



Research and
Development Center

首次覆盖：立足陕西的成长性券商

——西部证券（002673.SZ）深度报告

2016年09月21日

王小军 金融行业分析师

关竹 研究助理

证券研究报告

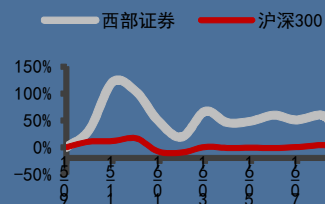
公司研究——首次覆盖

西部证券 (002673.SZ)



首次评级

西部证券相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2016.9.20)

收盘价	23.69
52周最高价/最低价	42.93/13.17
近一个月涨跌幅	-9.30%
总股本(亿股)	27.96
流通股比例	66.82%
总市值(亿元)	662

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

王小军 金融行业分析师
执业编号：S1500512040003
联系电话：+86 10 83326865
邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 研究助理
联系电话：+86 10 83326871
邮箱：guanzhu@cindasc.com

立足陕西的成长性券商

西部证券首次覆盖

2016年09月21日

本期内容提要：

- ◆ **立足陕西打造特色平台：**公司的发展战略是巩固传统业务优势，在精耕细作陕西区域的同时，打造“大零售”、“大投行”、“狭资管”、“大机构”和“泛买方”特色平台。公司收入结构与行业一致：以经纪业务为基础，自营和信用交易业务提升收入，同时积极搭建资管团队来保证盈利水平。
- ◆ 公司的经纪业务与两融业务的客户结构均以陕西为主，特别是经纪业务，陕西地区的市场占有率约为30%。此外，公司采取覆盖重点城市的策略开展陕西以外的经纪业务，比如甘肃分公司就是出于统筹整个西部地区的业务而新成立的，随着一带一路战略的实施，提前布局的西部证券有望享受其中红利。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测西部证券2016年、2017年和2018年分别实现营业收入37.06亿元、39.98亿元和45.24亿元；归属母公司净利润分别为13.25亿元、15.47亿元和17.31亿元，对应每股收益分别为0.47元、0.55元和0.62元。2016年、2017年和2018年西部证券每股价值分别为22.68元、23.92元和26.22元。首次覆盖，给予“持有”评级。
- ◆ **风险因素：**交易量持续下跌风险和自营业务的波动性；准入门槛降低的风险，创新业务业绩不达预期。

	2014 A	2015 A	2016 F	2017 F	2018 F
营业收入(百万元)	1,938.48	5,640.88	3,705.59	3,998.44	4,524.20
增长率 YoY %	67.66%	191.00%	-34.31%	7.90%	13.15%
归属母公司净利润(百万元)	663.87	1,972.67	1,324.99	1,547.37	1,730.59
增长率 YoY %	121.70%	197.15%	-32.83%	16.78%	11.84%
毛利率 %	45.62%	46.73%	46.11%	49.94%	49.38%
净资产收益率 ROE %	12.40%	16.25%	9.56%	9.75%	9.55%
每股收益 EPS(元)	0.55	0.71	0.47	0.55	0.62
市场一致预期 EPS(元)			0.48	0.59	0.63
市盈率 P/E(倍)	42.8	33.6	50.0	42.8	38.3

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2016年09月20日收盘价

目 录

公司背景	1
公司分析	2
盈利模式：深耕陕西地区，打造特色平台	2
盈利能力：投行业务亮眼，资管有待发展	3
经纪业务：依靠区域优势转型大零售	5
投行业务：股债并进，新三板区域优势明显	6
资产管理业务：狭资管战略搭建特色平台	7
自营业务：风格稳健	8
创新业务：两融业务下滑，新三板表现突出	10
盈利预测、估值与投资评级	11
盈利预测及假设	11
经纪业务收入下降	11
投行业务：储备项目有望提升业绩	11
资产管理业务：主动管理为主	12
利润预测	14
估值与投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1：西部证券经纪业务预测	11
表 2：西部证券投行业务预测	12
表 3：西部证券资产管理业务预测	13
表 4：西部证券自营业务预测	14
表 5：西部证券业务及管理费预测	15
表 6：西部证券部分加法估值	15

