

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

## 经纪业务逆市增长, 资管业务快速发展

——山西证券(002500)2024 年中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

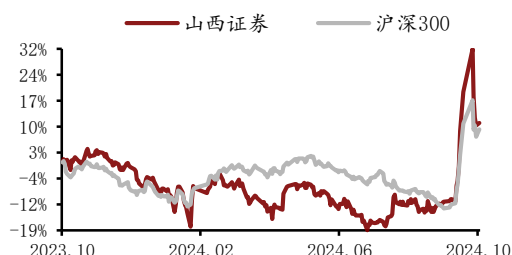
#### 市场数据(2024-10-14)

收盘价(元)	6.12
一年内最高/最低(元)	7.26/4.47
沪深 300 指数	3,961.34
市净率(倍)	1.24
总市值(亿元)	219.69
流通市值(亿元)	219.69

#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	4.93
总资产(亿元)	790.01
所有者权益(亿元)	177.07
净资产收益率(%)	1.79
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: 聚源、中原证券研究所

#### 相关报告

《山西证券(002500)年报点评: 发力机构经纪, 区域投行优势明显, 资管快速发展》

2024-05-06

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 10 月 15 日

**2024 年中报概况:**山西证券 2024 年上半年实现营业收入 14.00 亿元, 同比-26.00%; 实现归母净利润 3.19 亿元, 同比-17.96%; 基本每股收益 0.09 元, 同比-18.18%; 加权平均净资产收益率 1.79%, 同比-0.42 个百分点。2024 年半年度不分配、不转增。

**点评:** 1.2024H 公司经纪、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。2.代买、席位、代销净收入同比均实现增长, 合并口径经纪业务手续费净收入同比+13.96%。3.股权融资规模受整体环境影响降幅较大, 债权融资规模保持相对稳定, 合并口径投行业务手续费净收入同比-25.16%。4.券商公募规模稳中有升, 合并口径资管业务手续费净收入同比+31.97%。5.权益自营压缩方向敞口, 构建低波动、低回撤的投资策略, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比-25.90%。6.两融余额随市出现回落, 股票质押规模保持稳定, 合并口径利息净收入同比亏损收窄。

**投资建议:**报告期内公司代买、席位、代销净收入同比均实现增长, 推动经纪业务手续费净收入逆市增长; 资管业务以固收+为重点, 持续优化产品体系和销售体系, 手续费净收入保持快速增长; 投行业务受市场环境有所波动, 但债权融资业务山西省内份额稳固; 权益自营压缩方向敞口, 预计对整体业绩形成一定压力。公司近年来在经纪、投行、资管等主要业务领域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 0.16 元、0.18 元, BVPS 分别为 5.04 元、5.18 元, 按 10 月 14 日收盘价 6.12 元计算, 对应 P/B 分别为 1.21 倍、1.18 倍, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示:** 1.固收市场波动导致公司业绩改善的程度不及预期; 2.股价短期波动风险; 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	28.73	32.19
增长比率	4%	-17%	-17%	12%
归母净利(亿元)	5.74	6.20	5.66	6.38
增长比率	29%	8%	-9%	13%
EPS(元)	0.16	0.17	0.16	0.18
市盈率(倍)	33.72	36.17	38.25	34.00
BVPS(元)	4.85	4.94	5.04	5.18
市净率(倍)	1.10	1.11	1.21	1.18

资料来源: Wind、中原证券研究所

## 山西证券 2024 年中报概况：

山西证券 2024 年上半年实现营业收入 14.00 亿元，同比-26.00%；实现归母净利润 3.19 亿元，同比-17.96%；基本每股收益 0.09 元，同比-18.18%；加权平均净资产收益率 1.79%，同比-0.42 个百分点。2024 年半年度不分配、不转增。

### 点评：

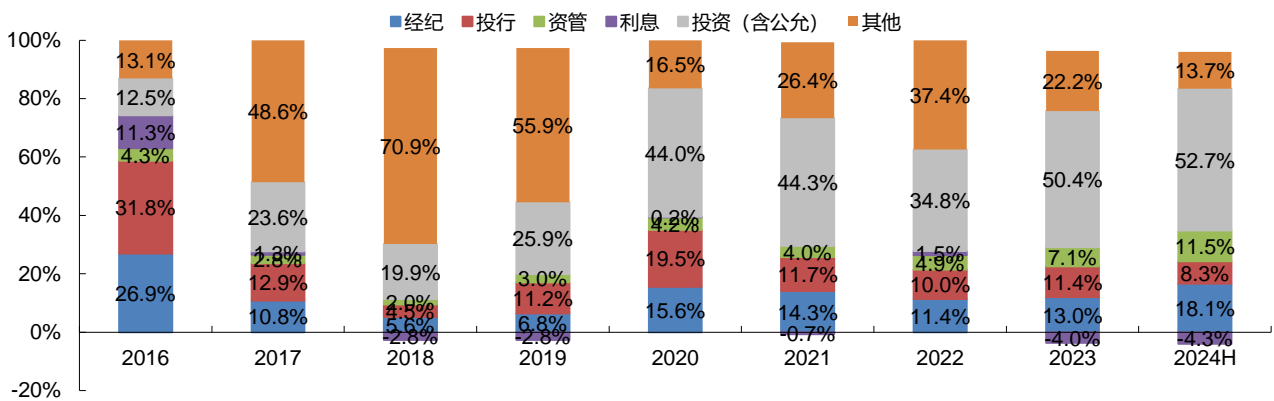
#### 1. 经纪、资管、投资收益（含公允价值变动）占比出现提高

2024H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务收入占比分别为 18.1%、8.3%、11.5%、-4.3%、52.7%、13.7%，2023 年分别为 13.0%、11.4%、7.1%、-4.0%、50.4%、22.2%。

2024H 公司经纪、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。其中，经纪、资管净收入占比提高的幅度较为明显，其他收入占比下降的幅度较为明显。

根据公司 2024 年中报披露的相关信息，报告期内公司其他收入主要为仓单业务、固定资产出租收入及其他，本期合计为 1.16 亿元，同比-70.70%。

图 1：2016-2024H 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

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. 代买、席位、代销净收入同比均实现增长

2024H 公司实现合并口径经纪业务手续费 2.53 亿元，同比+13.96%。

报告期内公司投顾客户覆盖数同比+11.02%，产品 AUM 资产规模同比+35.4%；债券经

纪业务规模同比+95.3%。报告期内公司代买、席位、代销净收入分别为 1.88 亿、0.33 亿、0.32 亿，同比分别+8.50%、+19.44%、+51.91%。

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 0.39 亿元，同比-34.93%。

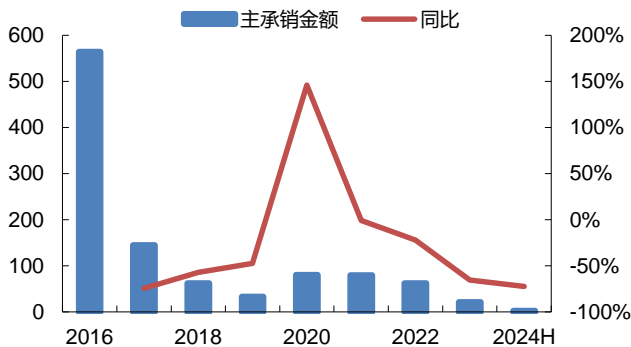
### 3. 股权融资规模受整体环境影响降幅较大，债权融资规模保持相对稳定

2024H 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 1.16 亿元，同比-25.16%。

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）2.80 亿元，同比-72.33%。根据 Wind 的统计，截至 2024 年 10 月 15 日，中德证券 IPO 项目储备 1 个（不包括辅导备案登记项目）。

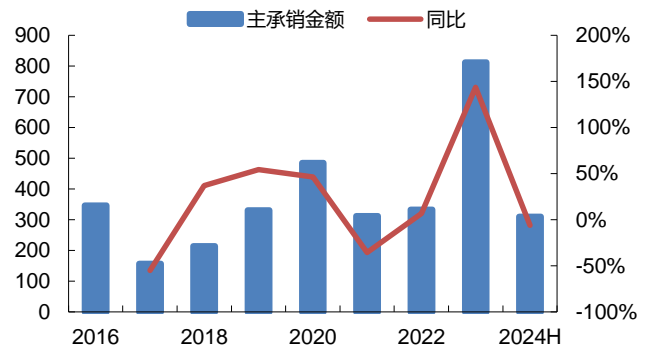
债权融资业务方面，根据 Wind 的统计，报告期内中德证券合计承销各类债券 310.32 亿元，同比-6.02%。公司坚持深耕山西，公司债、山西地方政府债承销金额分别排名券商第 1 位。

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、中原证券研究所

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



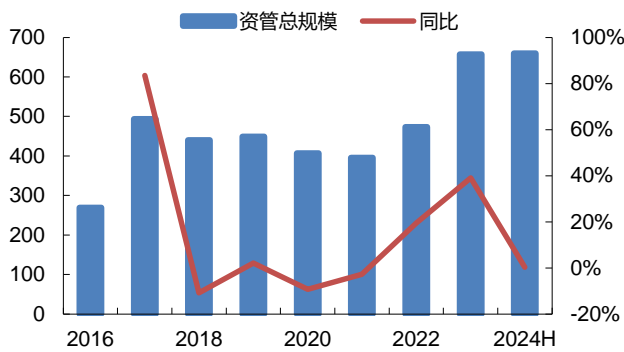
资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

### 4. 券商公募规模稳中有升，资管业务收入保持快速增长

2024H 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 1.61 亿元，同比+31.97%。

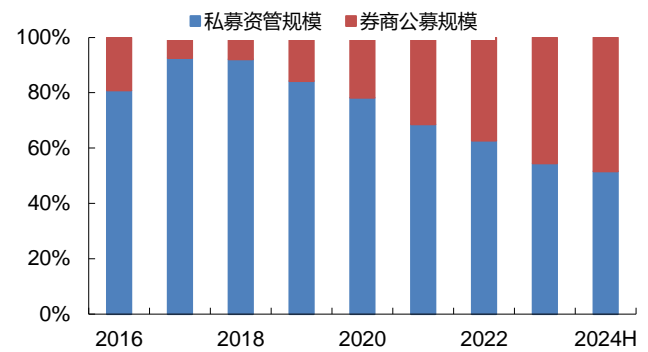
券商资管业务方面，报告期内公司全资子公司山证资管以固收+为重点，丰富产品序列，持续提升销售能力，推动资产管理业务差异化高质量发展。截至报告期末，山证资管管理规模 659.3 亿元，较 2023 年底基本持平。其中，私募资管规模、券商公募规模分别为 340 亿、319 亿，较 2023 年底分别-18 亿、+20 亿。报告期内公司母公司实现资管业务净收入 0.94 亿元，同比+53.43%；实现基金代销收入 0.67 亿元，同比+10.72%。

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、中原证券研究所

图 5：公司券商资管业务结构（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

## 5. 权益自营压缩方向敞口，构建低波动、低回撤的投资策略

2024H 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）7.38 亿元，同比-25.90%。

报告期内公司权益投资业务持续推动非方向业务转型，压降方向性投资规模，有效控制业务风险。权益类自营业务方面，报告期内公司依据市场行情调整仓位，积极构建低波动、低回撤的投资策略。

固收类自营业务方面，报告期内公司坚持多资产、多策略、全天候的展业方向和稳健的展业风格，强化专业团队建设，优化完善业务流程，拓展产品和销售体系，不断夯实业务发展基础。

私募基金业务方面，报告期内公司全资子公司山证投资持续深耕行业赛道及重点区域，设立安徽芯屏产业基金，新增备案规模 10 亿元。报告期内山证投资实现营业收入 0.03 亿元，同比+3.64%。

另类投资业务方面，报告期内公司全资子公司山证创新结合国家经济发展战略和自身资源禀赋，聚焦第三代半导体、人工智能算力基础设施、卫星互联网等行业，与国内同行深度合作，持续推进优质项目投资。报告期内山证创新实现营业收入 2.00 亿元，同比-7.76%。

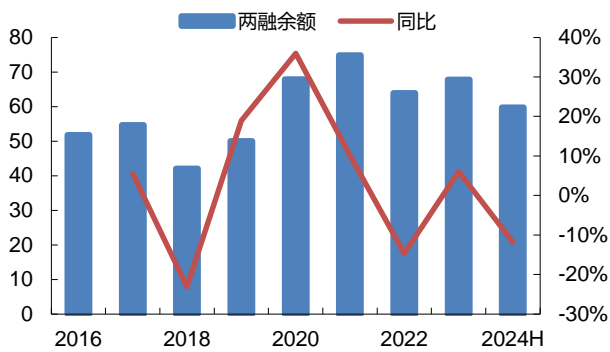
## 6. 两融余额随市出现回落，股票质押规模保持稳定

2024H 公司实现合并口径利息净收入-0.60 亿元，净收入同比增加 0.09 亿元。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 59.76 亿元，较 2023 年底-11.79%。

