



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-04-25

公司点评报告

增持/首次

山西证券(002500)

目标价: 12

昨收盘: 10.34

非银金融 证券 II

山西证券(002500) 2016 年报及 2017Q1 季报点评: 低基数效应显著, 弹性标的

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,829/2,829
总市值/流通(百万元)	29,249/29,249
12 个月最高/最低(元)	17.11/10.27

■ 证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

■ 证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 4月20日, 山西证券公布2016年报及2017Q1季报。2016年实现营业收入23.4亿元, 同比-39%; 归母净利润4.7亿元, 同比-68%; 稀释每股收益0.17元/股, 同比-70%。股利分配方面, 每10股发放现金红利0.9元。2017年一季度实现营收8.4亿, 同比+125%; 归母净利润1.4亿, 同比+175%; 稀释每股收益0.0496, 同比165%。

■ 点评:

投资业务、投行业务带动一季度业绩大幅增长, 投行业务有望继续发力。 2016 年公司证券经纪业务收入占营收比重为 36%, 投行占比为 34%, 是第二大收入来源, 自营业务占比 23%, 期货经纪业务占比 6%, 资管业务占比 4%。公司基本发展思路为“战略发展投行业务、转型发展经纪业务、规模发展资管业务、稳健发展投资业务”。一季度投资收益 2.5 亿, 去年同期仅 515 万; 公允价值变动收益 0.38 亿, 较去年同期-0.53 亿大幅改善; 投行业务收入 1.6 亿, 同比增长 30%; 资管业务同比增长 50%, 基金管理业务手续费收入同比增长 49%。

背靠山西金控, 综合金融服务能力强。 公司控股股东山西金控是集银行、证券、保险、基金、信托等金融业态为一体的省属全牌照金融控股集团, 定位于山西国有金融资本投资平台, 通过开展投资控股、产业培育、资本整合, 推动山西省金融产业集聚发展, 助力山西经济结构调整和转型升级。公司作为子公司, 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。公司业务牌照齐全, 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, 目前山西证券拥有证券营业部78家, 其中山西省内48家。山西省内唯一的综合类证券公司, 公司多年来深耕山西市场, 注重与地方政策、经济、民生相融, 得益于山西省国家资源型经济转型综合配套改革, 供给侧结构性改革、国企改革等都为公司各项业务拓展提供广阔的空间。

投资建议: 公司业绩超预期, 投资收益大幅改善; 公司背靠地方金控平台, 受益国企改革。给予增持评级, 六个月目标价: 12 元/股。

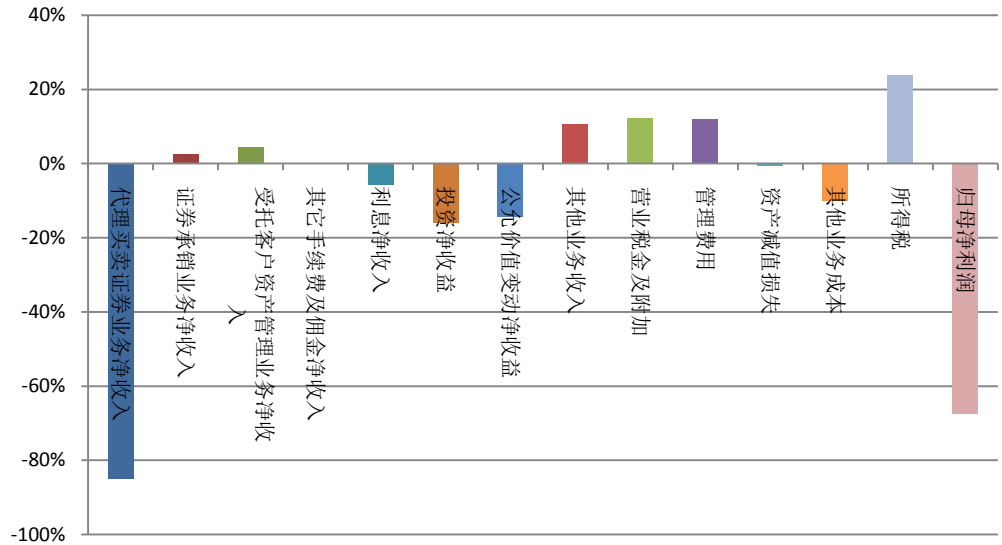
风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,346	3,188	3,766	3,807
净利润(百万元)	468	832	1,108	1,158
稀释每股收益(元)	0.17	0.29	0.39	0.41

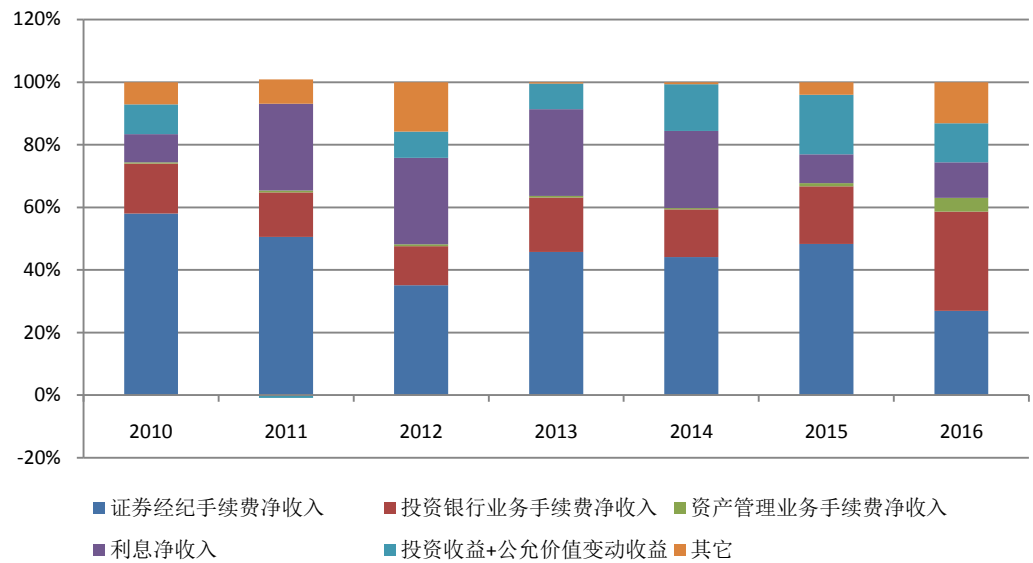
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 1: 山西证券 2016 年归母净利润变动归因分析



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 2: 山西证券历年收入结构



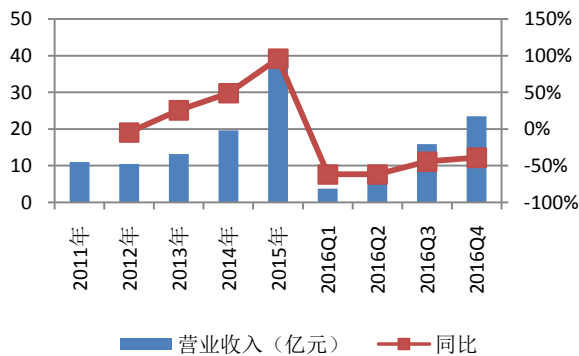
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

表 3: 山西证券 2016 年归母净利润变动归因分析

单位: 亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	14.39	4.68	-67.50%	-9.71	
代理买卖证券业务净收入	18.54	6.32	-65.94%	-12.23	-84.98%
证券承销业务净收入	7.08	7.45	5.21%	0.37	2.56%
受托客户资产管理业务净收入	0.39	1.01	159.04%	0.62	4.32%
利息净收入	3.50	2.66	-24.04%	-0.84	-5.85%
投资净收益	6.53	4.22	-35.34%	-2.31	-16.04%
公允价值变动净收益	0.80	-1.28	-260.08%	-2.08	-14.49%
其他业务收入	1.46	3.01	106.31%	1.55	10.78%
营业支出	18.41	16.47	-10.57%	-1.95	13.53%
税金及附加	2.37	0.62	-73.93%	-1.75	12.19%
管理费用	14.63	12.89	-11.87%	-1.74	12.07%
资产减值损失	0.04	0.14	252.34%	0.10	-0.67%
其他业务成本	1.38	2.82	104.93%	1.45	-10.05%
营业利润	19.97	6.99	-65.01%	-12.98	-90.22%
利润总额	20.04	7.08	-64.69%	-12.96	-90.10%
所得税	5.23	1.80	-65.54%	-3.43	23.81%
净利润	14.81	5.28	-64.39%	-9.54	-66.29%
归属于母公司所有者的净利润	14.39	4.68	-67.50%	-9.71	-67.50%

