2010 年 10 月 26 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实用精深 特色民族

分析师： 宋健
执业证书编号： S0050200010034
Tel： 010-59355925
Email： songj@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

山西证券(002500.SZ)

山西证券（002500）：新股分析

投资要点

●主要控股股东均在山西省内。股东分布在钢铁、电力、采掘、造酒等省支柱企业。与省内大型企业联系紧密，对其各项业务开展十分有利。

●从排名来看，山西证券在全部 106 家券商中排名在 40 位左右。2010 年行业分类评选为 B 级。

●经纪业务区域定位，业务稳定性强：1、营业部 70%集中在山西省内，市场份额稳定增长。2、佣金率高于行业平均水平。2009 年、2010 年佣金水平分别比行业平均佣金率高 35%和 40%。

●其他证券业务也受益于区域定位。山西省内企业仍是公司承销业务的重要潜在客户。资产管理业务方面，山西省内集中了稳定的客户群体对公司发行新资管产品有利。

●首只在中小企业板上市的券商股。公司将在中小企业板上市，是 15 家上市券商中唯一在未在主板上市的券商。中小企业板市盈率普遍高于沪深主板，可能会提升公司市盈率水平。

●按照行业同等规模证券公司的市盈率衡量，市盈率大致在 30X-40X，可给予山西证券 35X-45X 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 7 元-9 元。按照行业同等规模公司的市净率来衡量，大致在 3X-5X，给予山西证券 3.5X 市净率，合理估值为 9.45 元。

金融服务	
合理估值区间(元)	7-9

发行上市资料	
发行价格(元)	0.00
发行市盈率(倍)	0.00
发行股数(万股)	40000
发行后总股本(万股)	240000
发行日期	2010/11/1
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	中德证券
上市日期	

基础数据(发行前)	
每股净资产(元)	1.49
总股本/流通 A 股(万股)	200000/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
	2010 年 6 月 30 日

相关研究

兴业证券（601377）：新股分析

光大证券（601788）：新股分析

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	789.82	1511.79	1285	1414	1626
增长率(%)	-54.72	91.40	-15	10	15
净利润(百万)	276.77	618.65	479	526	604
增长率(%)	-66.84	123.52	-22.57	9.86	14.81
EPS(元)	0.14	0.31	0.20	0.22	0.25
毛利率(%)	47.86	53.76	49.70	49.64	49.55
净资产收益率(%)	11.45	20.19	7.16	7.19	7.65

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.00	0.00	79.87	0.00	0.00
2008A	0.00	0.00	69.26	0.00	0.00
2009A	0.00	0.00	76.89	0.00	0.00

来源：招股说明书、民族证券

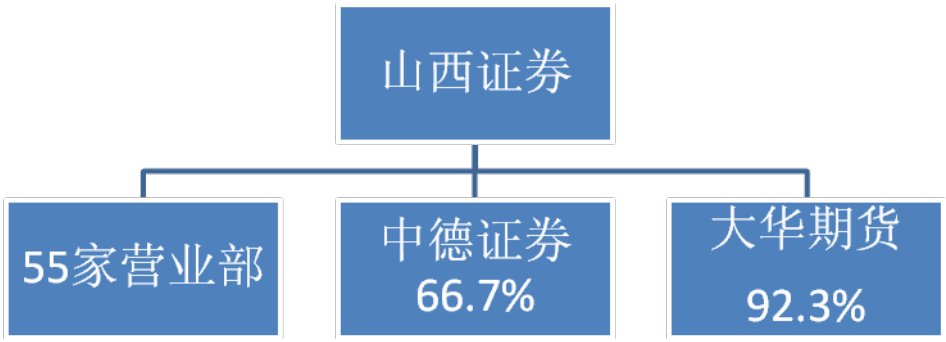
地域性券商，各项业务均享有区域优势

主要股东均在山西省内

公司前身是山西省证券公司，主要控股股东均在山西省内。第一大股东为山西国信集团，持股比例 46%，其他股东分布在钢铁、电力、采掘、造酒等行业，均属于山西省支柱企业。山西证券与省内大型企业联系紧密，对其各项业务开展十分有利。

