

西部证券 (002673): 2016 年中报点评

区域优势稳固, 业务结构持续优化 增持 (首次)

2016 年 7 月 25 日

事件

公司发布 2016 年中报: 上半年实现营业收入 16.99 亿元, 同比下降 43.7%; 归属于母公司股东净利润 5.89 亿元, 同比下降 61.2%, EPS 为 0.21 元; 归属于母公司股东净资产 119.3 亿元, BVPS 为 4.27 元。

投资要点

- **业务结构持续优化:** 16 年一季度二级市场行情剧烈波动致使上半年业绩下滑 61.2%。公司经纪、自营、投行、利息、资管业务收入比重分别为 30.9%、30.3%、24%、12.7%、1.5%, 经纪+自营收入比重为 61.2%, 较 15 年 72.7% 进一步下降, 业务结构持续优化。
- **佣金率显著高于行业平均:** 受市场行情影响, 公司上半年经纪业务收入 5.1 亿元, 同比下降 68.5%。公司近年来股票、基金交易量市场份额维持在 0.5% 左右 (16H1 为 0.49%), 由于佣金率持续显著高于行业平均 (16Q2 为 0.071%, Q1 行业平均仅 0.042%), 未来若后发制人降低佣金率, 市场份额有望提升, 经纪业务弹性空间较大。
- **投行业务爆发式增长:** 公司上半年投行业务收入 3.96 亿元, 同比大幅增长 188.6%, 占收入比重显著提升至 12.8%, 主要系: 1) 债券承销金额 348.6 亿元, 同比增长近 4 倍, 市场份额提升至 0.44%, 较 15H1 大幅提高 0.3 个 pct (Wind 数据); 2) 新三板业务推进, 截至 6 月末成功推荐挂牌 147 家, 为 102 家企业提供做市服务。
- **资产管理业务比重偏低:** 截至 6 月末, 公司资产管理规模 653.03 亿元 (其中定向资产规模 533.2 亿元), 较 15 年底增长 53.51%。但公司资产管理业务收入比重仅 1.5%, 低于行业平均 (16Q1 行业平均比重为 9%), 未来拟进一步扩大规模、提升主动管理能力。
- **信用业务分化, 质押回购增长:** 受市场行情波动影响, 两融需求锐减, 致使利息净收入大幅下滑 41.96%, 同时公司两融余额市场份额保持稳定, 6 月末为 0.57%。股票质押回购业务成为信用业务新增增长点, 6 月末质押余额提升至 68.8 亿元, 较 15 年底增长 81.9%。
- **自营业务保持稳健投资风格:** 公司上半年自营业务收入 5 亿元, 受市场影响下滑 41.7%。在弱市环境中公司保持稳健投资风格, 6 月末自营资产配置债券占比 62%, 较期初 55% 显著提升, 股票、基金占比降至 17%, 未来拟实现权益、固收、衍生品均衡发展。

投资建议

公司立足陕西, 巩固区域优势同时积极布局全国, 致力于搭建“大零售”、“大投行”、“狭资管”、“大机构”和“泛买方”相结合的综合业务模式。预计公司 16、17 年归母净利润分别为 12.1、15 亿元, 给予目标价 28.7 元/股, 对应 6.6 倍 16 倍 PB, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示: 二级市场行情波动对券商业绩和估值带来双重压力

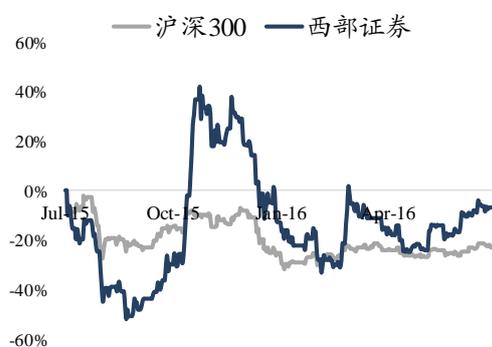
首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业资格证书号码: S0600515050002
wangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016 年 7 月 25 日)

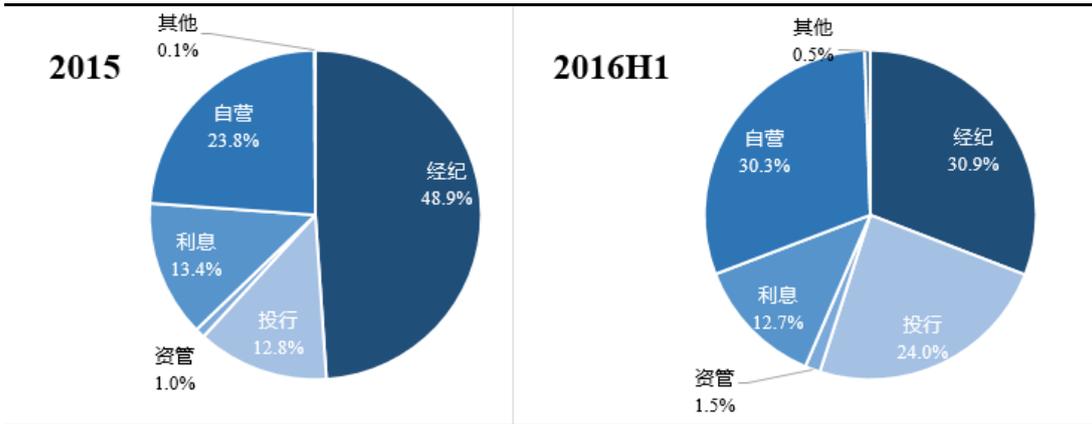
收盘价 (元)	26.11
市盈率 (2015)	36.90
市净率 (2015)	6.12
流通 A 股市值 (百万元)	72992

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	4.34
资产负债率 (%)	79
总股本 (百万股)	2796
流通 A 股 (百万股)	2796

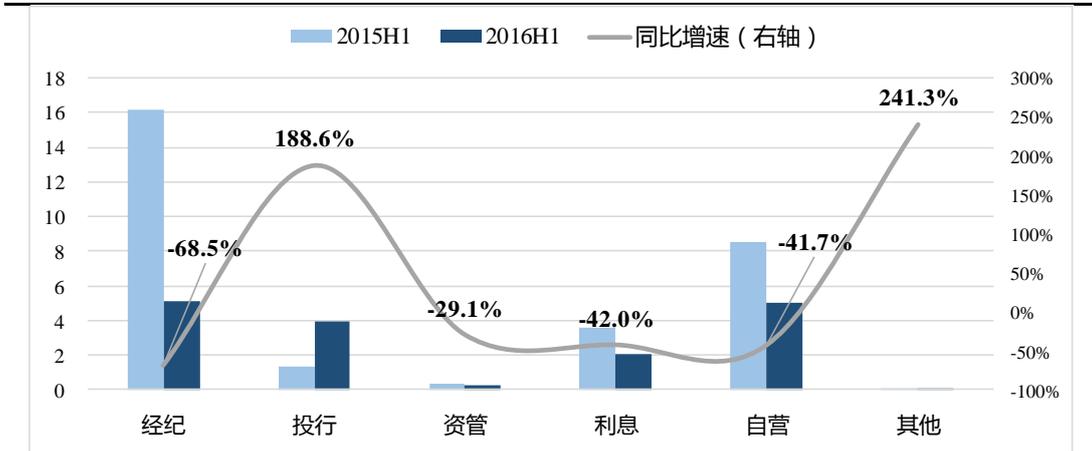
相关报告

图表 1：2016H1、2015 年西部证券业务结构对比



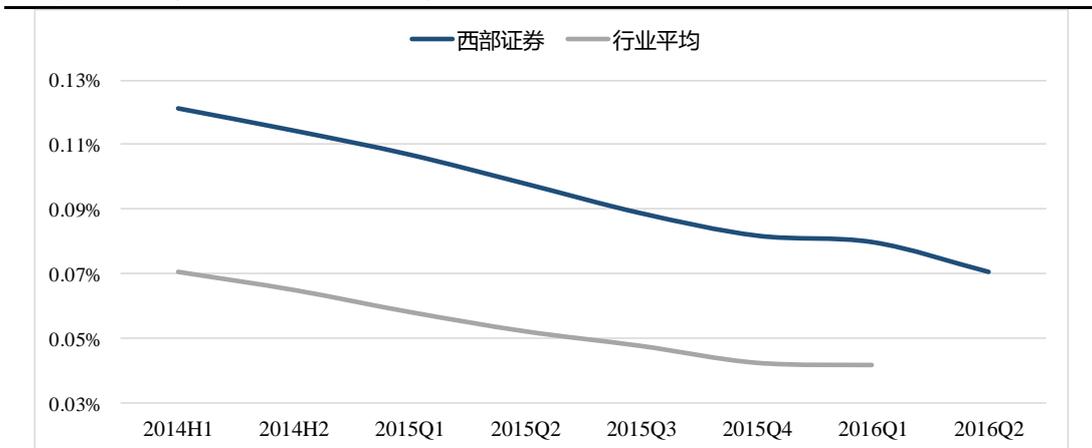
资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图表 2：2015H1、2016H1 西部证券各项业务收入及增速（单位：亿元）



