

山西证券

未评级

建议申购价: RMB6.16 ~6.84 元/股

分析师

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

分析师

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

联系人

华莎  
021-68498507 huasha@lhzq.com

# 挽地域优势，携国际经验，稳健发展

## ——山西证券 IPO 询价报告

• 1、立足山西，地域优势惠及公司诸多业务

1) 经纪业务: 山西省依仗资源优势，经济发展迅速，证券经纪业务潜力大。公司由于历史原因，在山西省经纪业务占有率高，拥有一定的佣金率定价权，这也是公司经纪业务的核心竞争力之一。

2) 投行业务: 山西省优质企业多，但上市公司比重较低，为投行业务提供了充裕的潜在客户资源。公司在山西省具有地缘优势，省内业务关系网资源丰富，有助公司挖掘潜在客户。

3) 资管业务: 山西省内财富集中度高，民间财富在近年急速增加，其财富保值、增值需求增加，是公司资管业务的重要目标客户。公司资管业务刚刚起步，表现稳健，易受青睐，依仗在山西省内的品牌影响力，未来发展前景看好。

• 2、山西煤改间接利好山西区域证券市场，公司将受惠

2009 年山西煤改后民间资本不断地被从煤炭行业中挤出，同时近期受房地产宏观调控影响，这部分民间资本又很难大量进入房地产市场，而股市作为吸纳流动性的一个重要市场预计将会因此而受益。公司作为山西省代理交易份额高达 40% 以上的区域性券商，无论是经纪还是资管业务都将从资金分流中充分获益。

• 3、联手国际投行，升级投行竞争力

2009 年，公司与德意志银行合资创立中德证券，并将公司全部的投行业务转移给中德证券。通过融合国际投行成熟经营、管理理念和产品创新成果，公司投行业务异军突起，承销规模领先，是本土优势与国际经验结合的成功案例。

• 建议询价区间: 6.16 ~6.84 元/股

参考目前上市证券公司估值水平同时给予 10% 以内的折让，建议询价区间为 6.16~6.84 元/股。

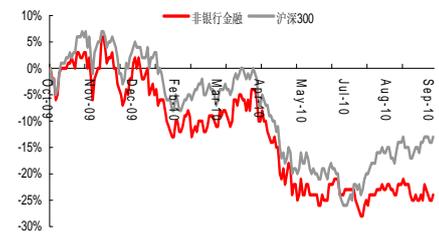
• 风险提示: 收入集中度高，区域依赖度高。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	2000.00
流通 A 股(百万股)	0.00
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	0.00

最近 52 周股价表现



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101H	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1511.79	598.15	1,283	1,340	1,430
(+/-%)	91%	4%	-15%	4%	7%
归属母公司综合收益(百万元)	675	187	460	509	527
(+/-%)	205%	-72%	-32%	11%	4%
每股综合收益(元)	0.34	0.09	0.19	0.21	0.22

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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

目 录

1 投资亮点：地域优势明显，投行实力升级.....	3
1.1 立足山西，地域优势惠及公司诸多业务.....	3
1.1.1 公司经纪业务在晋发展潜力大，佣金率高.....	3
1.1.2 公司投行业务立足山西，潜在融资需求高.....	5
1.1.3 公司资管业务潜在客户充裕，经营稳健，前景广阔.....	5
1.2 山西煤改间接利好山西区域证券市场，公司将受惠.....	5
1.3 联手国际投行，升级投行竞争力.....	6
2 估值：询价区间建议 6.16 ~6.84 元/股.....	7
3 公司概况.....	8
3.1 公司简介.....	8
3.2 发行简介.....	8
3.3 股东结构.....	8
3.4 业务介绍.....	9
4 风险提示.....	11
收入集中度高.....	11
区域依赖度高.....	11
图表 1 07 年全国各地区经纪业务发展潜力对比.....	3
图表 2 08 年全国各地区经纪业务发展潜力对比.....	3
图表 3 09 年全国各地区经纪业务发展潜力对比.....	4
图表 4 07 年-09 年山西证券经纪业务佣金率.....	4
图表 5 09 年上市券商佣金率比较.....	5
图表 6 采掘业净资产收益率与沪深 300 年收益率比较.....	6
图表 7 山西省证券市场交易份额低于山西省 GDP 份额.....	6
图表 8 07-10H1 公司主营业务收入结构.....	9
图表 9 公司经纪业务收入占比.....	10
图表 10 07-10H1 公司投行业务收入结构.....	10
图表 11 07-10H1 自营收益率表现 1 自营收益率表现.....	11
表格 1 07 年-10 年 H1 公司主承销业务发展情况（单位：百万元）.....	7
表格 2 上市证券公司 PE(业绩使用综合收益口径).....	7
表格 3 山西证券股东持股情况.....	9

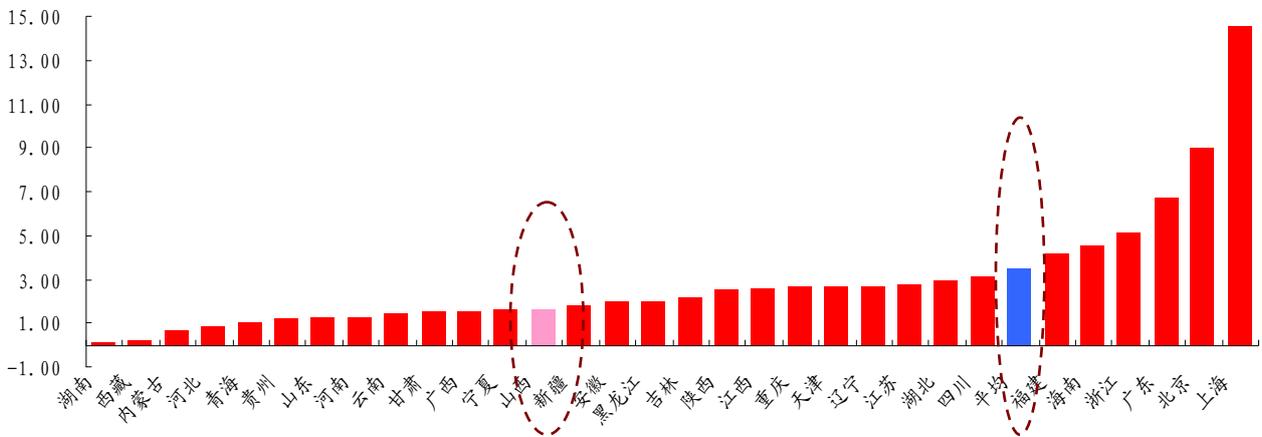
## 1 投资亮点：地域优势明显，投行实力升级

### 1.1 立足山西，地域优势惠及公司诸多业务

#### 1.1.1 公司经纪业务在晋发展潜力大，佣金率高

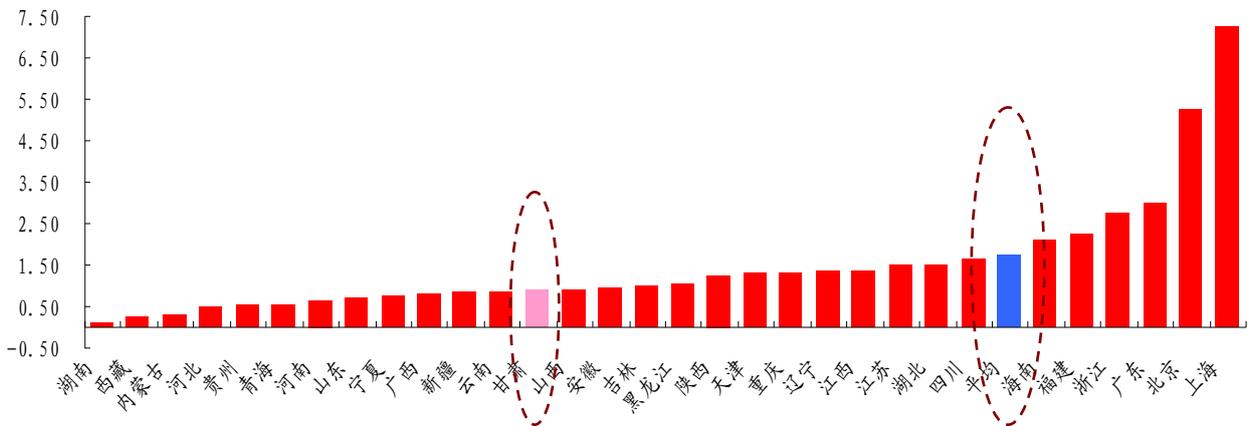
山西省经济增长迅速，证券经纪业务发展潜力巨大。我们以股票、基金、债券和权证的折股交易额与地区 GDP 的比值来衡量各地区经纪业务潜力，07 年至 09 年公司该比值均处于全国较低水平，同时反观山西省的经济发展，可以看出山西省内参与证券投资的资金相对较少，发展空间巨大。