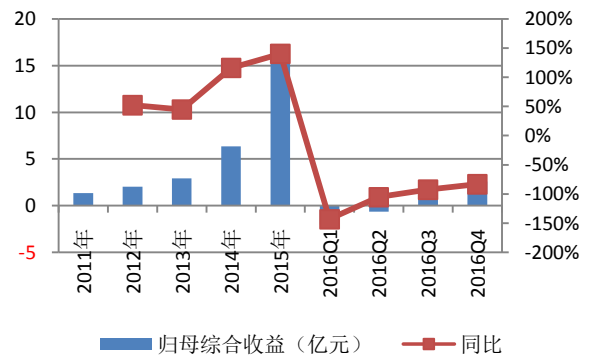
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 山西证券营业收入及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 山西证券归母综合收益及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表: 山西证券盈利预测表 20170425

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	19,432	13,808	14,706	14,964	13,810	营业收入	3,839	2,346	3,188	3,766	3,807
结算备付金	7,580	3,091	3,601	3,625	3,288	手续费及佣金净收入	2,608	1,484	1,624	1,719	1,812
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	1,854	632	697	813	929
融出资金	6,848	5,380	5,511	5,990	5,691	承销业务净收入	708	745	777	716	647
交易性金融资产	2,024	10,852	12,848	13,172	8,209	资管业务净收入	39	101	147	183	229
衍生金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	350	266	285	269	262
买入返售金融资产	3,596	6,407	4,491	4,491	4,491	投资净收益	733	294	1,185	1,667	1,600
应收款项	261	329	390	399	249	公允价值变动净收益	80	-128	-7	-10	-11
应收利息	132	343	407	417	260	其它	146	301	93	111	132
存出保证金	1,989	2,068	1,545	1,566	1,990	营业支出	1,841	1,647	1,937	2,101	2,066
可供出售金融资产	5,270	4,006	4,743	4,863	3,030	营业税金及附加	237	62	84	99	100
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	1,463	1,289	1,752	1,883	1,827
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	14	14	15	14
固定资产	340	324	306	291	278	其他业务成本	138	282	88	104	124
无形资产	97	105	112	120	128	营业利润	1,997	699	1,250	1,665	1,741
商誉	477	477	477	477	477	其他非经营损益	7	9	9	12	12
递延所得税资产	0	71	85	87	54	利润总额	2,004	708	1,259	1,677	1,753
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	523	180	320	427	446
其他资产	135	795	942	966	602	净利润	1,481	528	939	1,250	1,307
资产总计	48,181	48,058	50,162	51,428	42,555	少数股东损益	43	60	107	142	148
短期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1,439	468	832	1,108	1,158
应付短期融资款	3,509	4,807	4,710	4,850	2,617	主要财务比率					
拆入资金	1,915	3,000	2,940	3,027	1,633		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	0	220	215	222	120	成长能力					
衍生金融负债	0	0	0	0	0	营业收入增长率	95.92%	-38.89%	35.89%	18.15%	1.08%
卖出回购金融资产款	1,730	12,645	12,391	12,758	6,885	净利润增长率	145.41%	-67.50%	77.96%	33.16%	4.50%
代理买卖证券款	15,804	11,381	13,126	13,060	14,239	盈利能力					
应付职工薪酬	345	252	378	387	385	营业利润率	52.03%	29.79%	39.23%	44.20%	45.73%
应交税费	124	92	124	159	155	净利率	37.48%	19.94%	26.11%	29.43%	30.43%
应付款项	37	35	39	51	49	回报率分析					
应付利息	380	136	227	176	190	总资产收益率	3.80%	0.97%	1.69%	2.18%	2.46%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	14.44%	3.76%	6.65%	8.53%	8.56%
递延所得税负债	65	7	7	7	4	每股指标					
其他负债	4,061	755	740	762	411	EPS-摊薄(元)	0.51	0.17	0.29	0.39	0.41
负债合计	34,959	35,028	36,562	37,172	27,613	每股净资产(元)	5.00	4.34	4.50	4.69	4.88
股本	2,519	2,829	2,829	2,829	2,829	每股股利(元)	0.20	0.09	0.16	0.21	0.22
资本公积金	7,023	6,713	6,713	6,713	6,713	估值分析					
归母权益合计	12,587	12,278	12,742	13,256	13,793	市盈率	20.33	62.54	35.14	26.39	25.25
所有者权益合计	13,221	13,030	13,600	14,256	14,942	市净率	2.07	2.38	2.30	2.21	2.12
负债及股东权益总计	48,181	48,058	50,162	51,428	42,555	股息收益率	1.93%	0.87%	1.55%	2.06%	2.16%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。对证券、保险、信托、综合金融、跨界金融、金融科技有深入研究。

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。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。