

西部证券 (002673.SZ) 证券业行业

新股研究

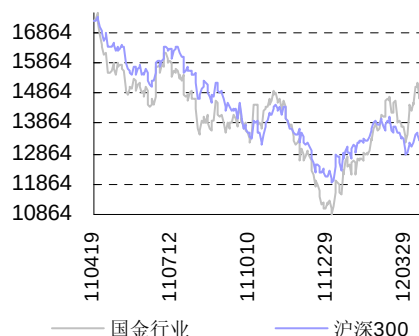
上市定价(人民币): 8.50-10.80 元

陕西区域垄断 新三板战略布局

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	200.00
总股本(百万股)	1,000.00
国金证券业指数	15392.77
沪深 300 指数	2599.91
中小板指数	5376.48



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.79	0.54	0.22	0.24	0.32
每股净资产(元)	2.83	3.11	3.17	3.91	4.18
每股经营性现金流(元)					
市盈率(倍)					
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	97.93%	-32.15%	-58.44%	31.36%	31.02%
净资产收益率(%)	27.97%	17.24%	7.03%	6.25%	7.66%
总股本(百万股)	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,200.00	1,200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 西部证券是 B 类 BB 级的区域性券商, 上市后与国金证券、国海证券等属同一梯队。与其他区域性券商相比, 除同具备区域资源优势外, 公司还在“新三板”的战略布局 and 资源配置能力等方面具备自身特色, 但公司综合竞争力不高, 业务结构仍以传统业务为主, 属于高弹性品种。
- 立足陕西, 尽享区域发展红利。公司目前营业部共 60 家, 陕西省内的 44 家贡献了总经纪业务收入的 86%。公司省内交易量占居全省 35% 的份额, 占据绝对优势, 在国家加快西部大开发和陕西建设西部经济强省的大背景下, 公司作为陕西本地券商在政策扶持、股东支持等方面具备突出优势, 将尽享区域发展红利。
- 较强的资源配置能力, 净资产收益率高于行业平均。公司定位明确, 在资源有限的条件下增加优势业务的投入提高盈利能力。公司 08-10 年的 ROE 分别为 18.91%、32.84 和 18.24%, 高于上市券商平均水平, 在区域性券商中与国海和国金证券较为相近。
- 新三板战略性布局, 奠定业界领先地位。公司较早瞄准市场空白, 积极布局三板业务。2011 年度完成了 2 家企业挂牌工作, 迄今累计完成 10 家, 行业排名第三, 仅次于申万和国信。公司在新三板业务已奠定业界领先地位, 未来新三板一旦放开, 将为公司带来更多业务机会和收入来源。
- 各项业务的竞争力分析: 1) 公司经纪业务依靠区域优势对省内定价拥有较强话语权, 使其收益水平高于规模水平, 比如公司经纪业务收入水平通常高于同份额公司。公司目前 0.134% 的佣金率为上市券商最高, 未来下滑压力仍存。2) 投行发展较晚但成长性良好, 近期债券承销有所突破, 也是未来拓展的重点。3) 自营追求绝对收益, 投资风格相对稳健。4) 资管竞争力仍较为薄弱, 但已形成清晰定位以定向资产管理和小集合产品为主, 并已在积极争取两融和直投资格。
- 公司每股合理价格为 8.5-10.8 元。在日均股票基金交易额 1800/2000 亿元 (2012/2013) 的假设下, 预计公司 12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.24 元和 0.32 元。综合 PB 估值法、市值估值法和 PE 估值法, 我们认为公司上市后的合理股价为 8.5 元-10.8 元, 对应 12 年 PE 为 34.73 -44.33 倍, PB 为 2.17 -2.77 倍。

王琨

联系人

(8621)60753901
wangkun@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

内容目录

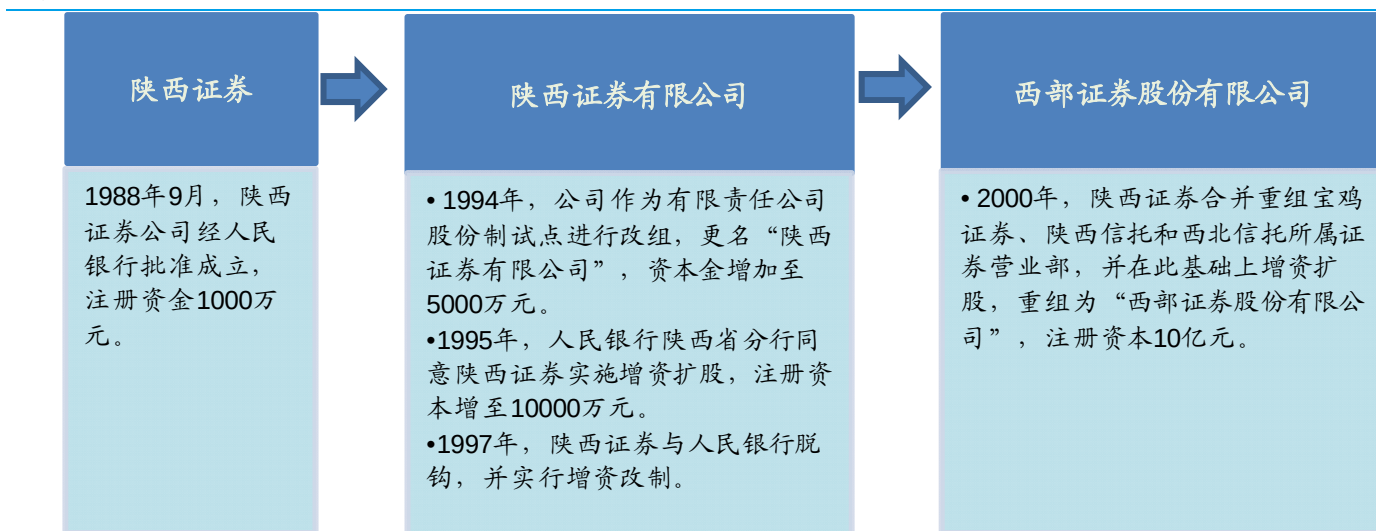
公司概况和行业地位	3
公司概况：陕西省区域性券商	3
公司的行业地位：综合实力居行业中游.....	4
公司的经营特色	6
立足陕西 尽享区域发展红利.....	6
业务结构仍以经纪自营为主.....	7
净资产收益率高于行业平均.....	7
公司各项业务的竞争力分析.....	9
经纪业务：具备区域定价话语权 收益水平高于规模水平	9
投行业务：成长性良好 新三板战略布局行业领先	11
自营业务：追求绝对收益 风格相对稳健.....	12
资管与创新：竞争力较为薄弱 但已形成清晰定位	13
盈利预测和估值定价——合理股价 8.5 元-10.8 元.....	15

公司概况和行业地位

公司概况：陕西省区域性券商

- 公司主要前身为陕西证券，始创于 1988 年 1 月，后合并重组宝鸡证券、陕西信托和西北信托所属证券营业部，增资扩股并改制为股份有限公司。
- 第一大股东陕西电投，发行前直接和间接持有本公司 51.24%的股权（直接持有 36.24%的股份，另持有本公司第三大股东西部信托 57.78%的股权，从而间接持有本公司 15%的股权），为公司控股股东，系由陕西省政府 100%控股，因此公司实际控制人为陕西省政府。