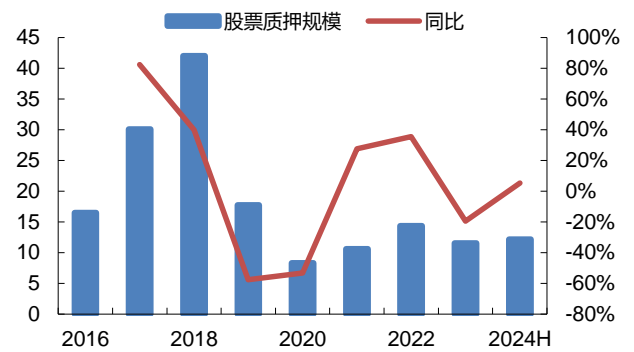
股票质押式回购业务方面，截至报告期末股票质押规模为 12.13 亿元，较 2023 年底+5.38%。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

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、中原证券研究所

## 投资建议

报告期内公司代买、席位、代销净收入同比均实现增长，推动经纪业务手续费净收入逆市增长；资管业务以固收+为重点，持续优化产品体系和销售体系，手续费净收入保持快速增长；投行业务受市场环境影响有所波动，但债权融资业务山西省内份额稳固；权益自营压缩方向敞口，预计对整体业绩形成一定压力。公司近年来在经纪、投行、资管等主要业务领域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 0.16 元、0.18 元，BVPS 分别为 5.04 元、5.18 元，按 10 月 14 日收盘价 6.12 元计算，对应 P/B 分别为 1.21 倍、1.18 倍，维持“增持”的投资评级。

**风险提示：1.固收市场波动导致公司业绩改善的程度不及预期；2.股价短期波动风险；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>807.64</b>	<b>850.95</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	380.22	403.06
买入返售金融资产	53.00	19.16	38.50	36.58
应收利息及款项	1.08	1.20	1.22	1.25
长期股权投资	2.85	3.24	4.86	5.10
固定及无形资产	5.75	6.11	5.85	6.14
商誉	4.77	4.77	4.77	4.77
其他资产合计	109.39	78.81	74.65	78.38
<b>负债:</b>	<b>650.66</b>	<b>594.37</b>	<b>622.53</b>	<b>660.84</b>
流动负债	162.37	138.04	128.08	134.48
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	113.06	118.71
代理买卖证券款	186.44	145.87	160.46	173.30
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	157.70
其他负债	21.10	29.05	23.24	24.40
<b>所有者权益:</b>	<b>178.43</b>	<b>181.53</b>	<b>185.11</b>	<b>190.11</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
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	4.31

资料来源: Wind、中原证券研究所

**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>28.73</b>	<b>32.19</b>
手续费及佣金净收入	12.67	12.51	12.75	14.29
其中：经纪业务	4.73	4.52	5.20	5.98
投行业务	4.18	3.94	2.76	3.04
资管业务	2.05	2.45	3.19	3.67
利息净收入	0.62	-1.38	-1.05	-0.84
投资收益（含公允）	14.47	17.48	13.98	15.38
其他收入	13.85	6.10	3.05	3.36
<b>营业支出：</b>	<b>34.92</b>	<b>27.02</b>	<b>21.80</b>	<b>24.37</b>
管理费用	19.14	20.49	18.65	20.90
其他成本	15.78	6.53	3.15	3.47
<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>6.93</b>	<b>7.82</b>
所得税	1.01	1.76	1.59	1.79
<b>净利润：</b>	<b>5.67</b>	<b>5.92</b>	<b>5.34</b>	<b>6.03</b>
少数股东损益	(-0.08)	(-0.28)	(-0.32)	(-0.35)
<b>归母净利：</b>	<b>5.74</b>	<b>6.20</b>	<b>5.66</b>	<b>6.38</b>

资料来源：Wind、中原证券研究所

**表 3：每股指标与估值**

	2022A	2023A	2024E	2025E
EPS	0.16	0.17	0.16	0.18
ROE（加权）	3.32%	3.53%	3.16%	3.48%
BVPS	4.85	4.94	5.04	5.18
P/E	33.72	36.17	38.25	34.00
P/B	1.10	1.11	1.21	1.18

资料来源：Wind、中原证券研究所

### 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。