

证券行业

报告原因：中报点评

2014年7月29日

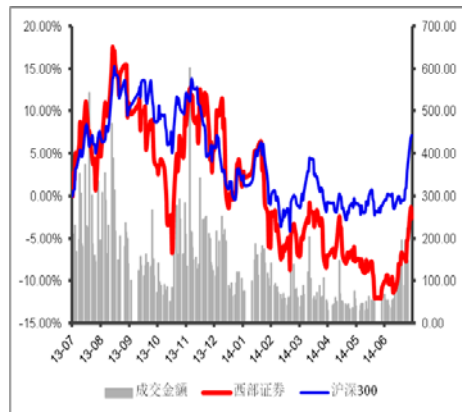
市场数据：2014年7月28日

收盘价（元）：	11.83
一年内最高/最低（元）：	14.10/10.56
市净率	2.99
总市值（亿元）：	141.96
流通A股市值（亿元）：	81.34

基础数据：2014年6月30日

每股收益（元）	0.13
营业收入（百万元）	550.01
净利润（百万元）	152.29

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：李 彬

执业证书编号：S0760514050004

Tel: 010-82190364

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

经纪自营拖累业绩 新三板优势依旧

维持

公司研究/点评报告

投资要点：

● **整体情况**：2014年1-6月，西部证券实现营业收入55001.49万元，同比下滑2.77%；实现归属于上市公司股东的净利润15229.38万元，同比下滑12.53%；基本每股收益0.13元/股，同比减少13.33%；加权平均净资产收益率为3.22%，同比减少了0.62个百分点。

● **经纪业务**：2014年1-6月，西部证券经纪业务手续费净收入28000.78万元，与去年同期相比下滑了12.59%。公司上半年股基佣金率为1.168%，与2013年全年佣金率（1.288%）相比下滑了9.32%；股基市场占有率为0.510%，与去年同期相比下降了2.63%。

● **投行业务**：由于去年上半年投行业务收入基数较低，西部证券投行业务2014年上半年业绩明显增加，共实现投资银行业务手续费净收入4683.51万元，较去年同期大增235.07%。

● **自营业务**：截至2014年6月30日，公司自营规模相较2012年末有所提高，但自营收入下滑明显，上半年自营收入达到7539.04万元，同比明显下降42.50%。

● **资产管理**：2014年上半年，公司实现资产管理业务手续费净收入1345.64万元，同比大增310.52%。

● **创新业务**：截至2014年6月，西部证券融资融券余额达到14.01亿元，较2013年末增长28.49%；两融业务市场占比为0.34%。公司新三板业务继续保持一定的优势，行业排名第七位。2014年1-6月，公司融资融券业务利息收入5308.55万元，在营业收入中占比提高到9.65%。

● **投资建议**：公司上半年业绩下滑主要是受经纪业务与自营业务收入下降的影响，随着下半年公司自营结构的调整以及大盘的企稳回升，信用交易业务的持续开展，新三板做市商制度的推动等，公司业绩将有一定的恢复，我们预测2014年、2015年西部证券每股收益为0.23、0.28元，维持“增持”评级。

● **风险提示**：市场波动风险，交易量明显下降，创新业务开展慢于预期

盈利预测	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	PE
2012A	792.94	-23.22	118.90	-46.74	0.10	118.3
2013A	1128.67	42.34	273.90	130.36	0.23	51.4
2014E	1137.71	0.80	278.85	1.81	0.23	51.4
2015\$	1239.26	8.93	335.29	20.24	0.28	42.3

单位：百万元、%、元

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjifzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

1、整体经营情况

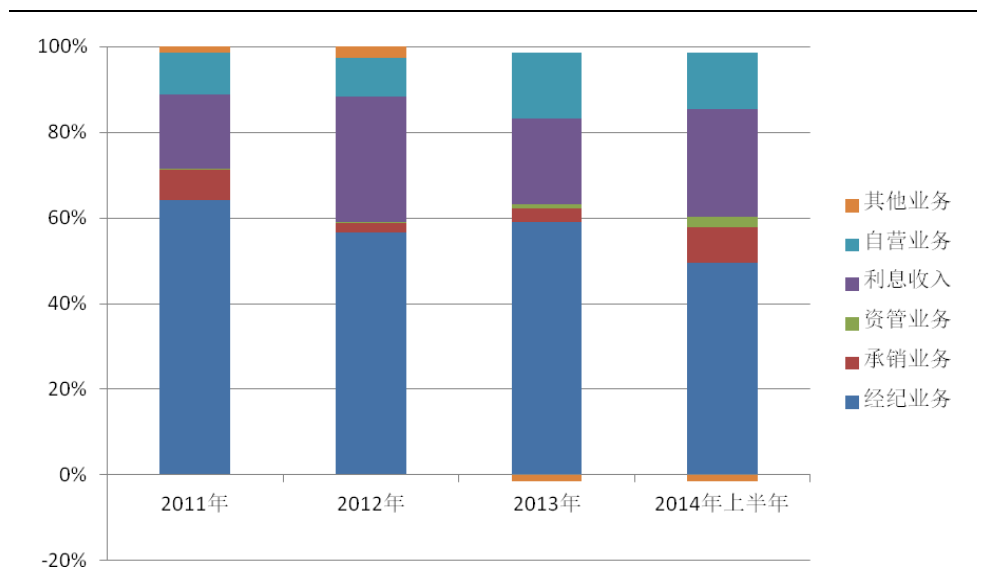
2014年1-6月，西部证券实现营业收入55001.49万元，同比下滑2.77%；实现归属于上市公司股东的净利润15229.38万元，同比下滑12.53%；基本每股收益0.13元/股，同比减少13.33%；加权平均净资产收益率为3.22%，同比减少了0.62个百分点。

表格 1：西部证券半年业绩回顾

单位：百万	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2	2014H1	同比	环比
营业收入	647.99	384.81	459.80	333.14	565.68	562.99	550.01	-2.77%	-2.30%
手续费及佣金净收入	436.12	336.80	269.26	225.40	340.43	396.77	341.16	0.21%	-14.01%
利息净收入	74.39	104.31	111.85	120.78	103.42	130.82	142.10	37.40%	8.62%
投资净收益	136.72	-63.41	34.97	17.07	113.20	48.39	34.91	-69.16%	-27.87%
公允价值变动净收益	-0.13	6.26	6.07	5.21	8.09	-14.30	30.59	278.01%	
营业支出	351.38	379.49	322.57	312.09	330.78	421.83	341.80	3.33%	-18.97%
营业税金及附加	35.34	21.94	19.31	13.97	27.12	30.48	26.41	-2.64%	-13.35%
管理费用	315.57	356.59	266.31	300.57	300.39	393.47	313.21	4.27%	-20.40%
资产减值损失	0.00	0.29	0.00	33.24	2.26	-3.17	1.55	-31.16%	
利润总额	297.68	9.77	138.91	26.75	234.70	142.03	207.99	-11.38%	46.44%
净利润	226.27	-3.60	102.16	16.57	174.25	99.84	152.29	-12.60%	52.53%
归属于母公司所有者的净利润	226.52	-3.29	102.21	16.69	174.10	99.80	152.29	-12.53%	52.60%

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：佣金率与市占率继续下滑

2014年上半年，西部证券经纪业务为应对互联网金融的冲击，稳步推进互联网证券步伐，并进一步完善了经纪业务体系的制度建设。截至2014年6月30日，西部证券共有营业网点71家。

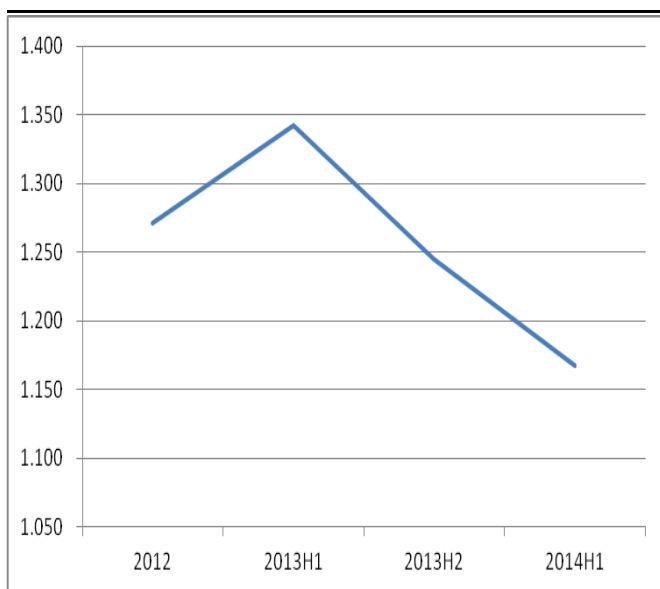
2014年1-6月，整体市场交易量较去年同期有所提高，但受互联网金融的冲击，券商经纪业务佣金率则有了不同程度的下滑，西部证券经纪业务手续费净收入28000.78万元，与去年同期相比下滑了12.59%。由于公司在陕西省经纪业务占有相对垄断地位，佣金率仍较行业平均水平要高，2014年上半年公司股基佣金率为1.168%，与2013年全年佣金率（1.288%）相比下滑了9.32%。西部证券经纪业务市场占有率则持续下降，公司2014年上半年股基市场占有率为0.510%，与去年同期相比下降了2.63%。尽管如此，经纪业务仍是公司主要的营业收入来源，2014年1-6月经纪业务占比达到50.91%。

表格 2：西部证券佣金率

日期	2012	2013H1	2013H2	2014H1
佣金率（‰）	1.272	1.342	1.245	1.168

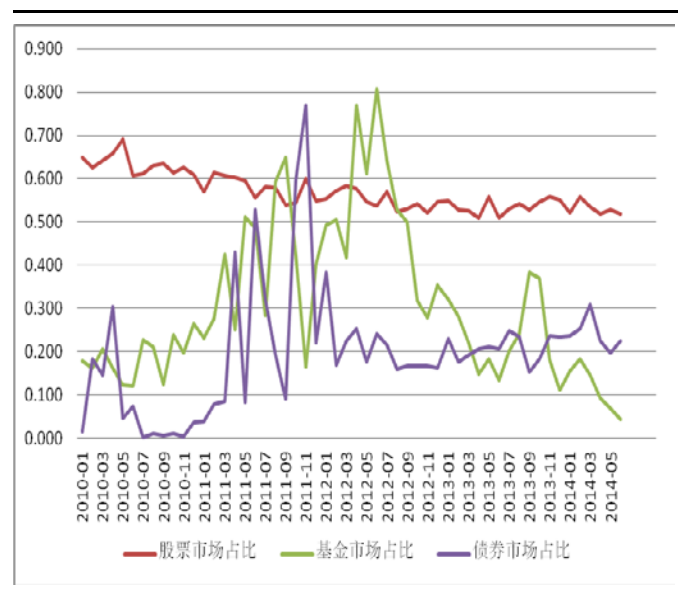
资料来源：Wind，山西证券研究所

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：债券承销有所突破

西部证券投资银行业务2014年上半年实现盈利，各项业务储备稳步增长，业务类型更趋多元化。保荐业务上半年共完成1个IPO项目的立项工作，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余个项目。债券业务方面，公司成功发行8单债券主承销项目，总计承销规模30.2亿，预计下半年还将发行2-3个债券项目；新签订债券主承销项目协议10个，完成12个项目立项及8个项目内核工作，新增上报项目14个。

由于去年上半年投行业务收入基数较低，西部证券投行业务2014年上半年业绩明显增加，共实现投资银行业务手续费净收入4683.51万元，较去年同期大增235.07%。

表格 3：西部证券2014年上半年承销项目统计

代码	名称	发行类型	发行日期	募集总额/发行规模(万元)
1480006.IB	14 晟晏债	债券发行	2014-1-21	64,000.0000
125230.SH	14 浏水投	债券发行	2014-2-27	30,000.0000
1480253.IB	13 鞍山高新债 02	债券发行	2014-4-25	45,000.0000
1480304.IB	14 郑州二七债	债券发行	2014-5-23	90,000.0000
118215.SZ	13 大唐 01	债券发行	2014-3-24	15,000.0000
125283.SH	14 西草堂	债券发行	2014-5-15	30,000.0000
118237.SZ	13 大唐 02	债券发行	2014-6-18	3,000.0000

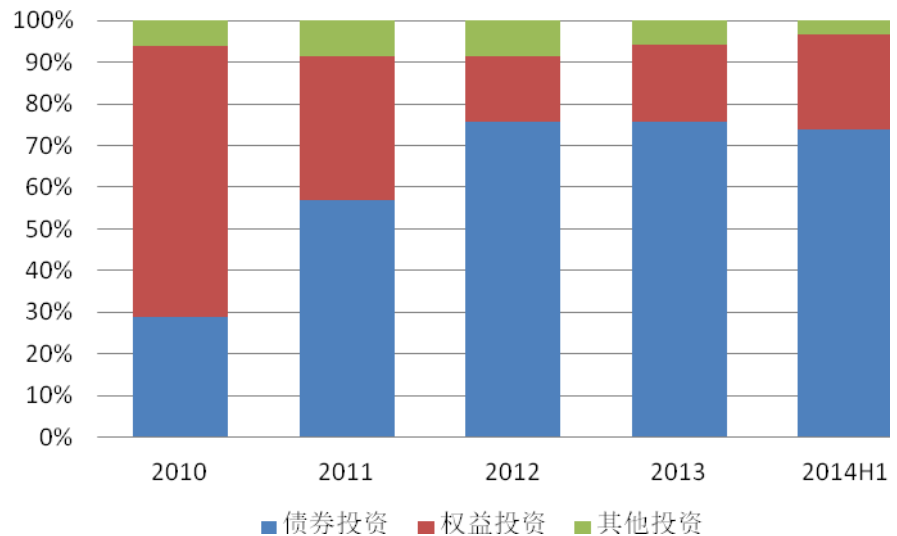
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 自营业务：拖累公司收入下滑

西部证券自营业务把握结构性机会，在债券市场资金面宽松环境下，积极进行债券规模和结构调整，适当增加了杠杆和久期，并适当配置了可转债，使得固定收益净值稳步增加；创新业务方面，金融衍生品业务稳健有序开展，继续对投资模型及交易策略存在的不足积极完善；积极开展个股期权自营与做市商模拟交易及测试，创新业务构架体系搭建工作继续推进。

截至2014年6月30日，公司自营规模相较2012年末有所提高，但自营收入下滑明显，上半年自营收入达到7539.04万元，同比明显下降42.50%。

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：手续费收入同比大增

公司资产管理业务受益于定向通道业务的快速发展及新集合产品的推出，营业收入和营业利润较去年同期大幅上升，较去年同期多发行了包括西部恒盈环太湖集合资产管理计划、西部恒盈交建资产管理计划及西部恒盈香都资产管理计划在内的 5 只集合理财产品。2014 年上半年，公司实现资产管理业务手续费净收入 1345.64 万元，同比大增 310.52%。

表格 4：西部证券 2014 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)
西部恒盈环太湖	1.09	1.0850	FOF	2014-3-13	1.08	1.09
西部恒盈交建	0.39	0.3870	FOF	2014-4-2	2.08	0.39
西部恒盈香都风险级	0.04	0.0430	FOF	2014-4-11	2.08	0.04
西部恒盈香都优先级	0.36	0.3580	FOF	2014-4-11	2.08	0.36

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

公司信用交易业务呈现出显著高于市场的增长状态，截止 2014 年 6 月 30 日，融资融券余额达到 14.01 亿元，较 2013 年末增长 28.49%；两融业务市场占比为 0.34%，比去年末有所增加。公司新三板业务继续保持一定的优势，今年上半年完成推荐挂牌项目 15 家，其中股转系统全面开放第一批挂牌企业 11 家，较去年同期大幅度增长，截止 6 月 30 日，公司已成功推荐 28 家企业挂牌，行业排名第七位。

2014 年 1-6 月，公司融资融券业务利息收入 5308.55 万元，在营业收入中

占比提高到 9.65%。

表格 5：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
2013Q4	109042.07	0.31
2014Q1	121549.28	0.31
2014Q2	140071.72	0.34

资料来源：Wind，山西证券研究所

3、盈利预测

公司上半年业绩下滑主要是受经纪业务与自营业务收入下降的影响，随着下半年公司自营结构的调整以及大盘的企稳回升，信用交易业务的持续开展，新三板做市商措施的推动等，公司业绩将有一定的恢复，我们预测2014年、2015年西部证券每股收益为0.23、0.28元，维持“增持”评级。

表格 6：盈利预测表

单位：百万	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业收入	792.94	1,128.67	1,137.71	1,239.26
手续费及佣金净收入	494.66	737.20	711.57	734.48
其中：经纪业务手续费净收入	470.16	687.52	595.45	580.96
投资银行业务手续费净收入	22.51	35.24	86.65	110.98
资产管理业务手续费净收入	3.03	11.38	25.91	38.87
利息净收入	232.63	234.24	274.54	343.18
投资净收益	52.04	161.59	73.31	90.00
公允价值变动净收益	11.28	-6.21	76.69	70.00
汇兑净收益	-0.03	-0.47	0.10	0.10
其他业务收入	2.36	2.32	1.50	1.50
二、营业支出	634.66	752.61	766.64	792.94
营业税金及附加	33.28	57.60	56.89	61.96
管理费用	566.88	693.87	707.75	728.98
资产减值损失	33.24	-0.92	0.00	0.00
其他业务成本	1.27	2.06	2.00	2.00
三、营业利润	158.28	376.06	371.07	446.32
加：营业外收入	8.05	1.79	2.00	2.00
减：营业外支出	0.67	1.11	1.00	1.00
四、利润总额	165.66	376.74	372.07	447.32
减：所得税	46.93	102.64	93.02	111.83
五、净利润	118.73	274.10	279.05	335.49

减：少数股东损益	-0.16	0.19	0.20	0.20
六、归属于母公司所有者的净利润	118.90	273.90	278.85	335.29
七、每股收益	0.10	0.23	0.23	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。