

分析师: 张洋  
登记编码: S0730516040002  
zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

发力机构经纪, 区域投行优势明显, 资管快速发展

——山西证券(002500) 2023 年年报及 2024 年一季报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2024-04-30)

发布日期: 2024 年 05 月 03 日

收盘价(元)	5.25
一年内最高/最低(元)	6.98/4.61
沪深 300 指数	3,604.39
市净率(倍)	1.05
总市值(亿元)	188.46
流通市值(亿元)	188.46

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	4.99
总资产(亿元)	793.89
所有者权益(亿元)	179.13
净资产收益率(%)	0.89
总股本(亿股)	35.90
H 股(亿股)	0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券、聚源

相关报告

联系人: 马蕊琦  
电话: 021-50586973  
地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼  
邮编: 200122

**2023 年年报及 2024 年一季报概况:**山西证券 2023 年实现营业收入 34.71 亿元, 同比-16.58%; 实现归母净利 6.20 亿元, 同比+7.88%; 加权平均净资产收益率 3.53%, 同比+0.21 个百分点。2023 年拟 10 派 0.90 元(含税)。24Q1 实现营业收入 6.31 亿元, 同比-44.64%; 实现归母净利润 1.59 亿元, 同比-36.72%。

**点评:** 1.23 年财富管理客户数及资产量双增, 发力机构经纪业务, 经纪业务手续费净收入同比-15.75%, 24Q1 同比基本持平。2.23 年股权融资规模降幅较大, 各类债券承销金额实现较大幅度增长, 合并口径投行业务手续费净收入同比-5.74%, 24Q1 同比-35.53%。3.23 年券商私募资管规模保持增长, 券商公募规模实现较大幅度增长, 合并口径资管业务手续费净收入同比+19.51%, 24Q1 同比+55.56%。4.23 年权益自营降低组合波动, 固收自营投资收益率保持较高水平, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比+20.80%, 24Q1 同比-42.28%。5.23 年两融余额小幅回升, 股票质押规模小幅回落, 合并口径利息净收入同比-322.58%, 24Q1 同比-12.82%。

**投资建议:**2023 年公司发力机构经纪, 经纪业务手续费净收入虽有回落但优于行业; 债券承销规模大幅增长有效对冲了股权融资规模的下滑; 资管公募规模高速扩容, 资管业务手续费净收入持续增长。24Q1 受市场因素影响, 公司经营业绩出现波动, 但投资收益(含公允价值变动)在中小券商中的稳定性相对较强。公司深耕山西, 区域投行优势地位明显, FICC 业务已具备一定行业影响力, 资管业务快速发展, 已逐步探索并形成基于自身资源禀赋的差异化竞争力。预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.15 元、0.18 元, BVPS 分别为 5.04 元、5.18 元, 按 4 月 30 日收盘价 5.25 元计算, 对应 P/B 分别为 1.04 倍、1.01 倍, 首次覆盖给予“增持”的投资评级。

**风险提示:** 1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2.市场波动风险; 3.资本市场改革的政策效果不及预期

	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入(亿元)	41.61	34.71	29.72	35.86
增长比率	4%	-17%	-14%	21%
归母净利(亿元)	5.74	6.20	5.38	6.56
增长比率	29%	8%	-13%	22%
EPS(元)	0.16	0.17	0.15	0.18
市盈率(倍)	33.72	36.17	35.00	29.17
BVPS(元)	4.85	4.94	5.04	5.18
市净率(倍)	1.10	1.11	1.04	1.01

资料来源: Wind、中原证券

## 山西证券 2023 年年报及 2024 年一季报概况：

山西证券 2023 年实现营业收入 34.71 亿元，同比-16.58%；实现归母净利润 6.20 亿元，同比+7.88%；基本每股收益 0.17 元，同比+6.25%；加权平均净资产收益率 3.53%，同比+0.21 个百分点。2023 年拟 10 派 0.90 元（含税），分派红利总额占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率为 52.13%。

根据中国证券业协会的统计，2023 年证券行业共实现营业收入 4059.02 亿元，同比+2.77%；共实现净利润 1378.33 亿元，同比-3.14%。山西证券 2023 年归母净利增速优于行业均值。

山西证券 2024 年一季度实现营业收入 6.31 亿元，同比-44.64%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比-36.72%。24Q1 山西证券经营业绩增速低于上市券商均值（43 家单一证券业务上市券商 24Q1 营收-21.55%，归母净利-31.69%）。

### 点评：

#### 1.23 年投资收益（含公允价值变动）占比明显提高、其他收入占比明显下降

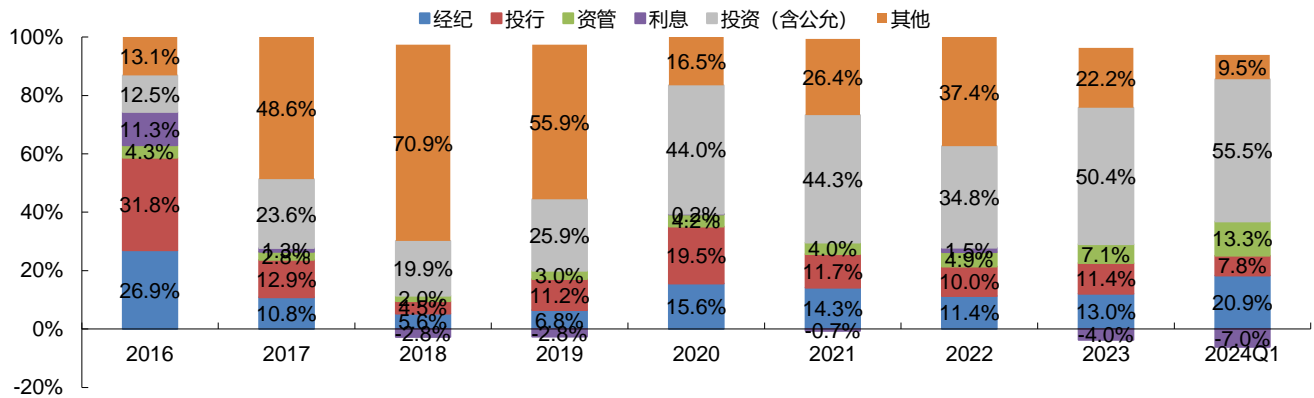
2023 年公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 13.0%、11.4%、7.1%、-4.0%、50.4%、22.2%，2022 年分别为 11.4%、10.0%、4.9%、1.5%、34.8%、37.4%。

2023 年公司经纪、投行、资管、投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，利息、其他收入占比出现下降。其中，投资收益（含公允价值变动）占比明显提高、其他收入占比明显下降。

根据公司 2023 年年报披露的相关信息，报告期内公司其他收入主要为仓单业务收入、固定资产出租收入，本期合计为 5.99 亿元，同比-58.58%。

24Q1 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 20.9%、7.8%、13.3%、-7.0%、55.5%、9.5%。其中，经纪、资管、投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，投行、利息、其他收入占比出现下降。

图 1: 2016-2024Q1 公司收入结构



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入等

### 2.23 年财富管理客户数及资产量双增，发力机构经纪业务

2023 年公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 4.52 亿元，同比-4.44%。

报告期内公司财富管理业务推进买方投顾转型、理顺获客机制、发力机构经纪、提高金融科技能力，客户数同比+11.33%，AUM 资产同比+28.32%。

代销金融产品业务方面，报告期内公司丰富产品货架，完成“公募 50”产品池建设及“私募 30”产品池优化，根据基金业协会数据，公司非货公募基金保有规模同比+62.35%，行业排名第 28 位。

机构经纪业务方面，报告期内公司以公募券结、私募孵化、债券经纪为抓手打造机构经纪服务生态，专业机构客户数同比+71.38%，专业机构 AUM 资产同比+137.27%。

期货经纪业务方面，报告期内公司实现期货经纪业务净收入 1.31 亿元，同比-12.65%。

24Q1 公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 1.32 亿元，同比基本持平，优于上市券商均值（43 家单一证券业务上市券商 24Q1 经纪业务手续费净收入同比-9.26%）。

