

山西证券 (002500)

杠杆提升空间大，业绩翻番有支撑

推荐 (维持)

现价：9.66 元

主要数据

行业	平安非银金融
公司网址	www.i618.com.cn/www.sxzq.com
大股东/持股	山西省国信投资(集团)公司/35.78%
实际控制人/持股	陕西省财政厅/36.53%
总股本(百万股)	2,519
流通 A 股(百万股)	2,400
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	243.31
流通 A 股市值(亿元)	231.82
每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	65.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

缴文超
投资咨询资格编号
S1060513080002
01059730729
JIAOWENCHAO233@pingan.com.cn

研究助理

罗晓娟
一般证券从业资格编号
S1060114080008
010-59730723
luoxiaojuan567@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

投资要点

■ 14 年前三季度利润同比翻番，基本面良好

截至 2014 年三季度，山西证券实现营业收入 13.53 亿，同比增长 53%；归母净利润 3.7 亿，同比增长 102%，截至三季度，公司的每股收益 0.15 元，每股净资产 2.81 元。

截至 2014 年 3 季度末，山西证券实现经纪业务净收入 5.0 亿元，同比下降 3.5%；投行业务净收入为 2.5 亿元，同比增长 10 倍以上；自营投资收益为 2.2 亿元，同比大幅上升 184%；资管业务净收入为 0.04 亿元，同比略有下滑；利息净收入为 3.7 亿元，同比增长 55%。投行业务收入、自营投资收益和利息收入的增长是公司收入和利润增长的主要因素。

■ 杠杆较低，仍有提升空间

山西证券分别于 2013 年 11 月 11 日和 2014 年 7 月 31 日发行公司债券募集资金 20 亿元，极大的补充了公司的资金，促进了业务的发展。

公司 2014 年 2 季度的杠杆率为 1.3，在行业中处于比较低的位置，在证监会鼓励券商提升杠杆率的大背景下，公司的杠杆率仍然有比较大的增长空间。

■ 投资建议：定增解禁成为股价上升触发因素

山西证券于 2013 年 11 月 26 日非公开发增股票 118,925,153 股，非公开发增的股价 8.15 元/股，用于收购格林期货 100%的股权。其中 88,669,657 股将于 2014 年 11 月 27 日解禁上市。目前山西证券相对其他券商涨幅较小，存在补涨需求定增价格相对于现价的溢价率较低，未来仍然有增长空间，因此我们维持公司“推荐”评级。

■ 风险提示

自营投资收益的波动性造成公司收入和利润的波动。

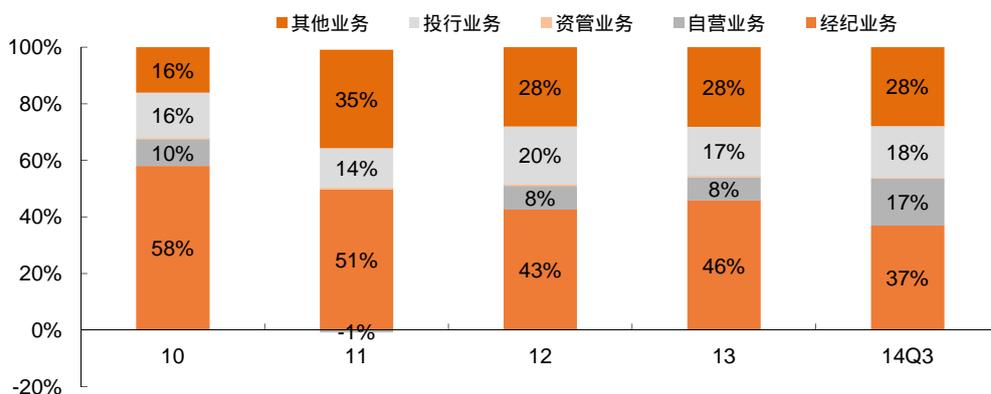
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,316	1,669	1,907	2,022
YoY(%)	25.6	26.8	14.3	6.0
净利润(百万元)	259	522	414	449
YoY(%)	82.4	102.0	-20.7	8.3
ROE(%)	4.0	7.4	5.5	5.6
EPS(摊薄/元)	0.10	0.21	0.16	0.18
P/E(倍)	94.1	46.6	58.7	54.2
P/B(倍)	3.5	3.3	3.1	2.9

