公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

证券

2017 年 08 月 22 日

山西证券 (002500)

业绩大幅优于市场 期货业务表现突出

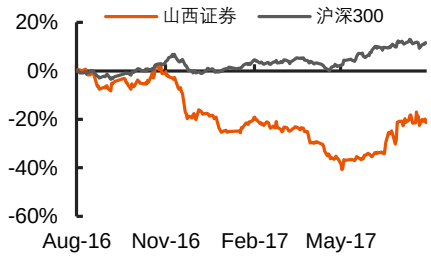
推荐（首次）

现价：11.41 元

主要数据

行业	证券
公司网址	www.i618.com.cn
大股东/持股	山西金融投资控股集团有限公司/30.42%
实际控制人/持股	山西省财政厅/%
总股本(百万股)	2,829
流通 A 股(百万股)	2,829
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	322.76
流通 A 股市值(亿元)	322.76
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	74.20

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号 S1060513080002 010-56800136 JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

陈雯 投资咨询资格编号 S1060515040001 0755-33547327 CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

张译从 一般从业资格编号 S1060116080096 01056610252 ZHANGYICONG918@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：

公司发布 2017 年半年报，2017 年上半年公司营业收入 20.99 亿元，同比大幅增长 124.86%；归母净利润 2.37 亿元，同比大增 30.90%，EPS 为 0.08 元/股。

平安观点：

- **国内成立最早的证券公司之一，区位及股东背景优势明显：**公司前身为山西省证券公司，成立于 1988 年，是全国首批证券公司之一。公司控股股东山西金控集团实力雄厚，其注册资本 106.467 亿元，集银行、证券、保险、信托、担保、金融租赁、资产管理、小贷、要素交易、互联网金融等金融业态于一体。同时公司一直以来深耕山西市场，在省内积累了丰富的机构和零售客户资源，尤其在经纪业务、投行业务方面拥有地域与品牌优势。公司证券业务牌照齐全，目前四家控股子公司中德证券、格林大华、龙华启富、山证国际分别从事投资银行业务、期货业务、直投业务、国际业务，已基本覆盖几乎所有证券领域，能够为客户提供多样化的综合金融服务。

- **受益于期货及自营业务，业绩增幅大幅领先市场：**2017 年上半年公司营业收入 20.99 亿元，同比大幅增长 124.86%；归母净利润 2.37 亿元，同比大增 30.90%。在证券市场营收与净利润分别同比下降 11.5%与 8.5%的背景下，公司业绩大幅领先于市场。公司营业收入同比大幅增长主要是受益于固定收益业务收益增加以及子公司格林大华仓单业务收入增加。2017 年上半年公司投资收益 4.95 亿元，同比增长 309.83%；其他业务收入 9.15 亿元，同比增长 2814.32%。

- **营业网点建设不断推进，投行、资管稳步发展，自营业务扭亏为盈：**经纪业务方面公司深耕山西区域市场，同时不断加快推进网点建设。目前公司 97 家网点中有 55 家位于山西省境内，首批 19 家新设网点已于 7 月底开业，第二批 11 家新设网点已经获得山西证监局批准，为经纪业务未来的持续发展提供保障。在上半年股权再融资和债券发行市场低迷的背景下，

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3839	2346	3818	4333	4905
YoY(%)	95.9	-38.9	62.8	13.5	13.2
净利润(百万元)	1439	468	559	690	833
YoY(%)	145.4	-67.5	19.5	23.4	20.8
ROE(%)	16.2	3.8	3.7	3.8	4.3
EPS(摊薄/元)	0.57	0.17	0.20	0.24	0.29
P/E(倍)	20.3	70.3	58.8	47.6	39.4
P/B(倍)	2.3	2.7	2.3	1.6	1.6

公司投行业务稳步发展，投行业务收入基本保持稳定。在资管业务方面，公司目前资管规模 338.88 亿元，较去年年底增长 26.13%。同时公司也筹划设立资产管理（上海）分公司，积极加强资管业务布局。公司上半年自营业务实现扭亏为盈，形成以固收自营、销售交易、投顾共同发展的盈利模式。公司上半年加权平均净资产收益率 2.61%，同比上升了 1.2 个百分点。

- **期货业务表现抢眼，增资增强资本实力：**公司上半年期货子公司格林大华业绩表现抢眼，实现营业收入 10.47 亿元，其中仓单收入 9.11 亿元，实现净利润 3984.53 万元。同时公司于 2017 年 4 月通过议案，对格林大华、格林大华资本进行增资，格林大华注册资本由人民币 5.80 亿元提高到人民币 8 亿元。目前格林大华已完成增资事项，资本实力有所增强，市场竞争力得到提升，业务链条得以延展，同时进一步增强与公司相关业务的协同。

- **投资建议：**公司上半年实现了营收和净利润的大幅增长，业绩增幅位于行业前列。网点建设的推进为经纪业务提供有力保障，投行和资管业务在市场整体下滑的背景下业绩依然保持稳定，同时期货业务尤其是在完成增资以后未来发展仍有较大空间。叠加大股东为公司业务带来的协同效应、深耕区域发展优势以及齐全的证券业务牌照，我们积极看好公司未来业务发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**宏观经济增速持续放缓、资本市场大幅波动、政策趋紧超预期。

正文目录

一、公司概况：国内成立最早的证券公司之一 5
1.1 公司历史沿革 5
1.2 公司目前主要优势 5
二、业绩增幅大幅领先市场 6
三、收入结构有所调整，资管规模稳步增长 7
四、期货业务表现抢眼，增资增强资本实力 8
五、投资建议 9
六、风险提示 9

图表目录

图表 1　山西证券历史事件 5
图表 2　山西证券股权结构 6
图表 3　证券行业近年经营业绩情况 6
图表 4　山西证券 2017H 业绩增幅明显优于市场 6
图表 5　证券行业资产规模 7
图表 6　山西证券资产规模整体稳步增长 7
图表 7　证券行业业务结构 7
图表 8　山西证券业务结构变化明显 7
图表 9　山西证券股基交易量及佣金率情况 8
图表 10　山西证券资管业务规模不断增加 8

一、 公司概况：国内成立最早的证券公司之一

1.1 公司历史沿革

公司前身为山西省证券公司，成立于 1988 年，注册资本 1000 万元，为中国人民银行山西省分行全资子公司，是国内最早成立的证券公司之一。经过将近三十年的发展，如今公司注册资本已经增加到 28.29 亿元。

公司作为山西省的唯一上市证券公司，是全国首批证券公司之一，属国有控股性质。目前，山西证券已发展成为作风稳健、经营稳定、管理规范、业绩良好、具有独特区域优势的证券公司。

图表1　山西证券历史事件

时间	事件
1988 年	公司成立
1998 年 12 月	山西国信（原山西省信托投资公司）联合其他 5 家股东将山西省证券公司改制为山西证券有限责任公司，注册资本 20,000 万元。
2001 年 2 月	山西证券有限责任公司与省内五家信托公司的证券类资产合并重组，并实施增资扩股。
2001 年 12 月	公司正式开业，注册资本 102,500 万元。
2006 年 7 月	公司注册资本变更为 130,380 万元
2008 年 1 月	中国证监会同意公司整体变更为股份有限公司，注册资本 200,000 万元。
2010 年 10 月	公司上市首发申请获中国证监会批准，注册资本变更为 239,980 万元
2011 年 4 月	公司拍卖竞得的大华期货 7.69%股权完成股权变更工作，公司持有大华期货 100%股权。
2013 年 10 月	公司通过现金和发行股份购买资产的方式购买格林期货全部股权，同时以格林期货作为存续公司，吸收合并本公司全资子公司大华期货，公司注册资本变更为 251,872 万元。
2016 年 1 月	公司非公开发行 31,000 万股，注册资本变更为 282,872 万元。
2016 年 9 月	本公司控股股东由山西国信变更为山西金控。

资料来源：公司年报、平安证券研究所

1.2 公司目前主要优势

控股股东实力雄厚

公司控股股东山西金控集团注册资本 106.47 亿元，整合了山西证券、山西信托、山西国信、晋商银行、山投集团、山西担保、中煤保险、山西金融租赁、山西省产权中心、山西省股权交易中心、晋金所，以及华融晋商等地方金融企业中的国有产权，并将牵头设立山西寿险法人机构，集银行、证券、保险、信托、担保、金融租赁、资产管理、小贷、要素交易、互联网金融等金融业态于一体。公司作为山西金控的子公司，可以与山西金控旗下其他公司开展高效的内部联动合作，通过协同机制，为政府类客户、大型企业集团和中小企业客户提供一揽子综合金融服务解决方案。

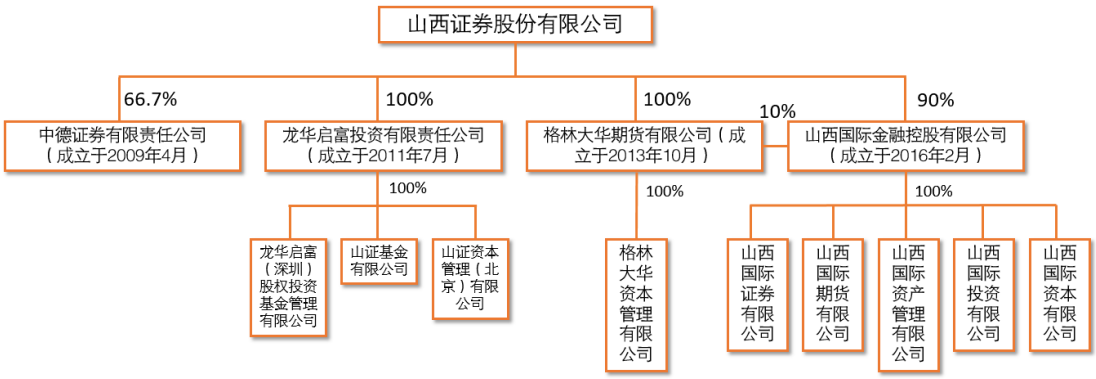
证券业务牌照齐全

公司目前证券业务牌照齐全，公司目前的四家控股子公司中德证券（控股 66.7%）、格林大华、龙华启富、山证国际分别从事投资银行业务、期货业务、直投业务、国际业务，已基本覆盖几乎所有证券领域，能够为客户提供多样化的综合金融服务。

区位优势明显

公司作为山西省唯一的上市券商以及唯一的综合类券商，一直以来深耕山西市场，注重与地方政策、经济、民生相融合，业务网络延伸度较广，在省内积累了丰富的机构和零售客户资源，尤其在经纪业务、投行业务方面拥有地域与品牌优势。

图表2　山西证券股权结构



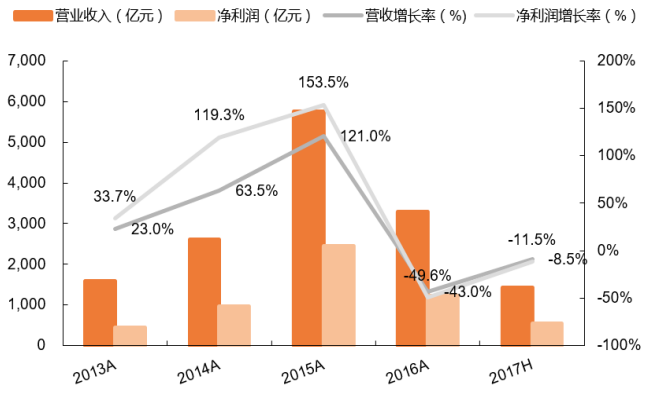
资料来源：公司年报、平安证券研究所

二、 业绩增幅大幅领先市场

2017 年上半年公司营业收入 20.99 亿元，同比大幅增长 124.86%；归母净利润 2.37 亿元，同比大增 30.90%，EPS 为 0.08 元。在证券市场营收与净利润分别同比下降 11.5%与下降 8.5%的背景下，公司业绩大幅领先于市场。

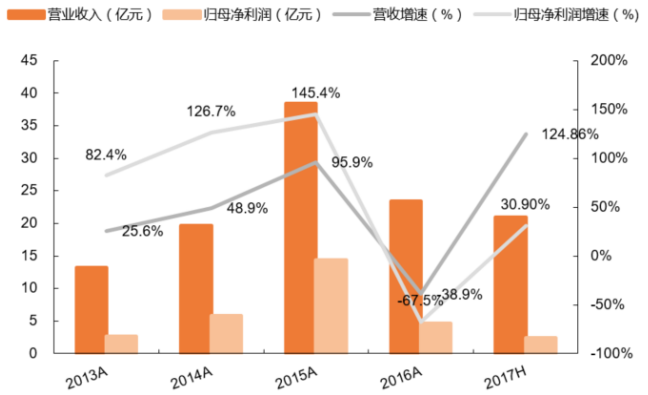
具体来看，公司营业收入同比大幅增长主要是受益于固定收益业务收益增加以及子公司格林大华仓单业务收入增加。2017 年公司投资收益 4.95 亿元，同比增长 309.83 亿元；其他业务收入 9.15 亿元，同比增长 2814.32%。

图表3　证券行业近年经营业绩情况



资料来源:证券业协会、平安证券研究所

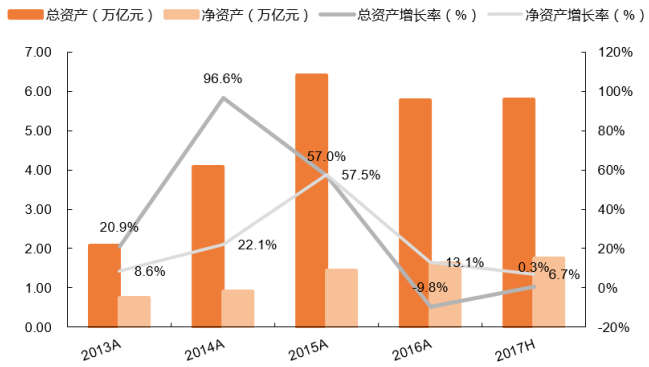
图表4　山西证券 2017H 业绩增幅明显优于市场



资料来源:Wind、公司半年报、平安证券研究所

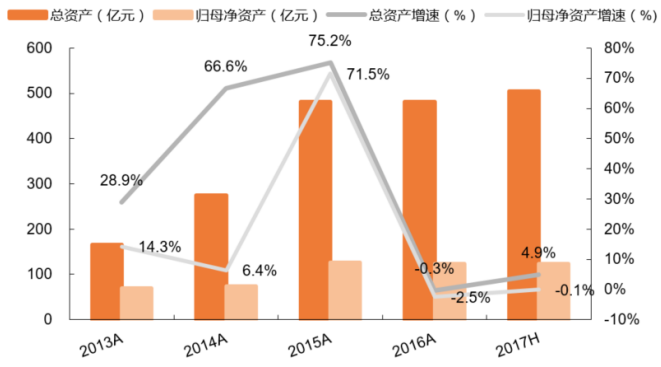
公司资产总额 504.09 亿元，较去年年底小幅增长 4.89%；净资产 122.68 亿元，较去年年底基本持平。整体来看公司近年来资产规模基本保持稳中有进的态势。

图表5　证券行业资产规模



资料来源:证券业协会、平安证券研究所

图表6　山西证券资产规模整体稳步增长



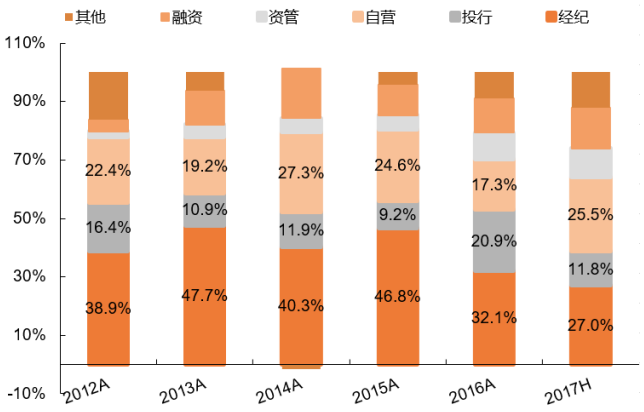
资料来源:Wind、公司半年报、平安证券研究所

三、 收入结构有所调整，资管规模稳步增长

从业务结构占比来看，由于格林大华仓单业务收入大幅增长，业务结构中其他类业务收入占比大幅上升至 43.7%。自营业务目前成为公司第二大业务收入来源，占比由 2016 年的 12.5%上升至 25.9%。经纪业务、投行业务占比分别由 26.9%、31.8%下降至 11.5%和 13.9%。

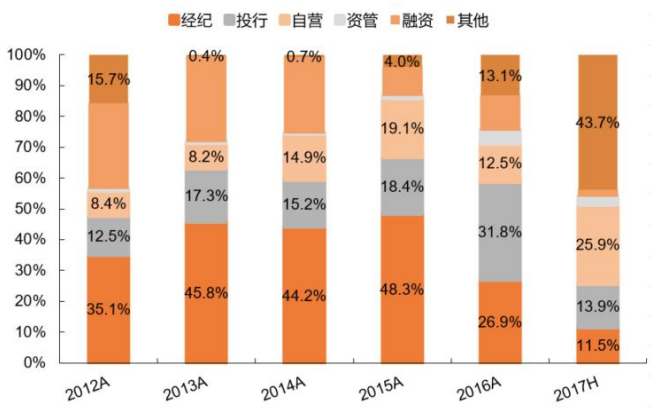
从各业务的绝对收入来看，经纪业务收入 2.42 亿元，同比减少 35.61%，与行业-30.95%的整体水平差异不大。投行业务与资管业务绝对收入分别为 2.93 亿元和 0.56 亿元，同比分别下降 0.86%和增长 7.84%，与去年基本持平。自营业务扭亏为盈，收入 5.44 亿元。

图表7　证券行业业务结构



资料来源:证券业协会、平安证券研究所

图表8　山西证券业务结构变化明显



资料来源:Wind、公司半年报、平安证券研究所

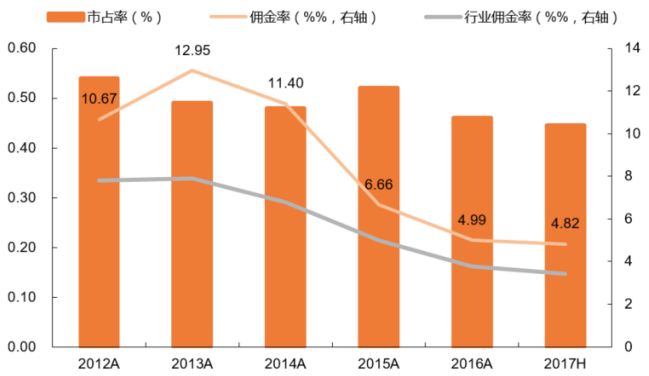
新网点建设为经纪业务发展提供保障

具体来看各业务板块，经纪业务方面公司深耕山西区域市场，同时不断加快推进网点建设。上半年公司股基交易量市占率为 0.44%，略低于去年的 0.46%，佣金率也略有下降。目前公司 97 家网点中有 55 家位于山西省境内，首批 19 家新设网点已于 7 月底开业，第二批 11 家新设网点已经获得山西证监局批准，公司也在海南、新疆和黑龙江三地开辟了新的网点，为经纪业务的未来持续发展提供保障。公司经纪业务客户数 157 万余户，较去年年底新增 15 万余户。

投行业务稳步发展，资管规模不断增加

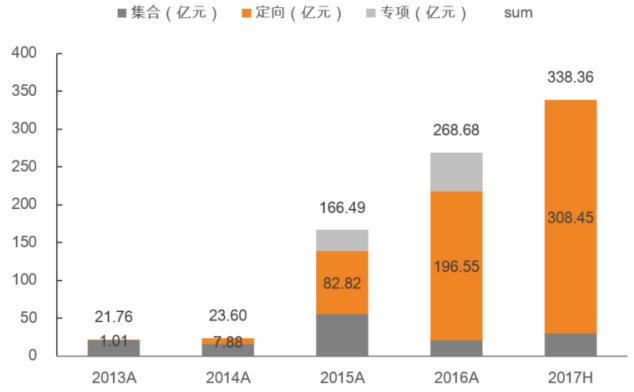
在上半年股权再融资和债券发行市场低迷的背景下，公司投行业务稳步发展。公司子公司中德证券完成投行项目 19 个，其中 IPO 项目完成 5 单，另 1 单已过会等待批文；非公开再融资 1 单，另有 1 单已领取批文；并购重组完成 4 单，债券项目完成 9 单。同时新三板业务不断增厚项目储备，上半年公司新增挂牌 14 家，完成 15 家企业增发，募资额 5.56 亿元。在资管业务方面，公司目前资管规模 338.88 亿元，较去年年底增长 26.13%。同时公司也筹划设立资产管理（上海）分公司，积极加强资管业务布局。

图表9　山西证券股基交易量及佣金率情况



资料来源:Wind、公司半年报、平安证券研究所

图表10　山西证券资管业务规模不断增加



资料来源:公司年报、公司半年报、平安证券研究所

自营业务扭亏为盈，收入贡献大幅增加

2017 年上半年自营业务同比实现扭亏为盈，去年同期亏损 0.80 亿元，而今年上半年实现收入 5.44 亿元。公司固定收益业务持续完善和优化投资策略，形成以固收自营、销售交易、投顾共同发展的盈利模式。公司上半年加权平均净资产收益率 2.61%，同比上升了 1.2 个百分点。

四、 期货业务表现抢眼，增资增强资本实力

公司上半年期货子公司格林大华业绩表现抢眼。在报告期内格林大华加快业务转型，以市场化、计量化、差异化、收入费用比为原则整合业务资源，提升管理人员业务开拓和执行力，取得了明显成效。上半年实现营业收入 10.47 亿元，其中仓单收入 9.11 亿元，实现净利润 3984.53 万元。

同时公司于 2017 年 4 月通过议案，对格林大华、格林大华资本进行增资，格林大华注册资本由人民币 5.80 亿元提高到人民币 8 亿元（其中山西证券认缴人民币不高于 0.9 亿元，格林大华以其未分配利润、资本公积转增注册资本不低于人民币 1.35 亿元）、格林大华资本的注册资本由 1 亿元提高到 3 亿元（山西证券认缴人民币 1.2 亿元、格林大华认缴人民币 0.8 亿元）。目前格林大华已完成增资事项，资本实力有所增强，市场竞争力得到提升，业务链条得以延展，同时进一步增强与公司相关业务的协同。

五、 投资建议

公司上半年实现了营收和净利润的大幅增长，业绩增幅位于行业前列。网点建设的推进为经纪业务提供有力保障，投行和资管业务在市场整体下滑的背景下业绩依然保持稳定，同时期货业务尤其是在完成增资以后未来发展仍有较大空间。叠加大股东为公司业务带来的协同效应、深耕区域发展优势以及齐全的证券业务牌照，我们积极看好公司未来业务发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、 风险提示

宏观经济增速持续放缓、资本市场大幅波动、政策趋紧超预期。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金及结算备付金	13,808	14,324	16,476	17,514
其中：客户资金存款	8,704	4,722	5,525	6,463
客户保证金及备付金	3,091	3,008	3,453	3,725
其中：客户备付金	1,919	1,292	1,497	1,750
交易性金融资产	10,852	12,049	13,743	13,869
可供出售金融资产	4,006	1,631	1,861	1,878
持有至到期金融资产	0	0	0	0
买入返售金融资产	6,407	3,368	3,855	4,390
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	324	469	535	540
无形资产	105	147	168	169
递延所得税资产	71	73	84	85
投资性房地产	0	0	0	0
其他资产	9,392	22,898	26,034	27,098
资产总计	**48,058**	**57,968**	**66,209**	**69,268**
短期借款	0	0	0	0
拆入资金	3000	3700	3700	3700
交易性金融负债	220	723	107	16
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
卖出回购金融资产款	12,645	13,066	14,288	15,386
代理买卖证券款	11,381	12,836	15,016	17,567
其他负债	7,782	12,671	11,341	10,732
负债合计	**35,028**	**42,996**	**44,452**	**47,400**
少数股东权益	752	864	1,255	1,262
股本	2,829	2,829	2,829	2,829
资本公积	6,713	6,713	6,713	6,713
留存收益及其他	1,984	3,702	9,704	9,802
归属母公司股东权益	**12,278**	**14,108**	**20,501**	**20,606**
负债和股东权益	**48,058**	**57,968**	**66,209**	**69,268**

每股指标 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
每股净利润	0.17	0.20	0.24	0.29
每股净资产	4.34	4.99	7.25	7.28
每股股利	0.09	0.09	0.09	0.09
股息派发率(%)	54.4	57.1	57.1	57.1

利润表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**2,346**	**3,818**	**4,333**	**4,905**
经纪业务收入	632	470	518	561
投行业务收入	745	713	812	926
资产管理业务收入	101	124	149	171
利息收入	266	171	290	432
投资收益	422	556	601	656
其他业务收入	179	1,784	1,963	2,159
营业支出	**1,647**	**2,985**	**3,304**	**3,661**
营业税金及附加	62	101	114	129
管理费用	1,289	1,388	1,469	1,553
资产减值损失	14	0	0	0
其他业务成本	282	1,497	1,721	1,979
营业利润	**699**	**833**	**1,029**	**1,244**
营业外净收入	9	13	15	17
利润总额	708	846	1,044	1,261
所得税	180	215	266	321
归属母公司净利润	**468**	**559**	**690**	**833**

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入（%）	-38.9	62.8	13.5	13.2
归母净利润（%）	-67.5	19.5	23.4	20.8
收入结构				
手续费净收入(%)	26.9	12.3	12.0	11.4
利息净收入(%)	11.3	4.5	6.7	8.8
承销收入(%)	31.8	18.7	18.7	18.9
投资收益(%)	12.5	14.6	13.9	13.4
资产管理收入(%)	4.3	3.3	3.4	3.5
其他业务收入(%)	13.1	46.7	45.3	44.0
获利能力				
代理买卖手续费率(%)	0.05	0.04	0.04	0.04
自营投资收益率（%）	1.9	4.1	3.9	4.2
杠杆率	3.9	4.1	3.2	3.4
ROE(%)	3.8	3.7	3.8	4.3
ROA(%)	1.1	1.2	1.3	1.5

单击此处输入文字。

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±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:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （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：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（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。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033