

证券行业

西部证券（002673）

增持

报告原因：中报点评

自营规模收入双提升 新三板保持优势 首次

2013年7月31日

公司研究/点评报告

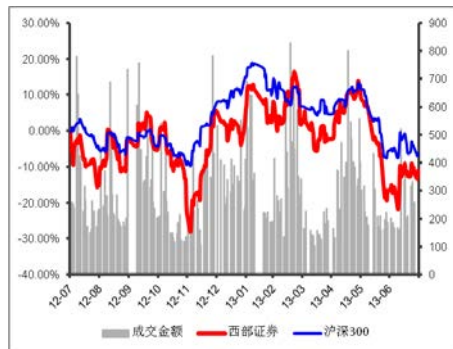
市场数据：2013年7月30日

收盘价（元）：	12.32
一年内最高/最低（元）：	16.12/9.97
市净率	3.28
总市值（亿元）：	147.84
流通A股市值（亿元）：	39.63

基础数据：2013年6月30日

每股收益（元）	0.15
营业收入（百万元）	565.68
净利润（百万元）	174.10

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

Email: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：李彬

Tel: 010-82190301

Email: libin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

投资要点：

● **整体情况**：2013年1-6月，西部证券实现营业收入56568.28万元，同比增加33.59%；实现归属于上市公司股东的净利润17410.41万元，同比增加70.34%；基本每股收益0.15元，同比增加50.00%；加权平均净资产收益率为3.84%，同比上升1.15个百分点。

● **经纪业务**：公司代理买卖证券业务净收入30382.23万元，与去年同期相比增加18.62%。公司佣金率较行业平均水平要高，2013年2季度公司股基佣金率为0.1316%。公司经纪业务市场占有率持续下降，公司2013年上半年股基市场占有率为0.53%，与去年同期相比下降5.38%。

● **投行业务**：受IPO停止发行的政策影响，投资银行业务整体处于亏损状态，承销业务有所停滞，上半年公司没有完成一单承销项目。

● **自营业务**：由于公司年初募集资金投入增加以及受市场行情影响，截至2013年6月30日，公司自营规模达到26.06亿元，相较2012年末规模大幅提高125.30%，其中债券投资占比提高至92.45%。2013年上半年，西部证券自营收入达到1.26亿元，同比增加83.54%。

● **资产管理**：公司旗下现在仅有两只集合资产管理产品，无论规模与净值在券商中都处于较低的水平，还有很大的发展空间。2013年上半年，公司资产管理业务实现收入397.57万元，较上年同期增长57.34%。

● **创新业务**：截至2013年6月30日，公司融资融券余额达到6.06亿元，相较去年底增长281.85%；公司两融业务市占率也有所提升，从2012年底的0.18%提高到0.27%；本期融资融券业务利息收入1783.68万元。此外，公司新三板业务在业内处于领先地位。

● **投资建议**：我们预计2013年目标营业收入10.68亿，同比增加34.65%，净利润增速达到122.60%，我们预测2013、2014年每股收益分别为0.22、0.26元，给予公司“增持”评级。

● **风险提示**：市场波动风险，交易量明显下降，佣金率下行风险

盈利预测	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	PE
2011A	1032.79	-32.78	223.24	-58.44	0.19	64.8
2012A	792.94	-23.22	118.90	-46.74	0.10	123.2
2013E	1067.70	34.65	264.68	122.60	0.22	56.0
2014E	1171.17	9.69	315.26	19.11	0.26	47.4

单位：百万元、%、元

## 1、整体经营情况

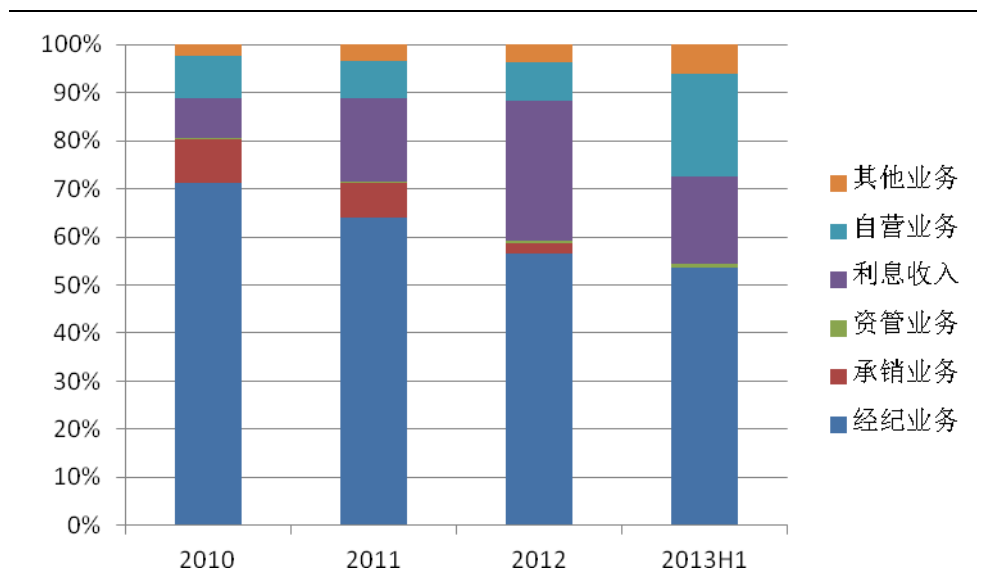
2013年1-6月，西部证券实现营业收入56568.28万元，同比增加33.59%；实现归属于上市公司股东的净利润17410.41万元，同比增加70.34%；基本每股收益0.15元，同比增加50.00%；加权平均净资产收益率为3.84%，同比上升1.15个百分点。

表格 1：西部证券半年业绩回顾

单位：百万	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	同比	环比
营业收入	647.99	384.81	423.44	333.14	565.68	33.59%	69.80%
手续费及佣金净收入	436.12	336.80	269.26	225.40	340.43	26.43%	51.03%
利息净收入	74.39	104.31	111.85	120.78	103.42	-7.54%	-14.37%
投资净收益	136.72	-63.41	34.97	17.07	113.20	223.70%	563.21%
公允价值变动净收益	-0.13	6.26	6.07	5.21	8.09	33.29%	55.26%
营业支出	351.38	379.49	322.57	312.09	330.78	2.55%	5.99%
营业税金及附加	35.34	21.94	19.31	13.97	27.12	40.45%	94.21%
管理费用	315.57	356.59	266.31	300.57	300.39	12.80%	-0.06%
资产减值损失	0.00	0.29	0.00	33.24	2.26		-93.21%
利润总额	297.68	9.77	138.91	26.75	234.70	68.96%	777.53%
净利润	226.27	-3.60	102.16	16.57	174.25	70.56%	951.46%
归属于母公司所有者的净利润	226.52	-3.29	102.21	16.69	174.10	70.34%	943.08%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图表 1：西部证券近期营业收入结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2、分业务经营情况

### 2.1 经纪业务：佣金率与市占率均下滑

西部证券经纪业务在陕西省具有一定的品牌优势和垄断地位，但仍面临着佣金率下滑和市场占有率减少的局面，为了巩固经纪业务的发展和地域优势，公司一是加大经纪业务各项资源的整合力度，创新业务发展，努力将营业网点打造成公司各项业务的营销窗口和服务基地；二是营销制度建设不断优化，与银行、资产管理公司和信托公司等多渠道合作业务方面逐步深化，开展了形式多样的营销活动；三是经纪业务基础工作持续加强；四是网点建设工作有序开展。截至报告日，西部证券共有营业网点62家。

2013年1-6月，市场交易量较去年同期有所提高，受此利好因素带动，公司代理买卖证券业务净收入30382.23万元，与去年同期相比增加18.62%。由于公司在陕西省经纪业务占有相对垄断地位，佣金率较行业平均水平要高，2013年2季度公司股基佣金率为0.1316%，与2012年整体佣金率（0.1300%）基本持平，但有一定的下滑。

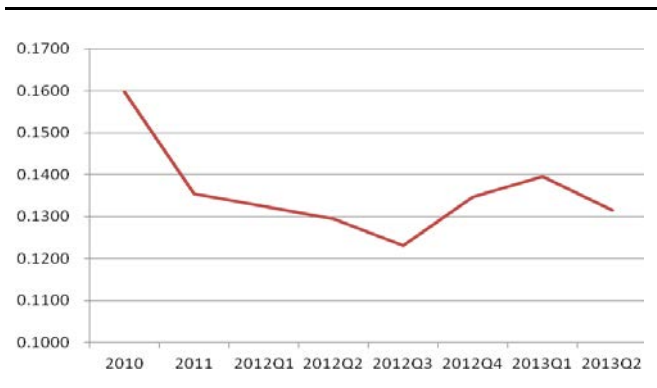
受各大券商入驻陕西市场后对公司经纪业务的市场份额形成冲击，西部证券经纪业务市场占有率持续下降，公司2013年上半年股基市场占有率为0.53%，与去年同期相比下降5.38%。尽管如此，经纪业务仍是公司主要的营业收入来源，2013年1-6月经纪业务占比达到53.71%。

表格 2：西部证券佣金率

日期	2010	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012	2013Q1	2013Q2
佣金率（%）	0.1598	0.1354	0.1324	0.1295	0.1232	0.1348	0.1300	0.1396	0.1316

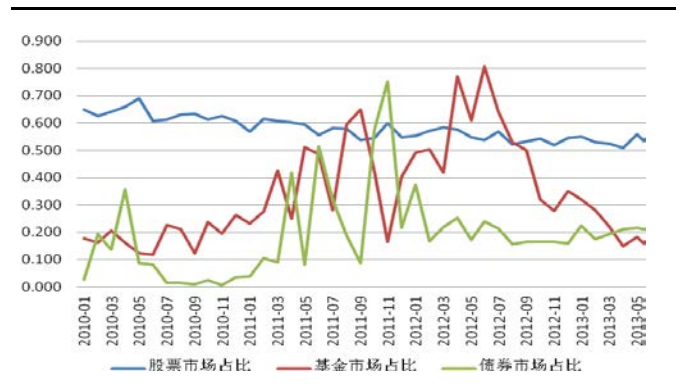
资料来源：Wind，山西证券研究所

图表 2：西部证券佣金率变化情况（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图表 3：西部证券经纪业务占比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 投行业务：承销业务有所停滞

受IPO停止发行的政策影响，投资银行业务整体处于亏损状态，承销业务有所停滞，上半年公司没有完成一单承销项目，是19家上市券商中唯一一家没有承销业务的公司。为减少对保荐业务的依赖，投行部门拓展了其他业务，目前投行业务项目类型明显增多，储备稳步增长，固定收益业务发展趋势良好。

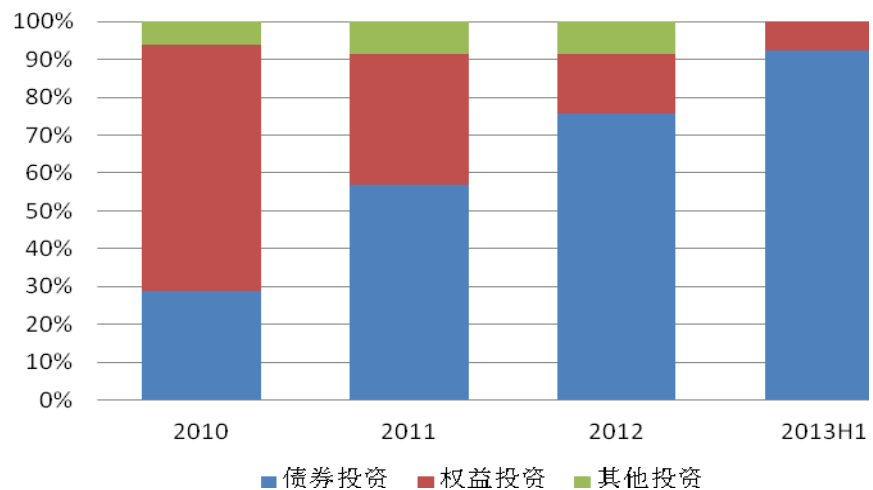
具体来看，保荐业务主要针对在审IPO项目进行财务自查后续工作并补充半年报材料，上半年共有3家企业上报证监会，5家企业开展辅导工作，并储备了10单项目。固定收益业务方面，债券主承销项目储备增加，且涵盖了多种业务类型，上半年共签订债券主承销项目协议20余单，完成18单项目立项及4单项目内核工作。财务顾问项目包括2单重大资产重组项目和2单其他项目，进展顺利。

## 2.3 自营业务：规模收入双提高

上半年，西部证券自营业务维持了较为稳健的股票投资仓位，把握了快速成长或稳定增长行业和个股的结构性投资机会，同时也根据市场环境变化灵活调整投资仓位，规避了阶段性系统风险，获取了超越市场基准及机构投资者平均投资收益水平的较好收益。

由于公司年初募集资金投入增加以及受市场行情影响，公司增加对短期融资券以及企业债的投资。截至2013年6月30日，公司自营规模达到26.06亿元，相较2012年末规模大幅提高125.30%，其中债券投资占比提高至92.45%。2013年上半年，西部证券自营收入达到1.26亿元，同比增加83.54%。

图表 4：西部证券自营投资占比情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2.4 资管业务：收入增速提高 规模依旧较小

公司大力开拓客户资产管理业务的定向资产管理通道业务，上半年该项业务发展势头良好，并按照规模计提了相应的管理费收入，致使客户资产管理业务营业收入和营业利润较上年同期均有所增加。公司首只现金管理类集合资产管理产品“易储通”现金管理集合资产管理计划于五月正式成立，截至六月底，易储通集合计划规模为 8882.45 万元。公司旗下现在仅有两只集合资产管理产品，无论规模与净值在券商中都处于较低的水平，还有很大的发展空间。2013 年上半年，公司资产管理业务实现收入 397.57 万元，较上年同期增长 57.34%。

公司持有纽银梅隆西部基金管理有限公司 51.00% 的股权，截至 2013 年 6 月 30 日，纽银梅隆西部基金管理有限公司实现营业收入 600.13 万元，净利润为 -1925.11 万元。

表格 3：西部证券 2013 年上半年集合资产管理产品发行情况

产品简称	最新份额（亿份）	最新资产净值（亿元）	所属概念	推广起始日	存续期(年)	成立规模(亿份)
西部易储通现金管理	0.89	0.8882	货币市场型	2013-5-13		1.90

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.5 创新业务：融资融券发展迅速 新三板保持优势

公司创新业务发展较好，其中融资融券专项营销活动取得显著效果，约定购回式证券交易快速发展，同时积极做好质押式报价回购业务和股票质押式回购交易的前期筹备工作，另外公司的新三板业务在业内处于领先地位，特别是对市场发展起着引领作用。

2012 年下半年，西部证券取得融资融券资格，2013 年 1-6 月，公司两融业务发展势头良好，截至 2013 年 6 月 30 日，公司融资融券余额达到 6.06 亿元，相较去年底增长 281.85%；公司两融业务市占率也有所提升，从 2012 年底的 0.18% 提高到 0.27%；本期融资融券业务利息收入 1783.68 万元，在营业收入中占比提高到 3.15%。

表格 4：西部证券融资融券业务

日期	融资融券余额（万元）	占比(%)
2012Q3	2513.85	0.04
2012Q4	15863.21	0.18
2013Q1	38972.37	0.24
2013Q2	60574.33	0.27

资料来源：Wind，山西证券研究所

公司持有西部期货有限公司 100% 的股权，2013 年 1 至 6 月，实现营业收入 2153.26 万元，净利润 117.82 万元。

### 3、盈利预测

我们预测2013年、2014年西部证券每股收益为0.22、0.26元，给予“增持”评级。

表格 5：盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	<b>1,032.79</b>	<b>792.94</b>	<b>1,067.70</b>	<b>1,171.17</b>
手续费及佣金净收入	772.93	494.66	630.36	682.19
其中：代理买卖证券业务净收入	661.96	448.84	615.69	648.84
证券承销业务净收入	72.68	16.66	8.00	25.00
受托客户资产管理业务净收入	4.69	3.03	6.67	8.35
利息净收入	178.69	232.63	230.34	276.48
投资净收益	73.31	52.04	200.00	200.00
公允价值变动净收益	6.13	11.28	5.00	10.00
汇兑净收益	-0.71	-0.03	-0.30	0.00
其他业务收入	2.44	2.36	2.30	2.50
<b>二、营业支出</b>	<b>730.87</b>	<b>634.66</b>	<b>714.40</b>	<b>750.43</b>
营业税金及附加	57.28	33.28	58.72	64.41
管理费用	672.16	566.88	651.92	684.52
资产减值损失	0.29	33.24	2.26	0.00
其他业务成本	1.13	1.27	1.50	1.50
<b>三、营业利润</b>	<b>301.93</b>	<b>158.28</b>	<b>353.30</b>	<b>420.74</b>
加：营业外收入	6.42	8.05	0.00	0.00
减：营业外支出	0.90	0.67	0.00	0.00
<b>四、利润总额</b>	<b>307.44</b>	<b>165.66</b>	<b>353.30</b>	<b>420.74</b>
减：所得税	84.78	46.93	88.33	105.19
<b>五、净利润</b>	<b>222.67</b>	<b>118.73</b>	<b>264.98</b>	<b>315.56</b>
减：少数股东损益	-0.57	-0.16	0.30	0.30
<b>六、归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>223.24</b>	<b>118.90</b>	<b>264.68</b>	<b>315.26</b>
<b>七、每股收益（元）</b>	<b>0.19</b>	<b>0.10</b>	<b>0.22</b>	<b>0.26</b>

资料来源：公司公告，山西证券研究所



### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。