中央国有企业整合浪潮的呼声越来越近，预计未来陕西省内债券融资规模会越来越大，公司凭借在陕西省内的优势地位有望首先受益。

图 7： 陕西省债券类融资规模占比较高



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 8： 公司债券承销业务占比较高



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**表格 2：公司 2008-2011 年债券承销概况**

承担角色	承销数量 (家)				承销金额 (万元)			
	2011H1	2010	2009	2008	2011H1	2010	2009	2008
可转债	主承销商	0	0	0	0	0	0	0
	副主承销商	0	1	0	0	0	20000	0
	分销	0	0	0	0	0	0	0
债券	主承销商	3	2	1		307000	66700	114000
	副主承销商	1	1	7	2	2000	26660	0
	分销	4	6	0	2	2000	15000	26000
债券承销合计	8	8	8	4	311000	128360	140000	50000

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 新三板业务领先，潜力巨大

公司新三板业务行业领先，潜力巨大。公司三板业务行业领先，从主板公司数量来看仅次于申银万国（28 家），与国信证券并居第二（10 家）。根据公司招股说明书披露，公司目前还储备有 50 个三板项目。随着新三板扩容等利好因素的来临，公司未来新三板业务有望凭借行业地位获得快速发展，潜力巨大。

**表格 3：公司三板主办及副主办公司情况**

	代码	公司名称
主板公司	430038	北京信维科技股份有限公司
	430040	北京康斯特仪表科技股份有限公司
	430042	北京市科瑞讯科技发展股份有限公司
	430046	北京圣博润高新技术股份有限公司
	430052	北京斯福泰克科技股份有限公司
	430053	北京国学时代文化传播股份有限公司
	430061	北京富机达能电气产品股份有限公司
	430067	北京维信通科技股份有限公司
	430084	北京星和众工设备技术股份有限公司
	430093	北京掌上通网络技术股份有限公司
副主办公司	430034	北京九州大地生物技术集团股份有限公司
	430060	北京北方永邦科技股份有限公司
	430068	北京纬纶华业环保科技股份有限公司
	430070	北京赛亿科技股份有限公司
	430101	北京泰诚信测控技术股份有限公司

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

## 公司概况

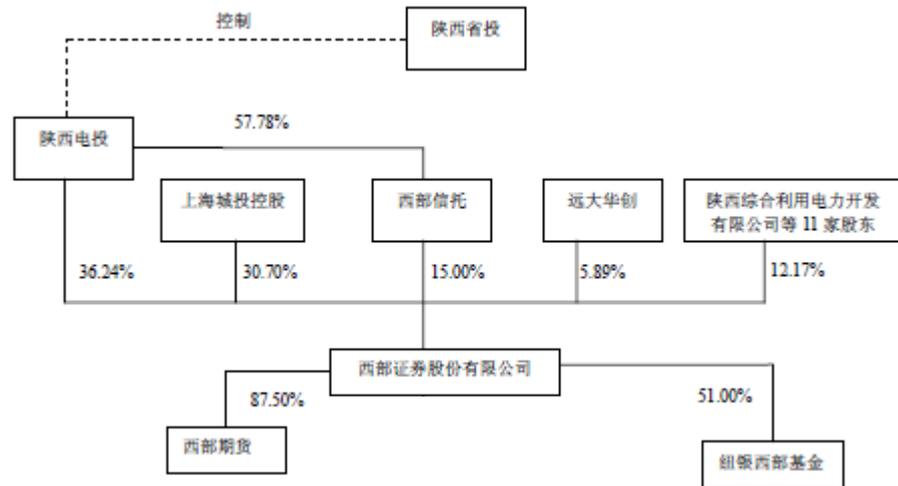
### 公司简介

西部证券 2001 年 1 月成立，系在陕西证券、宝鸡证券以及陕西信托和西北信托整体或所属证券营业部合并重组的基础上发起设立。公司注册资本为 10 亿元，自成立至

今未发生变更，目前主营业务主要包括：经纪、投资银行、客户资产管理、自营、研究咨询、证券投资基金代销及 IB 业务。

陕西电投为公司控股股东，直接持有 36.24% 的股份，并通过西部信托间接持有公司 15% 的股份，总计持有公司 51.24% 股份；陕西省投为公司的实际控制人。

