

山西证券：经纪投行面临两重天

投资要点：

- 📖 高经纪佣金率存在压力
- 📖 合资投行子公司发展迅速，自营稳健
- 📖 分部估值为 7.9 元，估值区间为 (7.2, 8.8)

报告摘要：

- 公司无论资产规模还是盈利规模，均处于行业中下游，上市券商中和国金证券相仿。从时间序列来看，公司主要指标波动较小，在市场行情较差的 2008 年，公司净利润排名反而有所提高，显示公司经营较为稳健。
- 公司 55 家营业部有 38 家分布在山西省境内，市场份额超过 45%，公司不断开拓山西省内的经纪业务潜力，优化网点布局，在山西省内的部均营业额远高于竞争对手，经纪业务的区域优势不断巩固。综合佣金率达 0.13%，远高于行业，未来看下降风险大。
- 投行业务借助外方股东资源，取得跨越式发展，截止今年中期，股票主承销 6 家，位列所有合资券商之首。此外，公司的财务顾问业务与传统承销业务齐头并进，是公司投行业务的一大特色。
- 山西证券对自营业务较为谨慎。公司严格控制自营仓位，从时间序列来看，2007 年至 2009 年及 2010 年中期公司自营仓位分别为 3.4 亿、0.3 亿、4.7 亿、3.8 亿，占净资产的比重均在 15% 以下。
- 我们采用分部估值对山西证券进行定价，给予其自营资产 1.354 倍 PB，非自营业务给予 20 倍 PB，山西证券的合理估值为 7.9 元。相对估值法下，公司定价区间为 [7.2, 8.8]。

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	790	1,512	1,348	1,487	1,772
Growth(%)	-54.72%	91.41%	-10.81%	10.31%	19.13%
净利润	277	624	506	602	744
Growth(%)	-66.84%	125.57%	-19.02%	19.14%	23.54%
每股收益(元)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
每股净资产(元)	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4
净资产收益率(%)	11.95%	22.45%	14.83%	15.20%	16.25%

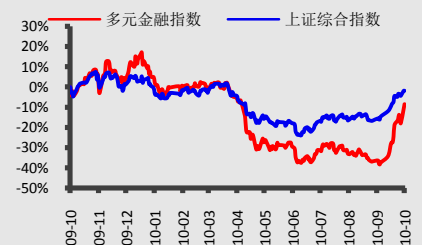
分析师

分析师姓名：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



相关研究

广发证券：估值已偏高	10.25
东北证券：佣金率继续下降	10.20
保险：万事俱备，空间将开	10.13
证券：盈利模式转变与估值变迁	10.11
保险：收入调整对保险的非对称影响	9.28
中国人寿：期待业绩催化剂	8.26

目录

一、山西证券整体概况	4
(一) 规模较小的地方券商	4
(二) 营业收入高度依赖经纪业务	5
(三) 公司盈利能力和运营效率较高	6
二、经纪业务佣金率高于行业	7
(一) 经纪业务的区域优势巩固	7
(二) 佣金率水平高于行业，省内部均产能高	9
三、投资银行业务跨越发展	10
(一) 借助外资股东力量，投资银行业务飞速提升.....	10
(二) 合理的业务结构，财务顾问业务是特色	11
(三) 合资券商模式发展前景可期	12
四、自营保持低仓位，表现较优异	13
(一) 低仓位，控风险	13
(二) 以权益投资为主，总体表现优异	14
五、集合理财起步，尚未贡献业绩	15
六、估值	16
(一) 盈利预测	16
(二) 分部估值定价：7.9 元	16
(二) 相对估值法：7.2-8.8.....	17

插图

图 1: 2010 年中期山西证券收入结构.....	5
图 2: 2010 中期证券行业收入结构.....	5
图 3: 山西证券历史收入结构.....	6
图 4: 山西证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率.....	6
图 5: 2009 年山西证券运营效率.....	7
图 6: 2010 中期山西证券营业部全国分布.....	7
图 7: 山西证券在山西省内的市场份额变化.....	9
图 8: 市场佣金率水平和公司综合佣金率水平 (%).....	9
图 9: 2009 年山西证券部均交易额 (亿).....	10
图 10: 2009 年山西证券部均净资本 (百万).....	10
图 11: 中德证券 (山西证券) 投行业务收入及占营业收入比重发展概况 (百万, %).....	11
图 12: 山西证券 (中德证券) 财务顾问收入及占投行收入比例.....	11
图 13: 中外合资证券公司承销金额 (百万).....	12
图 14: 时间序列看山西证券自营仓位占净资产比重 (百万, %).....	13
图 15: 横向看山西证券自营仓位占净资产比重 (2010 中期, 百万, %).....	13
图 16: 山西证券投资资产分布 (百万).....	14
图 17: 山西自营权益占净资产的比重 (百万, %).....	14
图 18: 山西证券自营收益率和沪深 300 涨跌幅对比.....	14

表格

表 1: 发行前后山西证券股权结构.....	4
表 2: 2009 年公司整体实力排名位于行业中下游.....	5
表 3: 公司近三年主要指标行业排名.....	5
表 4: 上市券商服务网点数量.....	8
表 5: 山西证券 (中德证券) 承销业务 (主承销).....	10
表 6: 截止 9 月 30 日券商集合理财净值排行.....	15
表 7: 山西证券盈利预测.....	16
表 8: 上市券商估值水平.....	17

一、山西证券整体概况

(一) 规模较小的地方券商

山西证券股份有限公司是全国 28 家创新类证券公司之一，2007 年至 2010 年公司的分类评价结果分别为：B 类 BB 级、B 类 BBB 级、B 类 BBB 级和 B 类 B 级。公司前身是山西省证券公司，成立于 1988 年 7 月，系经人民银行批准设立。1998 年 12 月，经中国证监会核准，山西省证券公司改制为有限责任公司。2008 年 2 月，经中国证监会核准，山西证券有限责任公司以 2007 年 9 月 30 日为基准日的经审计后净资产为基数折股整体变更为股份有限公司。

山西证券的控股股东为国信集团。国信集团系山西省人民政府出资、山西省财政厅履行出资人职责的全资国有企业。本次发行前国信集团直接持有本公司股份 9.2 亿股，通过控股子公司山西信托持有公司股份 0.21 亿股，合计持有公司股份 9.4 亿股，占公司总股本的 47.09%，为公司的控股股东。本次拟发行 4 亿股，占发行后总股本的 16.67%。

表 1：发行前后山西证券股权结构

股东	发行前		发行后	
	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)
国信集团	920	46.02	901	37.55
太钢集团	460	23	451	19
山西国电	307	15	300	13
海鑫实业	77	3.84	77	3.2
中信国安	71	3.53	69	2.88
山焦集团	38	1.92	38	1.56
汾酒集团	31	1.53	30	1.25
省科技基金公司	23	1.15	23	0.94
山西信托	21	1.07	21	0.88
吕梁投资公司	19	0.95	19	0.78
长治资产管理中心	17	0.87	17	0.71
经贸资产公司	15	0.77	15	0.63
公众股股东	-	-	400	16.67
全国社会保障基金理事会	-	-	40	1.67
合计	2,000	100	2,400	100

资料来源：招股说明书，宏源证券

2009 年 4 月 10 日，公司与德意志银行合资成立中德证券，山西证券持有其 66.7% 的股份，主要经营股票与债券的承销与保荐，截至 2009 年 12 月 31 日中德证券总资产为 11.29 亿元，净资产 10.2 亿元，2009 年度净利润 2056.12 万元。除外，公司持有大华期货 92.31% 的股权，截至 2009 年 12 月 31 日，大华期货总资产 4.03 亿元，净资产 1.15 亿元，2009 年度净利润-883.96 万元。

由于无法获取全部券商的 2010 年中期数据，所以此处我们计算 2009 年排名。2009 年，公司实现营业收入 15.12 亿，行业排名第 44 位；实现归属母公司股东的净利润 6.19

亿,行业第43位;2009年末公司总资产和归属母公司股东的净资产分别为148.9亿和30.93亿,行业排名分别为40和40位。公司无论资产规模还是盈利规模,均处于行业中下游,上市券商中和国金证券相仿。从时间序列来看,公司主要指标波动较小,在市场行情较差的2008年,公司净利润排名反而有所提高,显示公司经营较为稳健。

表 2: 2009 年公司整体实力排名位于行业中下游

公司	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
中信证券	1	1	1	1	1
海通证券	4	4	7	2	2
华泰证券	6	8	3	6	10
招商证券	8	9	16	7	4
光大证券	11	10	6	11	5
长江证券	18	17	29	16	13
宏源证券	21	20	5	20	18
国元证券	26	24	14	18	8
西南证券	30	26	28	39	25
东北证券	32	29	8	29	39
山西证券	44	43	24	40	40
国金证券	46	51	85	54	52

资料来源:招股说明书,公司年报,宏源证券

表 3: 公司近三年主要指标行业排名

公司	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
2007	49	45	23	42	36
2008	42	39	31	42	37
2009	44	43	24	40	40

资料来源:招股说明书,公司年报,宏源证券

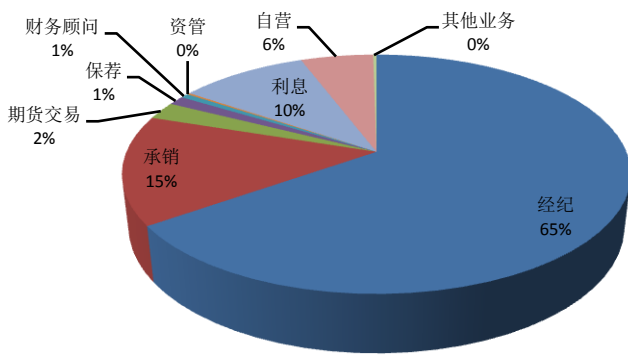
(二) 营业收入高度依赖经纪业务

收入结构方面,公司高度依赖经纪业务,2009年及2010年中期公司经纪业务净收入占营业收入的比重分别为78%、65%,而同期行业经纪业务占比为69%、66%,若加上和经纪业务高度相关的利息收入,公司经纪业务占比高达85%和75%。

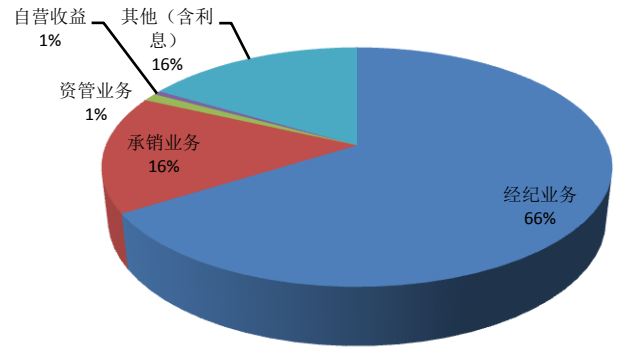
从时间序列来看,公司自营业务收入占比较低是一大特点。作为一家中小型券商,山西证券严格控制自营规模,避免经营风险。2007年、2008年、2009年以及2010年中期山西证券的自营规模分别为3.42亿、0、4.72亿和3.65亿。公司将自己定位为金融市场的服务者而非参与者,显示了其战胜经济周期的长期经营思路。