图表 1 07 年全国各地区经纪业务发展潜力对比



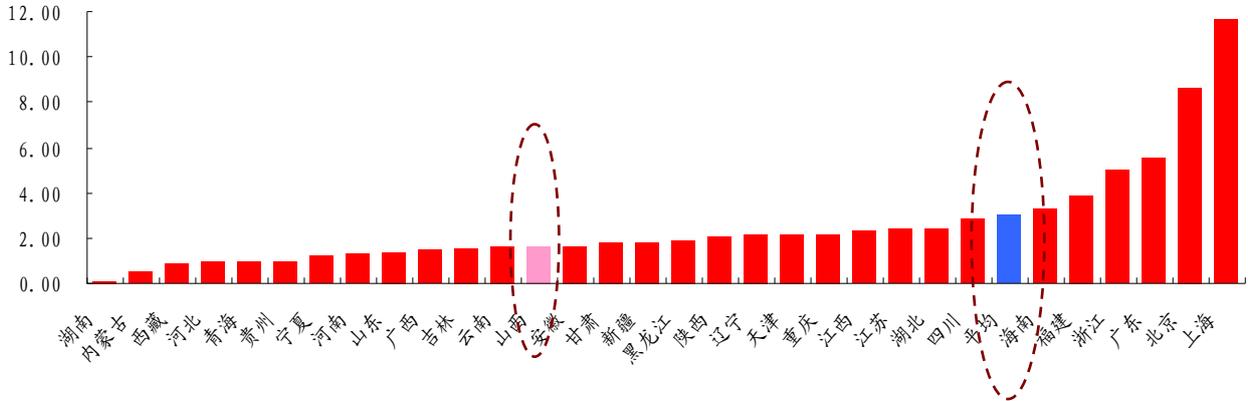
资料来源：国家统计局、上交所网站，深交所网站，华泰联合证券

图表 2 08 年全国各地区经纪业务发展潜力对比



资料来源：国家统计局、上交所网站，深交所网站，华泰联合证券

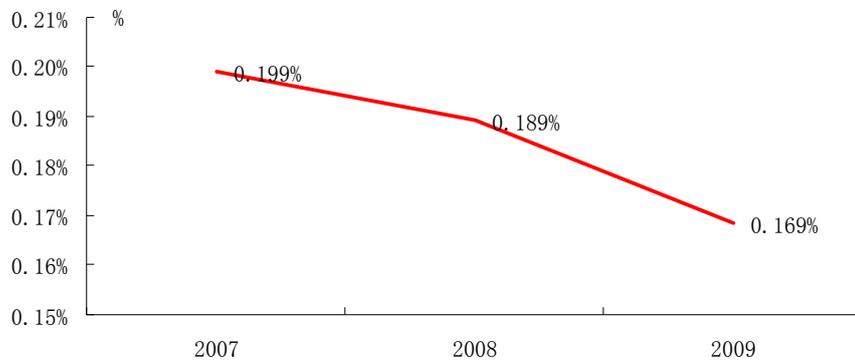
图表 3 09年全国各地区经纪业务发展潜力对比



资料来源：国家统计局、上交所网站，深交所网站，华泰联合证券

公司经纪业务地域优势明显，佣金率高。目前，公司共有营业部 55 家，其中有 38 家（占比 63.64%）地处山西境内。最近三年，公司经纪业务在山西省内的市场份额分别为 41%、43%和 45%，拥有主导山西市场的地域优势，有利于维持公司在山西地区较高的佣金率。在近年佣金战愈演愈烈的市场竞争环境下，虽然公司也面临佣金率的不断降低，但佣金率仍能保持较高水平，这也是公司在当地市场龙头地位的体现。

