2017 年 08 月 22 日
证券研究报告•2017 年半年报点评
山西证券（002500）非银金融

增持（首次）
当前价：11.62 元
目标价：13.30 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

受益投资向好，业绩逆势增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，报告期内实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 124.9%；实现归属于上市公司股东净利润 2.37 亿元，同比增长 30.9%；实现基本每股收益 0.08 元;加权平均净资产收益率 1.92%,较 2016 年同期上升 0.46 个百分点。
- **股东背景雄厚，业务牌照齐全。**公司控股股东是山西省金融投资控股集团有限公司，持股比例 30.42%。山西金控作为省属全牌照金融控股集团，定位为山西国有金融资本投资平台，主要通过投资控股、产业培育、资本整合，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，为省内客户提供一揽子综合金融服务。山西证券在发展过程中不断增加业务资格储备，旗下的子公司业务范围几乎覆盖了所有证券领域，能够为客户提供多样化的综合金融服务。
- **投资收益大增拉动业绩逆势上扬。**公司上半年营业收入翻番的主要原因有两方面：一是期货子公司格林大华报告期内开展现货交易，使营业收入和营业成本均大幅增长约 9 亿元；另一方面是公司上半年固定收益投资增速明显，拉动整体投资收益同比大增逾三倍达到 4.95 亿元，而这也是公司上半年业绩逆势上扬的主要动力。
- **投行业绩稳定，资管规模持续扩张。**公司营收结构中，扣除期货业务的交易型营收贡献，投行业务的营收贡献最高。在报告期内，公司投行业务实现营业收入 333.7 亿元，同比增长 5.8%，延续了稳定增长趋势。而公司资产管理业务注重规模扩张，上半年受托资产规模达到 338.88 亿元，同比大增 266%。其中，主要增量来自于定向资管产品，占比超过 90%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元、0.26 元，未来三年归母净利润将保持 16%的复合增长率，参照公司历史估值水平给予公司 2017 年 70 倍估值，对应目标价 13.30 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场行情或低于预期，公司子公司业绩或低于预期。

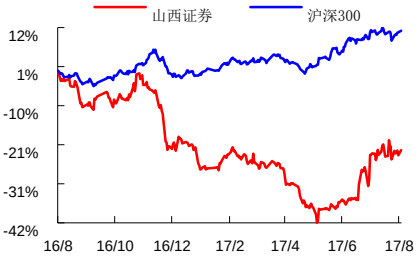
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2345.63	4144.67	4632.20	5237.85
增长率	-38.89%	76.70%	11.76%	13.07%
归属母公司净利润（百万元）	467.69	541.93	619.03	732.01
增长率	-67.50%	15.88%	14.23%	18.25%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.19	0.22	0.26
净资产收益率 ROE	3.99%	4.43%	4.59%	4.85%
PE	68	61	53	45
PB	2.52	2.36	2.14	1.98

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郎达群
执业证号：S1250517070003
电话：010-57758623
邮箱：ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.29
流通 A 股(亿股)	28.29
52 周内股价区间(元)	8.68-14.95
总市值(亿元)	328.70
总资产(亿元)	508.79
每股净资产(元)	4.40

相关研究

关键假设：

假设 1：公司经纪业务市场份额基本保持稳定，2017-2019 年公司的股基成交量增速分别为-10%、21%、11%；对应的佣金费率水平分别为 0.042%、0.038%、0.038%。

假设 2：自营投资业务受益于股票和债券市场行情回暖，再加上 2016 年的低基数因素影响，预计 2017 年将大幅增长超过 150%，此后考虑到投资资产的增加和投资能力的提升，大概率延续 20%左右的平均增速。

假设 3：投行业务延续稳健增长趋势，在 IPO 常态化发行的节奏下预计 2017-2019 年的股票融资额分别达到 894 亿元、1162 亿元、1510 亿元；债券融资额保持 30%的复合增长速度。

假设 4：在金融去杠杆的政策环境下，公司资产管理业务的规模扩张速度将在短期内放缓，但从长期发展来看，仍可以保持较快增速。预计 2017-2019 年的资管业务管理费增速将分别为 4%、21%、39%，成为公司未来新的盈利增长点。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入增速如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
证券经纪业务	收入	631.59	442.11	486.32	534.95
	增速	-65.94%	-30%	10.00%	10.00%
	收入贡献比	27%	11%	10%	10%
证券自营业务	收入	294	787	975	1,190
	增速	-59.91%	167.88%	23.81%	22.05%
	收入贡献比	13%	19%	21%	23%
资产管理业务	收入	101	105	127	177
	增速	159.04%	4.00%	20.68%	39.47%
	收入贡献比	4%	3%	3%	3%
投资银行业务	收入	745	904	1,078	1,195
	增速	5.21%	21.35%	19.31%	10.82%
	收入贡献比	32%	22%	23%	23%
期货经济业务	收入	574	1,906	1,965	2,140
	增速	13.93%	232.10%	3.12%	8.91%
	收入贡献比	24%	46%	42%	41%
合计	收入	2,346	4,145	4,632	5,238
	增速	-38.89%	76.70%	11.76%	13.07%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2345.63	4144.67	4632.20	5237.85
手续费及佣金净收入	1483.57	1451.43	1691.94	1907.49
代理买卖证券业务净收入	631.59	442.11	486.32	534.95
证券承销业务净收入	744.93	903.98	1078.50	1195.24
受托客户资产管理业务净收入	101.29	105.34	127.12	177.30
利息净收入	266.20	74.81	42.80	121.78
投资净收益	422.28	687.46	824.95	989.94
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-128.32	100.00	150.00	200.00
汇兑净收益	1.03	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	300.88	1830.97	1922.51	2018.64
二、营业支出	1646.78	3393.51	3800.01	4270.43
营业税金及附加	61.81	41.45	46.32	52.38
管理费用	1289.07	1546.89	1856.27	2227.52
资产减值损失	13.50	8.67	11.08	9.87
其他业务成本	282.39	1796.51	1886.34	1980.65
三、营业利润	698.84	751.15	832.19	967.42
加：营业外收入	17.17	23.05	26.57	31.12
减：营业外支出	8.36	13.85	15.88	18.35
四、利润总额	707.65	760.35	842.88	980.20
所得税率	0.25	0.24	0.24	0.24
减：所得税	180.08	182.48	202.29	235.25
五、净利润	527.58	577.87	640.59	744.95
减：少数股东损益	59.89	35.93	21.56	12.94
归属于母公司所有者的净利润	467.69	541.93	619.03	732.01
财务分析指标	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
成长能力				
营业利润增长率	-65.01%	7.49%	10.79%	16.25%
净利润增长率	-64.39%	9.53%	10.85%	16.29%
获利能力				
ROE	3.99%	4.43%	4.59%	4.85%
ROA	1.10%	1.11%	1.10%	1.20%
资本结构				
资产负债率	72.89%	73.21%	73.57%	73.34%
每股指标				
每股收益	0.17	0.19	0.22	0.26
每股净资产	4.61	4.93	5.43	5.87

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	13807.75	13744.50	15118.95	16328.46
其中：客户资金存款	8703.94	5780.24	7877.25	8401.78
结算备付金	3091.30	2437.00	3924.32	5387.58
其中：客户备付金	1918.93	1451.11	2182.50	2219.16
融出资金	5380.00	5143.61	6501.13	6340.54
交易性金融资产	10852.32	14193.84	14113.83	15095.91
买入返售金融资产	6406.77	9055.51	9508.28	9983.70
应收款项	329.03	227.31	238.68	250.61
应收利息	343.41	470.48	499.56	524.54
存出保证金	2067.58	3129.52	2820.84	3048.95
可供出售金融资产	4006.44	1855.51	3528.48	3344.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	324.34	327.75	362.19	376.16
无形资产	104.89	100.44	111.81	116.81
商誉	476.94	502.20	538.85	563.86
递延所得税资产	71.44	52.86	55.32	62.91
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	48057.68	52038.78	58073.46	62272.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付短期融资款	4806.76	1922.70	769.08	793.40
拆入资金	3000.00	4000.00	4500.00	4000.00
交易性金融负债	219.82	4000.00	4400.00	4840.00
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	12644.94	15806.18	17386.80	19125.48
代理买卖证券款	11381.27	8535.95	10926.02	12018.62
应付职工薪酬	251.76	302.11	362.53	435.04
应付款项	35.06	24.54	29.80	27.17
应付利息	136.07	48.60	28.93	77.91
应付债券	1697.80	2716.48	2988.13	3286.94
其他负债	755.45	679.90	1268.57	986.83
负债合计	35027.77	38095.02	42726.27	45668.41
股本	2828.73	2828.73	2828.73	2828.73
资本公积金	6713.30	6713.30	8055.96	8861.55
盈余公积金	436.40	977.42	722.29	871.38
未分配利润	1409.50	1515.22	1628.86	1751.02
归属于母公司所有者权益合计	12278.08	12978.92	14308.17	15426.01
所有者权益合计	13029.91	13943.76	15347.19	16604.31

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn