

分析师：宋健

执业证书编号：S0050510120001

Tel: 010-59355925

Email: songj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 西部证券(002673.SZ)

### 兼具地域优势和细分业务优势

#### 投资要点

● 公司是兼具地域性优势和细分业务优势中型券商。证券市场行业格局呈现出具有强大综合竞争力的全国性大型证券公司与在某些区域市场、细分市场具有竞争优势的中型证券公司共存的态势。西部证券是一家具有地域性优势和部分细分市场 and 细分业务优势的中型券商。从地域上看，公司地处西北地区。而竞争对手多数集中在经济较发达的东南沿海地区，与位于西北地区的中邮证券、开源证券相比，公司在该地区地域竞争中具有绝对优势。同时，在某些细分业务上，比如目前的代办股份转让业务，公司具有业务开展较早，项目公司和人才储备多的优势，为今后新三板推出做出充分准备。公司在债券承销方面（包括县级企业债承销发行市场），与同类公司相比，具有明显的优势。

● 经纪业务仍是公司最主要业务，业务具有地域优势。

● 公司投行、三板、直投业务形成协作方式。

● 自营和资管有待充实。

● 给予公司“增持”投资评级。公司定位明确、地域优势明显且中长期将保持其有利的地域优势，部分创新业务准备充分，将具备先发优势。自营、资管、投行相对来说是公司短板，而且许多创新业务起步晚。整体看，公司经营相对稳健，但对证券市场依赖很大。预计2012、2013和2014年EPS分别为0.16元、0.18元、0.2元。

#### 金融服务

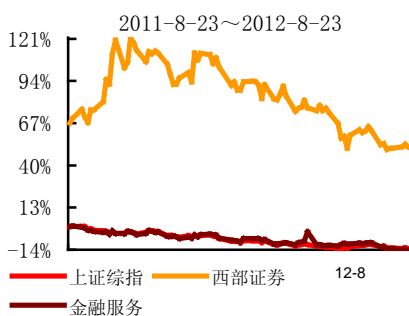
#### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

#### 市场数据

市价(元)	13.18
上市的流通A股(亿股)	2.00
总股本(亿股)	12.00
52周股价最高最低(元)	12.74-19.47
上证指数/深证成指	2113.07/8726.02
2011年股息率	0.00%

#### 52周相对市场表现



#### 相关研究

#### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1032.79	857	986	1084
增长率(%)	-32.77	-17.00	15.00	10.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	223.24	190	219	240
增长率(%)	-58.43	-14.75	14.83	9.92
毛利率(%)	29.23	30.00	29.96	29.94
净资产收益率(%)	7.03	3.75	4.10	4.29
EPS(元)	0.22	0.16	0.18	0.20
P/E(倍)	70.85	84.18	73.30	66.69
P/B(倍)	4.15	3.15	3.00	2.86

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

公司是兼具地域性优势和细分业务优势中型券商 .....	3
经纪业务仍是公司最主要业务，业务具有地域优势 .....	3
公司投行、三板、直投业务形成协作方式 .....	4
自营和资管有待充实 .....	5
创新业务进展 .....	5
盈利预测表 .....	5

## 图表目录

图 1：公司佣金率下降，但始终高于行业平均水平 .....	3
图 2：公司在全国及陕西省内市占率变化 .....	4
表 1：陕西省内交易量排名前列的券商 .....	4
表 2：公司近三年投行项目 .....	4
表 3：利润预测表 .....	6
附录：财务预测表 .....	7

## 公司是兼具地域性优势和细分业务优势中型券商

我国证券市场目前正处于新一轮行业结构升级阶段，行业格局呈现出具有强大综合竞争力的全国性大型证券公司与在某些区域市场、细分市场具有竞争优势的中型证券公司共存的态势。同时，由于创新业务的日渐开放，券商业务范围日益扩大，在某些业务领域运作成熟、具有优势和较高市场占有率的券商将不断出现。证券行业的同质化特性将逐渐改观。

西部证券是一家具有地域性优势和部分细分市场和细分业务优势的中型券商。从地域上看，公司地处西北地区。而竞争对手多数集中在经济较发达的东南沿海地区，与位于西北地区的中邮证券、开源证券相比，公司在该地区地域竞争中具有绝对优势。

同时，在某些细分业务上，比如目前的代办股份转让业务，公司具有业务开展较早，项目公司和人才储备多的优势，为今后新三板推出做出充分准备。公司在债券承销方面（包括县级企业债承销发行市场），与同类公司相比，具有明显的优势。

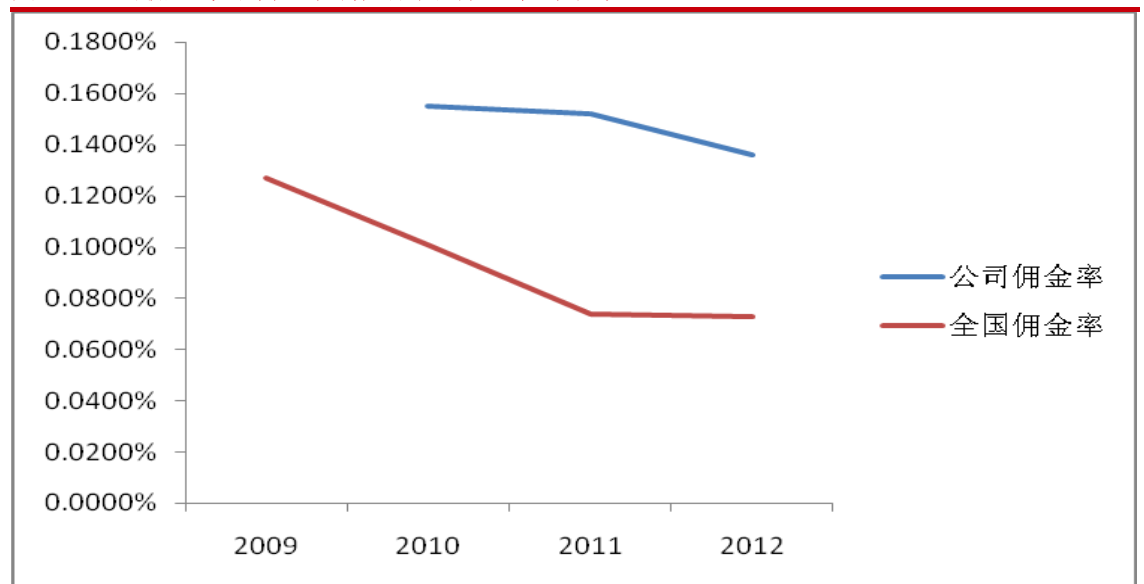
## 经纪业务仍是公司最主要业务，业务具有地域优势

经纪业务仍是公司的最主要业务，2009年、2010年、2011年经纪业务收入占营业收入的比例分别为88.55%、78.20%、75.06%。2012年上半年，占比为76.1%。

公司现有60家证券营业部，其中44家在陕西省内，2009年、2010年、2011年公司来自陕西省的经纪业务收入占全部经纪业务收入的比重分别为88.79%、87.62%和86.30%。

在激烈的市场竞争环境下，公司市场份额连续三年下降，到2012年六月，公司市场占有率从0.696%下降到0.523%。公司综合佣金率也随着行业降佣趋势下行，但始终高于行业平均水平。

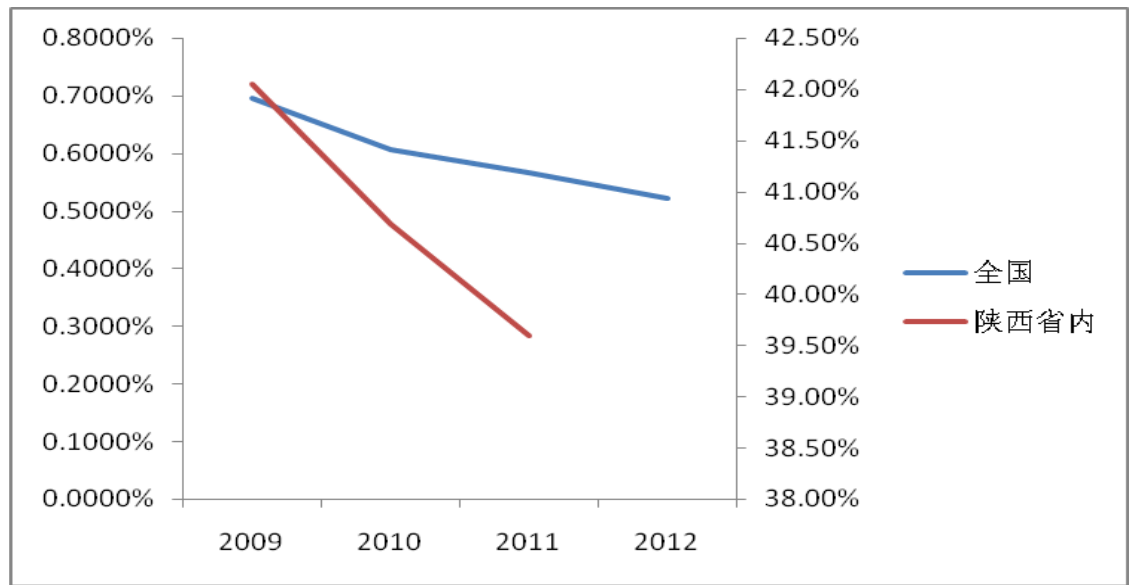
图 1：公司佣金率下降，但始终高于行业平均水平



数据来源：民族证券

公司在陕西省具有绝对地域优势，陕西省交易量排名在全国19位。公司在陕西省股票基金权证成交量市场占有率维持在40%左右。

图 2：公司在全国及陕西省内市占率变化



数据来源：民族证券

表 1：陕西省内交易量排名前列的券商

证券公司	省内市占率 2011 年	省内营业部数量 2011 年
西部证券	31.02%	39
开源证券	4.85%	4
广发证券	4.63%	2
中信建投证券	4.22%	1
海通证券	4.05%	2
中邮证券	3.89%	3
中国银河证券	3.86%	2
国泰君安	3.61%	2
招商证券	3.52%	1
华鑫证券	3.23%	5

资料来源：公告信息、民族证券

公司整体手续费率高于行业平均水平，原因是公司西部地区，佣金战的激烈程度不如东部沿海等地区。加上地域优势，客户忠诚度高，公司经纪业务压力不大。

## 公司投行、三板、直投业务形成协作方式

公司在代办股票转让市场上积累了丰富的项目，并且在人才、技术上储备丰富。公司计划成立北京第一分公司，专门管理场外市场业务及为新三板开通做好准备。

公司投行业务上半年由于市场原因，没有承销保荐项目。过去三年间，公司总计发行 12 支股票、债券，其中新股首发 5 支，债券发行 6 支。公司在债券承销方面，与同类公司相比，具有明显的优势。

公司在代办转让园区有较多项目储备，为投行业务提供项目支持，并可以为直投业务提供项目输送。优势项目发挥最大校效应，各项业务实现协作方式。

表 2：公司近三年投行项目

公司	发行类型	发行人	发行日期	发行规模
盛路通信	首发	广东盛路通信科技股份有限公司	2010-06-30	46,332.0000
启源装备	首发	西安启源机电装备股份有限公司	2010-11-01	61,969.0000
金杯电工	首发	金杯电工股份有限公司	2010-12-22	118,300.0000
尔康制药	首发	湖南尔康制药股份有限公司	2011-09-15	82,662.0000
红宇新材	首发	湖南红宇耐磨新材料股份有限公司	2012-07-24	41,280.0000
10 国网债 02	企业债	国家电网公司	2010-02-05	166,666.6667
10 国网债 01	企业债	国家电网公司	2010-02-05	333,333.3333
10 陕投债	企业债	陕西省投资集团(有限)公司	2010-11-09	75,000.0000
11 富阳债	企业债	富阳市城市建设投资集团有限公司	2011-03-03	100,000.0000
11 长交债	企业债	长兴县交通建设投资公司	2011-03-10	100,000.0000
11 诸暨债	企业债	诸暨市城市建设投资发展有限公司	2011-07-05	150,000.0000
新日恒力	非公开增发	宁夏新日恒力钢丝绳股份有限公司	2011-07-07	56,160.0000

资料来源：公告信息、民族证券

## 自营和资管有待充实

公司自营业务一直保持相对稳健，着过去的四年中，公司自营投资都取得了正收益。2012年上半年，由于公司在债券市场上投资相对不足、衍生品投资刚刚起步，自营业务收益同比下降较多。目前公司正积极弥补这一不足。目前公司自营业务设有权益投资部、衍生品投资部和债券投资部。

公司第一支集合资产管理产品“财富长安一号”在2010年8月发行，目前在全部同类产品中排名中游。

## 创新业务进展

代办股份转让市场是公司的优势业务，在新三板业务上具备一定的先发优势，即将开办的新三板也将会为公司带来做市商收入、融资收入和财务顾问收入等额外收入。公司除了在新三板上准备十分充分外，计划设立直投子公司、北京第一分公司专管新三板业务，并加强对两家子公司西部期货和纽银西部基金的投入。

截至2011年12月31日，公司拥有1家控股子公司、1家合营企业、2家分公司和60家证券营业部。公司还计划设立直投子公司、另类投资子公司。

## 盈利预测

公司定位明确、地域优势明显且中长期将保持其有利的地域优势，部分创新业务准备充分，将具备先发优势。自营、资管、投行相对来说是公司短板，而且许多创新业务起步晚。整体看，公司经营相对稳健，但对证券市场依赖很大，总体业绩波动性相对较小。预计2012、

2013 和 2014 年 EPS 分别为 0.16 元、0.18 元、0.2 元。

表 3: 利润预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1536	1033	857	986	1084
经纪业务收入	1093	662	546	628	691
承销发行收入	139	73	92	110	121
(百万元)    资产管理业务收入	4	5	5	6	7
证券投资业务收入	136	79	25	48	62
其他收入	2	2	2	2	2
营业支出 (百万元)	832	731	606	697	766
营业税金及附加	81	57	47	54	60
(百万元)    业务及管理费	750	672	557	641	705
资产减值损失	0	0	0	0	0
利润总额 (百万元)	712	307	257	295	325
净利润 (百万元)	537	223	190	219	240

资料来源: 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元人民币	2010	2011	2012E	2013E
<b>资产：</b>				
货币资金	9674	7184	8892	9604
其中：客户资金存款	8280	6063	6669	7203
结算备付金	539	308	400	432
其中：客户备付金	514	283	368	398
交易性金融资产	352	582	876	814
存出保证金	177	198	144	156
其他流动资产		673	942	1017
<b>流动资产合计</b>	<b>10742</b>	<b>8945</b>	<b>11254</b>	<b>12023</b>
可供出售金融资产	1313	573	745	782
固定资产及其他	193	179	233	251
递延所得税资产	1	11	16	16
其他资产	173	167	218	235
<b>非流动资产合计</b>	<b>1680</b>	<b>930</b>	<b>1211</b>	<b>1285</b>
<b>资产总计</b>	<b>12422</b>	<b>9875</b>	<b>12466</b>	<b>13308</b>
<b>负债：</b>				
短期借款				
交易性金融负债				
卖出回购金融资产款			0	0
代理证券款	8954	6526	7203	7779
应付款项	224	116	126	136
<b>流动负债合计</b>	<b>9178</b>	<b>6642</b>	<b>7328</b>	<b>7915</b>
长期借款				
递延所得税负债	49	2	2	2
预计负债	0	0	0	0
其他负债	71	53	55	58
<b>非流动负债合计</b>	<b>120</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>61</b>
<b>负债合计</b>	<b>9298</b>	<b>6697</b>	<b>7386</b>	<b>7975</b>
<b>所有者权益(或股东权益)：</b>				
股本	1000	1000	1200	1200
少数股东权益	9	8	8	9
归属于母公司所有者权益	3115	3169	5071	5324
<b>所有者权益合计</b>	<b>3124</b>	<b>3178</b>	<b>5079</b>	<b>5333</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>12422</b>	<b>9875</b>	<b>12465</b>	<b>13308</b>

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	1536	1033	857	986
手续费及佣金净收入	1272	773	643	739
代理买卖证券业务净收	1093	662	546	628
证券承销业务净收入	139	73	92	110
受托客户资产管理业务	4	5	5	6
利息净收入	126	179	188	197
投资净收益	143	73	17	38
公允价值变动净收益	(7)	6	8	10
其他业务收入	2	2	2	2
<b>营业支出</b>	832	731	606	697
营业税金及附加	81	57	47	54
管理费用	750	672	557	641
资产减值损失	0	0	0	0
其他业务成本	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	705	302	251	289
加：营业外收支	7	6	6	6
<b>利润总额</b>	712	307	257	295
减：所得税	175	85	67	77
<b>净利润</b>	537	223	190	219
<b>每股指标：</b>				
股本（百万股）	1000	1000	1200	1200
基本每股收益（元）	0.54	0.22	0.16	0.18

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率%	-11.89	-32.78	-17.00	15.00
营业利润增长率%	-32.84	-57.17	-16.74	15.06
归属母公司净利润增长率%	-32.15	-58.43	-14.75	14.83
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.32	29.77	30.00	29.96
净利率	42.21	28.81	29.60	29.56
ROE	17.29	6.92	5.70	6.24
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.54	0.22	0.16	0.18
每股净资产	3.12	3.18	2.78	2.92
<b>估值比率</b>				
P/E	24.72	60.68	84.18	73.30
P/B	4.27	4.20	4.80	4.57

资料来源：公司报表、民族证券



## 分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。