中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

魏涛, CPA*
证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004
(8610)66229364
tao.wei@bocichina.com

郭晓露
证券投资咨询业务证书编号：S1300514120001
(8610)66229361
xiaolu.guobj@bocichina.com

刘嘉玮、罗惠洲为本报告重要贡献者

山西证券：深耕省内市场，集结优势资源拓展业务

2015 年 1-6 月，**山西证券**(002500.CH/人民币 14.33, 未有评级)实现营业收入 24.33 亿元，同比增长 179.00%；归属于上市公司股东净利润 12.03 亿元，同比增长 404.32%；基本每股收益 0.48 元，同比增长 404.54%；加权平均净资产收益率 15.18%，同比增加 11.75 个百分点。公司资产总额 582.01 亿元，比 2014 年末增长 111.66%；归属于上市公司股东净资产 84.37 亿元，比 2014 年末增长 14.98%；杠杆率为 6.90 倍，比 2014 年末的 3.75 倍有较大幅度的增加。

【业务发展情况简介】

2015 年上半年，山西证券经纪业务收入 15.65 亿元，同比增长 314.60%。公司代理买卖股票和基金交易额 15,233.35 亿元，占市场份额 0.498%，略有提升；在市场竞争加剧和互联网金融冲击的背景下，公司经纪业务平均佣金率下降至万分之 7.25。公司营业收入增长超过 300%，但营业支出只增长了 48.67%，这和公司积极降低经营成本，稳步推进经纪业务转型工作有很大关系。上半年公司撤销原零售业务总部，新设财富管理部和客户服务中心；公司的互联网金融业务快速发展；私募托管和外包系统上线；代销金融产品规模快速增长。这些举措都对降低成本起到了积极影响。

在信用交易业务方面，2015 年上半年山西证券融资融券实现利息收入 4.06 亿元，同比增长 410%。报告期末公司融资融券余额 133.93 亿元，较 2014 年增长 158%，市场占比提高至 0.65%。公司约定购回式证券交易业务实现利息收入 485.14 万元，股票质押式回购业务自有资金实现利息收入 2,988.14 万元。公司在大力推进融资融券业务开展的同时，将业务合规作为重要工作任务，上半年在融资融券规模大幅增加的情况下，未出现合规风险。

2015 年上半年山西证券投行业务收入 3.56 亿元，同比增长 91.20%。报告期内公司完成 IPO 和定增项目共 7 个，募集资金 327.78 亿元；完成债券项目 13 个，募集资金 152 亿元。已获准待发行项目 8 个，报会待审批项目 26 个。根据万德统计，报告期内公司承销与保荐业务主要经营指标前移 13 位至第 16 名。同时公司的场外业务稳步推进，新增新三板挂牌企业 6 家，并设立两只新三板基金，总规模达到 6,900 万元。

报告期内山西证券自营业务收入 6.38 亿元，同比增长 156.72%。其中证券投资收益 5.60 亿元，公允价值变动损益 0.22 亿元，利息净收入 0.55 亿元。公司遵循“稳健投资，均衡配置”理念，灵活进行资产配置。经营范围涵盖一级市场申购、定增，二级市场，固定收益，新三板做市等，取得较好业绩。

2015 年上半年山西证券资管业务收入 0.42 亿元，同比增长 134.96%。截至报告期末，公司管理各类理财产品 50 只，资管业务规模 88.08 亿元，同比增长四倍，行业排名上升四位。公司积极发展资管业务，努力探索第三方机构合作模式，加强和银行、信托等金融机构在创新产品方面的合作。公司货币基金“日日添利”于 5 月 18 日的注册成立，是公司在公募基金业务上的突破，公司资管业务存在较大发展空间。

【建议关注山西证券的逻辑】

1、区域优势显著，较高的个人财富集中度有助于资产管理业务稳步提升。作为山西省本土的综合类证券公司，山西证券多年来深耕省内市场，主要的经营资源与核心客户集中在山西省，省内客户对公司品牌有一定的认知度，特别在经纪业务等方面拥有相对的地域与品牌优势。山西省作为资源大省，民间财富同样巨大，个人财富较为集中，个人理财业务市场空间广阔，公司在经营与发展的过程中，注重与地方政策、经济、民生相结合，积累了丰富的客户资源。随着公司品牌的塑造、研究实力的增加、资本规模的扩大，资产管理业务发展可期。

2、借力德意志银行，投行发展全面提速。山西证券与德意志银行合资成立中德证券，持有其66.7%的股权，为控股股东。中德证券成立后，将投行业务作为业务重心。中德证券成立一年之内即实现盈利，2015 年上半年公司投资银行业务收入占营业收入 14.64%。公司在大型项目和债券承销方面的实力不断提升，省内优质企业多，但上市公司比重较低的区域特点，也为公司投行业务提供了充裕的潜在客户资源。未来公司将继续加大投行业务转型发展，预计投行业务业绩将保持稳定增长。

3、股东背景雄厚，具备能源、钢铁、电力等领域影响力，促进业务拓展。山西证券控股股东国信集团是山西省唯一的地方金融控股集团，主要从事信托、证券、银行、基金、期货、担保、产权交易、创投等多方面的业务。2014 年以来，国信集团围绕“打造一流金融控股集团”的发展愿景，立足“吸引撬动社会资金、支持促进地方经济、服务造福社会公众”的市场定位，着力推进“一体两翼”发展战略，并确立了投资、资产管理、财富管理业务三大业务重点。国信集团稳定的国有企业实力支撑、综合的金融集团背景平台、高效的内部联动合作机制、丰富的共享资源与服务，都将有效促进公司业务的全面发展。此外，公司的其他股东均在各自的领域（如能源、钢铁、电力、消费等）具有一定的影响力与丰富的行业经验，也为公司业务拓展、合作等方面提供了良好的平台。

4、全业务链优势满足客户多样化的需求。山西证券取得上海证券交易所股票期权交易参与人、期权结算业务两项资格，获准开通股票期权自营交易权限，获准开展互联网证券业务试点，公司控股的格林大华期货获得香港证监会颁发的证券交易、证券咨询、期货咨询、资产管理业务牌照。随着各类业务资格的取得，公司的业务布局和资格储备基本完备。此外，公司三家子公司分别从事投资银行、期货与直投业务。公司全业务链优势能够有效提高公司的业务收入，丰富公司的盈利模式，满足客户多样化的需求。

图表 1.业绩摘要

(人民币，百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比(%)
营业收入	872.23	2,433.48	179.00
归属于上市公司股东的净利润	238.62	1,203.44	404.32
基本每股收益(元/股)	0.09	0.48	404.54
净资产收益率(%)	3.43	15.18	增加 11.75 个百分点
总资产	27,497.40	58,201.43	111.66
归属于上市公司股东的净资产	7,338.35	8,437.48	14.98
杠杆率(倍)	3.75	6.90	

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371