图 目 录

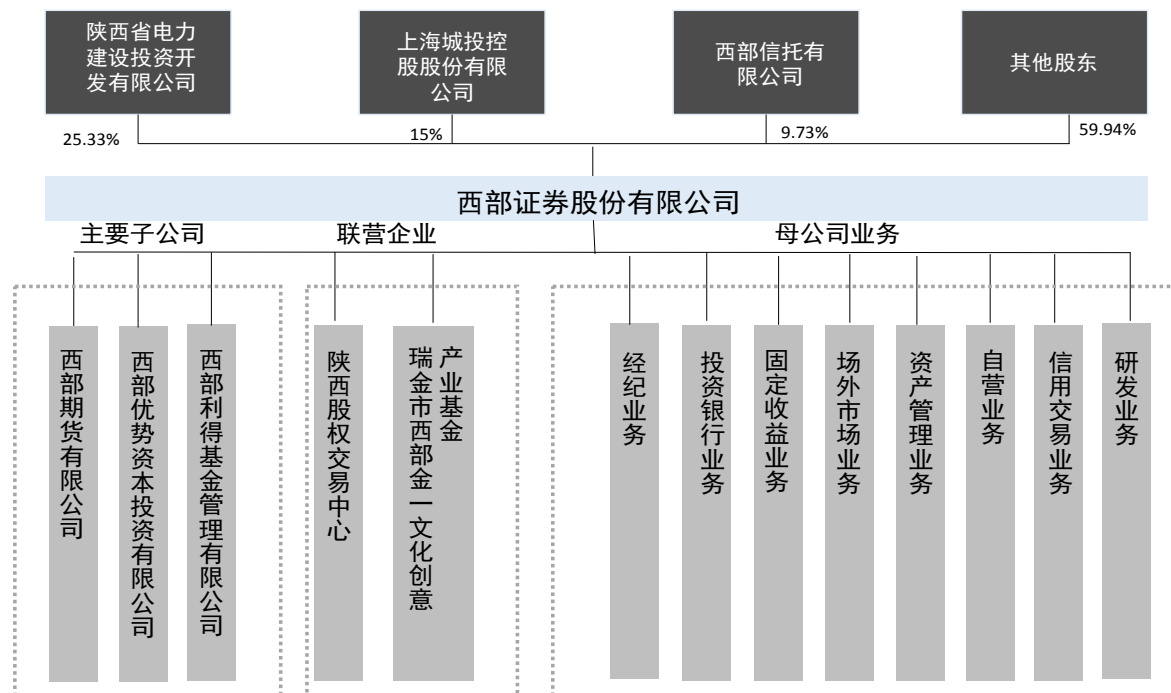
图 1：西部证券组织架构	1
图 2：证券行业收入结构	2
图 3：西部证券收入结构	3
图 4：西部证券净利润率	4
图 5：上市证券公司盈利能力格局（2015 年）	4
图 6：2015 年上市证券公司营业部均交易额（单位：万元）	5
图 7：2015 年上市证券公司经纪业务市场份额	5
图 8：西部证券经纪业务净佣金率	6
图 9：上市证券公司投行业务格局（2015 年）	7
图 10：西部证券集合资产管理业务规模	8
图 11：西部证券可用投资规模（单位：亿元）	9
图 12：西部证券投资构成	9
图 13：西部证券融资融券余额规模	10
图 14：2014-2018 自营业务投资结构	14

公司背景

西部证券成立于 2001 年，是在陕西证券和宝鸡证券的基础上重组搭建而成。2012 年公司挂牌上市，目前总注册资本 20.9 亿元。公司分别在 2014 年和 2015 年进行非公开发行，募集的资金用于公司业务发展，目前总股本为 279,556.96 万股，均属全流通股份。公司战略是努力搭建“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，持续不断提高公司的综合竞争力。

公司股权较为集中，直接持有公司 5% 以上的 A 股股东共有三家，分别是陕西省电力建设投资开发有限公司、上海城投控股股份有限公司和西部信托有限公司，三者分别持股 25.33%、15% 和 9.73%。西部证券母公司业务主要包括经纪、投行、固收、场外、资管、自营、信用交易和研发八项。除母公司证券业务外，西部证券有 5 个主要参、控股公司，其中西部期货、西部优势资本、西部利得基金为全资子公司，陕西股权交易中心（持股 10.83%）和瑞金市西部金一文化创意产业基金（有限合伙）为联营企业。

图 1：西部证券组织架构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司分析

盈利模式：深耕陕西地区，打造特色平台

从各项业务发展来看，公司的发展战略是巩固传统业务优势，在精耕细作陕西区域的同时，打造“大零售”、“大投行”、“狭资管”、“大机构”和“泛买方”特色平台。

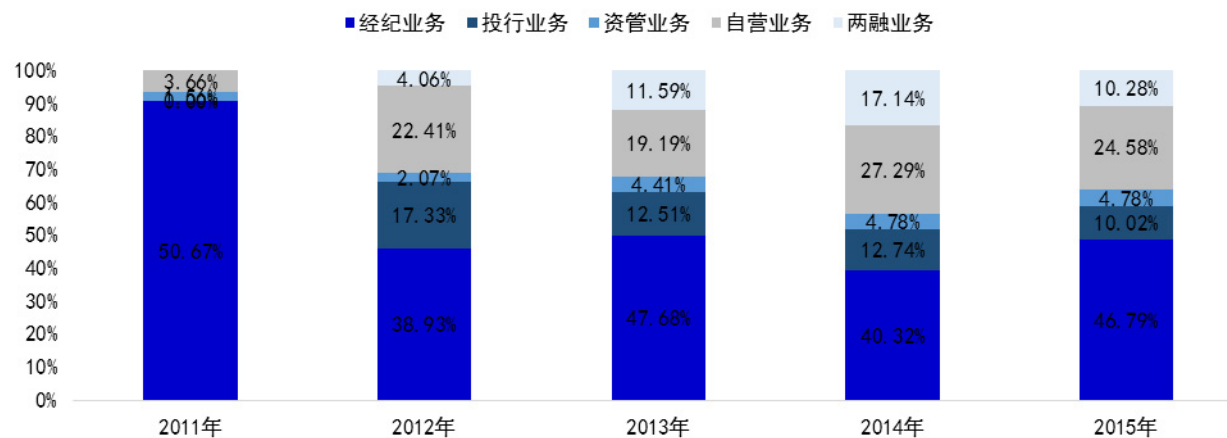
截至2016年6月底，公司收入16.99亿元，同比下滑43.67%。其中，经纪业务、自营业务和信用交易业务比重分别是36.16%、24.57和20.81%，位列收入结构前三位。三者收入分别为6.14亿元、4.17亿元和3.53亿元，同比下滑64.48%、39.26%和0.47%。

西部证券的收入结构与行业一致：以经纪业务为基础，自营和信用交易业务提升收入，同时积极搭建资管团队来保证盈利水平。公司经纪业务的优势在于陕西省内一些县级市的高佣金率，为公司的经纪业务提供了较好的护城河。

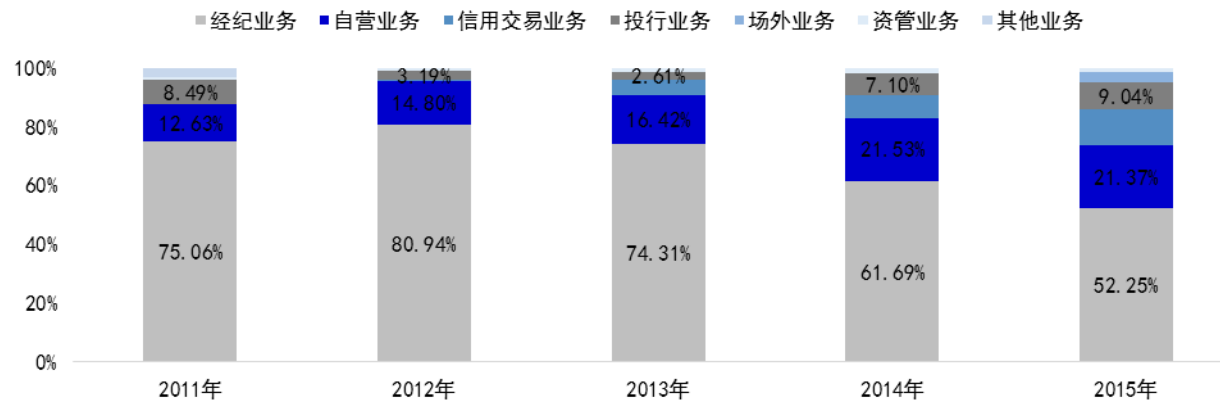
上半年，受宏观经济形势、证券市场行情波动影响，自营业务下滑较大。但公司的自营业务属于公司优势业务，依靠公司自己培养的团队，形成了特有的稳健投资风格，在上半年的弱市格局下超过行业平均水平。

信用交易业务一直是公司主抓的重点业务，两融业务受市场行情影响下滑较大，目前规模54.30亿元，市场份额0.60%；而股权质押业务的规模在提升，所带来的收益弥补了两融业务的下滑。

图2：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会，信达证券研发中心

图 3: 西部证券收入结构


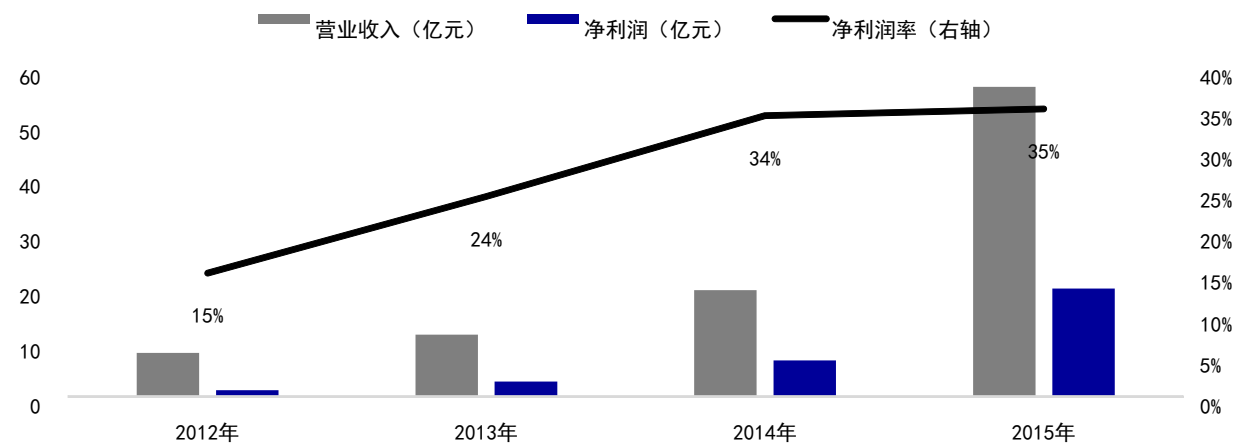
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利能力: 投行业务亮眼, 资管有待发展

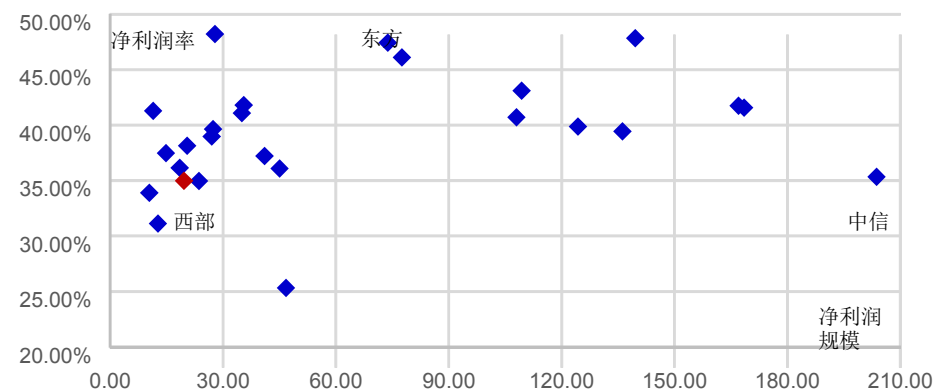
上半年, 公司投行业务实现营业收入 22,071.15 万元, 较上年同期增长 106.44%。在 IPO 业务方面, 上半年共有 7 家企业上报证监会; 再融资业务方面, 上半年完成了东吴证券非公开发行股票项目的发行工作。债承方面, 公司成功发行了重庆城市交通开发投资(集团)有限公司、中国高科集团股份有限公司等 14 家债券主承销项目。

公司资管业务起步较晚, 行业地位偏弱。公司针对现状制定了狭资管的战略, 做大主动管理规模, 定位是协同各项业务的平台。目前处于搭建平台阶段, ABS 和固收是发展方向, 其中 ABS 在行业内排名相对靠前。

2016 年上半年西部证券净利润为 5.82 亿元, 处于行业 26 位, A 股上市证券公司第 19 位; 净利润率为 34.25%, 处于上市证券公司第 18 位。比较 2015 年分析上市证券公司的盈利能力可以看出, A 股上市证券公司的净利润规模和净利润率之间相关性基本呈正相关。从净利润规模和净利润率构成的格局来看, 西部证券净利润率和净利润规模均处于第三梯队, 盈利能力有待提升。

图 4：西部证券净利润率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：上市证券公司盈利能力格局（2015 年）


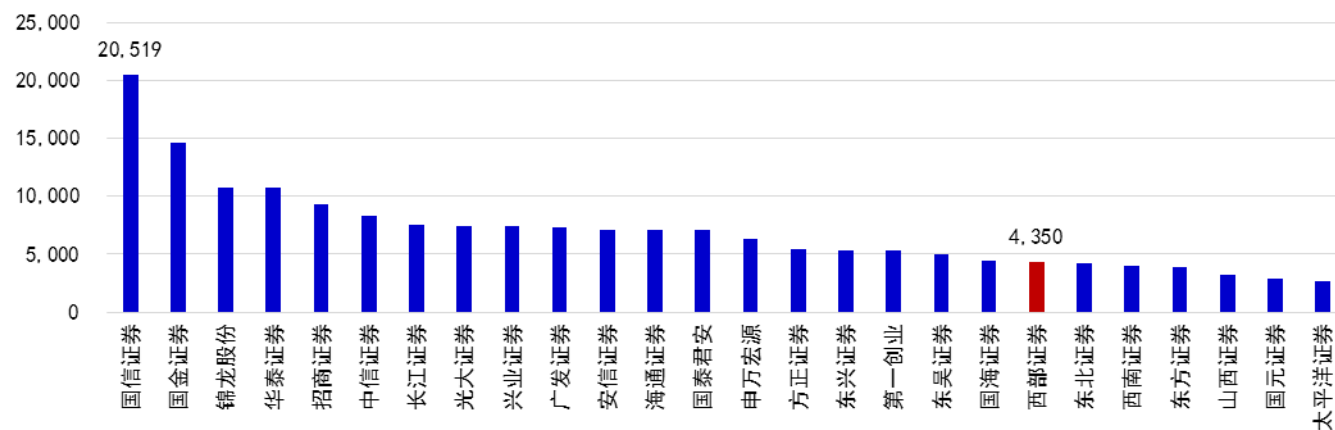
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

经纪业务：依靠区域优势转型大零售

公司的经纪业务与两融业务的客户结构均以陕西为主，特别是经纪业务，陕西地区的市场占有率约为 30%。截至今年 8 月，公司共有 90 家营业部，其中在陕西省内有 51 家。8 月，公司新获批 10 家分支机构，包括 2 家分公司和 8 家营业部，经纪业务在新设立的地区具有一定优势。此外，公司采取覆盖重点城市的策略开展陕西以外的经纪业务，比如甘肃分公司就是出于统筹整个西部地区的业务而新成立的，随着一带一路战略的实施，提前布局的西部证券有望享受其中红利。2015 年受行情带动，西部证券部均股票基金交易额 4,350 亿元，在 A 股上市证券公司中排名第 20。