图 1: 2010 年中期山西证券收入结构

图 2: 2010 中期证券行业收入结构

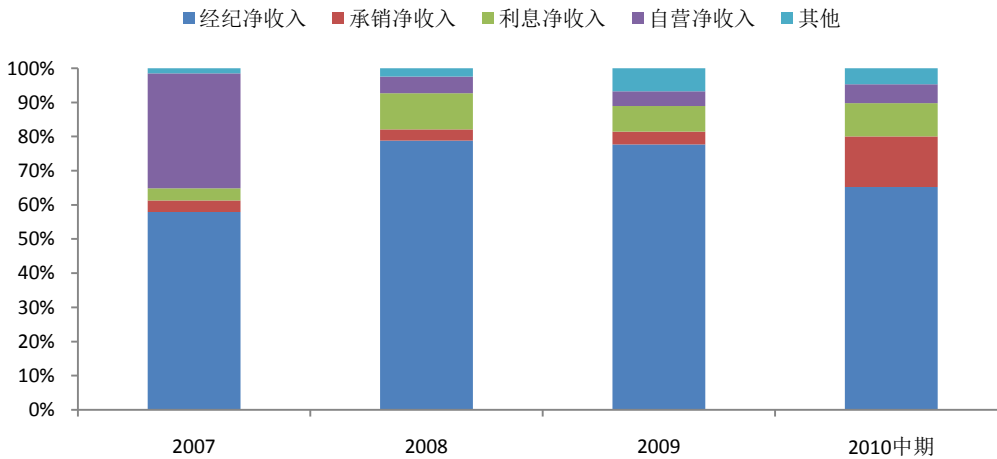


资料来源：招股说明书，宏源证券



资料来源：证券业协会，宏源证券

图 3：山西证券历史收入结构

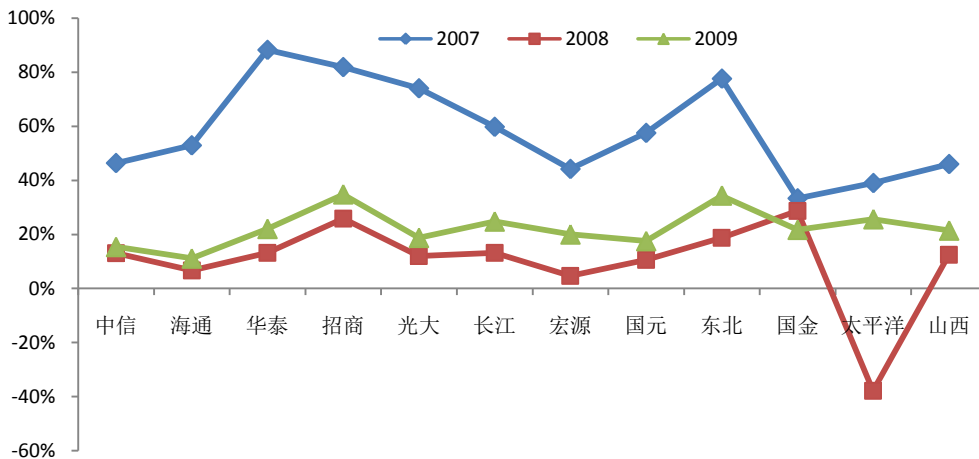


资料来源：招股说明书，宏源证券

(三) 公司盈利能力和运营效率较高

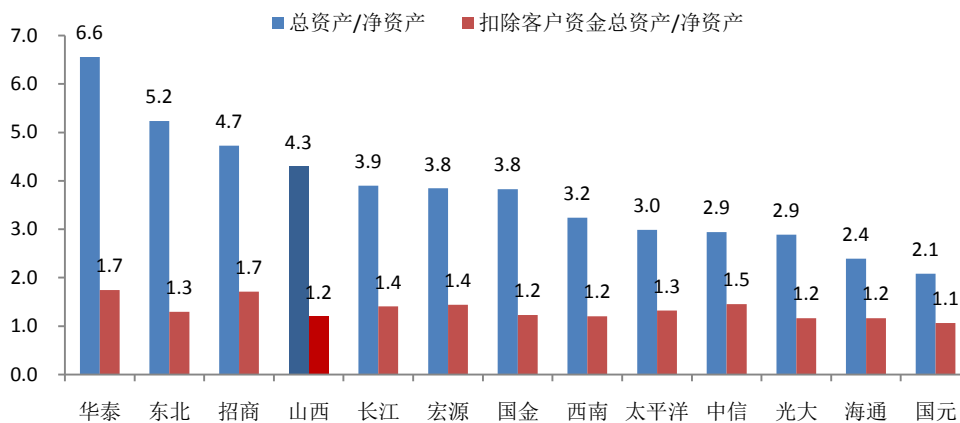
2007 年至 2009 年，山西证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别为 46.00%、12.50%、21.44%，三年间公司净资产收益率波动明显小于其他上市券商。由于公司业务主要以经纪业务为主，所以代理买卖证券款占比较高，单位净资产撬动的总资产为 4.3 倍，上市券商中位居前列，扣除代理买卖证券款后公司总资产与净资产比值为 1.2，基本位于行业中游。

图 4：山西证券扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

图 5: 2009 年山西证券运营效率



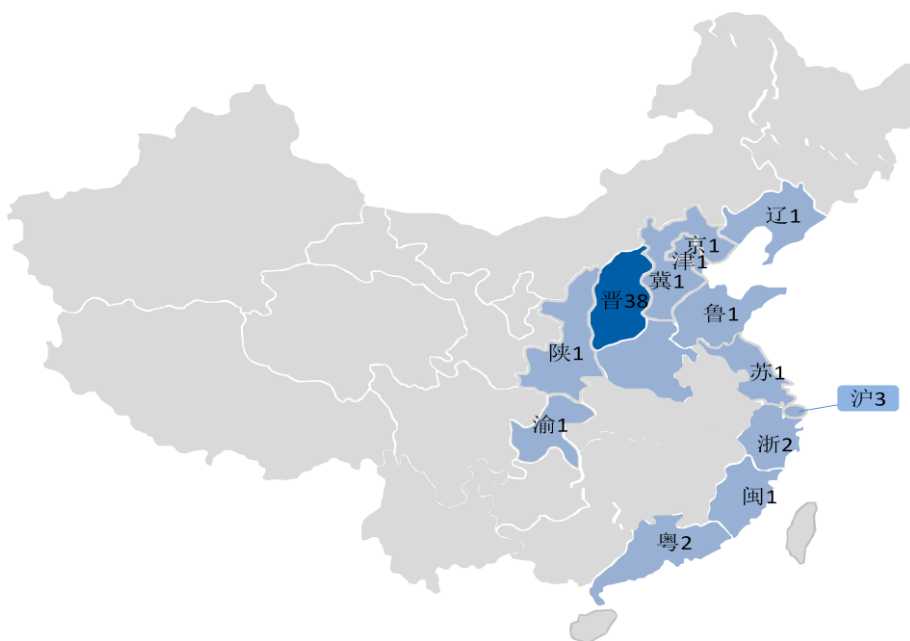
资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

