

谨慎推荐 (首次)

自营业务拉动业绩大幅增长

风险评级：中风险

山西证券 (002500) 2019 年上半年业绩点评

2019 年 8 月 21 日

投资要点:

李隆海

SAC 执业证书编号:

S0340510120006

电话: 0769-22119462

邮箱: LLH@dgzq.com.cn

研究助理: 许建锋

SAC 执业证书编号:

S0340519010001

电话: 0769-22110925

邮箱:

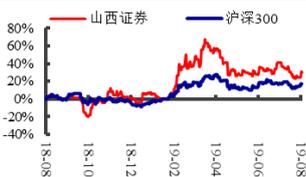
xujianfeng@dgzq.com.cn

### 主要数据

2019 年 8 月 20 日

收盘价(元)	7.94
总市值(亿元)	224.60
总股本(百万股)	2,828.73
流通股本(百万股)	2,828.73
ROE (TTM)	4.30%
12 月最高价(元)	10.46
12 月最低价(元)	4.84

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

■ **净利润同比增幅居行业前列。**2019年上半年,公司实现营业收入31.36亿元,同比+5.23%;实现归母净利润4.28亿元,同比+288.31%,增幅在已公布上半年业绩的券商中靠前;扣非归母净利润4.26亿元,同比+285.18%,增速与归母净利润一致,盈利质量较优;加权平均ROE为3.42%,较去年同期增加2.54个百分点。自营业务、其他业务净收入(其他业务收入-其他业务成本)、投行业务及经纪业务对净利润增长贡献较大;信用业务净收入及管理费用增加对净利润增幅拖累较大。

■ **经纪业务同比增幅高于行业整体。**公司构建面向各类客户的“1+N”服务体系,完善产品供给,迭代系统提升运营效率,全方位落地财富管理转型;机构业务方面,公司布局公募基金券商结算业务和金融同业机构债券经纪业务。截止2019年6月末,经纪业务客户总数达到185万余户。2019年上半年,公司代理买卖证券业务净收入为2.80亿元,同比+34.00%,高于行业整体同比增幅+22.06%。

■ **信用业务净收入下降。**公司持续化解股票质押存量风险,股票期权经纪业务未发生强行平仓及行权违约风险,截止2019年6月末,融资融券业务规模为47.59亿元,股票质押业务待购回金额为16.53亿元。2019年1-6月共计提信用减值准备4132万元,其中其他债券投资计提4311万元,占计提价值总额比重为104.33%,买入返售金融资产转回548万元,股票质押风险有所缓释。2019年上半年,公司利息净收入为-1.08亿元,亏损较去年同期有所扩大(2018年上半年利息净收入为-0.50亿元),主要是利息收入减少导致。

■ **自营业务对净利润贡献最大。**公司自营业务涵盖权益类和FICC类,其中FICC类包括固定收益类投资和贸易金融业务。2019年上半年,公司权益类投资积极布局科创板及港股,固收类业务稳健有序开展,债券交割量在行业中位列第7位,票据业务稳健,强化持仓资产和交易对手管理,商品业务交易策略持续优化。上半年,公司自营业务净收入(投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益)为9.33亿元,同比+51.47%,对归母净利润增幅贡献最大。

■ **资管业务净收入同比降幅低于行业整体。**截止2019年6月末,公司资管存续规模为434.51亿元,其中集合类资管产品73.18亿元,定向类资管产品262.93亿元,专项类资管产品98.40亿元。2019年1-6月发行公募基金10亿份,6月末公募基金存续规模58亿元。受压降通道业务趋势影响,2019年1-6月,公司受托客户资产管理业务净收入0.70亿元,同比-6.70%,降幅低于行业整体(同期行业整体降幅为-8.32%)。

■ **投行业务净收入同比增幅高于行业整体。**2019年上半年,公司完成新三

板挂牌项目4家，辅导3家挂牌企业完成定向增发；完成1个IPO、1个再融资、1个可转债、1个并购重组、11个公司债项目，总融资规模超200亿元，2个科创板项目排队中；上半年，股权承销金额行业排第28位，债券承销金额行业排第25位；上半年实现证券承销业务净收入1.66亿元，同比+71.18%，增速行业整体（同期行业整体降幅为+26.66%）。

- **国际业务亏损大幅减少。**2019年上半年，公司全资子公司山证国际完成大地控股收购智城控股股份、奥园健康生活香港挂牌上市，作为晋商银行的财务顾问、联席账簿管理人及联席牵头经办人，协助晋商银行实现香港挂牌上市；获得RQFII资格。2019年上半年，山证国际实现净利润-172.18万元，较去年同期亏损大幅减少（2018年上半年山证国际实现净利润-620.17万元）。
- **投资建议。**截止2019年8月20日，公司PB为1.81倍，处于近5年历史低位。预期公司2019、2020年EPS分别为0.28元、0.33元，对应2019年8月20日收盘价，2019、2020年PE分别为28.36倍、24.06倍，给予公司谨慎推荐评级。

**风险提示。**经济超预期下滑，股市大幅下跌，中美贸易摩擦恶化。

**表 1：山西证券细分业务收入预测（百万元）**

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	4,393	6,851	7,078	7,828
手续费及佣金净收入	1,168	828	1,149	1,265
代理买卖证券业务净收入	476	381	496	545
证券承销业务净收入	565	308	524	576
受托客户资产管理业务净收入	121	134	125	138
利息净收入	56	-193	-216	-194
投资净收益	1,019	1,499	1,619	1,780
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			0	0
净敞口套期收益			0	0
公允价值变动净收益	19	-137	270	284
汇兑净收益	-3	0	-12	0
其他收益	6	14	8	8
其他业务收入	2,127	4,841	4,260	4,686
资产处置收益	0	0	0	0

资料来源：Wind 资讯、东莞证券研究所

**表 2：山西证券利润表预测（百万元）**

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	4,393	6,851	7,078	7,828
手续费及佣金净收入	1,168	828	1,149	1,265
代理买卖证券业务净收入	476	381	496	545
证券承销业务净收入	565	308	524	576
受托客户资产管理业务净收入	121	134	125	138

利息净收入	56	-193	-216	-194
投资净收益	1,019	1,499	1,619	1,780
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			0	0
净敞口套期收益			0	0
公允价值变动净收益	19	-137	270	284
汇兑净收益	-3	0	-12	0
其他收益	6	14	8	8
其他业务收入	2,127	4,841	4,260	4,686
资产处置收益	0	0	0	0
营业支出	3,763	6,565	5,994	6,559
税金及附加	24	18	28	31
管理费用	1,448	1,407	1,742	1,927
资产减值损失	164	96	0	0
信用减值损失			41	0
其他业务成本	2,127	5,044	4,182	4,601
加：营业利润差额(特殊报表科目)			0	0
营业利润差额(合计平衡项目)			0	0
营业利润	630	286	1,084	1,270
加：营业外收入	1	4	0	0
减：营业外支出	3	3	2	2
其中：非流动资产处置净损失			0	0
加：利润总额差额(特殊报表科目)			0	0
利润总额差额(合计平衡项目)			0	0
利润总额	628	287	1,083	1,268
减：所得税	185	67	283	335
加：未确认的投资损失			0	0
加：净利润差额(特殊报表科目)			0	0
净利润差额(合计平衡项目)			0	0
净利润	442	219	799	933
减：少数股东损益	33	-3	-4	9
归属于母公司所有者的净利润	409	222	803	924
加：其他综合收益	106	-74	-280	-83
综合收益总额	549	145	519	851
减：归属于少数股东的综合收益总额	70	-51	-4	5
归属于母公司普通股股东综合收益总额	478	196	523	846
每股收益：				
稀释每股收益	0.14	0.08	0.28	0.33

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn