



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-07-26

公司点评报告

增持/首次

西部证券(002673)

目标价: 27.81

昨收盘: 26.11

非银金融 证券 II

西部证券(002673): 弱市行情下, 资管、投行业务高增长

■

事件:7月25日,公司发布2016半年度报告,实现营业收入16.99亿元,同比降43.67%,归母净利润5.89亿元,同比降61.21%,EPS为0.21元,同比降62.50%。

经纪业务收入锐减65%, 主要受市场成交量萎缩影响, “大零售业务”全面转型仍在进行。经纪业务收入同比减少幅度大于行业成交量萎缩程度, 主要原因一方面是市场份额略有下降, 另一方面综合佣金率下降。上半年, 公司经纪业务体系积极搭建互联网金融和财富管理体系, 推进PB业务系统上线试运行, 扎实推进投顾业务, 完善互联网金融业务平台。

“大投行”战略转型见成效, 固收业务迎来大发展。设立了投行业务质量控制及内部审核办公室, 打造“大质控”平台, 建立统一的投行业务立项、内核、持续督导等质量管理与控制体系。上半年, 固定收益业务实现营业收入1.19亿元, 同比增长729%。新三板业务作为“大投行”业务整体战略转型的重要一环, 挂牌家数行业排名第16。

资管业务继续保持快速增长, 取得了保险资金受托管理资格资产管理业务总规模为653亿元, 较2015年底增长53.51%, 其中, 集合资产总规模64.8亿元(去年规模为43.67亿)。公司积极提升主动管理能力, 扩大主动管理规模, 努力构建大资管平台、强化协同效应。

自营业务收入较上年同期下降39.26%, 自营业务向“泛买方”转型。上半年逐步完善“泛买方”业务管理体系, 以稳定获利为目标, 形成权益类、固定收益类和衍生品类三项业务相机协作和均衡发展的业绩驱动模式。西部证券自营业务比较稳健, 对营收的贡献度稳步上升, 上半年自营贡献4.17亿营业收入, 贡献度高达25%。

信用业务净收入下降41%, 主要受市场两融萎缩以及长期债务增加影响。两融余额由去年六月末的113亿元萎缩至49亿元, 但股票质押待购回初始交易金额由2015年底的37.83亿元提升至68.8亿元。

投资建议:预计2016-2018年EPS分别为: 0.46、0.61和0.48, 对应PE分别为: 57倍、44倍、55倍, 给予“增持”评级。

风险提示:政策性风险, 市场波动风险, 创新业务风险。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,641	4,140	4,910	4,010
净利润(百万元)	1,973	1,296	1,706	1,334
摊薄每股收益(元)	0.71	0.46	0.61	0.48

资料来源: Wind, 太平洋证券

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,796/2,400
总市值/流通(百万元)	72,992/62,664
12个月最高/最低(元)	40.85/13.80

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

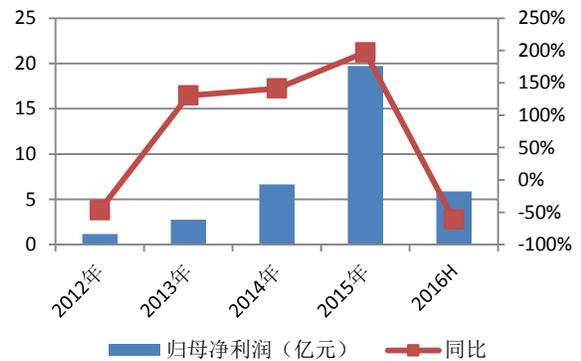
今年上半年营业收入同比降 44%，归母净利润降 61%。上半年证券市场行情不佳，交易量萎缩，经纪业务、信用业务受到较大的影响，同时 A 股熊市格局下结构性行情增加了自营压力，西部证券营业利润主要来源于信用业务、自营业务、经纪业务、投行业务，贡献度分别为 30%、30%、24%、15%。

图表 1: 西部证券上市以来营业收入及同比 (亿元)



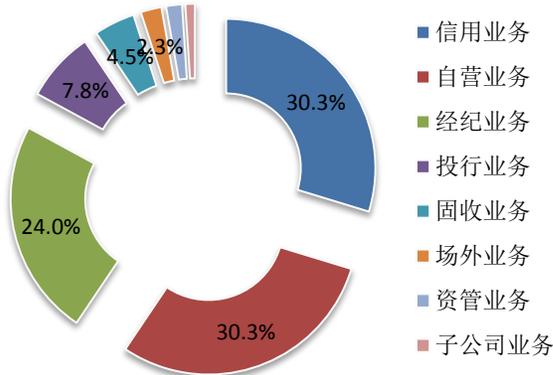
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 2: 西部证券上市以来归母净利润 (亿元) 及



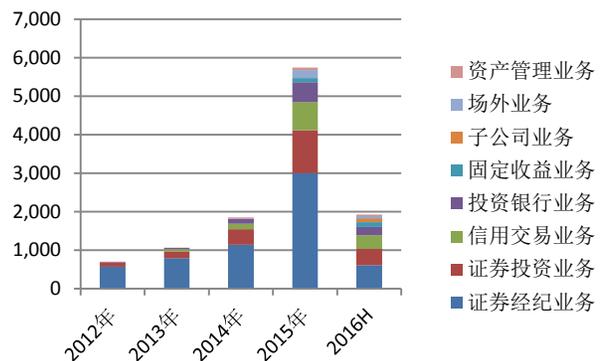
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 3: 西部证券 2016 上半年各业务营业利润贡献



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 西部证券上市以来历年营收构成

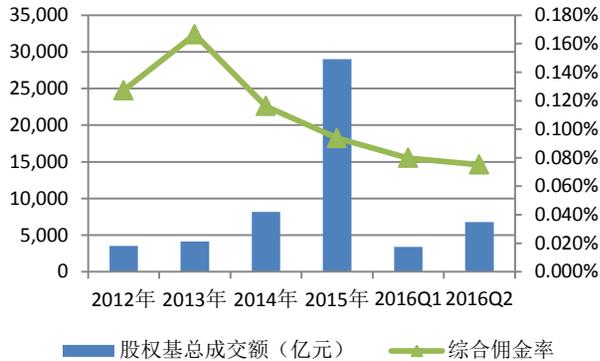


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

经纪业务收入锐减 65%，主要受市场成交量萎缩影响，“大零售业务”全面转型仍在进行。上半年，A 股市场日均成交量较去年同期萎缩 54%，证券行业经纪业务均受到大幅影响，但是值得注意的是西部证券经纪业务收入同比减少幅度大于行业成交量萎缩程度，主要原因一方面市场份额略有下降，另一方面综合佣金率下降，在互联网证券的冲击下，证券行业佣金率的下调仍然有空间。上半年，公司经纪业务体系积极搭建互联网金融和财富管理体系，推进 PB 业务系统上线试

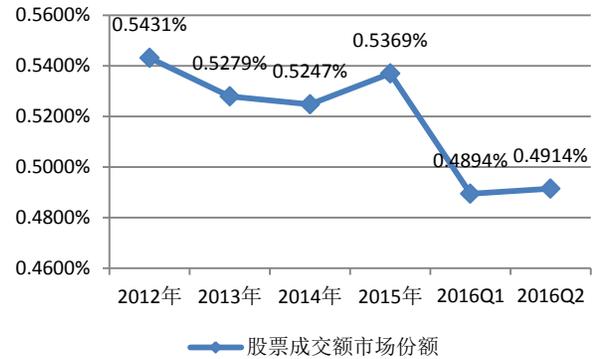
运行, 扎实推进投顾业务, 完善互联网金融业务平台。未来, 公司经纪业务将向多元化收入模式转变, 以财富管理为主体、配合互联网平台横向或纵向发展, 实现向“大零售业务”的全面转型。

图表 5: 西部证券股权基成交额 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 6: 西部证券上市以来股票交易额市场份额



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

“大投行”战略转型见成效, 固收业务迎来大发展。西部证券走“大投行”路线, 设立了投行业务质量控制及内部审计办公室, 打造“大质控”平台, 建立统一的投行业务立项、内核、持续督导等质量管理与控制体系。上半年, 公司投行业务实现营业收入 2.21 亿元, 较上年同期增长 106%。在 IPO 业务方面, 上半年共有 7 家企业上报证监会; 再融资业务方面, 上半年完成了东吴证券非公开发行股票项目的发行工作。上半年, 固定收益业务实现营业收入 1.19 亿元, 同比增长 729%。固定收益业务成功发行 15 单债券承销项目, 完成财务顾问项目 1 笔, 实际管理的债券投资顾问类产品 10 只。西部证券将新三板业务作为“大投行”业务整体战略转型的重要一环, 布局力度较大, 基于子公司陕西股权交易中心的平台优势, 对于深耕陕西市场以及储备转板项目均有重要的意义。截止 2016 年 6 月 30 日, 公司“新三板”业务成功推荐挂牌企业 147 家, 持续督导有序开展, 累计做市业务资金投入已达到 3.5 亿元, 共为 102 家挂牌企业提供做市服务。目前其挂牌家数在券商中排名第 16 位, 做市企业数量排行第 30 位。

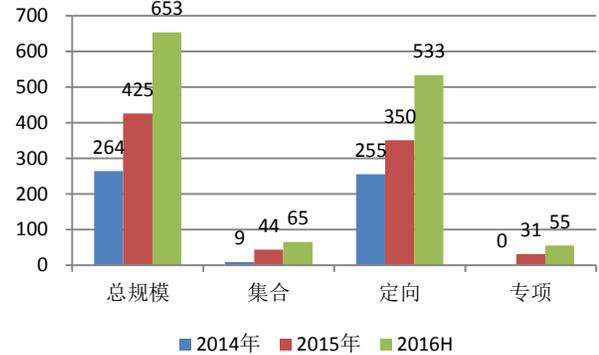
资管业务继续保持快速增长, 取得了保险资金受托管理资格。截止 2016 年 6 月末, 资产管理业务总规模为 653.03 亿元, 较 2015 年底增长 53.51%, 其中, 集合资产总规模 64.80 亿元 (去年规模为 43.67 亿), 定向资产规模 533.20 亿元 (去年底规模为 350.48 亿元), 专项资产规模 55.03 亿元 (去年底为 31.24 亿)。公司资产管理业务营业收入较上年同期增长 111.66%。公司积极提升主动管理能力, 扩大主动管理规模, 努力构建大资管平台、强化协同效应, 不断扩大业务规模、调整业务结构, 并取得了保险资金受托管理资格, 成立了规模 5 亿元的恒通 8 号定向资产管理计划, 作为公司首单受托保险资金的主动型管理产品。

图表 7: 西部证券资管业务收入 (百万元) 及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

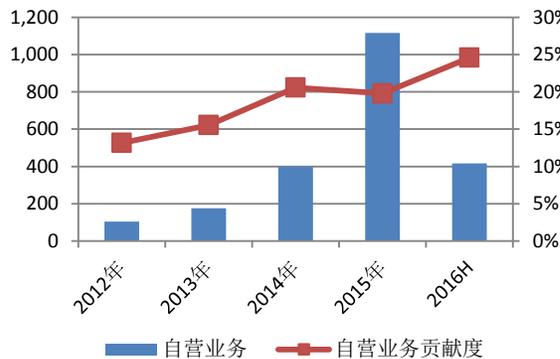
图表 8: 西部证券资管业务规模 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

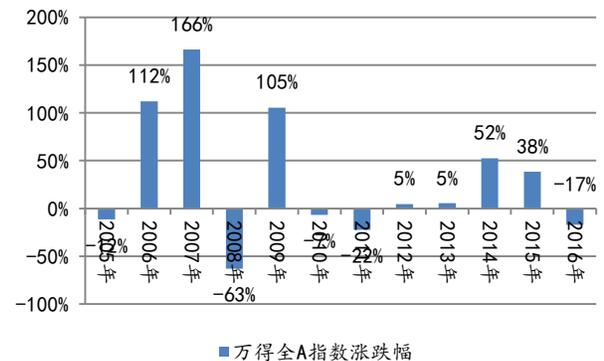
自营业务收入较上年同期下降 39.26%，自营业务向“泛买方”转型。上半年逐步完善“泛买方”业务管理体系，以稳定获利为目标，形成权益类、固定收益类和衍生品类三项业务相机协作和均衡发展的业绩驱动模式。西部证券自营业务比较稳健，对营收的贡献度稳步上升，上半年自营贡献 4.17 亿营业收入，贡献度高达 25%。

图表 9: 西部证券信用业务收入及成本 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

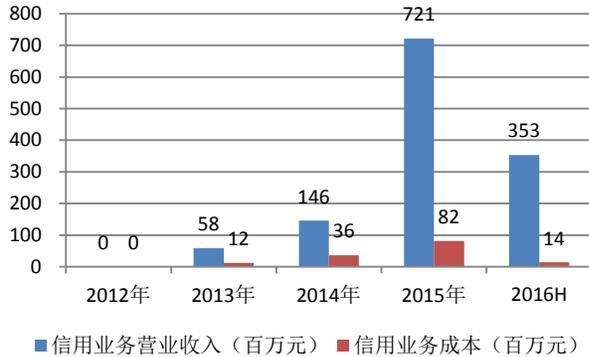
图表 10: A 股上半年整体收益水平



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

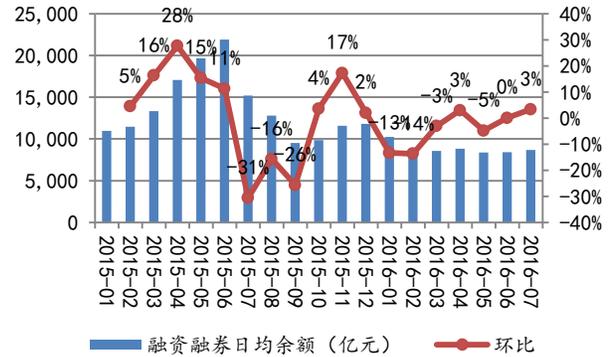
信用业务净收入下降 41%，主要受市场两融萎缩以及长期债务增加影响。两融余额由去年六月末的 113 亿元萎缩至 49 亿元，但股票质押待购回初始交易金额由 2015 年底的 37.83 亿元提升至 68.8 亿元。今年上半年行业整体两融日均余额约为 8800 亿，较去年同期两融余额 1.57 万亿元下降了 44%，因此，西部证券信用业务下滑主要是行业性因素。

图表 11: 西部证券信用业务收入及成本 (百万元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: A 股市场两融月度日均余额 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

投资建议:

预计 2016-2018 年 EPS 分别为: 0.46、0.61 和 0.48, 对应 PE 分别为: 57 倍、44 倍、55 倍, 给予“增持”评级。

风险提示:

证券行业是严监管的行业, 业绩受政策影响较大, 注意政策性风险; 股市波动带来的业绩风险; 全球资本市场异常波动带来的估值性风险; 创新业务风险。

附表: 西部证券估值表

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	7,535	19,835	13,585	18,675	18,699	营业收入	1,938	5,641	4,140	4,910	3,515
结算备付金	5,692	4,684	4,096	7,106	5,214	手续费及佣金净收入	1,189	3,573	2,375	2,667	2,257
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	951	2,716	1,330	1,773	1,441
融出资金	4,408	7,395	4,794	6,392	4,262	承销业务净收入	201	713	922	724	632
交易性金融资产	3,100	9,259	10,038	13,189	18,222	资管业务净收入	26	53	93	120	148
衍生金融资产	0	0	4	6	8	利息净收入	319	744	864	1,005	743
买入返售金融资产	5,203	8,482	11,164	9,924	7,443	投资净收益	427	1,320	898	1,235	512
应收款项	65	787	168	220	305	公允价值变动净收益	81	238	66	78	91
应收利息	132	306	368	484	669	其它	3	3	3	3	3
存出保证金	280	524	733	811	628	营业支出	1,054	3,005	2,412	2,632	1,954
可供出售金融资产	1,997	6,242	5,659	7,435	10,273	营业税金及附加	107	323	232	269	195
持有至到期投资	50	0	46	60	83	管理费用	940	2,656	2,167	2,346	1,748
长期股权投资	13	38	52	52	52	资产减值损失	6	26	12	16	11
固定资产	208	237	253	267	281	其他业务成本	1	0	1	0	1
无形资产	121	147	151	167	177	营业利润	884	2,636	1,728	2,278	1,561
商誉	6	6	6	6	6	其他非经营损益	6	12	11	11	9
递延所得税资产	21	196	179	236	326	利润总额	891	2,647	1,738	2,289	1,570
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	230	679	448	588	404
其他资产	84	99	89	117	161	净利润	660	1,968	1,291	1,701	1,166
资产总计	28,915	58,236	51,386	65,149	66,808	少数股东损益	3	5	5	5	4
短期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	664	1,973	1,296	1,706	1,170
应付短期融资款	3,330	4,430	4,859	5,946	7,010	主要财务比率					
拆入资金	1,894	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	336	1,554	1,574	1,926	2,271	成长能力					
衍生金融负债	0	13	19	23	28	营业收入增长率	71.75%	191.00%	-26.61%	18.59%	-28.41%
卖出回购金融资产款	5,813	11,089	10,869	13,300	15,681	净利润增长率	142.37%	197.15%	-34.32%	31.68%	-31.44%
代理买卖证券款	11,535	20,257	12,813	19,385	15,075	盈利能力					
应付职工薪酬	314	955	751	829	612	营业利润率	45.62%	46.73%	41.73%	46.40%	44.41%
应交税费	93	336	226	279	196	净利率	34.25%	34.97%	31.30%	34.75%	33.28%
应付款项	61	204	141	172	121	回报率分析					
应付利息	26	232	171	256	168	总资产收益率	3.32%	4.53%	2.36%	2.93%	1.77%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	13.28%	22.55%	10.62%	13.17%	8.29%
递延所得税负债	79	188	128	156	184	每股指标					
其他负债	20	821	1,011	1,237	1,458	EPS-摊薄(元)	0.24	0.71	0.46	0.61	0.42
负债合计	23,503	46,043	39,067	51,472	52,190	每股净资产(元)	4.46	4.34	4.39	4.88	5.21
股本	1,200	2,796	2,796	2,796	2,796	每股股利(元)	0.15	0.22	0.10	0.13	0.09
资本公积金	1,464	5,441	4,752	4,752	4,752	估值分析					
归母权益合计	5,354	12,139	12,268	13,633	14,577	市盈率	111.89	37.65	57.33	43.54	63.50
所有者权益合计	5,413	12,194	12,318	13,677	14,618	市净率	5.96	6.12	6.05	5.45	5.10
负债及股东权益总计	28,915	58,236	51,386	65,149	66,808	股息收益率	0.56%	0.83%	0.37%	0.48%	0.33%

资料来源: WIND, 太平洋证券

公司简介:

西部证券股份有限公司(以下简称本公司,在包含子公司时统称本集团)系经陕西省政府批准,在陕西证券有限公司(以下简称“陕西证券”)、宝鸡证券公司(以下简称“宝鸡证券”)以及陕西信托投资有限公司(以下简称“陕西

信托”)所属营业部和陕西省西北信托投资有限公司(以下简称“西北信托”)所属证券营业部重组的基础上,以发起方式设立的股份有限公司。2001年1月9日,在陕西省工商行政管理局注册成立,注册资本10亿元。本公司2012年4月23日向社会公众股股东发行2亿股人民币普通股股票(A股),每股面值1元,发行后公司注册资本12亿元人民币,每股人民币1元。西部证券于2015年3月非公开发行人民币普通股(A股)197,784,810股,每股面值1元,发行后注册资本为人民币139,778.48万元,股本为人民币139,778.48万元。《公司2014年度利润分配预案的提案》向全体股东每10股送红股5股并派发现金红利1.5元(含税),送股派现后剩余未分配利润转入下一年度;同时,以资本公积金每10股转增股本5股。本次权益分派股权登记日为2015年6月11日,截至2015年6月10日股份数量为1,397,784,810股,按照利润分配预案,本次利润分配应增加股份数量1,397,784,810股,变更后股份数量为2,795,569,620股,变更后注册资本为2,795,569,620.00元。截至2016年6月30日,本公司总股本为279,556.96万股,已属全流通股份。

公司的控股股东为陕西省国有资产监督管理委员会所属的陕西省电力建设投资开发公司。截至2016年6月30日本公司下设证券事务部、总经理办公室、计划财务部、人力资源部、信息技术部、风险管理部、合规与法律事务部、稽核部、清算部、研究发展中心、安全保卫部、企业文化部、运营管理总部、零售与机构业务部、网络金融与财富管理部、信用交易部、投资银行总部、固定收益部、做市业务管理部、国际业务部共计20个业务及职能部门以及82家证券营业部、11个分公司、2个全资子公司及1个控股公司。本集团合并财务报表范围包括西部期货有限公司、西部利得基金管理有限公司及西部优势资本投资有限公司共3家二级子公司,以及本集团管理的、以自有资金参与并满足企业会计准则有关“控制”定义的5家结构化主体。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。