二、经纪业务佣金率高于行业

(一) 经纪业务的区域优势巩固

截止招股说明书（申报稿）发布，山西证券共有 55 家营业部（其中两家已取得设立批复，正在筹建），其中有 38 家营业网点分布在山西省境内（包含筹建的两家）。2007-2010 年中期公司分别实现代理买卖证券业务净收入 10.1 亿、6.2 亿、11.75 亿、3.9 亿，占营业收入的比重分别为 57.8%、78.1%、77.7%和 65%，其中近三年山西省内的经纪业务贡献量为 83.3%、87.5%、87.3%；据招股说明书数据，代理买卖证券交易额分别为 4988 亿、3255 亿、6896 亿和 2568 亿，市场份额分别为 0.46%、0.53%、0.57%和 0.53%，市场排名为 49、49、47 和 49 位。

图 6: 2010 中期山西证券营业部全国分布



资料来源：招股说明书，宏源证券

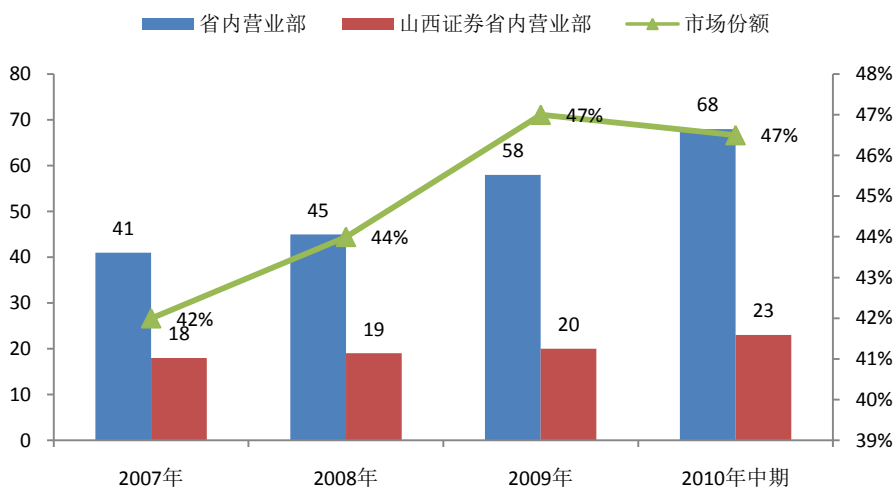
表 4：上市券商服务网点数量

证券公司	2010H1	2009A		2009H1		2008A	
	营业部数量	营业部数量	服务部数量	营业部数量	服务部数量	营业部数量	服务部数量
中信证券	256	222	13	191	37	180	48
广发证券	189	187	0				
海通证券	181	180	1	143	38	122	57
华泰证券	216	171	4	155	25	144	
光大证券	101	93	4	79	15	78	16
国元证券	72	72	0	48	20	48	20
招商证券	76	71	0	69	2	69	2
宏源证券	-	69	0	51		50	17
长江证券	87	67	0	67	0	56	11
东北证券	68	57	11	48	19	48	19
山西证券	55						
兴业证券	50	50					
西南证券	37	29	4	27			
太平洋证券	26	22	7	21	8	17	12
国金证券	21	16	6	16	6	15	7

资料来源：招股说明书，宏源证券

根据交易所统计，2007-2010 年中期山西省有交易量的证券营业部分别为 41 家、45 家、58 家和 68 家，而同期山西证券在山西省内的有交易量的证券营业部分别有 18 家、19 家、20 家和 23 家（注：此处是交易所统计的有交易量的营业部，所以与上文公司在山西省内的营业部数量有差别），占比分别为 44%、42%、34%、34%，市场份额分别为 42.4%、43.6%、46.8%和 46.5%，市场份额呈现稳步上升的趋势。公司不断开拓山西省内的经纪业务潜力，优化网点布局，经纪业务的区域优势不断巩固。

图 7：山西证券在山西省内的市场份额变化

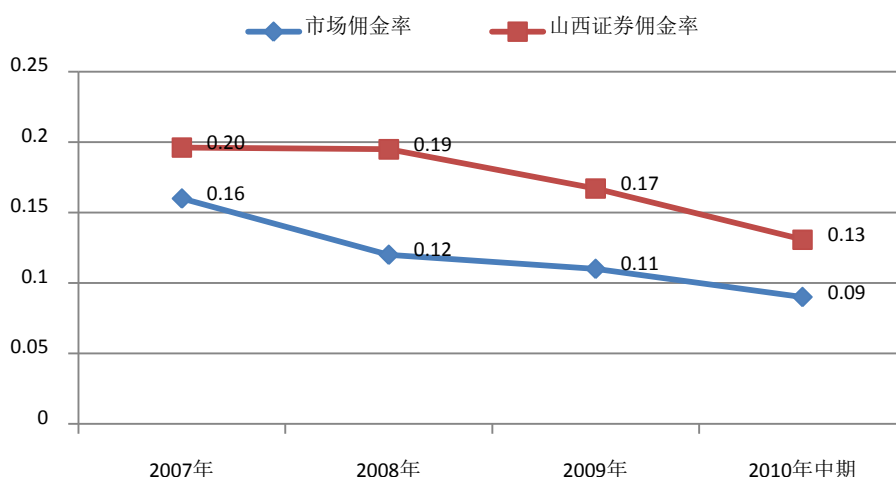


资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）佣金率水平高于行业，省内部均产能高

由于公司营业部主要分布在地处中西部的山西省内，券商营业部增加较为缓慢，市场竞争远弱于已经白热化的东部沿海地区，所以公司的佣金率水平一直高于行业。按照公司招股说明书的数据，2007-2010 年中期经纪业务综合佣金率分别为 0.2%、0.19%、0.17% 和 0.13%，均高于行业。在行业佣金率不断下降的大背景下，东西部佣金的不平衡将逐步消除，公司高佣金率也从侧面反映了公司未来佣金率下降风险较高。