### 3.23 年股权融资规模降幅较大，各类债券承销金额实现较大幅度增长

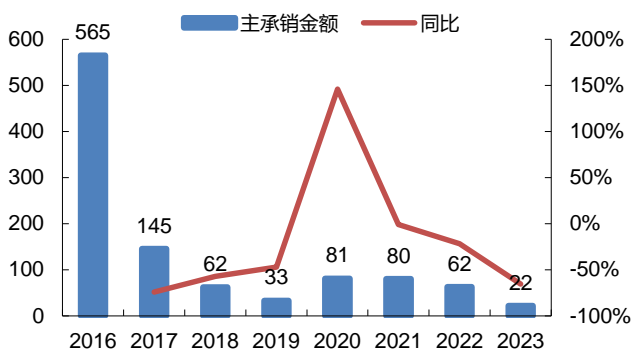
2023 年公司实现合并口径投行业务手续费净收入 3.94 亿元，同比-5.74%。

股权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内公司投行子公司中德证券（持股 66.7%）股权融资承销金额（包括首发、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）21.51 亿元，同比-65.53%。根据 Wind 的统计，截至 2024 年 4 月 30 日，中德证券 IPO 项目储备 2 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 43 位。

债权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内中德证券合计承销各类债券 811.97 亿元，同比+143.69%。公司山西省内公司（企业）债券承销规模连续四年（2020-2023）位列券商第 1 名，山西省地方政府债承销规模连续两年（2022-2023）位列券商第 1 名及近三年（2021-2023）累计承销规模位列券商第 1 名。

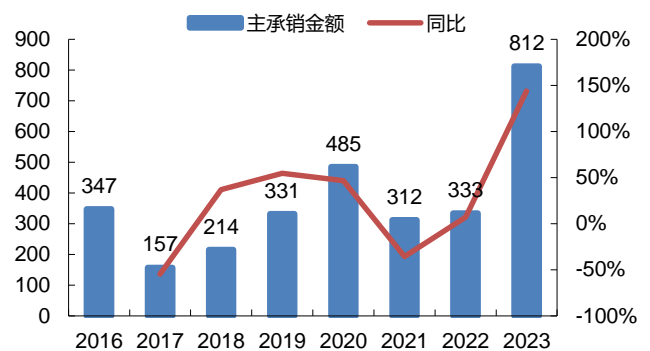
24Q1 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 0.49 亿元，同比-35.53%，与上市券商均值基本持平（43 家单一证券业务上市券商 24Q1 投行业务手续费净收入同比-35.89%）。根据 Wind 的统计，24Q1 公司股权融资规模为 1.47 亿元，上年同期未落地股权项目；各类债券承销金额同比+21.08%。

图 2：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

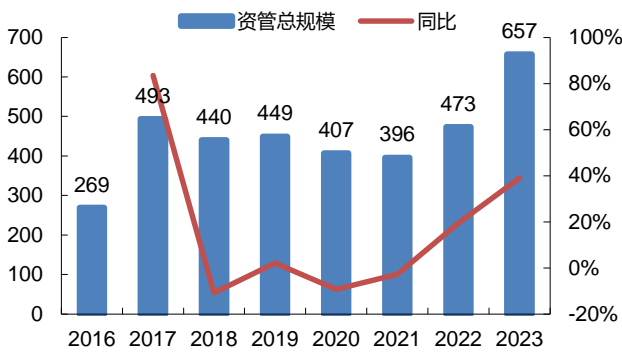
#### 4.23 年券商私募资管规模保持增长，券商公募规模实现较大幅度增长

2023 年公司实现合并口径资管业务手续费净收入 2.45 亿元，同比+19.51%。

券商资管业务方面，报告期内公司全资子公司山证资管强化固收及“固收+”核心能力建设，产品业绩表现良好；不断完善现金管理类产品序列；积极拓展利率债和高评级信用债为主的机构业务。截至报告期末，山证资管管理规模 657.48 亿元，同比+39.06%；其中，私募资管规模、券商公募规模分别为 357.85 亿、299.63 亿，同比分别+61.51 亿、+123.16 亿。

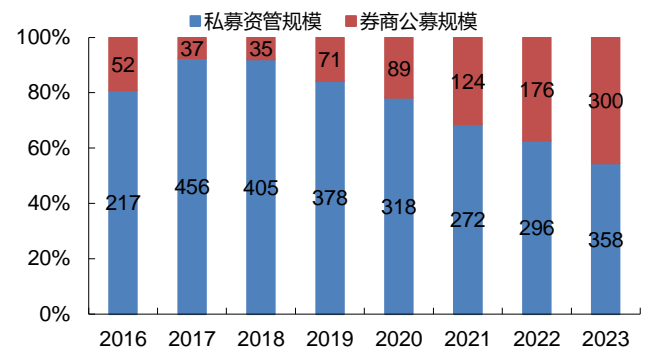
24Q1 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 0.84 亿元，同比+55.56%，优于上市券商均值（43 家单一证券业务上市券商 24Q1 资管业务手续费净收入同比-2.15%）。

图 4：公司券商资管规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 5：公司券商资管业务结构（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

### 5.23 年权益自营降低组合波动，固收自营投资收益率保持较高水平

2023 年公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）17.48 亿元，同比+20.80%。

权益类自营业务方面，报告期内公司梳理优化权益投资板块，调整团队配置，提升自营权益类投资能力，降低组合波动。

固收类自营业务方面，报告期内公司聚焦做市、销售交易等优势主业，优化投资研究体系建设，投资收益率保持较高水平。

私募基金业务方面，报告期内公司全资子公司山证投资实现营业收入 0.61 亿元，同比-16%；实现净利润 0.22 亿元，同比-49%。

另类投资业务方面，报告期内公司全资子公司山证创新实现营业收入 2.04 亿元，同比+53%；实现净利润 1.45 亿元，同比+61%。

24Q1 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）3.50 亿元，同比-42.28%，低于上市券商均值（43 家单一证券业务上市券商 24Q1 投资收益+公允价值变动同比-34.34%）。

### 6.23 年两融余额小幅回升，股票质押规模小幅回落

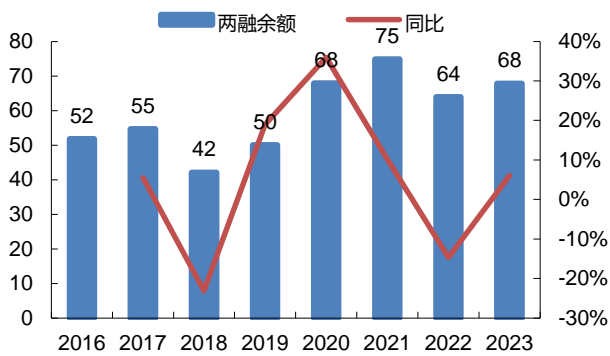
2023 年公司实现合并口径利息净收入-1.38 亿元，同比-322.58%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 67.74 亿元，同比+6.09%。

股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押业务规模为 11.52 亿元，同比-19.55%。

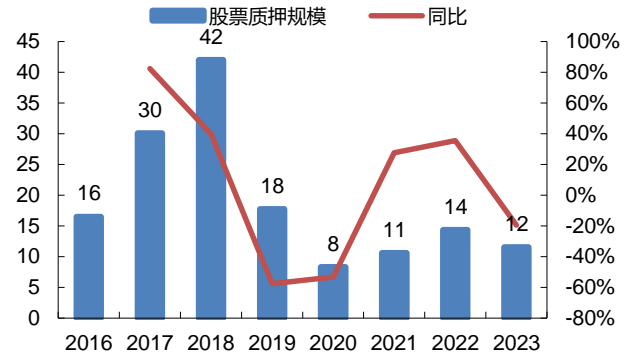
24Q1 公司实现合并口径利息净收入-0.44 亿元，同比-12.82%。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 7：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