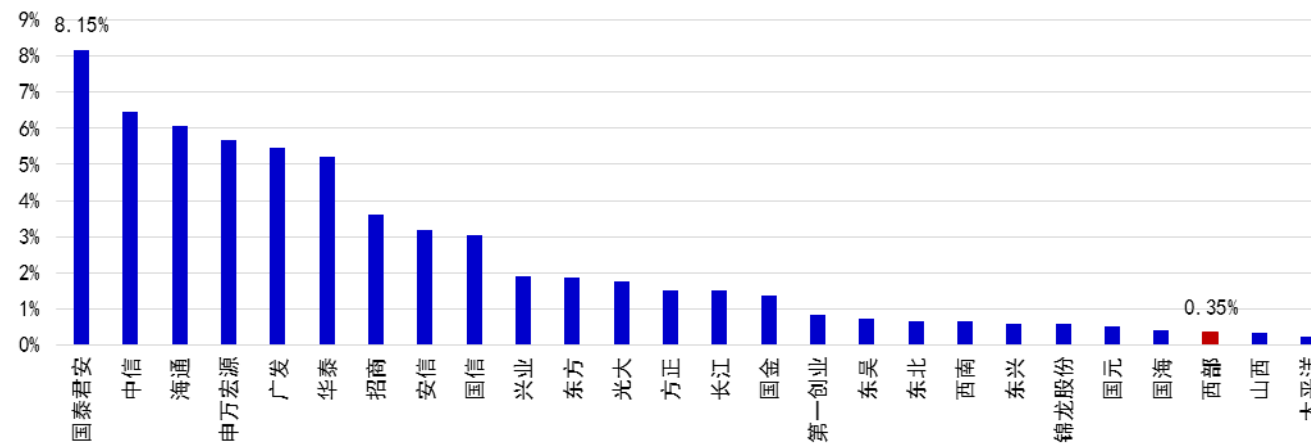
行业佣金率水平近年来持续下降，特别是在去年一人一户的限制放开后，行业净佣金率下降至 0.051%。西部证券依靠陕西地区优势，保持了高于行业平均水平的佣金率，在竞争加剧的背景下，公司整体佣金率下降幅度与行业平均水平趋同（。2015 年西部证券经纪业务市场份额占有率为 0.35%，在行业中排名较靠后。

图 6：2015 年上市证券公司营业部部均交易额（单位：万元）



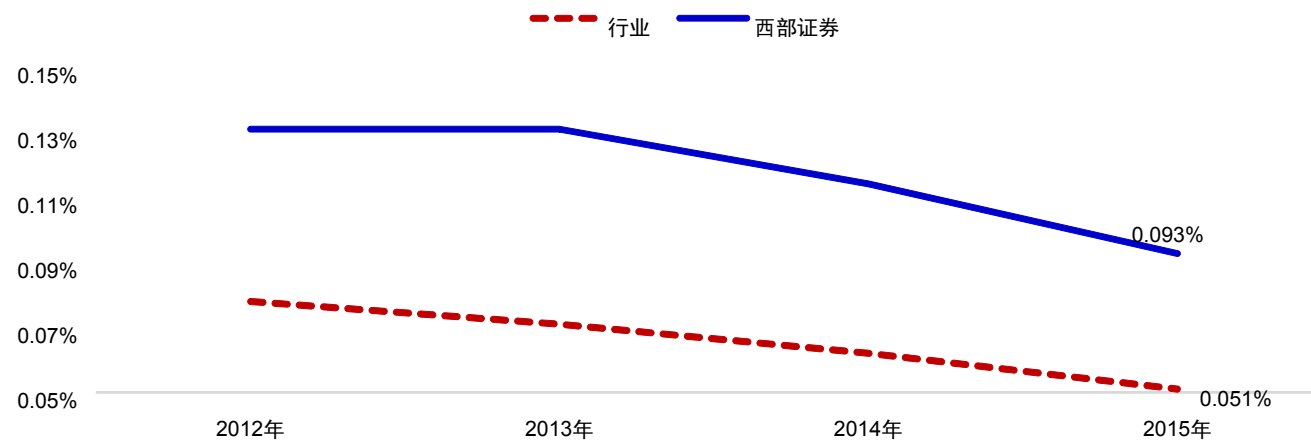
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：2015 年上市证券公司经纪业务市场份额



资料来源：公司公告，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

图 8：西部证券经纪业务净佣金率



资料来源：公司公告，上海证券交易所，深圳证券交易所，信达证券研发中心

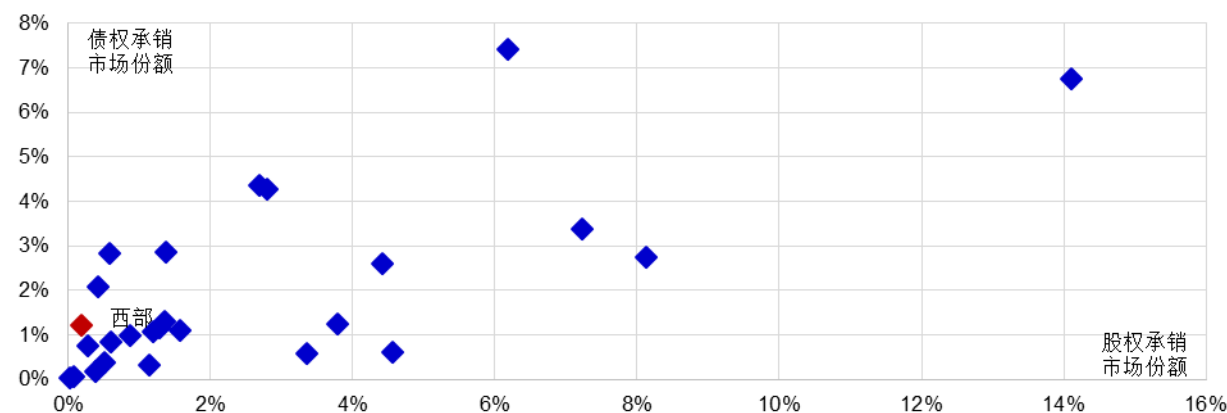
投行业务：股债并进，新三板区域优势明显

投行业务是公司的优势业务，公司的竞争力主要体现在承做团队的资源和大股东提供了一些债承项目和并购项目。公司目前

有 13 个投行团队，在不同地区开展业务，在各地区的承揽能力较强。公司十分注重投行业务的发展，制定了“大投行”战略，股债并进发展。

新三板及相关市场业务是进行“大投行”业务整体战略转型的重要一环。公司新三板业务量比较多，在陕西地区优势明显。从占有率来看，陕西地区共有 42 家券商挂牌，西部挂牌数量排名第一。通过搭载在公司总部，而非像其他券商的营业部来开展业务，对当地企业的辅导能力比较强。截至 8 月底，公司共完成新三板挂牌 163 家，行业排名 17。

图 9：上市证券公司投行业务格局（2015 年）



资料来源：WIND 资讯，巨潮信息网，中国债券信息网，信达证券研发中心

资产管理业务：狭资管战略搭建特色平台

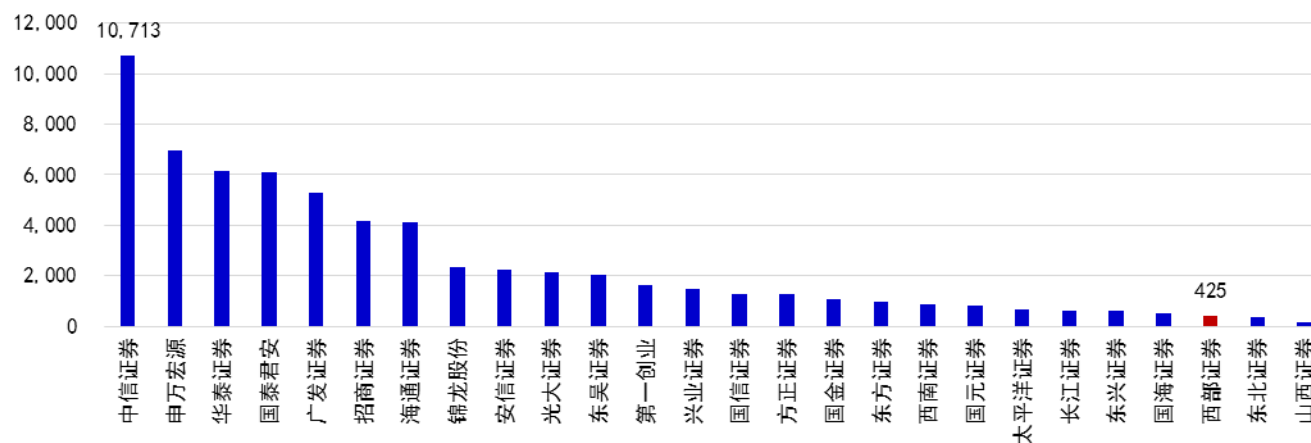
公司资产管理业务起步较晚，排名在业内相对靠后。截止 2016 年 6 月末，资产管理业务总规模为 653.03 亿元，较 2015 年底增长 53.51%，其中，集合资产总规模 64.80 亿元，定向资产规模 533.20 亿元，专项资产规模 55.03 亿元。2016 年上半年资管收入 0.42 亿元，同比增长 111.66%，收入占比 2.46%。虽然增速较快，但总量在公司业务中仍显不足。