一、14年前三季度利润同比翻番，基本面良好

截至2014年三季度，山西证券实现营业收入13.53亿，同比增长53%；归母净利润3.7亿，同比增长102%，截至三季度，公司的每股收益0.15元，每股净资产2.81元。

截至2014年三季度末，山西证券实现经纪业务净收入5.0亿元，同比下降3.5%；投行业务净收入为2.5亿元，同比增长10倍以上；自营投资收益为2.2亿元，同比大幅上升184%；资管业务净收入为0.04亿元，同比略有下滑；利息净收入为3.7亿元，同比增长55%。投行业务收入、自营投资收益和利息收入的增长是公司收入和利润增长的主要因素。

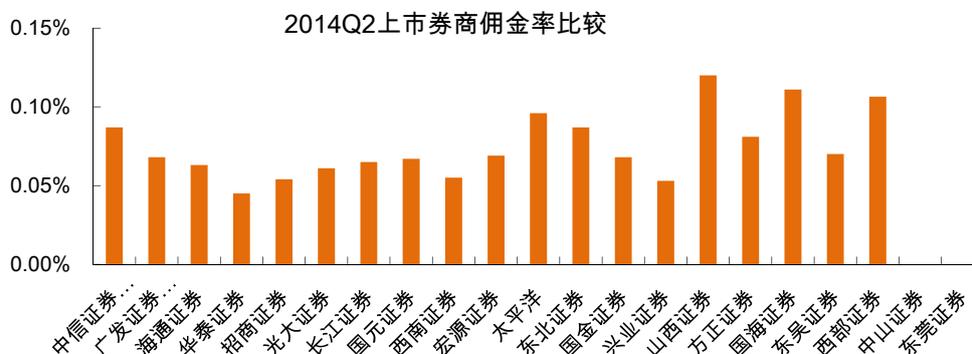
图表1 山西证券营业收入结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

山西证券14年收入结构有了明显的改善，尽管传统业务的佣金率有所下降，但是由于融资融券业务发展较快，对经纪业务有了一定的反哺作用，加之公司地处山西，佣金率的有一定的地域防御优势，因此，在上市券商中，公司的佣金率仍然处于高位。

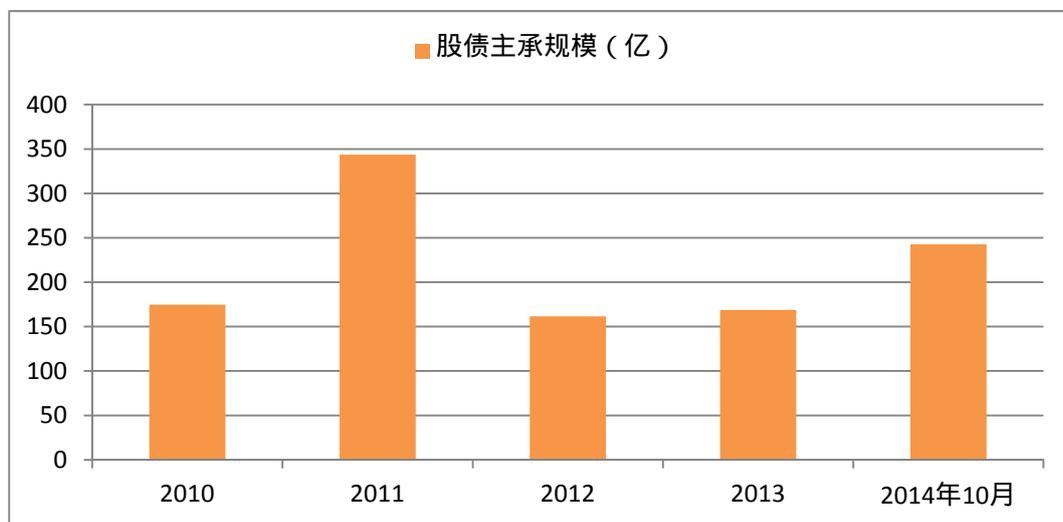
图表2 山西证券佣金率在上市券商中处于高位



资料来源：Wind，平安证券研究所

14年前三季度，山西证券的投行业务收入增幅较大，可以看到，14年公司作为主承销商的股债规模都已经超过了12年和13年的全年。

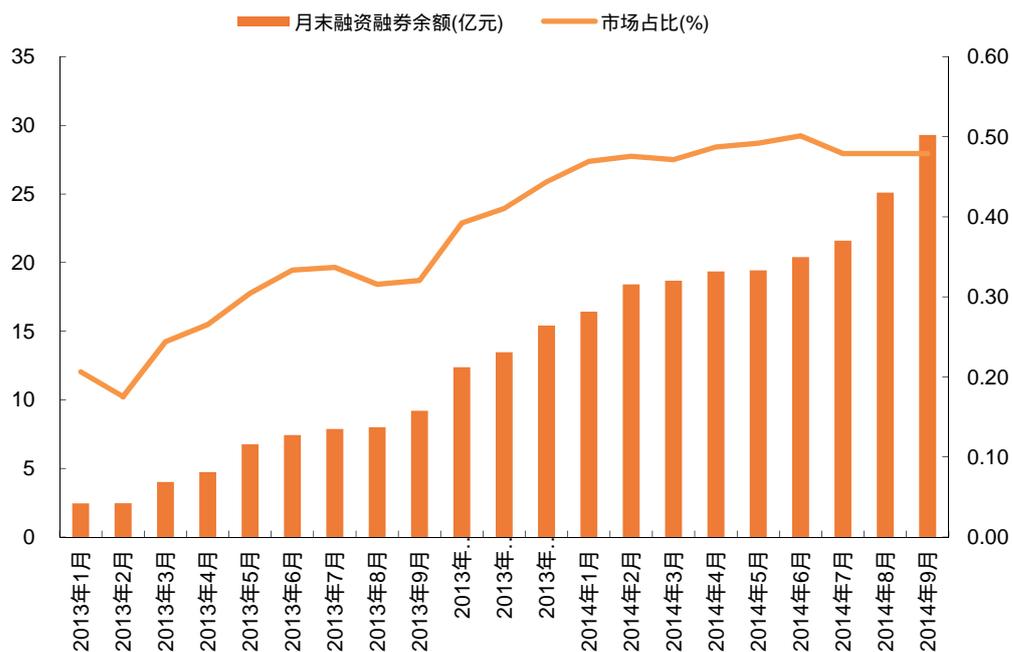
图表3 山西证券股债主承规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

公司自从开展融资融券业务以来，公司的融资融券余额不断上升，带动了公司资本中介业务的快速增长。

图表4 山西证券融资融券余额一直呈上升趋势



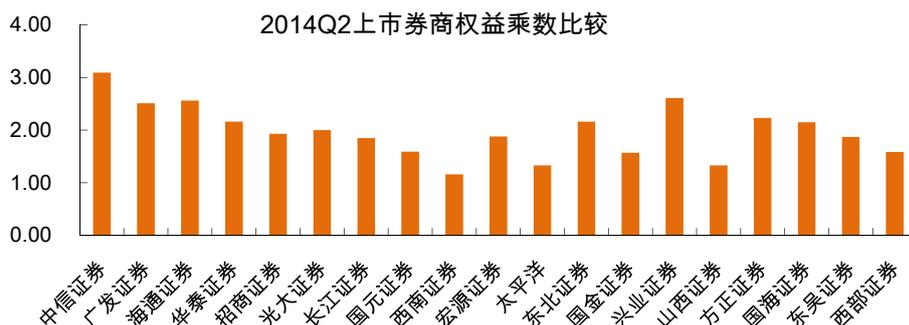
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、杠杆较低，仍有提升空间

山西证券分别于2013年11月11日和2014年7月31日发行公司债券募集资金20亿元，极大的补充了公司的资金，促进了业务的发展。

公司2014年2季度的杠杆率为1.3，在行业中处于比较低的位置，在证监会鼓励券商提升杠杆率的大背景下，公司的杠杆率仍然有比较大的增长空间。

图表5 山西证券在上市券商中的杠杆率较低



资料来源：Wind，平安证券研究所

三、投资建议：定增解禁成为股价上升触发因素

山西证券于2013年11月26日非公开增发股票118,925,153股，非公开增发的股价8.15元/股，用于收购格林期货100%的股权。其中88,669,657股将于2014年11月27日解禁上市，定增价格相对于现价的溢价率较低，未来仍然有增长空间。我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：自营投资收益的波动性造成公司收入和利润的波动。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
货币资金及结算备付金	6,965	9,442	9,664	9,908	
其中:客户资金存款	5,604	7,054	7,054	7,054	
客户保证金及备付金	556	1,001	1,068	1,100	
其中:客户备付金	366	703	741	744	
交易性金融资产	246	1,124	1,228	1,343	
可供出售金融资产	2,327	1,729	1,889	2,066	
持有至到期金融资产	0	0	0	0	
买入返售金融资产	239	-43	22	108	
长期股权投资	20	2	3	3	
固定资产	397	408	446	488	
无形资产	58	58	63	69	
递延所得税资产	30	18	20	22	
投资性房地产	0	0	0	0	
其他资产	5,662	6,865	7,408	7,928	
资产总计	16,500	20,603	21,811	23,034	
短期借款	0	0	0	0	
拆入资金	490	1198	1198	1198	
交易性金融负债	0	0	0	0	
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
卖出回购金融资产款	201	-1,106	-509	84	
代理买卖证券款	7,238	9,389	9,389	9,389	
其他负债	1,245	3,238	3,408	3,563	
负债合计	9,174	12,718	13,486	14,233	
少数股东权益	427	460	485	513	
股本	2,519	2,519	2,519	2,519	
资本公积	3,212	3,215	3,215	3,215	
留存收益	741	1,231	1,620	2,040	
归属母公司权益	6,899	7,425	7,839	8,288	
负债和股东权益	16,500	20,603	21,811	23,034	

每股指标		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
每股净利润(摊薄)	0.10	0.21	0.16	0.18	
每股净资产	2.74	2.95	3.11	3.29	
每股股利	0.10	0.06	0.05	0.05	
股息派发率(%)	97.4	30.0	30.0	30.0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1,316	1,669	1,907	2,022	
经纪业务收入	602	625	652	638	
投行业务收入	228	261	368	437	
资产管理业务收入	7	11	14	19	
利息收入	365	492	573	599	
投资收益	113	273	293	321	
其他业务收入	0	6	7	8	
营业支出	978	962	1,344	1,412	
营业税金及附加	71	90	103	110	
管理费用	901	872	1,241	1,303	
资产减值损失	6	0	0	0	
其他业务成本	0	0	0	0	
营业利润	338	707	563	610	
营业外净收入	9	-5	-7	-7	
利润总额	347	702	556	602	
所得税	101	205	163	176	
归属母公司净利润	259	522	414	449	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	25.6	26.8	14.3	6.0	
归母净利润(%)	82.4	102.0	-20.7	8.3	
收入结构					
手续费净收入(%)	45.8	37.5	34.2	31.5	
利息净收入(%)	27.7	29.5	30.0	29.6	
承销收入(%)	17.3	15.7	19.3	21.6	
投资收益(%)	8.2	16.4	15.4	15.9	
资产管理收入(%)	0.5	0.7	0.7	1.0	
其他业务收入(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	
获利能力					
代理买卖手续费率(%)	0.13	0.11	0.11	0.10	
自营投资收益率(%)	3.7	8.5	7.5	7.5	
杠杆率	2.4	2.8	2.8	2.8	
ROE(%)	4.0	7.4	5.5	5.6	
ROA(%)	1.7	2.7	1.9	1.9	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	