

夯实信用交易业务，加大自营资管投入

■事件：西部证券2016年实现营业收入34亿元 (YoY -40%)，归母公司净利润11亿元 (YoY -43%)；2017年一季度实现营业收入6.6亿元 (YoY -28%)，归母公司净利润1.8亿元 (YoY -34%)。2016年公司加权平均ROE为9.2%，2017年一季度公司加权平均ROE为1.5%。

■经纪业务维持区域优势，募资投入信用交易业务。

(1) **经纪业务维持区域优势。**公司深耕陕西地区，客户基础牢固，2016年以来公司股基交易额市场份额保持在0.49%左右，经纪业务佣金率约为0.065%，高于行业平均水平，2016年和2017年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收9.4亿元 (YoY -65%)和1.9亿元 (YoY -30%)，同比跌幅收窄。我们认为公司经纪业务的区域优势还将继续保持，随着经纪业务持续向“大零售业务”转型，预计2017年公司市场份额可继续维持在0.5%左右，佣金率则稳定在0.06%左右。

(2) **募资重点投入信用交易业务。**2016年和2017年一季度公司利息净收入分别为4亿元 (YoY -47%)和1.6亿元 (YoY +29%)，其中两融业务和股票质押回购业务此消彼长：从规模来看，2016年末公司两融余额降至53亿元 (YoY -28%)，股票质押回购余额升至39亿元 (YoY +58%)；从收入来看，2016年公司实现两融业务利息收入4.4亿元 (YoY -32%)，股票质押回购利息收入升至2.5亿元 (YoY +85%)。2017年公司拟投入不超过30亿的配股资金用于扩大两融和股票质押式回购业务，预计随着资本金的补充，信用业务有望实现较快增长。

■“大投行”布局持续推进。2016年公司推荐“大投行”业务平台搭建，设立了投行业务质量控制及内部审计办公室，在定增、债券发行和新三板项目上都取得较快进展，2016年公司实现投行业务手续费及佣金净收入升至8.7亿元 (YoY +21%)。2017年一季度公司已完成3单IPO项目 (2016年全年2单)、9只债券的承销工作 (2016年同期为16只)，实现投行业务手续费及佣金净收入1.3亿元 (YoY -41%)，公司目前仍有一定的IPO项目储备，据证监会统计截至2017年4月25日公司IPO排队项目5个，IPO发行提速对业绩有提升作用，未来还有望凭借子公司陕西股权交易中心分享多层次资本市场建设的红利，预计2017年一季度以后公司投行业务将逐步改善。

■自营资管加大投入，业绩弹性增大。

(1) **募资扩大自营规模，业绩弹性增加。**公司2016年和2017年一季度投资收益 (包含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益) 分别为10亿元 (YoY -24%)和1.3亿元 (YoY -51%)。2017年公司自营业务将获得不超过15亿元的配股资金支持，重点拓展期权做市业务、新三板期权等衍生品交易业务、新三板做市业务以及融券标的对冲业务等创新型业务，投资结构更加多元化，预计将为公司业绩提供更大的弹性。

(2) **“大资管”发展更进一步。**2016年公司“大资管”发展更进一步，一方面公司取得了保险资金受托管理资格，另一方面公司受托管理规模不断扩大，截至2016年末母公司受托管理规模升至647亿元 (YoY +52%)。规模的快速增长推动公司2016年和2017年一季度受托客户资产管理业务净收入分别升至1亿元 (YoY +97%)和0.5亿元 (YoY +296%)。2017年公司拟投入3亿元用于扩大资管业务的规模，特别是加强主动管理业务、量化投资业务，扩大固收类资管规模，加强与经纪信用业务的协调和整合，预计2017年公司资管规模约在900亿元左右。

■**配股提升资本实力，打开业绩空间。**2017年4月11日公司公告称已完成配股发行7亿股，并募集资金49亿元。根据此前的配股说明书，公司拟投入不超过30亿的募集资金用于扩大两融和股票质押式回购业务，15亿元投入创新型自营业务，3亿元投入资管业务，其余用于信息系统、营业网点的建设以及国际业务的发展。公司2017年一季度归母公司净资产为126亿元，通过本次配股公司资本实力将大幅提高，进一步提升公司竞争力，打开后续业绩成长空间。

■**立足陕西打造特色平台。**公司以经纪业务为基础，自营和信用交易业务提升收入，同时积极搭建资管团队来完善收入结构，打造“大零售”、“大投行”、“大资管”、“大机构”和“泛买方”特色平台。公司一方面精耕细作陕西区域，经纪业务与两融业务的客户均以陕西为主，另一方面积极在省外拓展，如成立甘肃分公司统筹整个西部地区业务，随着一带一度战略的推动，公司有望享受其中红利。

■**投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价18.44元。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.37元、0.43元和0.49元。