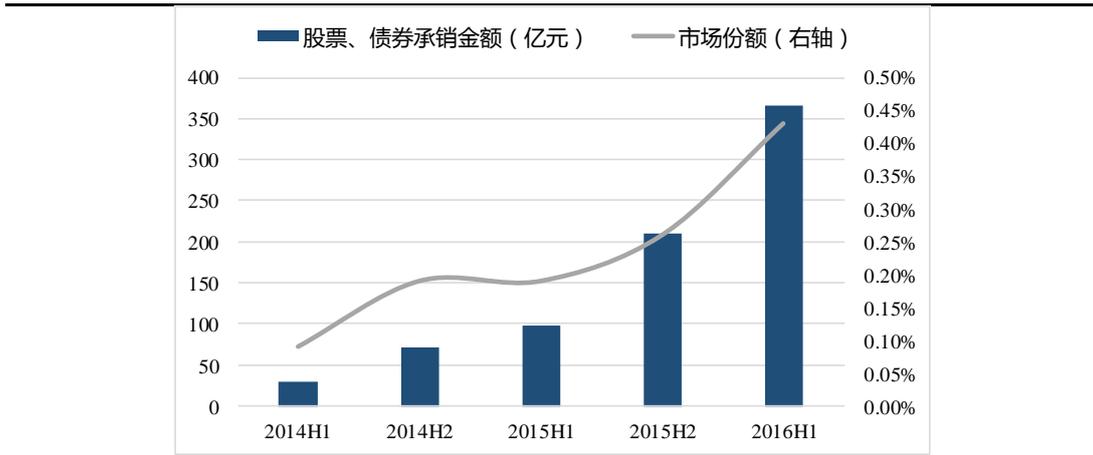
资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图表 3：西部证券经纪业务佣金率与行业平均对比



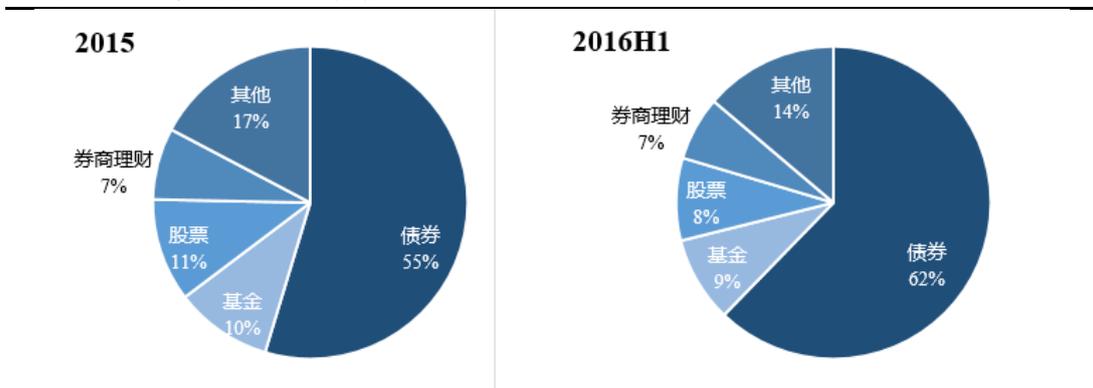
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：西部证券投行业务承销金额及市场份额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：西部证券自营投资资产配置



资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

图表 6：西部证券盈利预测

单位：百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,128.67	1,938.47	5,640.88	3,773.26	4,403.21	4,982.86
手续费及佣金净收入	737.20	1,189.42	3,572.70	2,643.28	3,154.82	3,631.41
其中：经纪业务净收入	687.52	951.19	2,716.38	1,195.21	1,350.59	1,553.17
投资银行业务净收入	35.24	201.09	712.55	1,389.48	1,736.85	1,997.38
资产管理业务净收入	11.38	25.81	53.26	58.59	67.38	80.85
利息净收入	234.24	319.47	743.72	409.04	470.40	517.44
投资收益	161.59	345.71	1,082.50	541.25	568.31	596.73
二、营业支出	752.61	1,054.09	3,005.16	2,113.02	2,377.73	2,690.74
业务及管理费	693.87	939.93	2,656.31	1,811.16	2,069.51	2,341.94
三、营业利润	376.06	884.38	2,635.71	1,660.23	2,025.48	2,292.11
归属母公司所有者净利润	273.90	663.85	1,972.66	1,211.97	1,498.85	1,719.09
归母净利润增速	130.37%	142.37%	197.15%	-38.56%	23.67%	14.69%
EPS	0.10	0.24	0.71	0.43	0.54	0.61
BVPS	1.66	1.92	4.34	4.38	4.80	5.38
ROE	5.89%	13.28%	22.55%	9.94%	11.67%	12.08%

资料来源：公司定期报告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