图 9： 西部证券股东结构图示



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

表格 4： 西部证券 IPO 发行前后股东持股变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
陕西省电力建设投资开发公司	36,239	36.24%	35,409	29.51%
上海城投控股股份有限公司	30,698	30.70%	30,698	25.58%
西部信托有限公司	15,000	15.00%	15,000	12.50%
北京远大华创投资有限公司	5,895	5.89%	5,895	4.91%
陕西综合利用电力开发有限公司	2,214	2.21%	2,214	1.84%
西安惠群集团公司	1,500	1.50%	1,466	1.22%
陕西宝光集团有限公司	1,474	1.47%	1,440	1.20%
南京天讯科技发展有限公司	1,438	1.44%	1,438	1.20%
中铁宝桥集团有限公司	1,000	1.00%	977	0.81%
四川省乾盛投资有限公司	960	0.96%	960	0.80%
中国电信集团陕西省电信公司	816	0.82%	798	0.66%
上海麦秋投资管理有限公司	773	0.77%	773	0.64%
陕西省国际信托股份有限公司	737	0.74%	737	0.61%
陕西通信实业公司	657	0.66%	642	0.54%
陕西汉江药业集团股份有限公司	600	0.60%	600	0.50%
全国社会保障基金理事会	-	-	954	0.80%
流通股股东	-	-	20,000	16.67%
合计	100,000	100.00%	120,000	100.00%

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

公司控股西部期货，持有其 87.50% 的股份；公司参股合营公司纽银梅隆西部基金，持有其 51% 的股份；此外，公司还持有原陕西证券和宝鸡证券对外投资形成的少量长期股权投资。

表格 5：西部证券其他参股子公司情况（单位：百万元）

名称	投资股（份）数	比例
西安银行	482,718	0.02%
广东发展银行股份有限公司	1,013,977	0.01%
陕西精密合金股份有限公司	180,000	0.07%

资料来源：招股意向书

### 发行简介

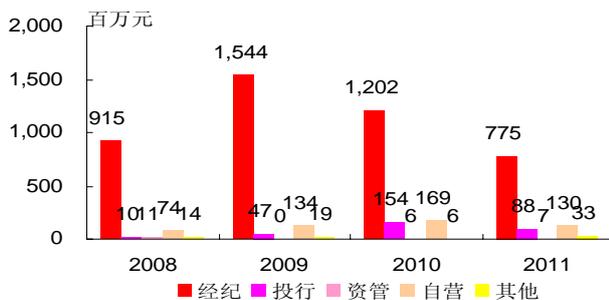
公司发行前股本 10 亿股，本次发行不超过 2 亿股（占本次发行后公司总股本的比例不超过 16.67%）。本次募集资金扣除发行费用后，将全部补充公司营运资金，主要用途包括：

- 1) 对经纪业务加大投入，提升期货业务规模；
- 2) 加大自有资金投资业务，发展自营业务及创新业务；
- 3) 对资产管理业务加大投入，增加定向理财管理规模；
- 4) 对投资银行业务加大投入，补充运营资金，提升承销实力及承销规模；引进投行专业人才；加强新三板业务投入；提高企业债、公司债的快脱能力及承销能力；
- 5) 对公司下属期货公司和基金公司进行增资；
- 6) 增加研发投入，加大研发队伍建设；
- 7) 准备申请直投业务资格、融资融券业务等创新业务资格；
- 8) 增加信息技术投入，提升后台服务能力。

### 业务介绍

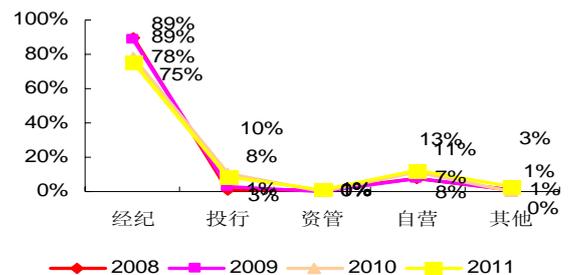
公司的收入和利润主要来源于经纪业务，2008-2011 年公司经纪业务收入均占总收入 75% 以上；公司投行业务和自营业务比重有上升趋势，2008-2011 年公司投行业务和自营业务比重合计分别为 7%、11%、22% 和 3%。

