安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 25 日

公司快报

证券研究报告

证券

山西证券（002500.SZ）

定增投入自营，一季报业绩大增

■**事件：**山西证券 2016 年实现营业收入 23 亿元（YoY -39%），归母公司净利润 4.7 亿元（YoY -68%）；2017 年一季度实现营业收入 8.4 亿元（YoY +125%），归母公司净利润 1.4 亿元（YoY +175%）。2016 年公司加权平均 ROE 为 3.78%，2017 年一季度公司加权平均 ROE 为 1.14%。

■**经纪业务持续转型，信用业务仍有增长空间。**

（1）经纪业务持续转型。公司持续推进经纪业务转型，重点打造投顾团队和产品体系，形成“财智慧”投顾产品的品牌效应，但转型成果还需时间酝酿。2016 年和 2017 年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收入 6.3 亿元(YoY -66%)和 1.3 亿元(YoY -27%)，同比跌幅收窄；根据东方财富 Choice 统计，公司 2017 年一季度股基交易额市场份额微降至 0.43%。公司在山西省客户基础稳固，因此 2016 年公司佣金率（0.04%，YoY-2BP）可以保持在行业平均水平。公司于 2016 年募集的定增资金中还留存 1.8 亿元，拟用于发展“互联网证券”和“信息系统与经营网点”，随着资金的逐步投放，公司经纪业务有望实现企稳回升，预计 2017 年公司佣金率维持在 0.04%左右，股基交易额市场占有率维持在 0.45%左右。

（2）信用交易业务仍有增长空间。2016 年公司利息净收入降至 2.7 亿元（YoY -24%），主要是两融业务利息收入下降所致，2016 年公司两融余额 52 亿元（YoY -23%），实现两融业务利息收入 4.1 亿元（YoY -44%）。两融余额下降也使得 2017 年一季度利息净收入降至 0.3 亿元（YoY -66%）。2016 年公司投入 16.3 亿元的定增资金用于扩大以股票质押业务为重点的信用交易业务规模，2016 年末股票质押式回购交易业务规模升至 17 亿元（YoY +189%），全年实现股票质押业务利息收入 1.2 亿元（YoY +117%）。在资本金得到补充后，公司信用交易业务未来仍有较大的提升空间。

■**投行处罚影响有限，业绩趋势向好。**公司控股子公司中德证券于 2016 年 8 月受罚 600 万元且业务暂停一个月，处罚对业绩影响有限，2016 年公司实现投行业务手续费及佣金净收入 7.5 亿元（YoY +5%），下半年业绩明显好于上半年；2017 年一季度实现投行业务手续费及佣金净收入 1.6 亿元（YoY +31%），延续了良好的发展势头。公司逐步摆脱依赖单个大项目的状况，收入分布更为均衡；新三板业务 2016 年实现营业收入 0.4 亿元，基本与 2015 年持平。根据证监会披露，截至 2017 年 4 月 20 日中德证券 IPO 排队项目 9 个、再融资排队项目 7 个，具备平稳增长的能力。2017 年公司将继续依托山西金控的客户资源优势以及已有储备项目，重点布局 IPO 业务和新三板业务，业绩有望保持平稳较快增长。

■**自营业绩明显改善，资管具有增长潜力。**

（1）自营业绩明显改善。公司 2016 年投资收益（包含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益）为 2.94 亿元（YoY -60%），随着公司通过定增投入 20 亿元用于扩大自营业务规模，2017 年一季度实现投资收益 2.91 亿元（2016 年同期亏损 0.5 亿元），接近于 2016 年的全年收益，自营业绩明显改善。

（2）资管加强合作，增长潜力大。公司资管业务主要立足加强与银行、信托等金融机构的合作，规模增长迅速，截至 2016 年末母公司受托管理规模升至 254 亿元（YoY +154%），较 2014 年末增长 20 倍。规模的快速增长抵消了费率下降的负面影响，公司 2016 年和 2017 年一季度受托客户资产管理业务净收入分别为 1 亿元（YoY +159%）和 0.3 亿元（YoY +49%）。公司各类资管业务齐头并进，2017 年资管规模有望保持高速增长。

■**金控平台促业务协同，区域优势强化。**2016 年公司股权已完成从山西国信计划通过直接协议方式到山西金控的划转。山西金控是山西省首家全牌照地方金控集团，旗下金融资产涵盖银行、证券、保险、信托、期货、产权中心、股权中心等。公司主要的经营资源与核心客户集中在山西省，客户基础夯实，在经纪业务、投行业务等方面具备地域与品牌优势。公司有望与大股东产生内部业务协同，获得业务发展机会。同时公司作为山西金控旗下唯一上市公司，是山西金控的重要融资平台，存在较高战略地位。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.3 元。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.22 元、0.26 元和 0.29 元。

■**风险提示：**宏观经济下行风险、市场大幅下行风险、信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3839	2346	2749	3077	3379
净利润	1481	528	626	736	819
每股收益(元)	0.59	0.19	0.22	0.26	0.29
每股净资产(元)	5.25	4.61	5.45	5.79	6.29

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	17.46	55.07	46.42	39.49	35.49
市净率(倍)	1.96	2.23	1.88	1.77	1.63
净利润率	38.59%	22.49%	22.77%	23.91%	24.22%
净资产收益率	11.20%	4.05%	4.06%	4.49%	4.60%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价： **16.3 元**

股价（2017-04-24） **10.27 元**

交易数据

总市值（百万元）	29,051.01
流通市值(百万元)	29,051.01
总股本（百万股）	2,828.73
流通股本(百万股)	2,828.73
12 个月价格区间	10.27/17.11 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.03	-10.35	-19.0
绝对收益	-8.63	-6.04	-20.0

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

山西证券：山西金控入主，自营业务走强	2016-11-07
山西证券：市场影响业务下滑，山西金控资源整合	2016-08-23

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	48,181	48,058	59,507	66,576	74,060	**营业收入**	3,839	2,346	2,749	3,077	3,379
客户资金存款	9,317	8,704	10,010	11,010	12,112	手续费及佣金净收入	2,608	1,484	1,817	2,029	2,265
自有货币资金	10,114	5,104	5,869	6,456	7,102	其中：代理买卖证券业务净收入	1,854	632	854	895	889
客户备付金	5,552	1,919	2,207	2,427	2,670	证券承销业务净收入	708	745	785	880	1,030
自有结算备付金	2,028	1,172	1,348	1,483	1,631	资产管理业务收入	39	101	173	249	340
融出资金	6,848	5,380	6,187	7,424	8,909	利息净收入	350	266	212	239	271
交易性金融资产	2,024	10,852	11,938	13,131	14,444	投资净收益	653	422	507	558	618
衍生金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	80	-128	-10	-12	-18
买入返售金融资产	3,596	6,407	7,368	8,473	9,320	汇兑收益	1	1	0	1	1
可供出售金融资产	5,270	4,006	4,607	5,068	5,575	其他业务收入	146	301	223	262	243
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**营业支出**	1,841	1,647	1,917	2,097	2,289
其他资产合计	3,432	4,513	9,974	11,102	12,296	营业税金及附加	237	62	72	81	89
总负债	34,959	35,028	44,085	50,205	56,267	管理费用	1,463	1,289	1,732	1,877	2,028
应付短期融资款	3,509	4,807	5,768	6,633	7,628	资产减值损失	4	14	7	7	8
交易性金融负债	-	220	253	278	306	其他业务成本	138	282	106	132	165
衍生金融负债	-	-	-	-	-	**营业利润**	1,997	699	832	979	1,090
卖出回购金融资产款	1,730	12,645	16,438	18,904	21,740	加：营业外收入	12	17	13	13	14
代理买卖证券款	15,804	11,381	13,658	15,706	17,277	减：营业外支出	5	8	5	6	6
应付职工薪酬	345	252	205	234	262	**利润总额**	2,004	708	839	987	1,098
应付债券	6,989	1,698	2,207	2,538	2,792	减：所得税费用	523	180	214	251	279
其他负债合计	6,582	4,025	5,556	5,911	6,263	**净利润**	1,481	528	626	736	819
所有者权益	13,221	13,030	15,422	16,371	17,793	减：少数股东损益	43	60	71	84	93
股本	2,519	2,829	2,829	2,829	2,829	**归母公司净利润**	1,439	468	555	652	726
少数股东权益	635	752	876	930	1,011						
归母公司净资产	12,587	12,278	14,546	15,441	16,782	**每股及估值指标**					
						每股盈利（元）	0.59	0.19	0.22	0.26	0.29
ROAE	17.93%	3.74%	4.40%	4.63%	4.79%	**每股净资产（元）**	5.25	4.61	5.45	5.79	6.29
ROAA	3.91%	1.10%	1.16%	1.17%	1.16%	**市盈率（倍）**	17.46	55.07	46.42	39.49	35.49
杠杆率（倍）	2.35	2.71	2.80	2.85	2.92	**市净率（倍）**	1.96	2.23	1.88	1.77	1.63

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。