图表1：公司的历史沿革



来源：招股说明书、国金证券研究所

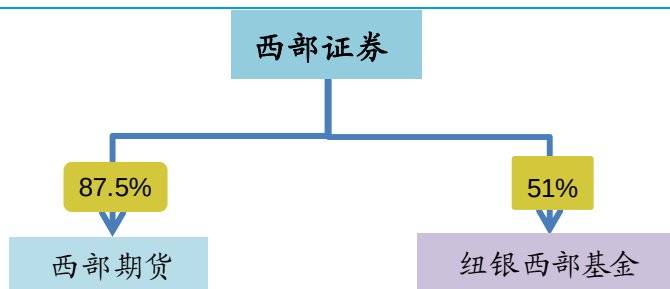
图表2：公司发行前后股东结构

	股东	发行前		发行后		股份性质
		持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）	
1	陕西省电力建设投资开发公司	362,388,800	36.24	354,094,656	29.51	SS
2	上海城投控股股份有限公司	306,980,200	30.70	306,980,200	25.58	SS
3	西部信托有限公司	150,000,000	15.00	150,000,000	12.50	SS
4	北京远大华创投资有限公司	58,947,100	5.89	58,947,100	4.91	LS
5	陕西综合利用电力开发有限公司	22,136,800	2.21	22,136,800	1.84	LS
6	西安惠群集团公司	15,000,000	1.50	14,656,688	1.22	SS
7	陕西宝光集团有限公司	14,736,800	1.47	14,399,512	1.20	SS
8	南京天讯科技发展有限公司	14,378,968	1.44	14,378,968	1.20	LS
9	中铁宝桥集团有限公司	10,000,000	1.00	9,771,125	0.81	SS
10	四川省乾盛投资有限公司	9,600,000	0.96	9,600,000	0.80	LS
11	中国电信集团陕西省电信公司	8,164,200	0.82	7,977,342	0.66	SS
12	上海麦秋投资管理有限公司	7,726,132	0.77	7,726,132	0.64	LS
13	陕西省国际信托股份有限公司	7,368,400	0.74	7,368,400	0.61	LS
14	陕西通信实业公司	6,572,600	0.66	6,422,170	0.54	SS
15	陕西汉江药业集团股份有限公司	6,000,000	0.60	6,000,000	0.50	LS
16	全国社会保障基金理事会			9,540,907		SS
17	流通股股东			200,000,000	16.67	
	合计	1,000,000,000	100.00	1,200,000,000	100.00	

来源：招股说明书、国金证券研究所。注：SS为国有股股东，SL为社会法人股股东

- 公司旗下控股企业为西部期货，控股比例 87.5%，另 2010 年与纽约银行梅隆资产管理国际有限公司合资成立纽银西部基金，持股 51%，目前仍未实现盈利。

图表3：西部证券主要参控股的公司



来源：招股说明书、国金证券研究所

公司的行业地位：综合实力居行业中游

- 公司为规范类、B 类 BB 级券商，B 类评级主要受限于净资本规模。截止 10 年底，西部证券的总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润在证券行业 106 家券商分别排在 44 位、45 位、46 位、34 位和 34 位，排名居中。在上市券商中，公司资产规模和盈利水平与国海和国金证券较为相近。

图表4：上市前，公司的总资产、净资产和净资本在全行业 106 家券商中分别排名 44、45 和 46 位

2010年度证券公司总资产排名			2010年度证券公司净资产排名			2010年度证券公司净资本排名		
排名	证券公司	总资产(亿元)	排名	证券公司	净资产(亿元)	序号	证券公司	净资本(亿元)
1	中信证券	1,093.71	1	中信证券	615.23	1	中信证券	410.50
2	海通证券	1,007.18	2	海通证券	438.52	2	海通证券	324.60
3	国泰君安	935.72	3	华泰证券	299.98	3	华泰证券	216.58
4	广发证券	910.36	4	国泰君安	237.11	4	光大证券	176.47
5	银河证券	901.15	5	招商证券	234.43	5	国泰君安	173.47
6	招商证券	895.84	6	光大证券	223.44	6	招商证券	140.63
7	华泰证券	864.79	7	广发证券	190.06	7	国信证券	124.90
8	中信建投	668.86	8	国信证券	173.06	8	申银万国	120.84
9	国信证券	637.26	9	国元证券	148.67	9	广发证券	119.63
10	申银万国	602.15	10	申银万国	148.06	10	国元证券	117.71
...								
36	东海证券	152.52	36	红塔证券	36.65	36	红塔证券	30.99
37	财达证券	152.39	37	南京证券	36.36	37	中银国际	30.83
38	湘财证券	150.51	38	华安证券	35.39	38	东吴证券	30.14
39	浙商证券	144.22	39	东北证券	34.53	39	浙商证券	29.57
40	上海证券	141.33	40	大通证券	33.97	40	北京高华	28.78
41	中原证券	133.67	41	财通证券	33.31	41	上海证券	28.52
42	国联证券	132.49	42	信达证券	32.53	42	国金证券	27.79
43	渤海证券	128.45	43	民生证券	31.86	43	民生证券	27.02
44	西部证券	122.59	44	东兴证券	31.24	44	华安证券	25.49
45	广发华福	122.59	45	西部证券	31.17	45	信达证券	25.33
46	中信万通	122.40	46	第一创业	31.08	46	西部证券	25.04
47	东莞证券	117.07	47	财达证券	30.31	47	财达证券	23.74
48	国海证券	116.51	48	国金证券	30.18	48	财通证券	23.72
49	民族证券	116.06	49	华融证券	29.41	49	湘财证券	23.28
50	南京证券	109.55	50	湘财证券	29.07	50	中信万通	22.86

来源：证券业协会网站、国金证券研究所

图表5：2010年，公司盈利状况全行业106家券商中排名34位

2010年度证券公司营业收入排名			2010年度证券公司净利润排名		
排名	证券公司	营业收入(亿元)	排名	证券公司	净利润 (亿元)
1	中信证券	190.86	1	中信证券	118.14
2	广发证券	101.88	2	广发证券	48.87
3	海通证券	79.14	3	国泰君安	37.38
4	国信证券	76.92	4	海通证券	34.17
5	银河证券	75.89	5	国信证券	31.15
6	国泰君安	74.51	6	招商证券	30.12
7	申银万国	62.17	7	申银万国	28.35
8	招商证券	59.80	8	银河证券	27.56
9	中信建投	55.53	9	华泰证券	23.69
10	华泰证券	53.12	10	中信建投	21.22
...					
26	东海证券	19.85	26	兴业证券	7.24
27	西南证券	19.35	27	财达证券	7.12
28	中信金通	17.90	28	中金公司	7.12
29	中信万通	17.37	29	中信金通	6.76
30	东吴证券	17.09	30	东海证券	6.11
31	东北证券	16.16	31	上海证券	5.68
32	财达证券	16.08	32	东吴证券	5.64
33	国金证券	16.02	33	浙商证券	5.53
34	西部证券	15.19	34	西部证券	5.37
35	国海证券	15.10	35	华安证券	5.36
36	浙商证券	14.70	36	东北证券	5.16
37	上海证券	14.65	37	东兴证券	5.10
38	信达证券	14.38	38	中原证券	5.10
39	中原证券	13.10	39	红塔证券	4.84
40	东兴证券	12.87	40	国海证券	4.44

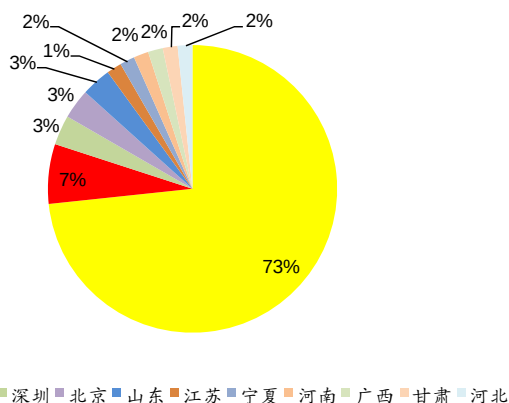
来源：证券业协会网站、国金证券研究所

公司的经营特色

立足陕西 尽享区域发展红利

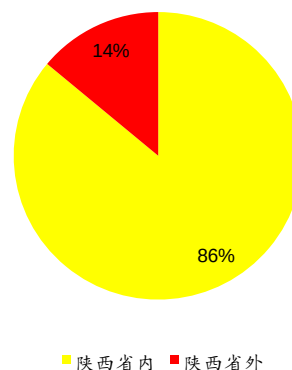
- 公司目前营业部 60 家，在规模上较其他券商优势不大，但主要集中于陕西省内，并覆盖到上海、深圳、北京等省市。公司在陕西省内营业部 44 家，占公司总营业部的 73%，而在省内的经纪业务收入占公司总经纪业务收入的 86%。

图表6：公司营业部的地域分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表7：公司经纪业务收入的地域分布



- 在陕西市场占据绝对优势。公司作为西北地区规模最大的证券公司之一，交易量占居陕西省内 35% 的份额，占据绝对优势。国家加快西部大开发和陕西建设西部经济强省的大背景下，公司作为陕西本地券商在政策扶持、股东支持等方面具备突出优势，将尽享区域发展红利。但与此同时，公司对本地市场的高度依赖，尤其是经纪业务，若未来受到其他公司大范围进入的竞争威胁，也会对公司业务带来较大冲击。

图表8：2010 年底，陕西省内前 15 名券商的竞争格局

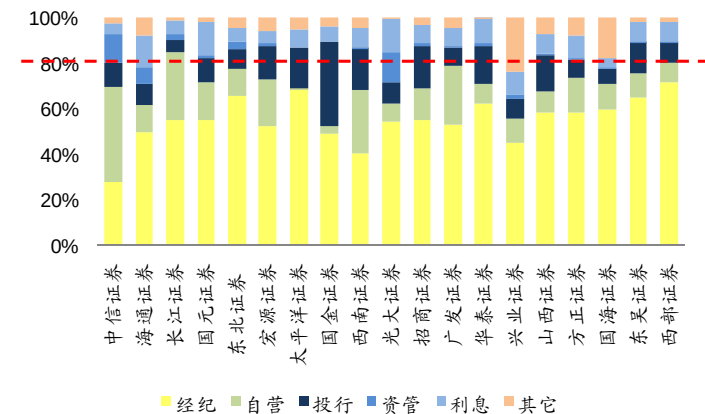
排名	公司	营业部数量	股基交易额（亿元）	股基市场份额	股基权债交易额（亿元）	股基权债市场份额
1	西部证券	42	5521.35	35.26%	5569.82	34.41%
2	国信证券	1	912.24	5.83%	924.26	5.71%
3	中邮证券	3	666.22	4.25%	797.02	4.92%
4	国泰君安	2	609.74	3.89%	624.29	3.86%
5	招商证券	1	601.53	3.84%	613.00	3.79%
6	开源证券	4	586.77	3.75%	657.97	4.07%
7	广发证券	2	592.25	3.78%	596.97	3.69%
8	中信建投	1	587.54	3.75%	645.17	3.99%
9	中国银河	2	563.75	3.60%	583.26	3.60%
10	兴业证券	1	551.60	3.52%	584.12	3.61%
11	华鑫证券	5	546.02	3.49%	550.11	3.40%
12	海通证券	2	483.11	3.08%	541.89	3.35%
13	中信证券	1	399.45	2.55%	403.29	2.49%
14	华泰证券	2	393.60	2.51%	400.26	2.47%
15	建银投资证券	1	308.97	1.97%	313.87	1.94%

来源：伟海数据，国金证券研究所

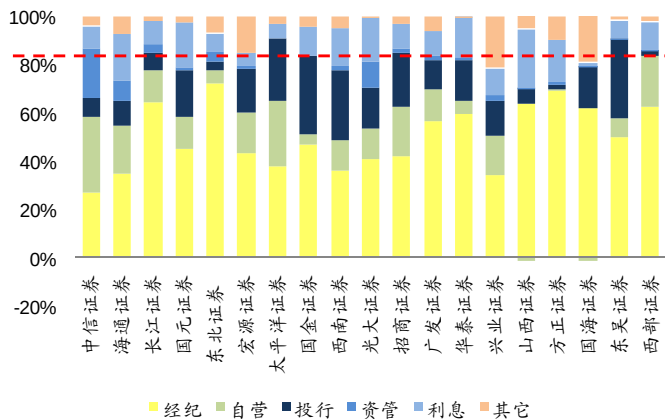
业务结构仍以经纪自营为主

- 公司业务结构仍以经纪、自营为主，2009-2011 年的经纪业务收入占比分别为 88.55%、78.2%和 75.06%，业务结构中较高的经纪业务占比与东北、山西证券较为相近，仍属于经纪业务高弹性品种。但公司近年投行业务发展迅速，近期又加大了资产管理和创新业务的开拓力度，未来新业务资格获取后业务结构有望多元化发展，并具备一定的成长性。

图表9：公司与其他上市券商10年收入构成的比较



图表10：公司与其他上市券商11H年收入构成的比较

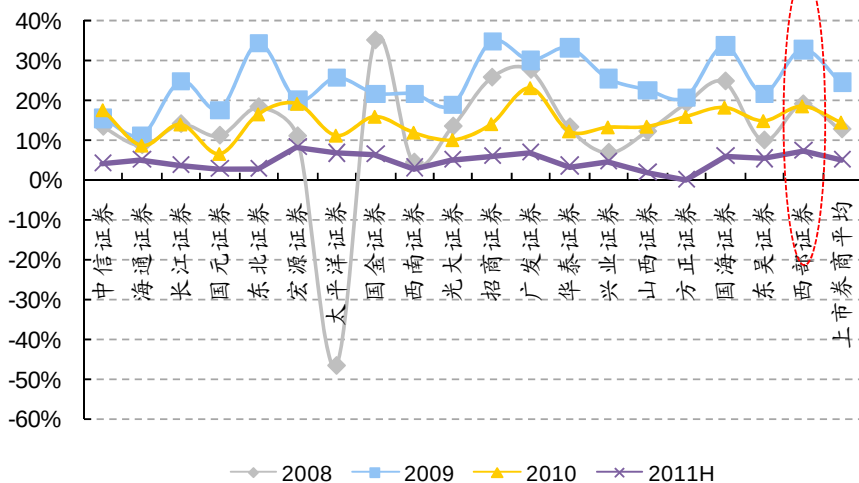


来源：公司公告、国金证券研究所

净资产收益率高于行业平均

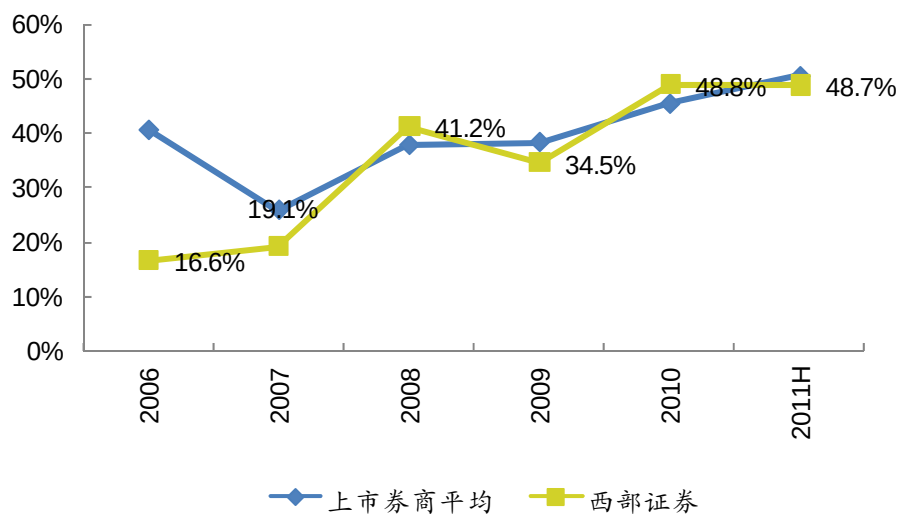
- 较强的资源配置能力，净资产收益率高于行业平均。公司持续稳健经营，并明确定位，在资源有限的条件下增加优势业务的投入，提高盈利能力，在目前的上市券商中，西部证券的盈利能力远高于平均水平。公司 08-10 年的 ROE 分别为 18.91%、32.84 和 18.24%，平均为 23.33%，高于上市券商 17% 的三年平均水平，在区域性券商中与国海和国金证券较为相近。成本费用率也低于上市券商平均。

图表11：西部证券 ROE 水平高于上市券商平均水平



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 34：公司营业费用率低于上市券商平均



来源：公司定期报告、国金证券研究所。

公司各项业务的竞争力分析

经纪业务：具备区域定价话语权 收益水平高于规模水平

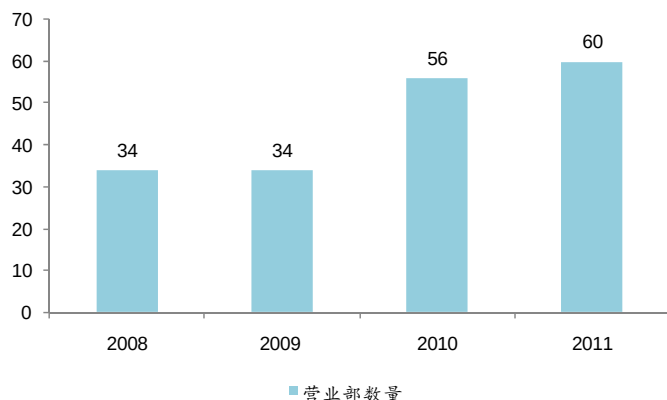
- 公司依靠区域优势对省内定价拥有较强话语权，使其收益水平高于规模水平，比如公司经纪业务收入水平通常高于同份额公司，而且公司近年市场份额有所下滑，但收入水平行业排名却有提升。
- 公司近期营业部的增长主要来源于前期服务部的升级，并未大范围的向省外扩张，因此市场份额并未随之提升，反而出现小幅下滑。公司 11 年股票基金代理交易市场份额为 0.58%，股基权债代理交易市场份额为 0.50%，在目前的上市券商中与山西证券较为接近。但由于公司对省内定价具备较强话语权，佣金率高于行业平均，使其经纪业务收入水平会略高于山西证券，10 年经纪业务净收入行业排名由 08 年的 33 位提升至 25 位，与东吴和国元较为接近。

图表12：公司经纪业务净收入排名位居行业 25 位

2010年度证券公司经纪业务净收入排名			2009年度证券公司经纪业务净收入排名		
排名	公司	经纪业务净收入(亿元)	排名	公司	经纪业务净收入(亿元)
1	银河证券	56.42	1	银河证券	77.59
2	华泰证券	52.50	2	华泰证券	71.88
3	国泰君安	50.41	3	国泰君安	68.02
4	国信证券	48.86	4	广发证券	63.99
5	广发证券	47.20	5	海通证券	62.40
6	海通证券	45.76	6	国信证券	62.29
7	中信证券	44.74	7	申银万国	57.85
8	申银万国	43.63	8	中信建投	47.01
9	中信建投	34.97	9	招商证券	45.87
10	招商证券	33.25	10	齐鲁证券	41.95
11	齐鲁证券	33.18	11	安信证券	38.73
12	安信证券	28.08	12	中投证券	35.80
13	中投证券	26.79	13	光大证券	34.91
14	光大证券	25.83	14	中信证券	27.84
15	华西证券	17.95	15	方正证券	26.29
16	方正证券	17.93	16	华西证券	21.84
17	宏源证券	17.25	17	宏源证券	21.38
18	长江证券	16.50	18	长江证券	19.90
19	财达证券	14.30	19	财达证券	19.47
20	东方证券	14.17	20	中信金通	19.37
21	兴业证券	11.98	21	东方证券	16.90
22	中金公司	11.90	22	兴业证券	16.42
23	国元证券	11.68	23	国元证券	14.67
24	东吴证券	11.01	24	中原证券	14.60
25	西部证券	10.96	25	西部证券	14.48
26	东北证券	10.93	26	信达证券	14.40
27	信达证券	10.75	27	东吴证券	14.24
28	中银国际	10.20	28	东北证券	13.92
29	国海证券	10.04	29	中银国际	13.72
30	中原证券	10.02	30	东海证券	13.59

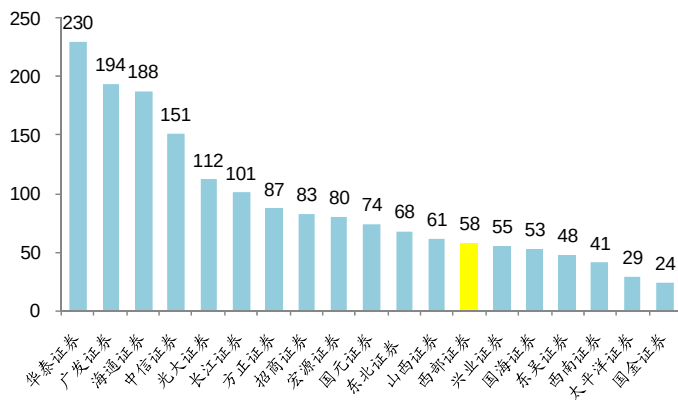
来源：证券业协会网站、国金证券研究所

图表13：公司营业部2010年的快速增长主要源于服务部的升级

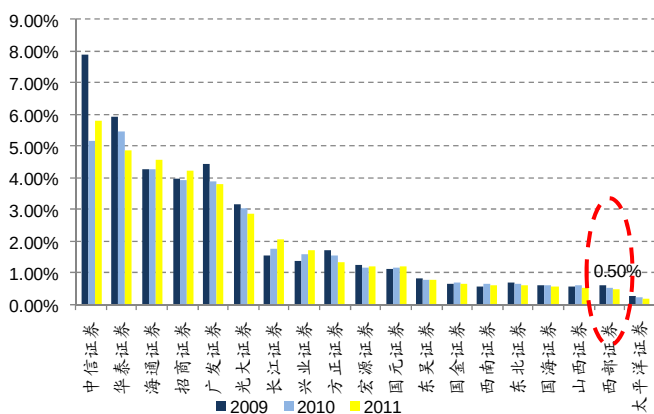


来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：营业部网点数量和山西证券较为接近

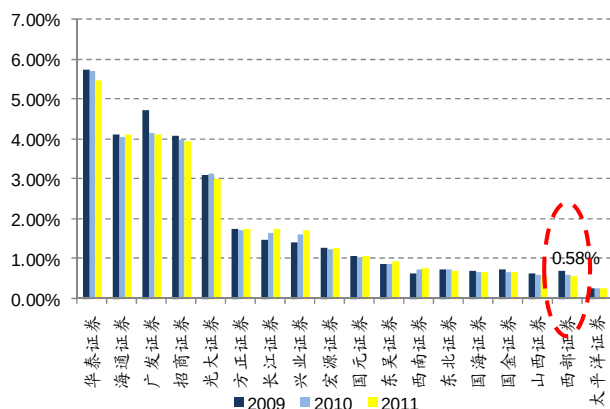


图表15：公司11年股基权债代理交易市场份额为0.50%，与山西证券较为接近



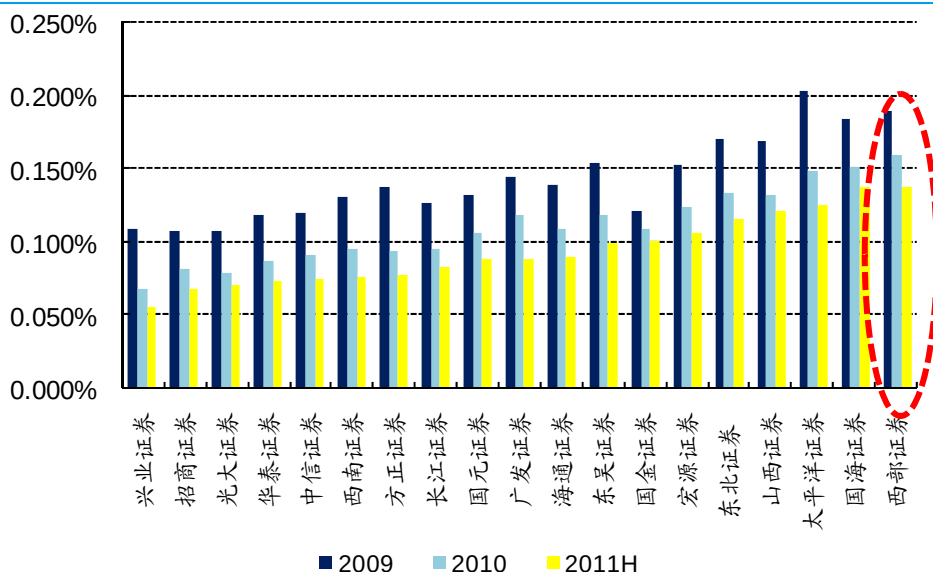
来源：国金证券研究所

图表16：公司11年股票基金代理交易市场份额为0.58%，与山西证券较为接近



- 佣金率居上市券商最高，下滑压力仍存。公司 2009-2011 年股票基金净佣金率分别为 0.189%、0.159%和 0.134%，下滑明显但低于行业平均。公司经纪业务前期依靠区域优势主要实施价值增长型策略，并未主动降佣，因此佣金率下滑幅度低于行业平均，且 0.134%的绝对水平高于行业平均，为上市券商最高。未来公司佣金率下滑压力仍存，但降幅需看省内的竞争情况以及公司营业网点的扩张策略。

图表17：公司佣金率水平高于其他上市券商

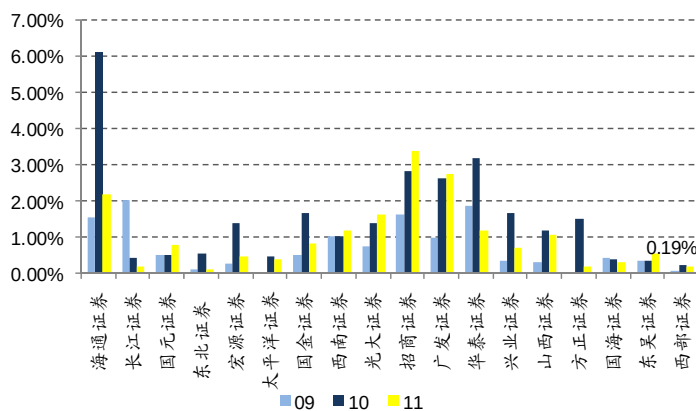


来源：国金证券研究所注：佣金率为代理买卖净收入/股票基金交易额，与公司招股说明书口径略有误差

投行业务：成长性良好 新三板战略布局行业领先

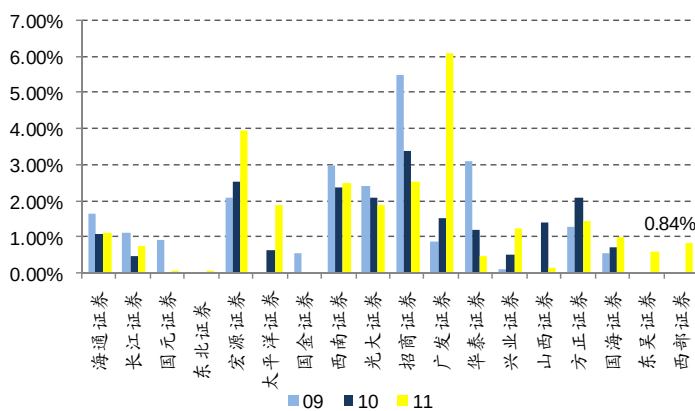
- 债券承销是公司投行业务拓展的重点。公司股票承销主要从 2009 年新股发行重启以来开始项目释放，2010 年有所突破，先后完成了广东盛路、启源机电、金杯电工的首发保荐，当年投行业务收入排名位于行业第 37 位，居行业中间水平。债券承销方面近年有所突破，2011 年完成了 11 富阳债、11 长交债、11 诸暨债的发行，市场份额提升至 0.84%，未来债券承销是公司投行业务拓展的重点。
- 公司投行实力仍较为薄弱，主要源于业务发展较晚，前期更多将重点投放于团队、体制的建设，目前平台已基本搭建成功，未来有望实现业务的重点突破。

图表18：公司权益类承销较为薄弱，但近年份额有所增长



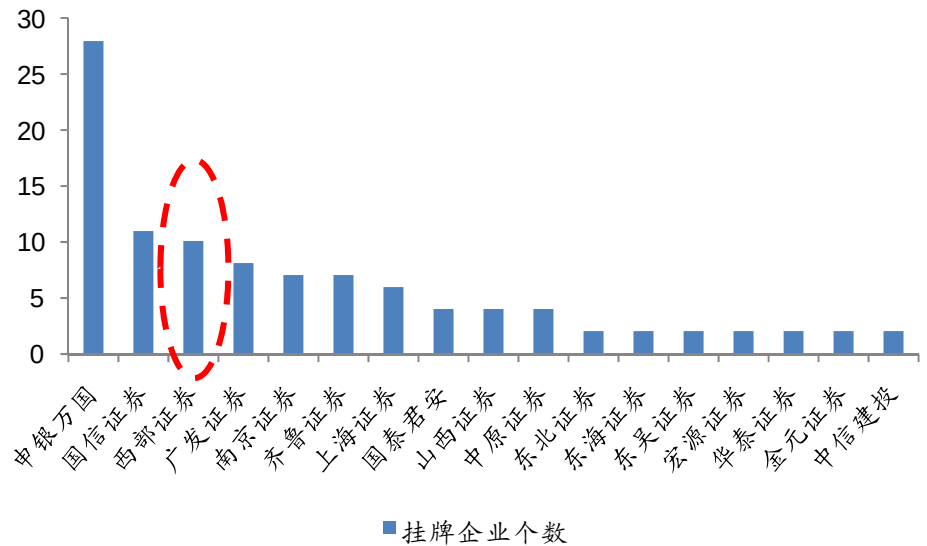
来源：WIND,聚源，国金证券研究所

图表19：公司债券类承销近年有所突破



- **新三板战略性布局，奠定业界领先地位。**公司较早瞄准市场空白，积极布局三板业务，2007 年 4 月公司取得代办股份转让业务资格后迅速发展。2011 年度完成了 2 家企业挂牌工作，迄今累计完成 10 家企业挂牌工作，行业排名第三，仅次于申万和国信，项目储备 50 余家远高于业界。公司在新三板业务的战略性投入，虽短期收益有限，但已奠定业界领先地位，未来新三板一旦放开，将为公司带来更多业务机会和收入来源。

图表20：新三板主办券商挂牌企业个数统计

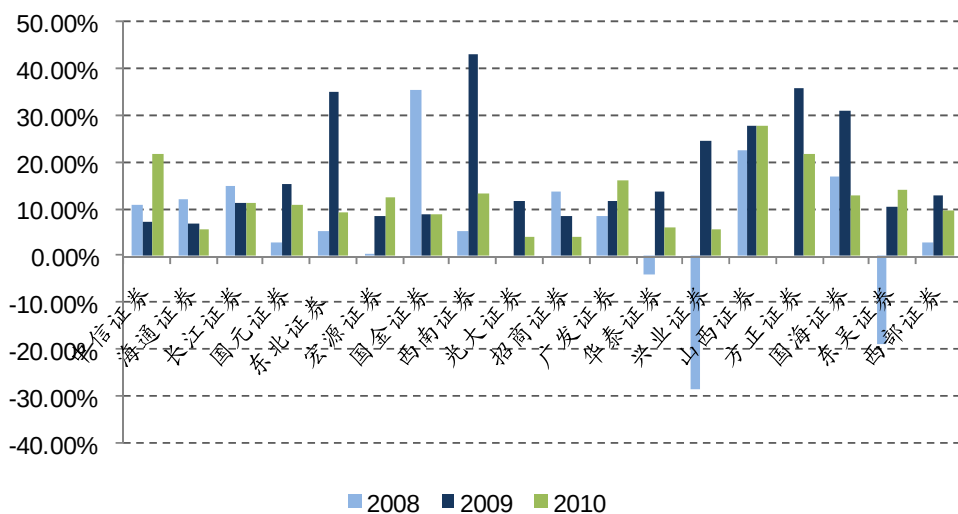


来源：代办股权转让系统,国金证券研究所

自营业务：追求绝对收益 风格相对稳健

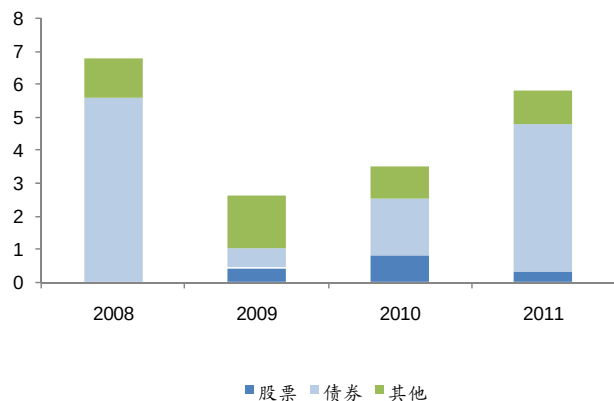
- **追求绝对收益，投资风格相对稳健。**受资本金限制公司自营规模不大，11 年末自营规模约为 11.55 亿元（交易性金融资产 5.8 亿+可供出售金融资产 5.7 亿），占净资产比重为 36.35%，略低于上市券商平均。公司坚持长期投资理念，对团队没有高业绩压力，追求绝对收益，锁定风险，因此自营收入稳定，2008-2010 年投资收益率分别为 3.05%、12.86%和 9.81%，即使 11 年较差的环境下取得超越大盘指数的正收益，为 5.63%。公司前期以权益类投资为主，未来将逐渐加大固定收益类投资比例，进一步保持稳健投资风格，提供稳定现金流。

图表21：上市券商自营业务投资收益率



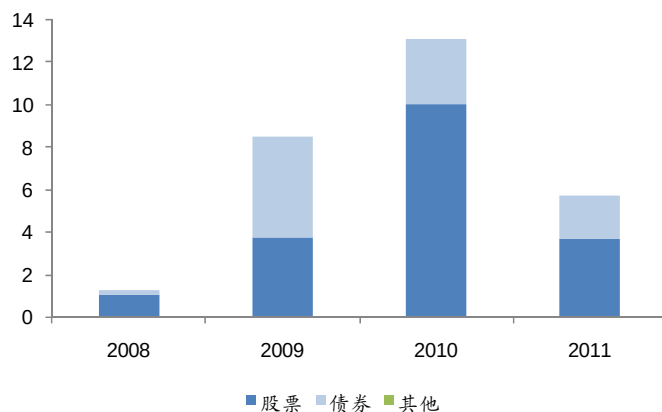
来源：公司年报，国金证券研究所 注：投资收益率=自营收入/平均自营规模

图表22：西部证券交易性金融资产配置结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表23：西部证券可供出售金融资产配置结构

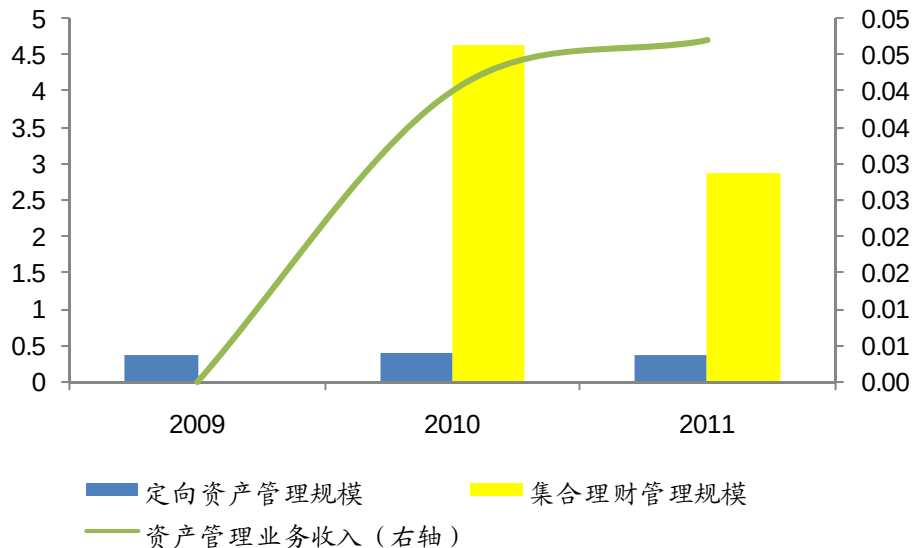


资管与创新：竞争力较为薄弱 但已形成清晰定位

- 公司开展资管业务较晚，规模小，竞争力相对较为薄弱，但公司根据自身情况形成清晰定位，以定向资产管理和小集合产品为主。定向产品主要服务于区域性机构客户，11年末受托定向资产管理规模0.37亿元。集合理财业务起步较晚，2010年9月才设立第一只集合资产管理计划“财富长安1号”，也是目前仅有的一只产品，截止11年底资产净值为2.87亿元。
- 基金管理方面，公司2010年与纽银梅隆合资成立纽银西部基金公司，公司持有51%的股份，但不具有控制权。纽银西部基金目前发行两支产品，截至11年底管理规模净值5.8亿元。公司资产管理业务（含基金）业绩贡献仍然较低，但是证券控股集团不可或缺的一环，对公司的战略价值远高于短期收益。
- 创新业务：券商创新业务的开展通常受限于净资本规模，西部证券净资本较低，资本消耗型新业务开展相对较慢，但均已积极准备。期货方面，公司主要通过控股子公司西部期货运作，短期内业绩贡献仍不明显，但随国

债期货的推出和商品期货的扩容，期货公司的业绩贡献有望逐步提升。此外公司融资融券业务已通关审核，进入最终报批程序，直投业务的前期准备工作也已就绪，预计等待上市募集资金后将重点开展。

图表24：西部证券资产管理业务管理规模和收入情况（单位：亿元）



来源：WIND、国金证券研究所

图表25：上市券商基金管理业务的对比

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模（亿元）				基金公司市场份额			
			10	11	12Q1	增长率	10	11	12Q1	份额增减
中信证券	华夏基金	49.00%	2,247.13	1,790.88	1,791.20	0.02%	9.04%	8.17%	8.12%	-0.05%
海通证券	海富通基金	51.00%	468.98	324.88	320.70	-1.29%	1.89%	1.48%	1.45%	-0.03%
	富国基金	27.78%	621.73	607.33	595.37	-1.97%	2.50%	2.77%	2.70%	-0.07%
长江证券	长信基金	49.00%	206.02	180.81	184.55	2.07%	0.83%	0.82%	0.84%	0.01%
	诺德基金	30.00%	39.06	33.78	43.52	28.85%	0.16%	0.15%	0.20%	0.04%
国元证券	长盛基金	41.00%	412.24	403.45	408.48	1.25%	1.66%	1.84%	1.85%	0.01%
东北证券	东方基金	46.00%	91.16	82.25	82.26	0.00%	0.37%	0.38%	0.37%	0.00%
	银华基金	21.00%	855.46	651.23	651.23	0.00%	3.44%	2.97%	2.95%	-0.02%
宏源证券										
太平洋证券										
国金证券	国金通用	49.00%								
西南证券	银华基金	49.00%	855.46	651.23	651.23	0.00%	3.44%	2.97%	2.95%	-0.02%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	295.79	229.53	238.80	4.04%	1.19%	1.05%	1.08%	0.04%
	大成基金	25.00%	962.94	743.14	751.68	1.15%	3.87%	3.39%	3.41%	0.02%
广发证券	广发基金	48.33%	1,036.28	983.80	1,023.54	4.04%	4.17%	4.49%	4.64%	0.15%
	易方达基金	25.00%	1,453.35	1,433.11	1,355.18	-5.44%	5.85%	6.54%	6.14%	-0.39%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,158.77	1,152.91	1,154.34	0.12%	4.66%	5.26%	5.23%	-0.03%
	华泰柏瑞基金	49.00%	195.31	134.65	134.06	-0.44%	0.79%	0.61%	0.61%	-0.01%
招商证券	博时基金	49.00%	1,162.25	1,094.17	1,103.86	0.89%	4.67%	4.99%	5.00%	0.01%
	招商基金	33.30%	382.58	388.69	412.55	6.14%	1.54%	1.77%	1.87%	0.10%
兴业证券	兴业全球基金	51.00%	440.99	316.52	316.52	0.00%	1.77%	1.44%	1.43%	-0.01%
	南方基金	10.00%	1,158.77	1,152.91	1,154.34	0.12%	4.66%	5.26%	5.23%	-0.03%
山西证券										
方正证券	方正富邦									
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	192.42	147.48	150.76	2.22%	0.77%	0.67%	0.68%	0.01%
东吴证券	东吴基金	49.00%	126.03	115.31	119.22	3.39%	0.51%	0.53%	0.54%	0.01%
西部证券	纽银西部基金	51.00%	0.00	5.80	5.80	0.00%	0.00%	0.03%	0.03%	0.00%

来源：WIND,公司公告,国金证券研究所

盈利预测和估值定价——合理股价 8.5 元-10.8 元

盈利预测：预计 12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.24 元和 0.32 元

- 公司拟发行 2 亿股，发行后的总股本增加至 12 亿股。在日均股票基金交易额 1800/2000 亿元（2012/2013）、自营总体平均收益率为 6%以及营业费用率为 61%等关键的假设条件下，预计公司 12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.24 元和 0.32 元。

图表 35：西部证券 12 年盈利预测的假设条件和业绩敏感性分析

		股票基金日均交易额							
市 场 份 额	EPS	1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,200	2,400	
	0.17%	0.16	0.16	0.16	0.17	0.17	0.17	0.18	
	0.37%	0.19	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.23	
	0.57%	0.23	0.23	0.24	0.24	0.26	0.27	0.28	
	0.77%	0.26	0.27	0.28	0.28	0.30	0.32	0.33	
	0.97%	0.29	0.30	0.31	0.32	0.34	0.37	0.39	
		股票基金日均交易额							
投 资 成 本 / 净 资 产	EPS	-14%	-9%	-4%	1%	6%	11%	16%	21%
	21.19%	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27
	24.19%	0.19	0.20	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.28
	27.19%	0.19	0.20	0.22	0.23	0.24	0.26	0.27	0.28
	30.19%	0.18	0.20	0.21	0.23	0.24	0.26	0.27	0.29
	33.19%	0.18	0.20	0.21	0.23	0.25	0.26	0.28	0.30
	36.19%	0.18	0.19	0.21	0.23	0.25	0.27	0.28	0.30
	39.19%	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25	0.27	0.29	0.31
42.19%	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25	0.27	0.29	0.31	
		股票基金日均交易额							
营 业 费 率	EPS	1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,200	2,400	
	67.00%	0.19	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.23	
	64.00%	0.21	0.21	0.22	0.22	0.23	0.25	0.26	
	61.00%	0.23	0.23	0.24	0.24	0.26	0.27	0.28	
	58.00%	0.25	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29	0.31	
	55.00%	0.26	0.27	0.28	0.29	0.30	0.32	0.33	

来源：国金证券研究所

图表26：西部证券盈利预测重要假设

盈利预测重要假设	2012E	2013E	2014E
经纪业务			
股票基金日均交易额	180,000.00	200,000.00	200,000.00
股票基金交易额市场份额	0.57%	0.58%	0.60%
经纪业务手续费率	0.125%	0.120%	0.120%
手续费支出占比	15.00%	13.00%	13.00%
自营业务			
交易性金融资产投资成本	688.90	826.68	909.34
可供出售金融资产投资成本	726.84	799.52	879.48
自营收益率	10%	10%	10%
投行业务			
市场权益类承销融资额	700,000.00	700,000.00	700,000.00
公司权益类承销市场份额	0.19%	0.21%	0.23%
市场核心债券类融资额	500,000.00	500,000.00	500,000.00
公司核心债券类承销市场份额	0.80%	0.96%	1.04%
资管业务			
集合资产管理规模	373.10	447.72	537.26
管理费费率	1.40%	1.30%	1.30%
成本分析			
业务及管理费/营业收入	61.00%	55.00%	52.00%
营业税金及附加费/营业收入	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%

来源：国金证券研究所

股票估值和定价——合理股价为 8.5 元—10.8 元

- 我们认为在目前的上市券商中，公司各项业务指标处于国海证券、国金证券和东北证券、东吴证券之间。公司属于区域性券商，业务结构目前仍以经纪业务为主，因此，在定价估值中，我们将以第二梯队上市券商的平均估值水平为基础，重点参考国金证券和东吴证券的估值。综合 PB 估值法、市值估值法和 PE 估值法，我们认为公司上市后的合理股价为 8.5 元-10.8 元，对应 12 年 PE 为 34.73 -44.33 倍，PB 为 2.17 -2.77 倍。

图表 37：西部证券和东北证券、东吴证券、国海证券和国金证券的各项经营指标的比较

类比券商	资产项目 (2010)			盈利情况 (2010)		经纪业务 (2010)		自营业务		投行业务 (2011)		资管业务		综合		
	净资本 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	市场份额 (股基)	营业部数量	09年自营收益率	10年自营收益率	权益承销市场份额	债券承销市场份额	集合理财存续规模 (亿元)	基金公司市场份额	过去三年平均 ROE	分类评级	总市值 (亿元)
东北证券	34.59	195.76	34.69	17.00	5.27	0.75%	68	35.02%	9.42%	0.12%	0.09%	28.11	0.80%	22.92%	A	108.36
东吴证券	30.14	198.85	42.46	18.07	5.76	0.89%	38	10.62%	14.14%	0.57%	0.60%	3.50	0.26%	15.37%	A	167.20
西部证券	25.04	124.22	31.24	15.36	5.37	0.63%	56	12.86%	9.81%	0.19%	0.84%	2.87	0.03%	23.33%	BBB	
国金证券	27.29	110.30	30.23	16.45	4.38	0.67%	22	9.08%	8.84%	0.83%	0.00%	0.00	0.00%	24.09%	BBB	125.83
国海证券	20.64	133.79	27.91	18.95	4.57	0.67%	53	30.99%	13.15%	0.30%	1.00%	11.98	0.67%	25.40%	B	152.39

来源：国金证券研究所 注：基金业务市场份额为参股比例调整后的加权平均数

图表 38：上市券商估值水平

上市券商	股价	总股本（亿）	总市值（亿元）	BVPS(12E)	PB	EPS(12E)	PE
中信证券	13.39	110.17	1475.16	8.12	1.65	0.55	24.44
海通证券	10.31	82.28	848.29	5.87	1.76	0.46	22.46
光大证券	13.51	34.18	461.77	6.69	2.02	0.55	24.73
招商证券	12.96	46.61	604.08	5.78	2.24	0.58	22.50
广发证券	31.50	29.60	932.29	11.44	2.75	0.81	38.80
华泰证券	10.04	56.00	562.24	6.19	1.62	0.38	26.40
大型券商平均					2.01		26.55
长江证券	9.74	23.71	230.96	5.51	1.77	0.27	35.68
国元证券	11.20	19.64	219.98	7.91	1.42	0.37	30.00
宏源证券	15.12	14.61	220.93	5.02	3.01	0.51	29.69
东北证券	16.95	6.39	108.36	5.15	3.29	0.24	69.55
西南证券	9.62	23.23	223.43	4.51	2.13	0.27	35.20
兴业证券	11.48	22.00	252.56	4.07	2.82	0.28	40.61
方正证券	4.88	61.00	297.68	2.38	2.05	0.13	38.71
东吴证券	8.36	20.00	167.20	3.85	2.17	0.22	38.34
山西证券	7.36	24.00	176.63	2.78	2.65	0.11	66.91
国金证券	12.58	10.00	125.83	3.59	3.50	0.28	44.93
中小券商平均					2.48		42.96
上市券商平均					2.30		36.81

来源：国金证券研究所

- PB 估值法。**目前上市券商 12 年的 PB 估值平均水平为 2.30 倍（剔除估值过高的太平洋和国海证券），中小券商平均为 2.48 倍，其中类比券商中最低的是东吴证券，PB 为 2.17 倍，对应 12 年 ROE5.17%。在 1800 亿日均交易额的假设之下，预计公司 12 年的 BVPS 为 3.91 元，ROE6.15%（已考虑上市融资），公司 ROE 水平高于上市券商平均，应给予较高的 PB 水平。我们认为公司上市后的合理定价为 8.5 元-9.7 元，对应 12 年的 PB 为 2.17-2.48 倍，
- 市值估值法。**公司综合指标处于国海证券、国金证券和东吴证券、东北证券之间。公司各项业务开展情况和国金、国海证券都较为相似，但可能会较差于东北和东吴证券，但上市后资产规模将和东北、东吴更为相近。综合衡量，我们认为公司上市后的合理市值应该为 110 亿元-130 亿元。按照上市后 12 亿股本计算，公司上市后每股合理价格为 9.2 元-10.8 元。
- PE 估值法。**目前上市券商的 12 年 PE 估值平均水平为 36.81 倍（剔除估值过高的太平洋和国海证券），其中中小券商平均为 42.96 倍。在 1800 亿日均交易额的假设之下，预计公司 12 年的 EPS 为 0.24 元，参照上市券商和区域性券商平均估值水平，我们认为公司上市后的合理定价为 9.00 元-10.50 元，对应 11 的 PE 为 36.81-42.96 倍。
- 综合 PB 估值法、市值估值法和 PE 估值法，**我们认为公司上市后的合理股价为 8.5 元-10.8 元，对应 12 年 PE 为 34.73 倍-44.33 倍，PB 为 2.17 倍-2.77 倍。

图表 39：西部证券盈利预测表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,335.15	2,638.23	1,024.08	1,743.80	1,536.42	1,032.79	1,134.67	1,264.24	1,378.67
代理买卖手续费净收入	214.29	1,513.96	832.40	1,448.73	1,096.07	661.96	671.44	727.46	747.67
代理买卖手续费收入	217.03	1,527.30	847.06	1,468.61	1,121.84	815.51	789.93	836.16	859.39
手续费支出	2.74	13.34	14.66	19.88	25.78	153.55	118.49	108.70	111.72
承销收入	1.01	0.85	0.81	36.46	139.21	72.68	95.96	114.26	126.61
受托管理收入	123.81	112.35	10.30	-	4.36	4.69	4.81	5.30	6.34
净利息收入	21.72	95.88	100.04	115.29	125.92	178.69	229.24	277.49	342.03
利息收入	36.62	158.99	147.96	146.36	162.70	228.34	255.63	308.81	377.48
利息支出	14.90	63.12	47.91	31.07	36.78	49.65	26.39	31.32	35.45
投资收益	951.61	806.53	145.35	130.19	143.11	73.31	86.07	86.85	96.28
公允价值变动	10.55	85.72	-81.34	-6.86	-6.94	6.13	7.94	8.91	10.21
其他业务收入	12.16	22.95	16.51	19.99	34.70	35.33	39.20	43.98	49.54
营业支出	302.50	645.89	486.15	694.28	831.52	730.87	750.38	760.12	787.50
业务及管理费	221.82	504.98	422.08	601.96	749.76	672.16	692.15	695.33	716.91
营业税金及附加	71.88	139.93	66.52	91.86	80.72	57.28	56.73	63.21	68.93
资产减值损失	8.73	0.89	-2.74	0.03	0.06	0.29	0.31	0.32	0.34
其他业务支出	0.08	0.09	0.28	0.43	0.97	1.13	1.19	1.25	1.31
上缴投资者保护基金			-	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,032.65	1,992.34	537.93	1,049.52	704.91	301.93	384.29	504.12	591.18
营业外收入	0.64	2.96	2.94	2.32	12.00	6.42	7.70	9.24	11.09
营业外支出	0.81	1.97	4.17	0.81	5.28	0.90	0.99	1.09	1.20
利润总额	1,032.48	1,993.33	536.70	1,051.03	711.63	307.44	391.00	512.28	601.07
所得税	367.12	733.84	136.90	259.67	174.54	84.78	97.75	128.07	150.27
所得税率	35.56%	36.81%	25.51%	24.71%	24.53%	27.57%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	665.37	1,259.49	399.81	791.36	537.09	222.67	293.25	384.21	450.80
少数股东损益		-	-0.12	-0.22	0.01	-0.57	0.01	0.01	0.01
归属母公司所有者的净利润	665.37	1,259.49	399.92	791.58	537.08	223.24	293.24	384.20	450.79
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
股本，期末(mn)	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00
EPS(basic)	0.67	1.26	0.40	0.79	0.54	0.22	0.24	0.32	0.38
EPS(Diluted)	0.67	1.26	0.40	0.79	0.54	0.22	0.24	0.32	0.38
BVPS	1.79	2.79	1.99	2.83	3.11	3.17	3.91	4.18	4.49
BVPS(Diluted)	1.79	2.79	1.99	2.83	3.11	3.17	3.91	4.18	4.49

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B