公司旗下有一家证券子公司、一家期货子公司和 55 家营业部。

图 1：山西证券组织架构



行业地位:行业排名 40 左右

根据证券业协会公布的山西证券资产、收入和各项业务排名来看，山西证券在全部 106 家券商中排名在 40 位左右。2010 年行业分类评选为 B 级。

表 1：山西证券行业排名

主要指标	2008	2009
总资产	42	42
净资产	37	38
净资本	38	59
营业收入	41	44
净利润	39	42
经纪业务	49	47
承销保荐	40	40

资料来源：WIND 民族证券

公司特色

经纪业务区域定位，业务稳定性强

1、营业部 70%集中在山西省内

营业部布局以山西省内为主，共计 55 家营业部中，有 38 家营业部集中在山西省内。2007 年、2008 年、2009 年在山西省内的市场占有率分别达到 41%、43%、45%，最近三年公司股票成交金额市场占有率分别为 0.49%、0.53%、0.61%，复合增长率为 11.57%。公司在山

西省内的市场份额稳定增长为其经纪业务保持稳定奠定了基础。

2、佣金率高于行业平均水平

由于区域垄断，市场竞争较小，佣金战对公司的冲击相对较小，佣金率一直高于行业平均水平，2007 年、2008 年、2009 年以及 2010 年上半年经纪业务平均佣金水平分别为：0.1990%、0.1893%、0.1685%和 0.1492%，分别比行业平均佣金率高 12%、20%、35%和 40%。在行业佣金率急剧下跌的 2009-2010 年，公司的佣金水平与行业水平差距拉大。

表 2：主要上市证券公司经纪业务市场份额

证券公司	全部交易额市场份额%	股票交易市场份额%
华泰系	5.786	5.781
中信证券	4.9	5.1
中信建投	3.270	3.346
海通证券	4.413	4.139
招商证券	4.026	4.098
广发证券	3.770	4.038
广发华福	0.688	0.737
光大证券	3.065	3.099
长江证券	1.733	1.672
宏源证券	1.354	1.358
兴业证券	1.48	1.56
国元证券	1.176	1.063
国金证券	0.777	0.761
东北证券	0.721	0.781
西南证券	0.665	0.712
山西证券	0.53	0.55
太平洋	0.259	0.287

资料来源：WIND 民族证券

其他证券业务也受益于区域定位

公司成立专业化合资投资银行——中德公司，从事保荐承销业务。过去一年时间内，中德公司承销保荐了包括汉王科技、同德化工、中国石油企业债等在内的总计 10 个项目，家数上排名市场第 10，承销保荐金额排名 26。山西省内企业仍是公司承销业务的重要潜在客户。

资产管理业务方面，山西省内集中了稳定的客户群体，高净值客户较多，对公司发行新资管产品有利。

首只在中小企业板上市的券商股

公司将在中小企业板上市，是 15 家上市券商中唯一在未在主板上市的券商。中小企业板市盈率普遍高于沪深主板，可能会提升公司市盈率水平。

表 3：主板和中小板市盈率水平差距

板块名称	市盈率(整体法)	市盈率(算术平均)
中小企业板	49.46	93.64
上证 A 股	16.74	227.87

深证主板 A 股	32.68	176.59

资料来源：WIND 民族证券

盈利预测

公司未来三年各项收入盈利预测如下：

表 4：公司未来三年各项收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	790	1512	1285	1414	1626
手续费及佣金净收入	666	1315	1092	1201	1382
代理买卖证券业务净收入	623	1175	983	1081	1244
证券承销业务净收入	26	55	130	215	285
受托客户资产管理业务净收入			2	3	4
利息净收入	83	114	130	140	150
投资净收益	182	65	33	27	29
公允价值变动净收益	(143)	0	15	30	50
其他业务收入	2	17	15	15	15
营业支出	412	699	656	722	830
营业税金及附加	49	76	64	71	81
管理费用	363	640	591	650	748
资产减值损失	(0)	(18)	0	0	0
其他业务成本	1	1	1	1	1
营业利润	378	813	629	692	796
加：营业外收支	(14)	13	10	10	10
利润总额	364	844	639	702	806
减：所得税	87	219	160	175	201
净利润	277	624	479	526	604
减：少数股东损益	0	6	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	277	619	479	526	604
每股指标：					
股本（百万股）	2000	2000	2400	2400	2400
基本每股收益(元)	0.14	0.31	0.20	0.22	0.25

