

证券行业

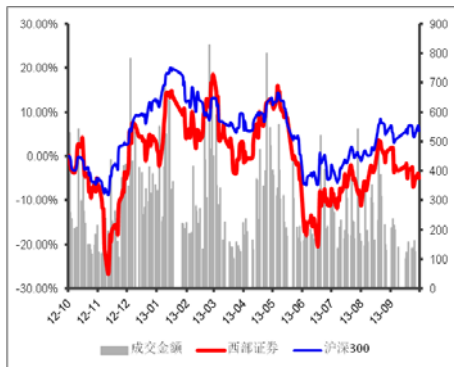
报告原因：季报点评

2013年10月24日
市场数据：2013年10月23日

收盘价（元）：	13.06
一年内最高/最低（元）：	16.85/9.97
市净率	3.29
总市值（亿元）：	156.72
流通A股市值（亿元）：	42.01

基础数据：2013年9月30日

每股收益（元）	0.22
营业收入（百万元）	869.77
净利润（百万元）	262.46

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

西部证券（002673）
增持
佣金率企稳回升 自营业绩显著提高 维持评级
公司研究/点评报告
投资要点：

● **整体情况：**2013年1-9月，西部证券实现营业收入86976.63万元，同比增加34.71%；实现归属于上市公司股东的净利润26246.26万元，同比增加59.68%；基本每股收益0.22元，同比增加46.67%；加权平均净资产收益率为5.76%，同比上升1.83个百分点。

● **经纪业务：**2013年1-9月，西部证券代理买卖证券业务净收入达到49194.10万元，同比增加39.84%。2013年第3季度公司股基佣金率为1.3123%，环比提高了0.71%，佣金率企稳回升；公司2013年1-9月股基市场占有率为0.5245%，市占率有所提高。

● **投行业务：**2013年1-9月，公司证券承销业务净收入仅有526.19万元，同比大幅下滑80.59%。

● **自营业务：**截至2013年9月30日，公司自营规模（交易性金融资产+可供出售金融资产）达到27.36亿元，规模进一步提高。2013年前三季度，西部证券自营业务收入达到17097.75万元，同比大幅增加146.85%。

● **资产管理：**公司年初至今共发行两只集合资产管理产品，规模与净值在券商中都处于较低的水平，仍具有很大的发展空间。2013年1-9月，公司资产管理业务净收入为775.14万元，较上年同期大增264.38%。

● **创新业务：**2013年1-9月，公司两融业务保持良好的发展势头，截至2013年9月30日，公司融资融券余额达到7.97亿元，相较于去年底增长402.69%；公司两融业务市占率则继续提升至0.28%。此外，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，根据全国中小企业股份转让系统公告，公司目前已推荐挂牌公司12家。

● **投资建议：**我们预计2013年目标营业收入11.20亿，同比增加41.23%，净利润增速达到144.67%，我们预测2013、2014年每股收益分别为0.24、0.28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	68.7
2012A	792.94	-23.22	118.90	-46.74	0.10	130.6
2013E	1119.86	41.23	290.91	144.67	0.24	54.4
2014E	1223.57	9.26	338.87	16.49	0.28	46.6

单位：百万元、%、元

1、整体经营情况

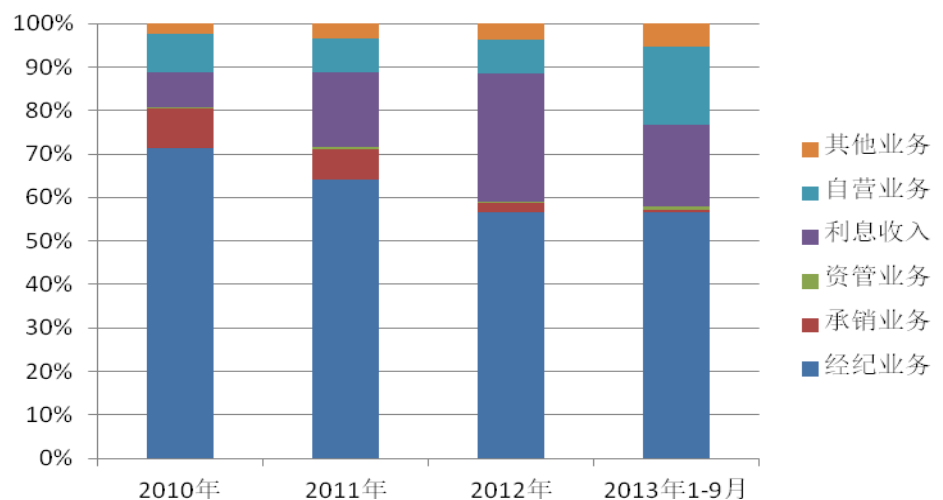
2013年1-9月，西部证券实现营业收入86976.63万元，同比增加34.71%；实现归属于上市公司股东的净利润26246.26万元，同比增加59.68%；基本每股收益0.22元，同比增加46.67%；加权平均净资产收益率为5.76%，同比上升1.83个百分点。从单季度数据来看，2013年第三季度，西部证券实现营业收入30408.34万元，同比增加36.84%；实现归属于上市公司股东的净利润8835.85万元，同比增加42.14%。

表格 1：西部证券季度业绩回顾

单位：百万	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	同比	环比
营业收入	209.17	214.27	222.21	147.29	353.58	212.11	304.08	36.85%	43.36%
手续费及佣金净收入	140.55	128.71	133.56	91.84	177.93	162.50	208.22	55.90%	28.14%
利息净收入	59.79	52.07	60.92	59.86	56.35	47.07	59.42	-2.46%	26.26%
投资净收益	10.63	24.34	38.35	-21.28	77.43	35.76	25.95	-32.34%	-27.44%
公允价值变动净收益	-2.56	8.63	-11.09	16.30	41.51	-33.41	9.48		
营业支出	131.65	154.56	141.39	207.06	169.47	161.31	185.13	30.94%	14.77%
营业税金及附加	9.78	9.54	9.54	4.43	14.70	12.42	14.46	51.58%	16.44%
管理费用	121.57	144.74	131.54	169.02	154.25	146.14	169.19	28.62%	15.77%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	33.24	0.00	2.26	0.96		-57.48%
利润总额	77.54	61.37	80.89	-54.14	184.12	50.59	119.29	47.48%	135.82%
净利润	57.02	45.14	62.10	-45.53	136.99	37.26	88.36	42.29%	137.12%
归属于母公司所有者的净利润	57.04	45.17	62.16	-45.47	136.93	37.18	88.36	42.14%	137.67%

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：佣金率企稳回升

西部证券经纪业务在陕西省具有一定的品牌优势，为了巩固经纪业务的发展和地域优势，公司从多方面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。

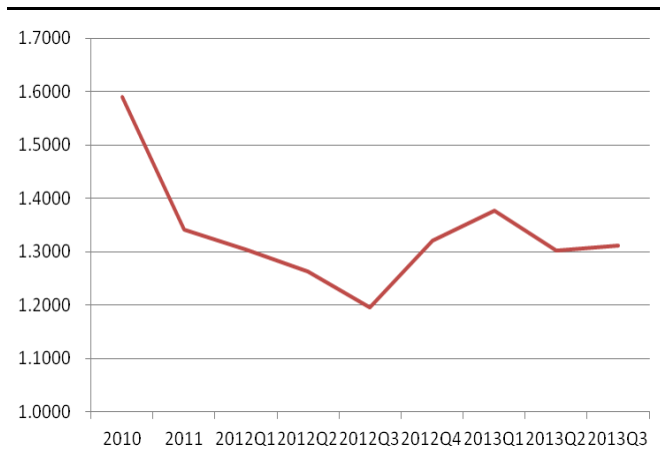
2013年1-9月，市场交易量与去年同期相比大幅提升，受此利好因素带动，西部证券代理买卖证券业务净收入达到49194.10万元，同比增加39.84%。公司佣金率与行业平均水平相比较，2013年第3季度公司股基佣金率为1.3123%，环比提高了0.71%，佣金率企稳回升。公司经纪业务市场占有率在前期持续下滑后本季度有所好转，公司2013年1-9月股基市场占有率为0.5245%，市占率有所提高。

表格 2：西部证券佣金率

日期	2010	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012	2013Q1	2013Q2	2013Q3
佣金率(%)	1.5907	1.3418	1.3033	1.2634	1.1962	1.3201	1.2716	1.3762	1.3030	1.3123

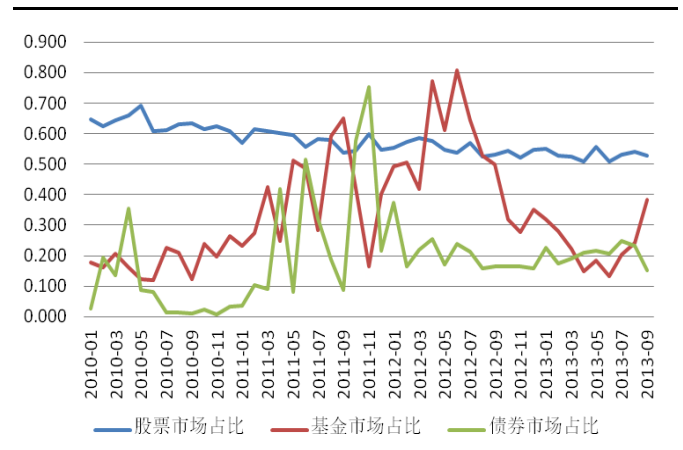
资料来源：Wind，山西证券研究所

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：处于项目储备阶段

2013年前三季度公司仍然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。2013年1-9月，公司证券承销业务净收入仅有526.19万元，同比大幅下滑80.59%。目前，公司投行业务处于项目储备阶段，其中3

家企业处于落实反馈意见中，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，并签订了主承销项目协议20余单。

2.3 自营业务：收入显著提高

公司自营业务较为稳健，并且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。截至2013年9月30日，公司自营规模（交易性金融资产+可供出售金融资产）达到27.36亿元，规模进一步提高。2013年前三季度，西部证券自营业务收入达到17097.75万元，同比大幅增加146.85%。

2.4 资管业务：收入增长 规模较小

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，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。公司年初至今共发行两只集合资产管理产品，规模与净值在券商中都处于较低的水平，仍具有很大的发展空间。2013年1-9月，公司资产管理业务净收入为775.14万元，较上年同期大增264.38%。

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
西部慧利荣华	0.50	0.5000	平衡混合型	2013-10-14	1.33	0.50

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.5 创新业务：新三板业务行业领先

2013年1-9月，公司两融业务保持良好的发展势头，截至2013年9月30日，公司融资融券余额达到7.97亿元，相较去年底增长402.69%；公司两融业务市占率则继续提升至0.28%。此外，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，根据全国中小企业股份转让系统公告，公司目前已推荐挂牌公司12家。

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
2013Q3	79742.57	0.28

资料来源：Wind，山西证券研究所

3、盈利预测

我们预测2013年、2014年西部证券每股收益为0.24、0.28元，给予“增持”评级。

表格 5：盈利预测表

单位：百万	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业收入	1,032.79	792.94	1,119.86	1,223.57
手续费及佣金净收入	772.93	494.66	707.43	780.57
其中：代理买卖证券业务净收入	661.96	448.84	657.58	698.94
证券承销业务净收入	72.68	16.66	4.79	30.00
受托客户资产管理业务净收入	4.69	3.03	9.69	12.60
利息净收入	178.69	232.63	211.69	220.00
投资净收益	73.31	52.04	169.14	170.00
公允价值变动净收益	6.13	11.28	30.00	50.00
汇兑净收益	-0.71	-0.03	(0.40)	0.00
其他业务收入	2.44	2.36	2.00	3.00
二、营业支出	730.87	634.66	731.71	771.07
营业税金及附加	57.28	33.28	55.79	61.70
管理费用	672.16	566.88	668.92	702.37
资产减值损失	0.29	33.24	5.00	5.00
其他业务成本	1.13	1.27	2.00	2.00
三、营业利润	301.93	158.28	388.15	452.50
加：营业外收入	6.42	8.05	1.00	0.00
减：营业外支出	0.90	0.67	1.00	0.00
四、利润总额	307.44	165.66	388.15	452.50
减：所得税	84.78	46.93	97.04	113.12
五、净利润	222.67	118.73	291.11	339.37
减：少数股东损益	-0.57	-0.16	0.20	0.50
六、归属于母公司所有者的净利润	223.24	118.90	290.91	338.87
七、基本每股收益(元)	0.19	0.10	0.24	0.28

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。