图 10：西部证券的主要收入来源于经纪业务



资料来源：招股说明书

图 11：西部证券的主要收入来源于经纪业务

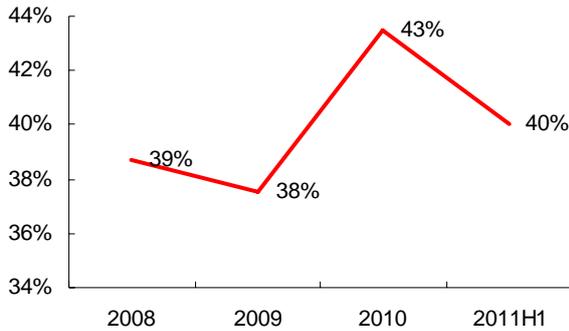


资料来源：招股说明书

### 经纪业务

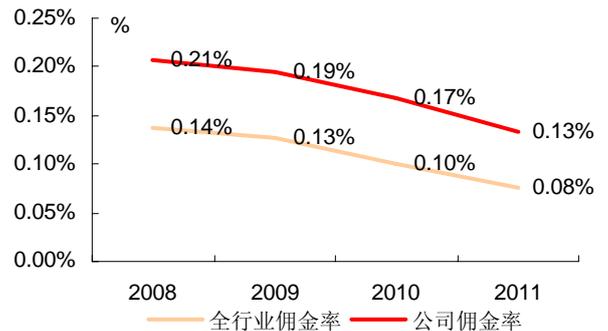
公司经纪业务区域优势明显。公司经纪业务在陕西省内处于龙头地位，营业部数量在区域内占比较高（超过 30%），因此在区域内具有较高的市场定价权，维持较高佣金率水平。虽然，公司佣金率随行业竞争激烈增加而呈现下降趋势，但是，由于监管层限佣政策的实施，预计短期内公司仍然有望维持较高的佣金率水平。

图 12： 公司营业部数量在省内占比较高



资料来源：同花顺

图 13： 公司佣金率借垄断地位维持较高水平

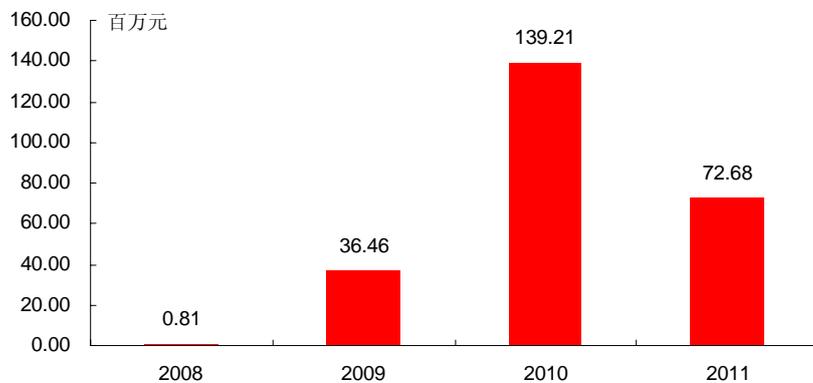


资料来源：招股说明书，证券业协会网站，华泰联合证券研究所

### 投行业务

公司投行业务起步晚，发展快。公司投行的发展方向为：区域性、行业性、创新型，通过建立具有自身特色的客户群体和差异化的服务能力挖掘项目。在明确的发展方向指引下，公司加大投行承销业务宣传，2009 年以来承销业务增长迅速。公司提供过承销保荐、上市推荐服务的对象有：宝德股份（陕西省唯一的首批创业板企业）、盛路通信、西安饮食、新华光、通威股份、长安信息、彩虹股份、山东黄金、基金兴科等；公司债券承销服务的对象有：国家电网、长兴交投（首次县级企业发行）；公司提供并购重组财务顾问服务的对象有：天地源、高远置业、华丽家族、盐湖集团、东盛科技、美锦能源等。

图 14： 西部证券的投行业务增长迅速



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

注：公司投行业务统计范围包括承销、保荐及财务顾问收入

公司三板业务行业领先，潜力巨大。公司在 2007 年 4 月取得代办股份转让业务资格，随后业务发展迅速。2008 年公司作为主办报价券商推荐信维科技等 2 家企业挂牌，在主办报价券商推荐挂牌家数中位列第三。2009 年完成 5 家企业挂牌工作，2010 年完成 1 家企业挂牌工作，2011 年上半年完成了 1 家企业挂牌工作。根据招股说明书，公司三板业务目前储备项目 50 余个，处在行业领先地位。随着新三板政策利好临近，公司新三板业务未来有望成为投行业务收入的增长点之一。

### 资管业务

公司资管业务具有潜力。公司 2002 年取得资管业务资格。目前有一只集合理财产品“财富长安 1 号”，业绩稳定，在规模有限的情况下，为公司贡献了可观利润。由于公司区域优势明显，公司资管客户也有明显的区域特征，理财产品稳定的业绩有望为公司赢得更多区域内客户的信任，随着陕西省内，尤其是陕北地区财富的积累和理财意识的增强，公司资管业务未来发展潜力巨大。

表格 6：西部证券的资管理财产品业绩相对稳定

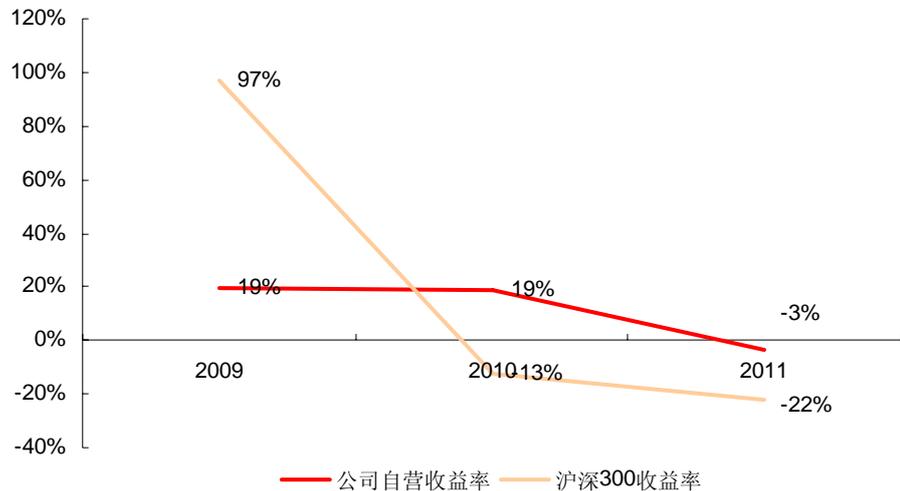
项目	2011	2010	2009	2008
平均受托管理资金	37	38	35	60
受托资金实现收益	-3	3	8	-14
平均受托资金实现收益率	-7.40%	8.16%	22.35%	-23.90%

资料来源：招股说明书

### 自营业务

从历史来看，公司自营风格较为稳健，收益率波动远小于沪深 300。

图 15：西部证券的自营风格稳健



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 期货业务

公司持有西部期货 87.5% 的股份。西部期货通过总部和自有营业部（宝鸡和榆林营业部）开展商品期货和金融期货代理业务，同时还通过西部证券具有 IB 业务资格的营业部开展商品期货及金融期货代理业务。

## 盈利预测与估值

### 关键指标假设

表格 7：盈利预测主要指标假设

	2011	2012E	2013E	2014E
日均成交额 (百万元)	176,536	203,017	233,469	268,490
沪深 300 收益率	-25%	20.0%	20.0%	20.0%
业务及管理费/营业收入	-65%	-60%	-58%	-57%
折股佣金率	0.134%	0.113%	0.095%	0.080%
经纪业务折股份额	0.54%	0.52%	0.50%	0.50%
有效利息率	2.24%	2.5%	2.5%	2.5%
所得税率	-27.6%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
分红比例	0.00%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：上市公司公告, 华泰联合证券研究所

### 盈利预测

在以上市场环境假设下，我们预测公司 2012~2014 年归属母公司综合收益分别为 3.00、3.63 和 4.07 亿元，对应发行后的每股综合收益分别为 0.25 元，0.30 元和 0.34 元。

表格 8：预测利润表 (单位：百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>1,744</b>	<b>1,536</b>	<b>1,033</b>	<b>1,121</b>	<b>1,277</b>	<b>1,415</b>
手续费及佣金净收入	1,503	1,272	773	758	756	763
代理买卖证券业务净收入	1,449	1,096	662	609	572	548
证券承销业务净收入	36	139	73	109	142	170
受托客户资产管理业务净收入	0	4	5	7	9	11
保荐业务收入	0	0	0	0	0	0
财务顾问业务收入	6	6	0	0	0	0
利息净收入	115	126	179	213	294	385
投资收益	130	143	73	128	196	230
公允价值变动净收益	-7	-7	6	18	29	34
汇兑收益	0	0	-1	0	0	0
其他收入	2	2	2	3	3	3
<b>营业支出</b>	<b>-694</b>	<b>-832</b>	<b>-731</b>	<b>-733</b>	<b>-808</b>	<b>-889</b>
营业税金及附加	-92	-81	-57	-59	-68	-75
业务及管理费	-602	-750	-672	-672	-739	-813
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
其他业务成本	0	-1	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>1,050</b>	<b>705</b>	<b>302</b>	<b>388</b>	<b>469</b>	<b>525</b>
营业外收入	2	12	6	7	8	9
营业外支出	-1	-5	-1	0	0	0

<b>利润总额</b>	<b>1,051</b>	<b>712</b>	<b>307</b>	<b>395</b>	<b>477</b>	<b>534</b>
所得税	-260	-175	-85	-99	-119	-133
<b>净利润</b>	<b>791</b>	<b>537</b>	<b>223</b>	<b>296</b>	<b>358</b>	<b>400</b>
归属于母公司所有者的净利润	792	537	223	296	358	400
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
每股收益	0.79	0.54	0.22	0.25	0.30	0.33
<b>其他综合收益</b>	<b>48</b>	<b>98</b>	<b>-169</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
<b>综合收益合计</b>	<b>839</b>	<b>635</b>	<b>54</b>	<b>301</b>	<b>365</b>	<b>409</b>
归属于母公司所有者的综合收益总额	839	635	54	301	365	409

资料来源：上市公司公告, 华泰联合证券研究所

表格 9：预测资产负债表（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>资产</b>	14,809	12,422	9,875	13,001	14,875	17,093
货币资金	10,056	9,674	7,184	9,104	10,216	12,042
客户资金存款	8,500	8,280	6,063	7,204	8,645	10,374
结算备付金	3,167	539	308	663	790	943
客户备付金	3,051	514	283	626	752	902
交易性金融资产	264	352	582	625	828	879
应收利息	0	0	0	0	0	0
存出保证金	169	177	198	313	331	352
可供出售金融资产	848	1,313	573	1,042	1,380	1,465
长期股权投资	7	87	65	96	102	108
固定资产	197	193	179	276	293	311
无形资产	26	25	25	37	39	41
递延所得税资产	1	1	11	0	0	0
其他资产	74	62	78	104	110	117
资产总计	14,809	12,422	9,875	13,042	14,918	17,137
<b>负债</b>						
代理买卖证券款	11,710	8,954	6,526	7,831	9,397	11,277
应付职工薪酬	141	161	117	135	155	178
应交税费	46	64	-1	-1	-1	-1
应付利息	0	0	0	0	0	0
递延所得税负债	18	49	2	2	2	2
其他负债	55	71	53	63	76	91
负债合计	11,970	9,298	6,697	8,030	9,629	11,547
<b>权益</b>						
股本	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
归属上市公司股东权益	2,830	3,115	3,169	4,999	5,275	5,576
少数股东权益	9	9	8	13	14	15
负债和所有者权益总计	14,809	12,422	9,875	13,042	14,918	17,137

资料来源：上市公司公告,华泰联合证券研究所

### 建议询价区间：7.44~8.53 元

综合绝对、相对估值法结果，我们建议西部证券 IPO 询价区间【7.44,8.53】元/股。

#### 绝对估值法

采用三阶段现金股利模型（DDM）对公司进行估值，将公司成长过程分为高速成长期（2012 年~2015 年），该阶段公司红利年复合增长率在 14%的水平；过渡期（2015 年-2035 年），在过渡期内我们认为中国经济增速将会逐渐下降，GDP 增长将由原来 10%左右向成熟经济体的 2%~3%靠近，受此影响，我们认为公司红利增速将由原有水平向 3%的永续增长水平趋近；永续增长期（2035 年后）公司红利增速与中国经济增速度相当约为 3%。

我们估值主要假设条件如下：无风险利率为 5.00%（三年期定期存款利率），市场风险溢价为 5.00%，高速成长期 Beta 为 1.3（行业目前平均水平）、过渡期为 1.1、永续增长期为 1.0。

表格 10：DDM 三阶段估值主要假设

指标	假设值	权益成本	
无风险回报率	5.00%		
风险溢价	5.00%		
高速增长期 Beta	3	1.	高速增长期权益成本 11.50%
过渡期 Beta		1.11	过渡期权益成本 10.55%
永续期 Beta		1	永续期权益成本 10.00%

资料来源：人行网站、华泰联合证券研究所

根据 DDM 估值结果，我们测算的公司每股内在价值为 7.44 元。

表格 11：DDM 三阶段估值结果

	公司价值 (百万元)	每股价值 (元)	比重
第一阶段现值总额	353	0.35	4.74%
第二阶段现值总额	4,083	4.08	54.86%
现值终值	3,007	3.01	40.40%
合计	7,443	7.44	100.00%

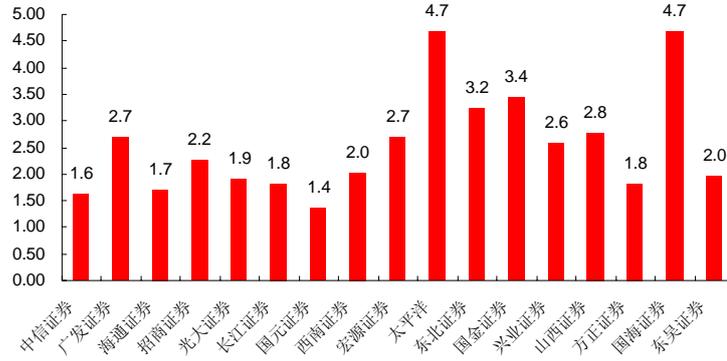
资料来源：华泰联合证券研究所

#### 相对估值法

##### 1) PB 估值法

参考已上市券商的估值水平，PB 区间为【1.37,4.68】倍，均值 2.01 倍。

图 16: 上市券商 PB 估值水平



资料来源: 沪深交易所网站, 华泰联合证券研究所

在行业创新演进的大背景下, 未来卖方业务由于同质化竞争利润率将逐渐下滑, 而以融资融券、直投、做市商、债券交易甚至是大宗商品、REITs、艺术品投资等为代表的更多买方业务将逐渐兴起。即在 ROA 逐渐趋近、杠杆率相仿的情况下, 各家券商的 ROE 水平也将逐渐拉近, 由此, 未来各家券商的 PB 水平也将逐渐向行业平均水平靠拢。

因此, 我们认为, 关于西部证券的 PB 估值, 即便对于谨慎投资者而言, 考虑到西部证券的综合实力等因素, 给予 10% 的估值折让, 西部证券的合理 PB 水平也可达到 1.81 倍 (=2.01\*90%), 即 7.55 元/股。

## 2) PE 估值法

从基本面因素来看, 和西部证券较为接近的公司为东北、国金证券, 西部证券最近 3 期综合收益均值超过这两家公司, 收入结构、市场份额也较为接近。由此推断, 在 PE 相同的情况下, 西部证券上市后的总市值应超过东北、国金。即便我们保守假设西部证券总市值为可比公司东北、国金两者的低者, 即 102.42 亿元, 对应西部证券发行后每股价值至少为 8.53 元。

表格 12: 西部证券与东北、国金证券基本面比较

		2009	2010	2011	最近 3 期均值
盈利能力: 综合收益 (百万元)	西部证券	839	635	54	510
	东北证券	974	504	-251	409
	国金证券	486	428	198	371
收入结构: 经纪业务占比	西部证券	86%	83%	75%	81%
	东北证券	68%	67%	85%	73%
	国金证券	71%	50%	54%	58%
市场地位: 经纪业务份额	西部证券	0.70%	0.61%	0.54%	0.62%
	东北证券	0.74%	0.74%	0.70%	0.73%
	国金证券	0.73%	0.68%	0.67%	0.69%
总市值 (百万元)	西部证券				10,242
	东北证券				10,242
	国金证券				11,873