图 8：市场佣金率水平和公司综合佣金率水平（%）

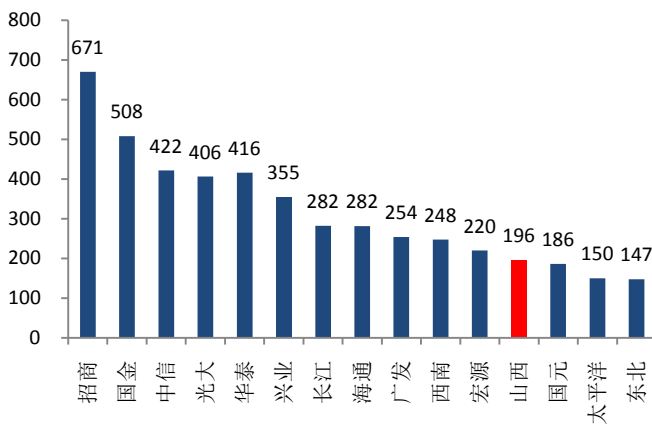


资料来源：招股说明书，证券业协会，宏源证券

公司经纪业务主要分布在山西省内，经济发达程度和居民证券投资程度不及东部沿海，所以公司经纪业务部均产能低于经济发达地区，2009 年公司部均交易额达到 196 亿元，显著低于招商、中信等具备渠道优势以及投研团队支持的大型券商，基本和宏源、国元等地方性券商相仿。由于 2009 年，公司有 10 家证券服务部升级为证券营业部，基本尚未贡

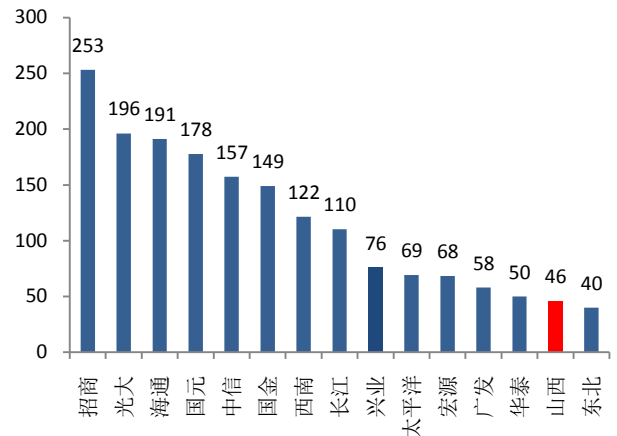
献交易量，所以上述部均交易额并不能精确反映其部均产能。但是，我们通过上交所、深交所公布的有交易量的证券营业部数，发现公司在山西省内，产能优势较为明显。2008年山西省内的证券营业部部均交易额为158.4亿，山西证券部均交易额为163.4亿。2009年，山西省内58家证券营业部的部均产能为216.5亿，而同期山西证券部均交易额为294.1亿。山西证券的产能优势反而在扩大。

图 9：2009 年山西证券部均交易额（亿）



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 10：2009 年山西证券部均净资本（百万）



资料来源：招股说明书，宏源证券

三、投资银行业务跨越发展

（一）借助外资股东力量，投资银行业务飞速提升

2009年7月山西证券与德意志银行合资成立的中德证券正式投入运营，公司投资银行业务迅速步入快速发展阶段。2009年至2010年6月，中德证券作为主承销商已完成首次公开发行保荐项目6个，股票主承销家数位于合资券商之首。

中德证券充分发挥中外股东的相对优势，通过融合国际先进的投资银行经营和管理理念、技术手段、内控和风险管理体系，借鉴国际成熟的业务和产品创新成果，提高了公司投资银行业务的经营管理水平、业务拓展能力和专业服务能力，极大增强了公司投资银行业务的核心竞争力和持续发展能力。

表 5：山西证券（中德证券）承销业务（主承销）

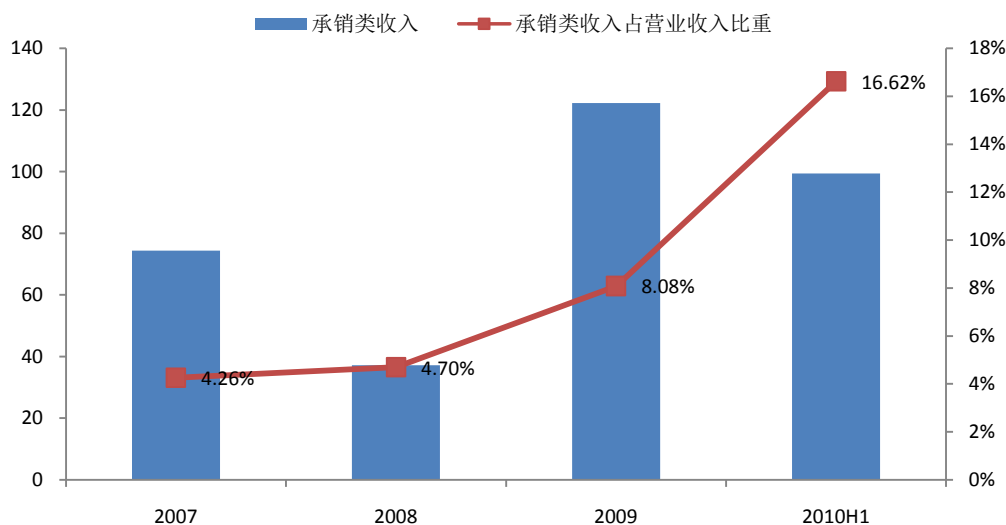
年度	次数	首次发行		再融资		
		承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入
2009 年	2	981.50	54.68	-	-	-
2008 年	-	-	-	1	945.18	14.18
2007 年	3	968.41	27.82	2	887.99	35.98

资料来源：公司招股意向书，宏源证券

从图 11 可以看到，2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年中德证券组建后，投资银行业务收入占营业收入比重显著增长，2007 年到 2010 年中期分别为 4.3%、4.7%、8.1%、

16.6%。这充分说明了中德证券成立后，公司投资银行业务飞速提升。

图 11：中德证券（山西证券）投行业务收入及占营业收入比重发展概况（百万，%）



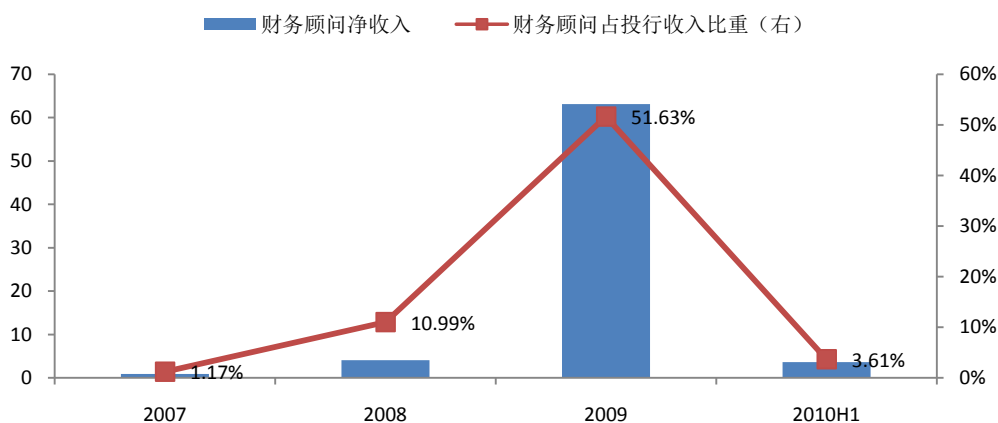
资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

（二）合理的业务结构，财务顾问业务是特色

在业务发起方面，投资银行业务借助本公司及德意志银行的已有业务资源，已于短期内在 A 股市场建立了稳定的客户群及丰富的项目储备，在项目发起方面不断取得重大进展。

2007 年以来，公司财务顾问业务主要来源于改制、收购兼并、重大资产重组、股权转让以及股权分置改革等业务。公司近三年财务顾问业务实现跨越式发展，业务量和业务收入均大幅提升，形成了与其他证券公司投行部门不同的特点——传统的发行承销业务和财务顾问业务齐头并进。这是和外资投资银行的业务结构是相似的。从侧面也说明了德意志银行在中德证券业务提升方面所作出的努力。

图 12：山西证券（中德证券）财务顾问收入及占投行收入比例



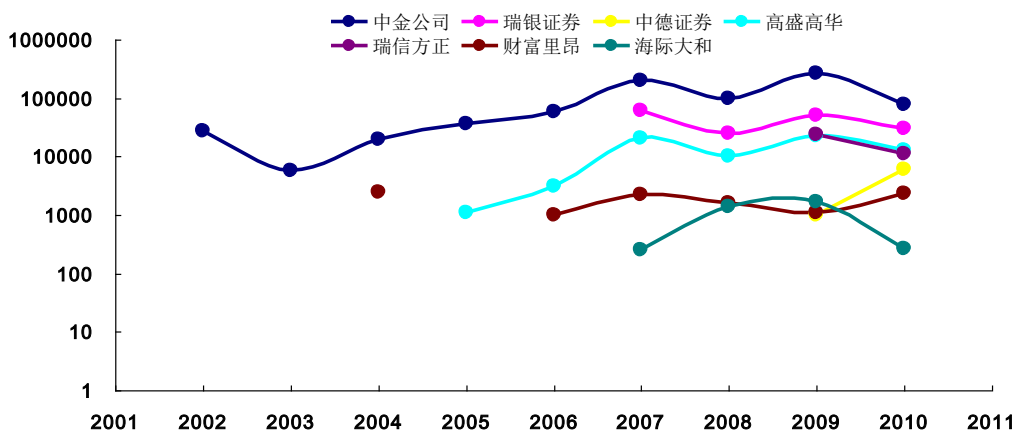
资料来源：招股意向书，宏源证券

（三）合资券商模式发展前景可期

中德证券在经营过程面临着发展定位、经营理念、运营模式等合资公司经营风险，员工之间在企业文化方面能否迅速融合而造成的合资公司日常运营风险。中德证券能否在国内投资银行业务发展过程中发挥合资公司的优势、实现预定的战略目标也存在着不确定性。

下图可以看出同为合资券商，其业绩却有显著差距，中金公司，瑞银证券，高盛高华一直保持了优良的业绩，瑞信方正，中德证券作为新设的合资券商异军突起，而财富里昂和海际大和却在困境中挣扎。

图 13：中外合资证券公司承销金额（百万）



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

这个问题往往可以归结到两点：利益之争，公司治理借口之困。第一点、外资券商愿意设立合资券商，其目的在于看好中国的投资银行业务市场，希望借助合资券商的平台，成功布局中国资本市场，在适当的时候，将合资公司转换为外资公司；而中资券商却希望通过市场换技术，通过合资的方法学习外资券商先进的管理方法和创新技术，并迅速将投资银行业务做大。目的不同，就会导致管理上的冲突。第二点，是治理结构的问题：根据证监会《外资参股证券公司设立规则》（2007年修订）境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例，累计（包括直接持有和间接控制）不得超过1/3。这样，中资券商一般在公司董事会处于优势地位，但是由于外资券商的管理和技术优势，公司管理层一般由外资券商派驻。这样，董事会和管理层之间很容易出现意见冲突。

发展较好的合资券商，都已经较好的解决了这两个矛盾：例如高盛高华的控股股东高华证券已经纳入了高盛的全球体系之中，瑞银证券的股东里除了瑞士银行外，并没有其他证券公司。

相比之下，上海证券和大和证券合资成立的海际大和证券，长江证券与巴黎百富勤合资成立的长江巴黎百富勤证券和湘财证券和里昂证券成立的华欧国际证券（现名财富里昂证券）都出现过或多或少的管理层与董事会之间的冲突，结果长江巴黎百富勤证券外资股东退出，华欧国际证券重组。

所以说，合资券商模式可以充分发挥外资券商的先进经营管理理念和本土券商的资源

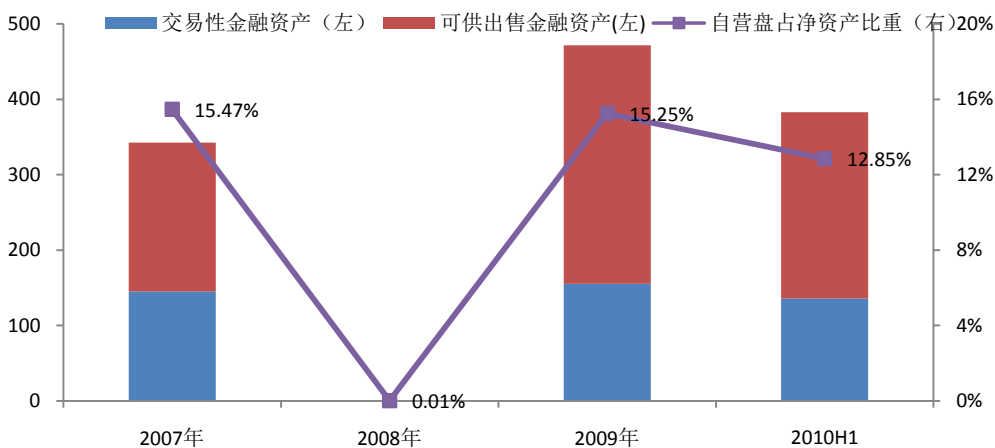
优势，这种模式具备广阔的发展空间，但是以后的发展还要看合资双方能否步调一致，同舟共济。

四、自营保持低仓位，表现较优异

（一）低仓位，控风险

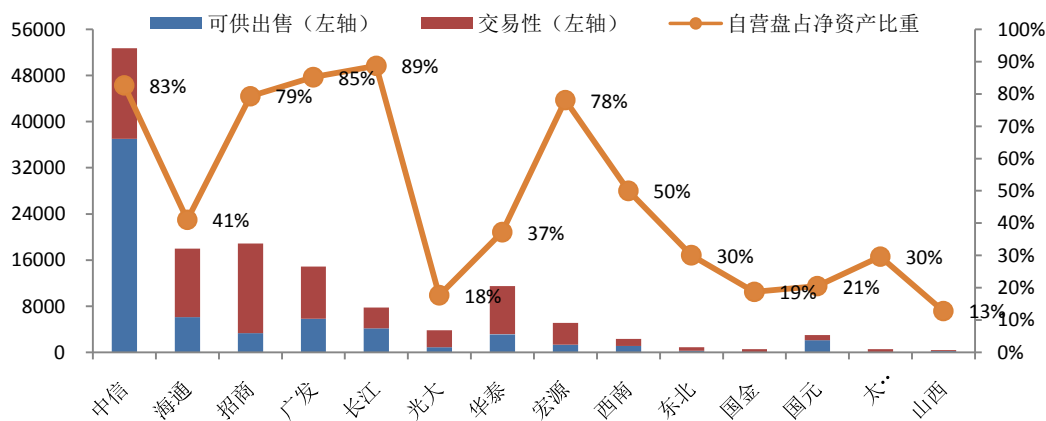
山西证券对自营业务较为谨慎。公司严格控制自营仓位，从时间序列来看，如图所示，2007年至2009年及2010年中期公司自营仓位分别为3.4亿、0.3亿、4.7亿、3.8亿，占净资产的比重仅为15%、0%、15%、12.9%。从上市公司横向对比来看，2010年上半年公司自营盘占净资产比重低于全部13家上市券商。具体从公司资产配置来看，公司持有大量的自有货币资金，在不增加公司经营风险的情况下，这部分资金的有效配置将提升公司自营收益率。

图 14：时间序列看山西证券自营仓位占净资产比重（百万，%）



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 15：横向看山西证券自营仓位占净资产比重（2010 中期，百万，%）