## 投资建议

2023 年公司发力机构经纪，经纪业务手续费净收入虽有回落但优于行业；债券承销规模大幅增长有效对冲了股权融资规模的下滑；资管公募规模高速扩容，资管业务手续费净收入持续增长。24Q1 受市场因素影响，公司经营业绩出现波动，但投资收益（含公允价值变动）在中小券商中的稳定性相对较强。公司深耕山西，区域投行优势地位明显，FICC 业务已具备一定行业影响力，资管业务快速发展，已逐步探索并形成基于自身资源禀赋的差异化竞争力。

预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.15 元、0.18 元，BVPS 分别为 5.04 元、5.18 元，按 4 月 30 日收盘价 5.25 元计算，对应 P/B 分别为 1.04 倍、1.01 倍，首次覆盖给予“增持”的投资评级。

**风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期**

**财务报表预测和估值数据汇总**
**表 1: 资产负债表预测 (亿元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>资产:</b>	<b>829.09</b>	<b>775.90</b>	<b>820.07</b>	<b>888.77</b>
货币资金	246.93	222.20	233.31	244.98
融出资金	64.15	67.64	64.26	70.69
金融投资	341.17	372.76	391.40	430.54
买入返售金融资产	53.00	19.16	28.74	31.61
应收利息及款项	1.08	1.20	1.08	1.19
长期股权投资	2.85	3.24	3.40	3.57
固定及无形资产	5.75	6.11	6.42	6.74
商誉	4.77	4.77	4.77	4.77
其他资产合计	109.39	78.81	86.69	94.68
<b>负债:</b>	<b>650.66</b>	<b>594.37</b>	<b>634.96</b>	<b>698.46</b>
流动负债	162.37	138.04	128.08	140.89
交易性金融负债	43.58	15.12	42.60	46.86
卖出回购金融资产款	67.75	102.78	118.20	130.02
代理买卖证券款	186.44	145.87	167.75	184.53
应付款项	11.50	5.44	4.90	5.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	157.93	158.09	150.19	165.21
其他负债	21.10	29.05	23.24	25.56
<b>所有者权益:</b>	<b>178.43</b>	<b>181.53</b>	<b>185.11</b>	<b>190.31</b>
股本	35.90	35.90	35.90	35.90
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金	97.23	97.23	97.23	97.23
库存股	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
存留收益	24.10	26.51	28.63	31.49
一般风险准备	16.71	17.82	19.25	21.18
少数股东权益	4.49	4.06	4.10	4.51

资料来源: Wind、中原证券

**表 2：利润表预测（亿元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>营业收入：</b>	<b>41.61</b>	<b>34.71</b>	<b>29.72</b>	<b>35.86</b>
手续费及佣金净收入	12.67	12.51	12.59	14.59
其中：经纪业务	4.73	4.52	4.75	5.23
投行业务	4.18	3.94	2.76	3.59
资管业务	2.05	2.45	3.43	4.12
利息净收入	0.62	-1.38	-1.52	-0.15
投资收益（含公允）	14.47	17.48	12.24	14.69
其他收入	13.85	6.10	6.41	6.73
<b>营业支出：</b>	<b>34.92</b>	<b>27.02</b>	<b>23.76</b>	<b>27.68</b>
管理费用	19.14	20.49	17.54	21.16
其他成本	15.78	6.53	6.22	6.53
<b>营业外收入：</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>(0.00)</b>
<b>利润总额：</b>	<b>6.68</b>	<b>7.68</b>	<b>5.96</b>	<b>8.18</b>
所得税	1.01	1.76	0.90	1.87
<b>净利润：</b>	<b>5.67</b>	<b>5.92</b>	<b>5.06</b>	<b>6.31</b>
少数股东损益	(-0.08)	(-0.28)	(-0.32)	(-0.25)
<b>归母净利：</b>	<b>5.74</b>	<b>6.20</b>	<b>5.38</b>	<b>6.56</b>

资料来源：Wind、中原证券

**表 3：每股指标与估值**

	2022A	2023A	2024E	2025E
EPS	0.16	0.17	0.15	0.18
ROE（加权）	3.32%	3.53%	3.00%	3.58%
BVPS	4.85	4.94	5.04	5.18
P/E	33.72	36.17	35.00	29.17
P/B	1.10	1.11	1.04	1.01

资料来源：Wind、中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。