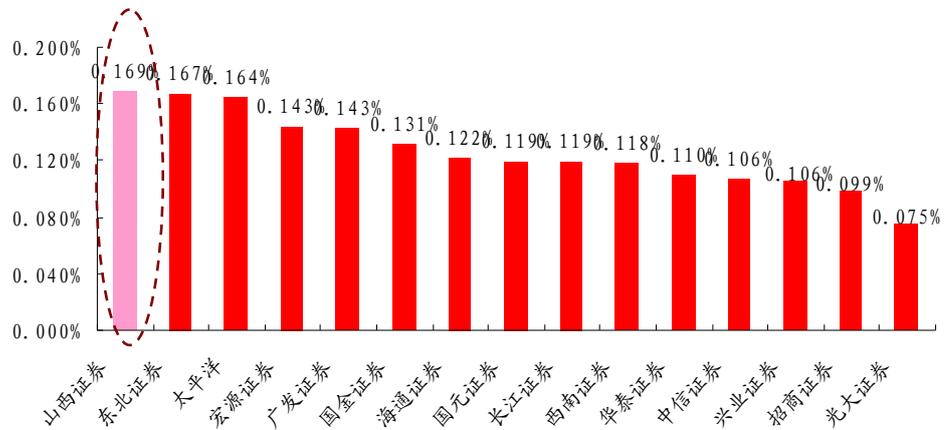
图表 4 07年-09年山西证券经纪业务佣金率



资料来源：Wind，华泰联合证券

此外，根据公司的募投计划，伴随募集资金的到位，公司将不断通过设立和兼并营业部以提高山西省外营业部数量，进而提高市场份额，公司经纪业务盈利能力有望进一步增强。

图表 5 09 年上市券商佣金率比较



资料来源：公司资料，华泰联合证券

### 1.1.2 公司投行业务立足山西，潜在融资需求高

山西省由于资源优势，近年来经济快速增长，但是上市公司比例很低。截止 2010 年 6 月底，山西省共有上市公司 29 家，数量较少。山西省内存在众多优质企业，规范化、规模化发展将不断催生企业融资需求，为投行业务提供广阔发展空间。而公司在山西省的地缘优势，决定了公司投行在开发这些潜在客户上将具有更强的竞争力。

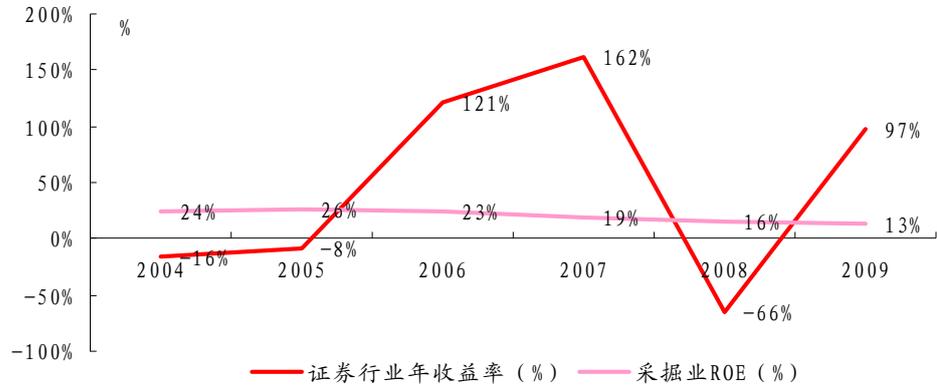
### 1.1.3 公司资管业务潜在客户充裕，经营稳健，前景广阔

山西省由于历史发展原因，个人财富较为集中，为公司资管的理财业务提供了广阔的潜在客户市场。同时，公司资管虽然目前规模较小，但风格稳健，易受青睐。公司汇通启富 1 号产品在市场存续的 26 只同类产品中排名第十；截止 10 年 8 月 20 日，复权后单位净值在 22 只同类型 FOF 产品中名列第一，表现了较好的盈利水平和稳健的风格。目前公司正利用其地域优势进行客户储备，未来发展可期。

### 1.2 山西煤改间接利好山西区域证券市场，公司将受惠

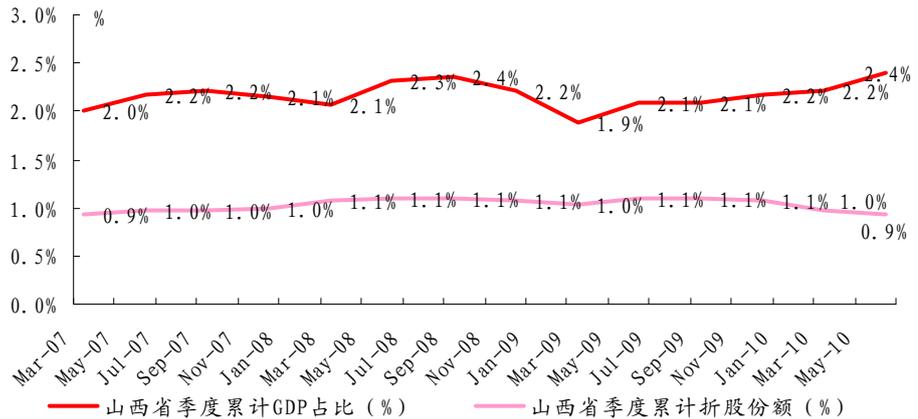
09 年山西煤改前，由于投资煤炭采掘的净资产收益率较高并且非常稳定，山西省内投资资金倾向于投资煤企及相关行业，流向证券市场的投资资金比例相对较低，这一点从山西省证券市场交易份额与山西省 GDP 份额的数据对比中得到印证。

图表 6 采掘业净资产收益率与沪深 300 年收益率比较



资料来源: wind, 华泰联合证券

图表 7 山西省证券市场交易份额低于山西省 GDP 份额



资料来源: 国家统计局, 上交所网站, 深交所网站, 华泰联合证券

但是, 在 09 年山西煤改之后, 众多中小型煤矿被省内煤矿巨头合并, 变成国有资产; 部分生产率小煤矿和矿井被勒令封停。还在运营的部分民营煤企目前由于国家节能减排政策的推行, 被限电、限产, 生产成本不断上涨, 而煤炭价格受供需关系影响上涨空间有限, 造成投资煤企及相关行业利润被压缩, 而且这一趋势已成定局, 很难改变。因此, 可以预见将有大量的民间资金逐渐从煤矿采掘行业退出。另一方面目前房地产行业受国家宏观调控, 投资渠道阻力重重, 且近期内很难见到政策松动。反观国内证券市场, 春风再起, 我们至少可以预计有一部分被挤出的民间资金会考虑投资于证券市场, 而该分流资金无论是直接进行股票交易还是寻求资产管理, 证券公司都将从中获益, 尤其是山西证券作为山西省市场份额最大的区域券商, 将会更大程度地享有红利。

### 1.3 联手国际投行, 升级投行竞争力

2009 年 4 月, 公司与德意志银行合资创立中德证券, 并将公司全部的投行业务转移给中德证券。通过融合国际投行成熟经营、管理理念和产品创新成果, 公司投行业务

取得飞跃式发展，2009年7月至2010年6月，中德证券作为主承销商完成了6单IPO项目，位列国内合资券商之首。考虑到公司在山西的地域优势，以及宏观经济的继续走强和未来证券市场回暖的预期，公司投行业务有望继续实现跨越式发展。

此外，公司投行还开展了财务顾问和代办股份转让业务。其中，公司代办股份转让业务发展已初见成效，在28家主办券商中排名靠前。截止2010年6月末，公司代办股份转让签约项目已达20个，与北京中关村、沈阳、长沙等高新区管委会建立了密切合作关系。由于代办股份转让业务前景广阔，未来有望成为公司新的盈利点。

**表格 1 07年-10年 H1 公司主承销业务发展情况（单位：百万元）**

年度	首次发行			再融资		
	次数	承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入
2010年上半年	4	2,287.90	81.56	-	-	-
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，华泰联合证券

