

山西证券 (002500)

公司研究/简评报告

净利增长逾三成，自营提高业绩弹性

—山西证券 2017 年半年报点评

简评报告/非银行金融

2017 年 08 月 22 日

一、事件概述

山西证券发布 2017 年半年度报告：公司 2017 年上半年实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 124.86%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 30.9%；EPS 为 0.0839 元/股。

二、分析与判断

➤ 投资高弹性、投行多储备，净利增长逾三成

上半年，公司营收增长 124.87%，增幅远超行业平均。归因于：1、低基数效应及资本市场回暖影响，自营收入同比增长 21.3 倍至 14.61 亿元；2、发挥区位优势，储备项目持续释放业绩，投行收入同比增加 5.79%；3、经纪业务转型财富管理，子公司格林大华加快转型、整合资源。

➤ 自营收入占比近六成，股债双回暖增加业绩弹性

上半年，自营业务受资本市场回暖、子公司开展现货交易影响，收入占比提升 58.3 个百分点至 63.93%，收入贡献跃居首位。经纪、投行、期货、资管收入占比分别下降 33.7、12.5、8.0、4.2 个百分点。其中，投行业务区域与品牌优势稳固，报告期内完成项目 19 个，收入占比虽由去年同期的 27.07% 降至 14.6%，但收入贡献仍保持第二；经纪业务受市场交易量萎缩、佣金率下滑以及公司主动转型财富管理影响，收入占比降至 13.93%。在股债双回暖趋势下，公司业绩弹性大幅增加。

➤ 背靠山西金控，受益国企改革，业务发展空间广阔

公司控股股东山西金控，是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，战略资源丰富。公司作为山西省内唯一的综合类证券公司，可与其旗下平台公司联动合作，发挥协作效应。受益于山西省资源型经济转型及供给侧改革深化，以及下半年国企改革加速，公司经纪、投行、自营业务的品牌优势将进一步深化。

➤ 设立另类投资子公司，业务边界再拓宽

8 月 18 日，公司董事会会议同意出资 10 亿元人民币设立另类投资子公司山证创新，有利于公司形成多品种、多策略、跨市场的投资业务模式，拓宽投资业务边界。

三、盈利预测与投资建议

背靠山西金控，战略资源丰富，受益地方国企改革；投资业务增加业绩高弹性，投行储备项目释放推动业绩增长。我们看好公司未来发展，预计山西证券 2017-2019 年 BVPS4.5/4.7/5.0 元，对应 PB 分别为 2.6、2.4 和 2.3 倍，给予强烈推荐评级。

四、风险提示：

1、资本市场大幅波动；2、公司业务发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（亿元）	23.46	42.19	46.47	50.59
增长率（%）	(38.89)	79.87	10.14	8.86
归属母公司股东净利润（亿元）	4.68	5.74	6.82	8.81
增长率（%）	(67.49)	22.68	18.94	29.06
每股收益（元）	0.17	0.20	0.24	0.31
PE（现价）	69.73	56.84	47.79	37.03
PB	2.66	2.56	2.43	2.29

资料来源：公司公告，民生证券研究院

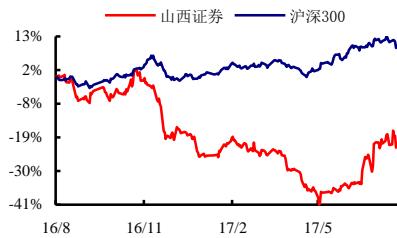
强烈推荐 首次评级

合理估值： 13.9—15.7 元

交易数据 2017-8-21

收盘价（元）	11.62
近 12 个月最高/最低	14.95/8.68
总股本（百万股）	2,829
流通股本（百万股）	2,829
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	329
流通市值（亿元）	329

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：周晓萍

执业证号： S0100115090033

电话： 010-85127528

邮箱： zhouxiaoping@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E	项目 (亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23.5	42.2	46.5	50.6	货币资金	138.1	104.4	110.0	109.6
手续费及佣金净收入	14.8	15.6	17.2	17.9	结算备付金	30.9	45.2	52.0	57.2
其中：代理买卖证券业务净收入	6.3	4.2	5.1	4.7	融出资金	53.8	59.2	65.5	72.4
证券承销业务净收入	7.4	8.2	8.8	9.4	交易性金融资产	108.5	113.9	119.6	125.6
受托客户资产管理业务净收入	1.0	1.1	1.2	1.5	买入返售金融资产	64.1	70.5	84.6	101.5
利息净收入	2.7	4.9	5.3	5.9	可供出售金融资产	40.1	48.2	57.8	69.4
投资收益及公允价值变动净收益	2.9	11.2	10.2	10.4	存出保证金	20.7	22.5	24.7	27.1
营业支出	16.5	34.0	36.5	37.6	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
营业税金及附加	0.6	2.0	2.1	2.0	资产总计	480.6	505.6	558.0	609.3
管理费用	12.9	19.0	25.6	27.8	拆入资金	30.0	34.5	38.2	42.2
营业利润	7.0	8.2	10.0	12.9	卖出回购金融资产款	126.4	137.9	150.9	165.8
营业外净收入	0.1	0.1	0.1	0.1	代理买卖证券款	113.8	109.5	130.9	144.0
利润总额	7.1	8.3	10.1	13.0	负债合计	350.3	369.7	414.8	457.0
所得税	1.8	1.8	2.4	3.1	股本	28.3	28.3	28.3	28.3
净利润	5.3	6.4	7.7	9.9	归属于母公司所有者权益	122.8	127.6	134.1	142.2
归属于母公司所有者的净利润	4.7	5.7	6.8	8.8	少数股东权益	7.5	8.2	9.1	10.2
少数股东损益	0.6	0.7	0.8	1.1	负债和所有者权益合计	480.6	505.6	558.0	609.3

盈利预测及财务指标					盈利预测及财务指标				
项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E	项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (亿元)	23.46	42.19	46.47	50.59	每股收益	0.17	0.20	0.24	0.31
增长率 (%)	(38.89)	79.87	10.14	8.86	每股净资产	4.34	4.51	4.74	5.03
归属于母公司股东净利润 (亿元)	4.68	5.74	6.82	8.81	PE	69.73	56.84	47.79	37.03
增长率 (%)	(67.49)	22.68	18.94	29.06	PB	2.66	2.56	2.43	2.29
ROA (%)	1.10	1.31	1.44	1.70	ROE (%)	3.76	4.58	5.22	6.38

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

周晓萍，中级经济师，西安交通大学经济学硕士，曾任职于经济研究机构、大型国企战略与发展部，负责宏观经济及行业研究。2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。