■**风险提示：**宏观经济下行风险、市场大幅下行风险、信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5641	3406	4027	4757	5333
净利润	1968	1113	1285	1516	1702
每股收益(元)	0.70	0.40	0.37	0.43	0.49
每股净资产(元)	4.36	4.46	4.61	5.07	5.91

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	19.59	34.63	37.59	31.85	28.37
市净率(倍)	3.16	3.09	2.99	2.72	2.33
净利润率	34.89%	32.68%	31.91%	31.87%	31.92%
净资产收益率	16.14%	8.92%	7.96%	8.53%	8.22%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

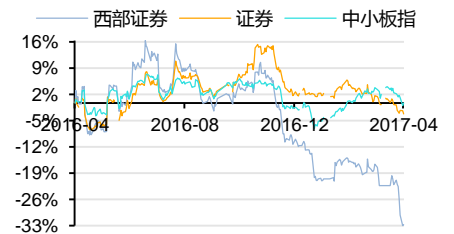
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**18.44元**
股价 (2017-04-25) **13.79元**

交易数据

总市值(百万元)	48,290.37
流通市值(百万元)	48,290.37
总股本(百万股)	3,501.84
流通股本(百万股)	3,501.84
12个月价格区间	13.74/27.35元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.43	-19.98	-34.03
绝对收益	-19.32	-14.9	-34.29

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

西部证券：西部证券公司
快报 2016-11-12
西部证券：区域优势明显，
收入结构改善 2016-04-21

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	58,236	54,184	64,531	73,410	82,763	营业收入	5,641	3,406	4,027	4,757	5,333
客户资金存款	16,001	11,053	12,711	13,982	15,381	手续费及佣金净收入	3,573	2,003	2,395	2,841	3,154
自有货币资金	3,834	3,534	4,064	4,470	4,917	其中: 代理买卖证券业务净收入	2,716	937	1,225	1,303	1,373
客户备付金	4,184	3,207	3,688	4,056	4,462	证券承销业务净收入	713	864	960	1,293	1,510
自有结算备付金	500	1,096	1,260	1,386	1,525	资产管理业务收入	53	105	137	179	212
融出资金	7,395	5,387	6,464	7,757	8,533	利息净收入	744	396	462	579	644
交易性金融资产	9,259	15,288	18,346	21,098	24,263	投资净收益	1,083	1,367	1,178	1,348	1,565
衍生金融资产	0	2	3	3	4	公允价值变动收益	238	-364	-13	-14	-33
买入返售金融资产	8,482	5,917	7,692	8,845	10,172	汇兑收益	1	1	1	1	1
可供出售金融资产	6,242	6,144	7,373	8,478	9,750	其他业务收入	3	3	3	2	2
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业支出	3,005	1,962	2,347	2,769	3,099
其他资产合计	2,339	2,557	2,931	3,334	3,758	营业税金及附加	323	99	117	138	155
总负债	46,043	41,708	48,388	55,640	62,056	管理费用	2,656	1,848	2,215	2,617	2,933
应付短期融资款	4,430	5,310	6,372	7,328	8,427	资产减值损失	26	14	15	14	11
交易性金融负债	1,554	2,531	2,784	3,063	3,369	其他业务成本	-	-	0	0	0
衍生金融负债	13	29	32	36	39	营业利润	2,636	1,445	1,679	1,988	2,234
卖出回购金融资产款	11,089	8,967	10,760	12,374	14,231	加: 营业外收入	13	26	18	14	15
代理买卖证券款	20,257	14,713	16,920	19,458	21,404	减: 营业外支出	2	1	2	1	1
应付职工薪酬	955	1,047	782	899	1,002	利润总额	2,647	1,470	1,696	2,002	2,247
应付债券	5,962	5,972	7,763	9,316	10,247	减: 所得税费用	679	356	411	485	545
其他负债合计	1,782	3,138	2,974	3,166	3,336	净利润	1,968	1,113	1,285	1,516	1,702
所有者权益	12,194	12,476	16,143	17,771	20,707	减: 少数股东损益	-5	-11	-13	-16	-17
股本	2,796	2,796	3,502	3,502	3,502	归母公司净利润	1,973	1,125	1,298	1,532	1,720
少数股东权益	55	68	52	57	66	每股及估值指标					
归母公司净资产	12,139	12,408	16,091	17,714	20,641	每股盈利 (元)	0.70	0.40	0.37	0.43	0.49
ROAE	19.87%	9.20%	15.92%	8.94%	8.85%	每股净资产 (元)	4.36	4.46	4.61	5.07	5.91
ROAA	4.52%	1.98%	3.98%	2.20%	2.18%	市盈率 (倍)	19.59	34.63	37.59	31.85	28.37
杠杆率 (倍)	3.10	3.09	2.89	2.89	2.83	市净率 (倍)	3.16	3.09	2.99	2.72	2.33

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034