## 2 估值：询价区间建议 6.16 ~6.84 元/股

证券行业周期性较强，公司之间业务结构具有高同质性，因此我们建议采用证券行业牛、熊周期下的平均业绩对应的 PE 来进行估值比较，其中，业绩数据使用归属母公司综合收益，牛市年份选取 09 年，熊市年份选取 10H1 业绩的简单年化（即乘以 2 倍）。

目前证券行业对应牛熊周期下平均业绩的 PE 均值为 31.3 倍。山西证券 09 年、10H1 年化的平均归属母公司综合收益为 5.24 亿元，以此来推算山西证券二级市场的合理价格为 6.84 元/股（= 5.24 亿元 \* 31.3 / 24 亿股），考虑预留一级市场 10% 以内的收益空间，建议询价区间 6.16~6.84 元/股。

**表格 2 上市证券公司 PE(业绩使用综合收益口径)**

	牛熊周期平均	09	10H1 年化
中信	24.8	17.10	45.10
广发	37.6	26.89	62.42
海通	26.3	17.67	51.69
华泰	32.8	26.31	43.64
招商	29.5	24.06	38.30
光大	29.7	22.40	44.09
长江	35.3	29.90	43.03
国元	34.5	28.50	43.61
西南	60.5	26.09	-189.02
宏源	26.5	19.86	39.68
东北	37.0	19.46	383.68
国金	38.6	41.10	36.38
兴业	51.3	37.75	79.90
行业	31.3	22.64	50.70

资料来源：公司数据，华泰联合证券

### 3 公司概况

#### 3.1 公司简介

山西证券股份有限公司（以下简称公司）成立于 1988 年 7 月，前身为山西省证券公司。公司主要业务包括：证券经纪、证券自营、证券资产管理、证券投资咨询、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务。

目前，公司有两家控股子公司：中德证券（66.7%）和大华期货（92.31%），无参股公司。目前，公司的投资银行业务主要由中德证券负责。中德证券成立于 2009 年 4 月，另一股东为德意志银行（持股 33.3%），经营范围包括股票和债券的承销与保荐等业务。大华期货成立于 1995 年 11 月，主营业务是商品期货经纪和金融期货经纪，目前公司处于亏损状态。

#### 3.2 发行简介

公司发行前总股本为 20 亿股，此次拟发行不超过 4 亿股流通股，占发行后总股本的 16.67%。本次募集资金用途包括：

- 1) 优化、加强公司主要业务发展：申请新设营业网点，提高经纪业务市场占有率水平；根据市场条件调整自营规模；适当扩大资产管理业务自由资金投入规模。
- 2) 在时机成熟且取得中国证监会批准的前提下开展创新业务，包括：融资融券业务、直投业务、权证业务及金融衍生产品等创新业务。
- 3) 加强信息系统建设，提升后台服务能力。
- 4) 补充子公司资本金：扩充中德证券投资银行业务资金，做强做大投行业务；适时对大华期货增资，以取得良好投资效益。

#### 3.3 股东结构

公司的控股股东为山西省国信投资（集团）公司（以下简称国信集团），发行前持有公司 46.02% 股权，预计发行后将持有公司 37.55% 股权。此外，公司控股股东国信集团还持有公司股东山西信托有限责任公司（以下简称山西信托）90.7%（合计 90,700 万元）股权，是山西信托的控股股东，与山西信托共同持有公司发行前 47.09% 股权，发行后 38.43% 股权。

**表格 3 山西证券股东持股情况**

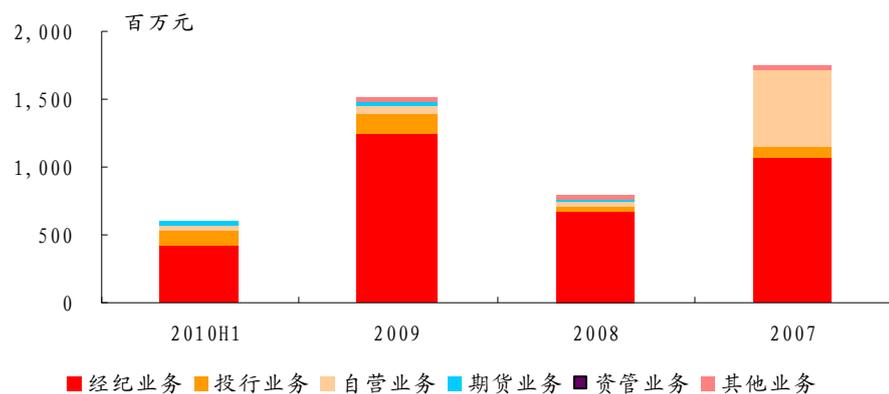
股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
山西省国信投资(集团)公司	92,039	46%	90,124	38%
太原钢铁(集团)有限公司	46,019	23%	45,062	19%
山西国际电力集团有限公司	30,680	15%	30,041	13%
山西海鑫实业股份有限公司	7,670	4%	7,670	3%
中信国安集团公司	7,056	4%	6,910	3%
山西焦化集团有限公司	3,835	2%	3,755	2%
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	3,068	2%	3,004	1%
山西省科技基金发展总公司	2,301	1%	2,253	1%
山西信托有限责任公司	2,148	1%	2,103	1%
吕梁市投资管理公司	1,902	1%	1,863	1%
长治市行政事业单位国有资产管理中心	1,749	1%	1,712	1%
山西省经贸资产经营有限责任公司	1,534	1%	1,502	1%
公众股股东		0%	40,000	17%
全国社保基金理事会		0%	4,000	2%
<b>合计</b>	<b>200,000</b>	<b>100%</b>	<b>240,000</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股意向书，华泰联合证券

### 3.4 业务介绍

公司收入主要来源包括：经纪业务、投行业务、自营业务、资管业务和期货业务，其中经纪业务是收入的主要来源，而投行业务也在逐渐壮大中。

**图表 8 07-10H1 公司主营业务收入结构**



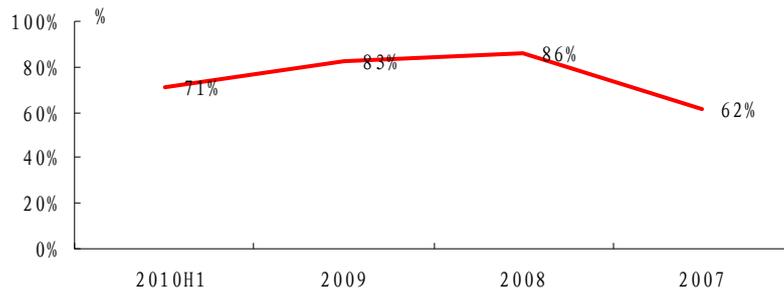
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券

### 1) 经纪业务

公司营业收入主要来源于证券经纪业务。近四年来，公司经纪业务收入占当期营业收入比重均超过 60%。伴随证券市场行情回暖，公司经纪业务将充分受益。

公司经纪业务由于区位优势，占有山西省 40%以上的经纪业务份额，市场地位稳固，由此能够保持较高的佣金率，这也是经纪业务的核心优势之一。而公司募投资金的到位又为公司扩张营业网点、提高市场份额提供支持。

**图表 9 公司经纪业务收入占比**

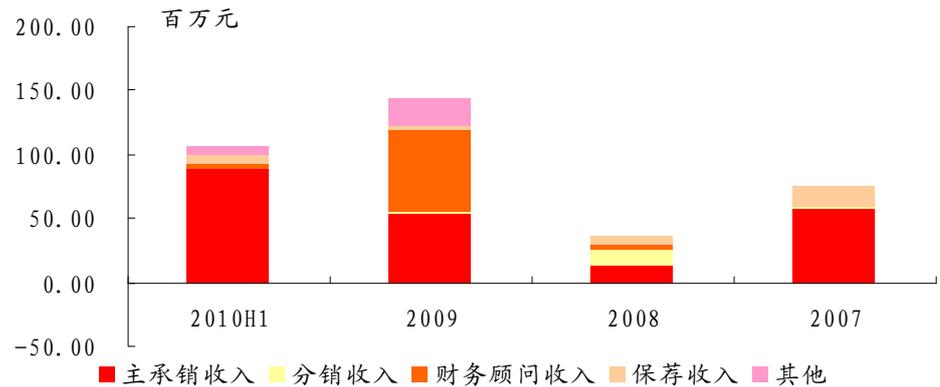


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券

此外，公司通过大华期货积极开展 IB、积极备战融资融券等非通道业务，为经纪业务发展寻找新的增长点，公司经纪业务结构转向正逐步推进，符合经纪业务未来发展的大趋势。

### 2) 投行业务

**图表 10 07-10H1 公司投行业务收入结构**



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券

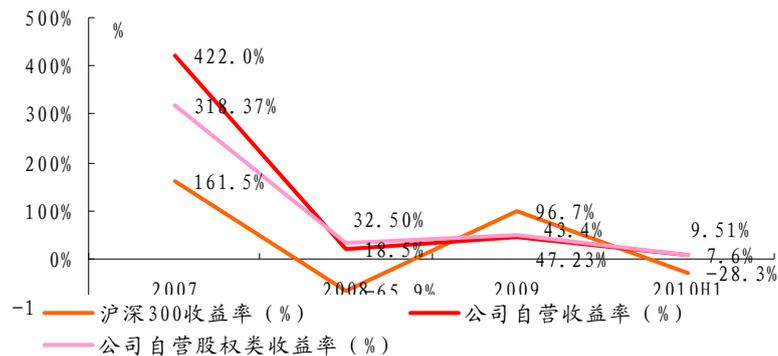
公司投行业务收入包括：证券承销、保荐业务以及财务顾问业务，其中主要收入来 IPO 证主券承销业务，近三年一期，分别占投行业务收入 56.83%、13.70%、54.68%和 88.29%。09 年 4 月，通过与德意志银行合资成立中德证券，公司投行业务竞争力实现跨越式发展，业务收入大幅增加，在证券行情回暖的背景中，公司投行业务发展可期。

公司投行业务集中度较高。07 年至 10 年 H1，公司投行业务前 5 大客户收入占投行业务总收入比重分别为 96.96%、82.84%、75.61%、96.48%，这主要是由投行业务特点所致。目前，山西地区企业融资需求旺盛，公司投行正积极开发新客户，公司投行业务未来前景广阔。

### 3) 自营业务

公司自营业务随证券市场变化影响较大，表现稳健。2007 年由于证券市场回暖及权证创设的推出，公司自营收益较高；2008 年公司自营表现稳健，在证券公司自营普遍亏损的市场中实现收入 3,621.35 万元。

**图表 11 07-10H1 自营收益率表现 1 自营收益率表现**



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券

券商自营业务发展空间广阔，但目前公司自营规模较小，人员储备略显不足，未来尚待提高。

## 4 风险提示

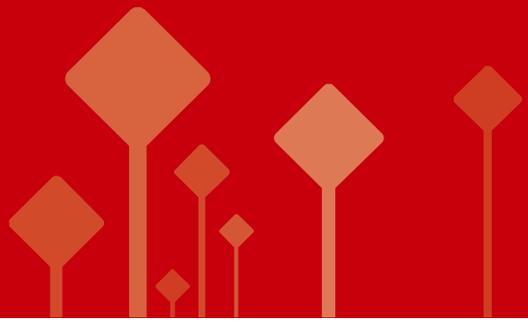
### 收入集中度高

公司属于典型的小型券商，传统经纪业务收入占比超过总收入的 60%。传统经纪业务易受市场波动影响，因此也带动公司收入呈显著的周期性变化。若市场下行或长时间低迷，经纪业务收入将拖累公司总收入急剧减少，但公司必要运营费用很难较少，熊市中公司将面临较大的盈利压力。

### 区域依赖度高

公司业务区域性明显，主要集中在山西省境内。由于依赖地域优势，公司营业部 69% 集中在山西省境内，公司经纪业务收入超过 83% 来自以上地区；投行业务和资管业务

也主要在山西省内开展，若该地区经济发展减速或受突发事件影响经济增长，则公司各项业务都将受到不利影响。



#### 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