

## 山西证券（002500）

公司研究/简评报告

# 自营+期货驱动营收，业绩同比增长显著

—山西证券第三季度报告点评

简评报告/非银行金融

2017年10月24日

### 一、事件概述

10月24日山西证券发布2017年第三季度报告，前三季度实现营业总收入34亿元，同比增长113.72%。累积实现归母净利润3.79亿元，同比17.02%，EPS为0.13元/股。

### 二、分析与判断

#### ➤ 公司营收同比大幅增长，得益于公司其他类和自营业务收入提升

公司2017年营业收入保持高速增长，当季营业收入实现13.02亿元，同比增长97.91%。累计实现归母净利润3.79亿元，同比增长17.02%。收入增长原因：公司实现投资收益7.65亿元，同比增长189.02%；其他业务收入16.93亿元，同比增长903.93%。

#### ➤ 公司业绩表现优于行业，净利润环比增长超四成

1-9月29家上市券商整体累计营收同比下降3%，公司累计同比113.72%表现优于行业水平。公司单季营收实现13亿元，环比增长3.17%。业务结构方面，第三季度（7-9月）其他业务收入7.78亿元，占比60%，其次是自营业务收入2.7亿元，占比20.77%，经纪业务收入1.4亿元、投行业务1.2亿元、资管0.11亿元、基金管理0.15亿元，两融及股权质押收入212.2万元。公司单季实现归母净利润1.42亿元，同比-0.62%，环比增长46.39%。

#### ➤ 其他业务收入占总营收近六成，期货子公司现货业务贡献增长

子公司格林大华业务转型成效显著，推动其他业务收入大幅增长，上半年公司对格林大华增资0.9亿元成为全资子公司，当年业绩回报显著，仓单业务收入持续大幅增长。前三季度其他业务收入累计同比增长超9倍，单季度实现收入达到7.78亿元，超过营收半数。

### 三、盈利预测与投资建议

预计公司2017-2019年收入为42.2、46.5、50.6亿元，增长率为79.87%、10.14%、8.86%，归属净利润为5.74、6.82、8.81亿元，增长率为22.68%、18.94%、29.06%，EPS为0.20、0.24、0.31元/股，对应PB为2.3、2.19、2.06，予以强烈推荐。

### 四、风险提示：

归母净利润不及预期；业务收入增加不及预期；市场波动超出预期等。

#### 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  |
| 归属于母公司股东净利润（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            | 0.17  | 0.20  | 0.24  | 0.31  |
| PE              | 62.66 | 51.08 | 42.94 | 33.27 |
| PB              | 2.39  | 2.30  | 2.19  | 2.06  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

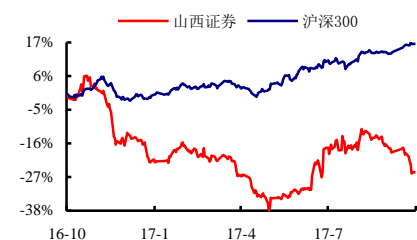
**强烈推荐** 维持评级

合理估值：10.65—12.53元

#### 交易数据 2017-10-23

|            |            |
|------------|------------|
| 收盘价（元）     | 10.36      |
| 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）    | 293        |
| 流通市值（亿元）   | 293        |

#### 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

1.山西证券(002500):净利增长逾三成，自营提高业绩弹性

## 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        |
| <b>营业收入</b>     | <b>23.5</b> | <b>42.2</b> | <b>46.5</b> | <b>50.6</b> | 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         | <b>资产总计</b>       | <b>480.6</b> | <b>505.6</b> | <b>558.0</b> | <b>609.3</b> |
| 管理费用            | 12.9        | 19.0        | 25.6        | 27.8        | 拆入资金              | 30.0         | 34.5         | 38.2         | 42.2         |
| <b>营业利润</b>     | <b>7.0</b>  | <b>8.2</b>  | <b>10.0</b> | <b>12.9</b> | 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        |
| <b>利润总额</b>     | <b>7.1</b>  | <b>8.3</b>  | <b>10.1</b> | <b>13.0</b> | <b>负债合计</b>       | <b>350.3</b> | <b>369.7</b> | <b>414.8</b> | <b>457.0</b> |
| 所得税             | 1.8         | 1.8         | 2.4         | 3.1         | 股本                | 28.3         | 28.3         | 28.3         | 28.3         |
| <b>净利润</b>      | <b>5.3</b>  | <b>6.4</b>  | <b>7.7</b>  | <b>9.9</b>  | 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         | <b>负债和所有者权益合计</b> | <b>480.6</b> | <b>505.6</b> | <b>558.0</b> | <b>609.3</b> |

| 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        | 62.66 | 51.08 | 42.94 | 33.27 |
| 增长率 (%)          | 67.49 | 22.68 | 18.94 | 29.06 | PB        | 2.39  | 2.30  | 2.19  | 2.06  |
| 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 指数涨跌幅为基准。 | 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                                       |      |                             |
| 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 指数涨跌幅为基准。 | 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资目标、财务状况或需要。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。