数据来源：民族证券

估值分析

➢ □ 三阶 DDM

利用三阶段 DDM 模型，山西证券估值情况如下：

表 5：估值假设

主要参数	
无风险收益率	3.5%
市场风险溢价	5%
β	1

权益资本成本	8.5%
永续增长率	5%

资料来源：民族证券

表 6：估值结果

	百万元
第一阶段现值	627.98
第二阶段现值	2374.85
终值现值	15065.11
股本	2400.00
每股价值（元）	7.53

资料来源：民族证券

根据计算，山西证券合理价值为 180 亿，每股价值 7.53 元。

➢ PE/PB 估值法

按照行业同等规模证券公司的市盈率衡量，市盈率大致在 30X-40X，可给予山西证券 35X-45X 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 7 元-9 元。

按照行业同等规模公司的市净率来衡量，大致在 3X-5X，给予山西证券 3.5X 市净率，合理估值为 9.45 元。

风险因素

股指大幅度下降以及成交量急剧萎缩将直接影响公司各项业务收入，使得实际收入低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元人民币	2009	2010E	2011E	2012E
资产：				
货币资金	12735	13,166	14,481	15,930
其中：客户资金存款	10477	9,216	10,137	11,151
结算备付金	883	1,014	1,115	1,227
其中：客户备付金	442	608	669	736
交易性金融资产	155	350	400	450
存出保证金	274	232	255	281
其他流动资产	7	10	15	15
流动资产合计	**14,054**	**14,772**	**16,267**	**17,903**
可供出售金融资产	316	550	580	600
固定资产及其他	318	450	480	500
递延所得税资产	32	35	35	35
其他资产	121	300	350	350
非流动资产合计	**787**	**1,335**	**1,445**	**1,485**
资产总计	14894	**16,719**	**18,335**	**19,999**
负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
卖出回购金融资产款				
代理证券款	11180	9,677	10,644	11,709
应付款项	203	250	250	250
流动负债合计	**11,383**	**9,927**	**10,894**	**11,959**
长期借款				
递延所得税负债	19	20	20	20
预计负债				
其他负债	51	80	100	120
非流动负债合计	**69.69**	**100**	**120**	**140**
负债合计	11452	**10,027**	**11,014**	**12,099**
所有者权益(或股东权益)：				
股本	2000	2400	2400	2400
少数股东权益	349	400	400	400
归属于母公司所有者	3093	6,292	6,921	7,500
所有者权益合计	3442	**6,692**	**7,321**	**7,900**
负债及股东权益总计	14894	**16,719**	**18,335**	**19,999**

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1512	1285	1414	1626
手续费及佣金净收	1315	1092	1201	1382
代理买卖证券业务	1175	983	1081	1244
证券承销业务净收	55	130	215	285
受托客户资产管理		2	3	4
利息净收入	114	130	140	150
投资净收益	65	33	27	29
公允价值变动净收	0	15	30	50
其他业务收入	17	15	15	15
营业支出	699	656	722	830
营业税金及附加	76	64	71	81
管理费用	640	591	650	748
资产减值损失	(18)	0	0	0
其他业务成本	1	1	1	1
营业利润	813	629	692	796
加：营业外收支	13	10	10	10
利润总额	844	639	702	806
减：所得税	219	160	175	201
净利润	624	479	526	604
每股指标：				
股本（百万股）	2000	2400	2400	2400
基本每股收益（元）	0.31	0.20	0.22	0.25

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入增长率	91.41%	-15.00	10.00%	15.00%
营业利润增长率	115.03%	-22.66	10.02%	15.02%
归属母公司净利润增	123.52%	-22.57	9.86%	14.81%
获利能力				
毛利率	55.80%	49.70%	49.64%	49.55%
净利率	41.30%	37.28%	37.23%	37.17%
ROE	18.01%	7.16%	7.19%	7.65%
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.20	0.22	0.25
每股净资产	1.72	2.79	3.05	3.29
估值比率				
P/E	25.81	40.08	36.49	31.78
P/B	4.65	2.87	2.62	2.43

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007 年获公司优秀研发成果奖，2007 年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推　荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中　性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推　荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中　性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010－59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010－59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010－59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010－59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010－59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn