

山西证券 (002500)

费用收入比持续处于高位

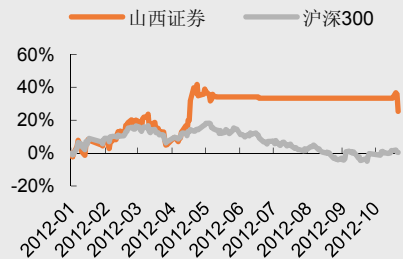
中性(首次)

现价：7.90 元

主要数据

行业	证券
公司网址	www.sxzq.com
大股东/持股	山西国信投资/37.56%
实际控制人/持股	山西省财政厅/37.56%
总股本(百万股)	2400
流通 A 股(百万股)	1458
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	190
流通 A 股市值(亿元)	115
每股净资产(元)	2.52
资产负债率(%)	46.4

行情走势图



证券分析师

吴杰

投资咨询资格编号：S1060512070003

0755-22621379

Wujie520@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：山西证券发布 2012 年三季报，报告期内公司实现营业收入 7.73 亿元，同比增长 1.2%，归属于上市公司股东的净利润 1.45 亿元，同比增长 4.6%；每股收益 0.06 元，期末每股净资产 2.52 元。

■ 经纪业务：净佣金率企稳

报告期内经纪业务收入 2.85 亿元，同比下滑 39.5%，主要归因于公司累计股基交易额同比大幅下滑 31.5%；期末公司股基交易市场份额 0.56%，同比下滑 0.02 个百分点，净佣金率企稳态势明显，季度环比略有回升。

■ 投行业务：推动公司收入逆市上涨

报告期内证券承销业务收入 1.14 亿元，同比增长 136.4%，主要原因为三季度单季承销 1 单 IPO、4 单债券，投行业务发力成为报告期内公司收入逆市上涨的主要动力；但是我们发现 2011 年四季度投行业务收入环比大幅增长，使得公司股票融资市场份额达到 2.65%，远高于本报告期 1.11% 的市场份额，故今年四季度投行业务在高基数的前提下，收入继续保持高速增长的可能性较小。

■ 自营业务：资产仍主要配置于货币基金和债券

报告期内自营收入 6600 万元，同比增长 425%。自营资产配置仍以低风险的货币基金和债券为主，资产规模季度环比基本持平。

■ 费用收入比继续提高

公司费用收入比一直处于较高位，报告期末已达 78.7%，同比继续提高 5.2 个百分点；而三季度单季这一比例则更是高达 90.4%，同比提高 4 个百分点。近期公司创新业务逐步推开，同时投行业务收入占比较高的模式将使成本收入比继续处在高位。

■ 首次覆盖，给予“中性”评级

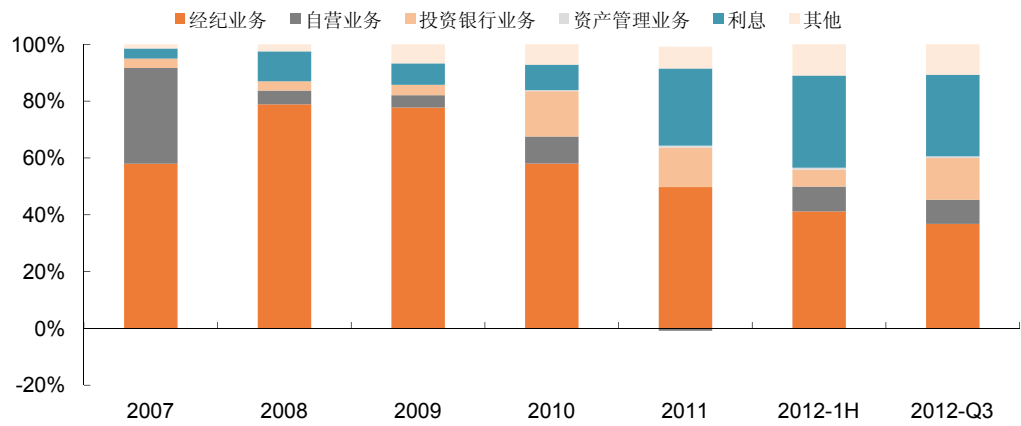
预计 12-14 年 EPS 分别为 0.08、0.10、0.12 元，对应最新收盘价 PE 分别为 98.8、79.0、65.8 倍，PB 分别为 2.9、2.7、2.6 倍，公司创新业务推进处于初级阶段，费用收入比持续处于高位，首次覆盖，给予“中性”评级。

■ 风险提示：

公司经纪佣金率下行压力犹存、创新业务推进进度低于预期。

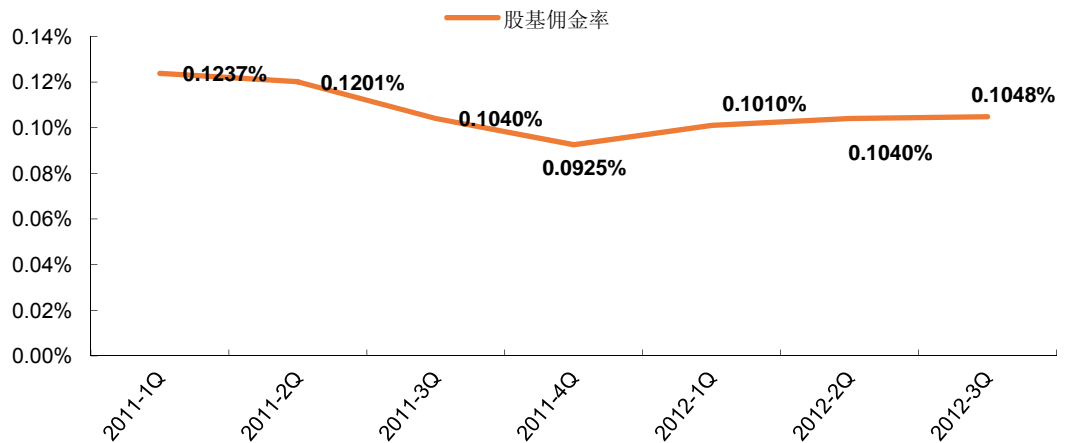
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	1496	1098	1152	1304	1462
YoY(%)	-1.1	-26.6	4.9	13.2	12.1
净利润 (百万元)	439	193	202	240	288
YoY(%)	-29.1	-56.0	4.5	19.0	20.0
净利率(%)	29.3	17.6	17.5	18.4	19.7
ROE(%)	7.4	3.2	3.3	3.6	4.1
EPS (当年股本)	0.22	0.08	0.08	0.10	0.12
P/E(倍)	35.9	98.8	98.8	79.0	65.8
P/B(倍)	3.1	3.0	2.9	2.7	2.6

图表1 经纪业务收入占比降至36.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 股基交易佣金率企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

损益表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	YOY (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1098	1152	1304	1462	营业收入	-26.6	4.9	13.2	12.1
手续费及佣金净收入	801	758	851	946	手续费及佣金净收入	-34.2	-5.4	12.3	11.2
代理买卖证券业务净收入	556	452	510	569	代理买卖证券业务净收入	-36	-18.7	12.8	11.5
证券承销业务净收入	156	176	194	213	证券承销业务净收入	-34.9	12.8	10.5	9.3
受托客户资产管理业务净收入	7	7	8	10	受托客户资产管理业务净收入	21.5	-7.1	20.0	24.3
利息净收入	304	320	371	425	利息净收入	127	5.4	15.8	14.6
投资收益+公允价值变动	-9.57	70	79	87	投资收益+公允价值变动		831.5	12.9	10.1
营业支出	837	901	1045	1145	营业支出	-8.4	7.6	16.0	9.6
营业税金及附加	47	51	59	69	营业税金及附加	-38.1	7.8	15.8	17.1
管理费用	789	847	980	1070	管理费用	-5.7	7.3	15.7	9.2
营业利润	261	251	260	317	营业利润	-55.1	-3.8	3.4	22.2
利润总额	273	253	262	320	利润总额	-53.8	-7.2	3.5	22.1
所得税费用	79	51	70	87	所得税费用	-47.7	-35.4	36.7	24.4
少数股东损益	1	-	-	-	少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司股东净利润	193	202	240	288	归属于母公司股东净利润	-56	4.5	19.0	20.0

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	利润率和回报率 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	9800	9304	10471	11104	净利润率	17.6	17.5	18.4	19.7
结算备付金	610	486	605	668	净资产收益率	3.2	3.3	3.6	4.1
交易性金融资产	433	1296	1317	1336					
可供出售金融资产	812	1480	1510	1540	每股指标 (元)	2011A	2012E	2013E	2014E
其他资产	1446	1321	846	882	每股收益	0.08	0.08	0.10	0.12
资产总计	13101	13887	14748	15530	每股净资产	2.62	2.72	2.91	3.05
代理买卖证券款	6604	7139	7486	7962					
其他负债	201	221	272	238	关键假设	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	6805	7360	7757	8200	股权日均交易额 (亿元)	1737	1400	1600	1800
股本	2400	2400	2400	2400	公司交易市场份额 (%)	0.58	0.56	0.55	0.55
股东权益合计	6296	6527	6991	7330	公司佣金率 (%)	0.0925	0.1048	0.1006	0.0966
负债和股东权益合计	13101	13887	14748	15530	公司股票融资市场份额 (%)	2.7	1.2	1.3	1.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层
邮编：518048
电话：4008866338
传真：(0755) 8244 9257