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

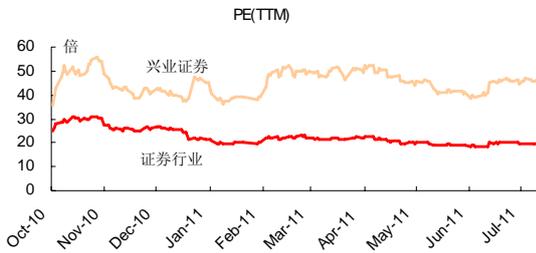
综合考虑以上绝对、相对估值法结果，我们建议投资者对西部证券 IPO 的询价区间为【7.44,8.53】元/股，对应公司 2012 年发行前 PE 为 25-28 倍，发行后 PE 为 30-34 倍，发行后 PB 为 1.8-2.0 倍。

### 投资建议：建议适度参与申购，持股周期 3 个月

从中短期投资的角度来看，我们认为，西部证券上市后 3 月内二级市场股价可能会超过上述的建议询价区间，主要原因在于 A 股市场特有的“流动性溢价”现象。（与国外相反，A 股市场通常给予流动性较弱的品种以溢价。）

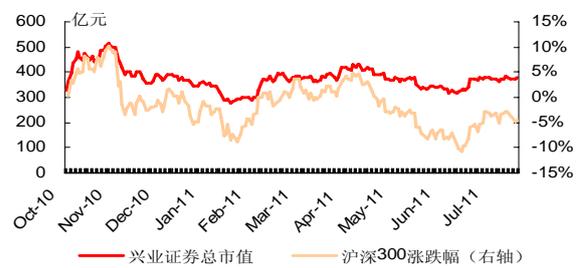
兴业、方正证券均为很好的例子。兴业证券 2010 年 10 月上市，之后 3 个月内因较低的流通市值而享有持续的估值溢价。

图 17：兴业证券 PE 估值持续享受溢价



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

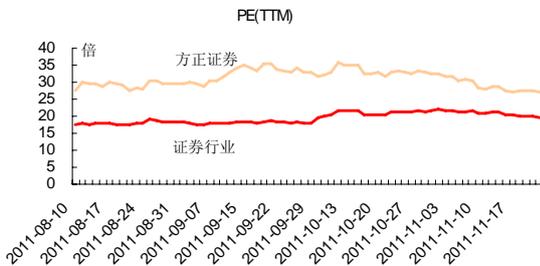
图 18：兴业证券 2010 年 10 月上市后总市值变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

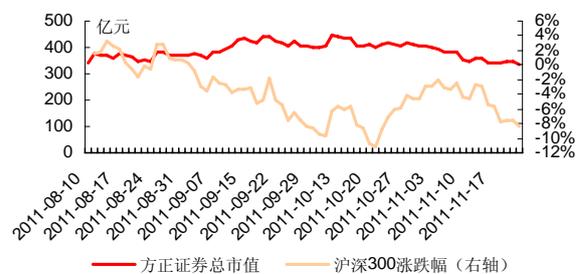
方正证券 2011 年 8 月上市，至今因较低的流通市值仍享有持续的估值溢价。

图 19：方正证券 PE 估值持续享受溢价



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 20：方正证券 2011 年 8 月上市后总市值变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

考虑到我们前述的建议询价区间已预留出一定的安全边际，建议投资者可适度参与西部证券 IPO 申购，建议持股周期 3 个月。

表格 13：西部证券 IPO 定价对应估值水平的敏感性测算表（单位：元/股，倍）

IPO 定价	7.44	7.71	7.99	8.26	8.53
2009-11 综合收益均值口					
径下 PE(发行后)	18	18	19	19	20
2011PE(发行后)	165	171	177	183	189
2012PE(发行后)	30	31	32	33	34
2011PB(发行后)	1.80	1.85	1.89	1.93	1.98

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所  
注：以上 PE 估值使用综合收益口径。

**风险提示：公司高佣金率面临中长期下行压力**

**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±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

**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@mail.htlhsc.com.cn

**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@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。