资料来源：招股说明书，宏源证券

图 16：山西证券投资资产分布（百万）

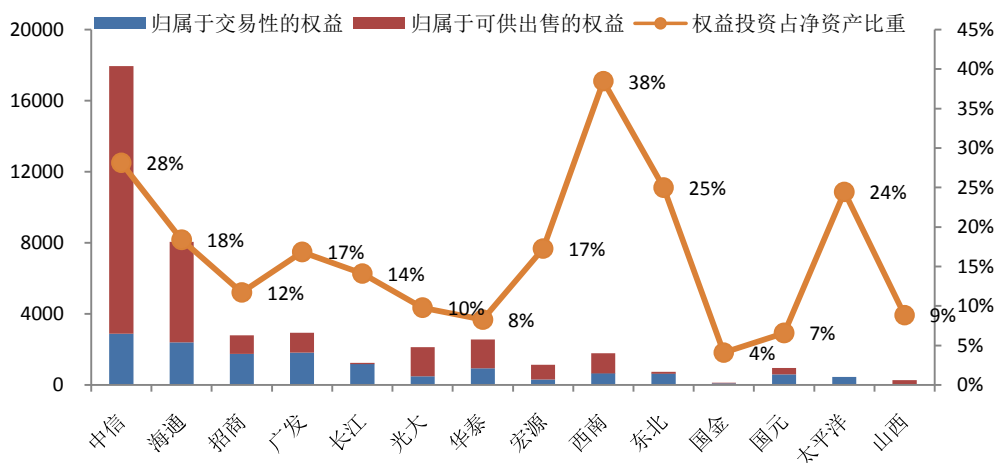


资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）以权益投资为主，总体表现优异

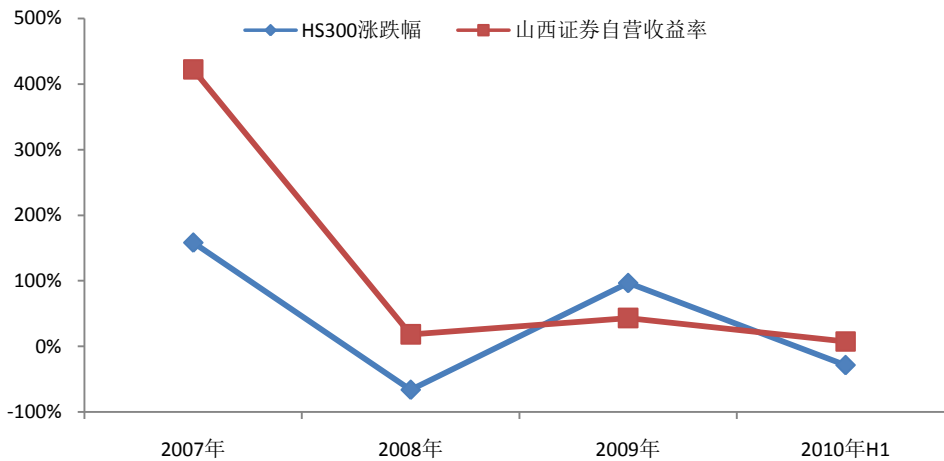
与东北证券等券商类似，公司自营盘以控制仓位为主，自营盘中权益投资占大部分。如图所示，2010 年中期，公司权益投资占净资产的比重为 9%，仅高于华泰、国元、国金。据招股说明书披露，2007 年至 2010 年中期公司自营收益率分别为 422%、18.5%、43.4%、7.6%，与沪深 300 涨跌幅相比涨跌幅度较小，以获取绝对正收益为主，总体表现优异。

图 17：山西自营权益占净资产的比重（百万，%）



资料来源：招股说明书，公司年报，宏源证券

图 18：山西证券自营收益率和沪深 300 涨跌幅对比



资料来源：招股说明书，宏源证券

五、集合理财起步，尚未贡献业绩

2008年随着《证券公司集合资产管理业务实施细则（试行）》、《证券公司定向资产管理业务实施细则（试行）》的实施，山西证券顺利取得中国证监会山西监管局出具的业务确认函，同意公司开展定向资产管理业务和申请设立集合理财计划。目前，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”的资产净值合计8.14亿元，市场份额为0.8%，在开展资产管理业务的券商中排名29名。由于公司集合理财刚刚起步，规模较小，属于品牌初创阶段。

山西证券资产管理业务有着得天独厚的优势：山西省作为我国的资源大省，个人财富较为集中，这为山西证券个人理财业务的拓展提供了广阔空间。公司积极进行客户储备，与一批客户已经建立了良好的合作关系。

表 6：截止 9 月 30 日券商集合理财净值排行

	净资产(亿)	产品数量	净资产排名
中信	114.88	7	1
光大	97.72	6	2
国泰君安	92.49	4	3
华泰	61.84	9	4
国信	61.07	7	5
东海	59.00	3	6
招商	58.65	5	7
中金公司	55.47	10	8
东方资产	55.46	7	9
长江	42.63	7	10
广发	24.31	2	11
浙商	22.67	1	12
中银国际	21.63	3	13
华西	20.81	1	14
安信	18.69	2	15

东北	17.57	2	16
海通	15.63	4	17
兴业	15.21	2	18
宏源	14.71	1	19
中国建银投资	14.28	3	20
中国银河	14.20	2	21
齐鲁	13.42	1	22
申银万国	10.96	2	23
国海	10.87	2	24
东兴	10.30	1	25
中信建投	8.54	1	26
南京	8.25	2	27
东莞	8.16	1	28
山西	8.14	1	29

资料来源: wind, 宏源证券

六、估值

(一) 盈利预测

经纪业务方面,假设 2010 年日均股票成交额 2200 亿、佣金率下降 30%,自营业务方面考虑到公司自营历史收益率优异,2010 年自营收益率假定为 10%,公司承销业务保持快速增长,2010 年承销收入增速达 100%。在上述假设下,2010 年公司归母公司股东的净利润为 5.06 亿, EPS 为 0.25 元。

表 7: 山西证券盈利预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	790	1,512	1,348	1,487	1,772
Growth(%)	-54.72%	91.41%	-10.81%	10.31%	19.13%
净利润	277	624	506	602	744
Growth(%)	-66.84%	125.57%	-19.02%	19.14%	23.54%
每股收益(元)	0.14	0.31	0.25	0.30	0.36
每股净资产(元)	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4
净资产收益率(%)	11.95%	22.45%	14.83%	15.20%	16.25%

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

(二) 分部估值定价: 7.9 元

我们采用分部估值法: 对非自营业务采用 PE 估值, 对自营业务采用 PB 估值。其估值讨论见报告《证券业: 盈利模式转换与估值变迁》。在兴业证券的新股定价中, 考虑经纪业务佣金率下降趋势, 我们曾给予非自营业务较低的 PE 估值 (12 倍), 但是从目前来看, 资本市场环境和行业环境有所变化: 市场向好导致券商股的估值高企, 监管层开始着请务必阅读正文之后的免责条款部分

手对证券公司经纪业务的佣金率加强管理，所以，我们上调山西证券的非自营业务 PE 至 20 倍。对自有资金业务我们以绝对估值为基础给出 1.35 的 PB，未获得融资融券资格的券商我们给予 1.1 倍 PB。对于山西证券，我们给予其自营资产 1.354 倍 PB（考虑到融资融券门槛在降低；且若上市成功，资本金将迅速提高，所以公司未来取得融资融券资格只是时间问题），山西证券的合理估值为 7.9 元。

（二）相对估值法：7.2-8.8

以 10 月 22 日收盘价计算各上市券商的 PE 水平。考虑到公司规模介于东北证券和国金证券之间，经营风格与国金证券相似，我们认为其 PE 估值应以上述两家券商 PE 为上下限。如图 8 所示，PE 上限取国金证券的 39 倍，下限取东北证券的 32 倍，可得山西证券的估值区间 (8,9.75)，给予一级市场 10% 的利润空间，我们认为合理的申购价格区间为 (7.2,8.8)。

表 8：上市券商估值水平

代码	名称	EPS	BVPS	PE	PB
686	东北证券	0.87	5.8	32	4.82
776	广发证券	1.5	7.6	35	6.97
783	长江证券	0.46	4.7	32	3.17
600030	中信证券	0.52	6.9	29	2.18
600837	海通证券	0.45	5.76	25	1.95
600999	招商证券	0.92	6.98	26	3.39
601788	光大证券	0.63	7.08	28	2.48
600109	国金证券	0.49	3	39	6.35

资料来源：宏源证券

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。