针对资管业务基础薄弱的特点，公司采取“狭资管”发展战略，加快团队和制度建设，提升主动管理能力，扩大主动管理规模，搭建大资管平台、强化业务间的协同效应。截至 2016 年 6 月底，公司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。2016 年上半年，公司新设集合计划 6 只，专项计划 2 只。

基金管理业务稳定发展。公司旗下基金子公司西部利得基金在上半年实现收入 4,423.78 万元，同比增长 76.12%。西部利得公募、专户管理规模共计 254.47 亿元，新发公募产品 3 只，专户产品 13 只，资产管理规模维持稳定，专户规模增速较快。

直投类资管业务稳步推进，2016 年上半年，公司向旗下直投子公司西部优势资本增资 3 亿元用以提升其注册资本。截至 2016 年上半年，西部优势资本新增投资项目 21 个，夹层投资项目 7 笔。已投资股权项目分众传媒（002027）成功实现“借壳上市”，多支基金项目正在稳步推进。

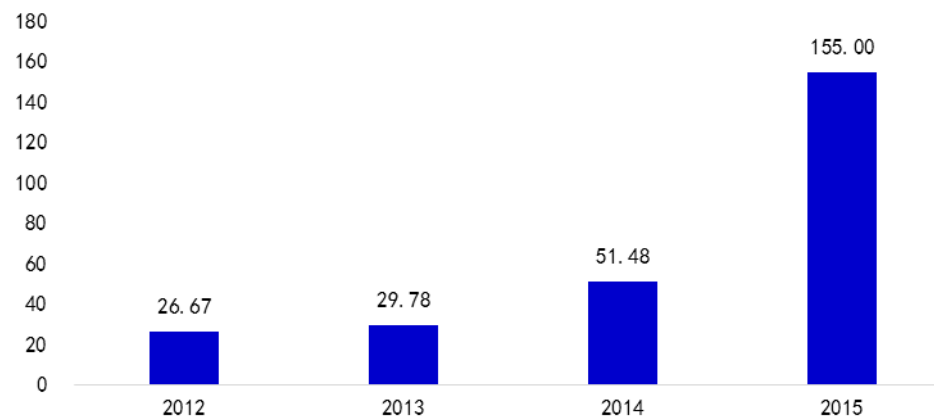
图 10：西部证券集合资产管理业务规模（亿元）



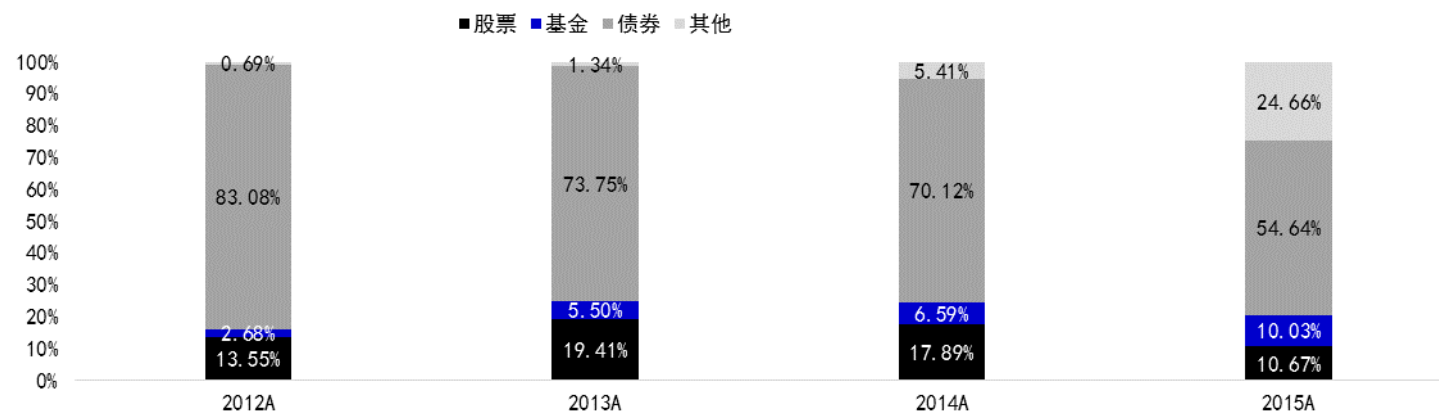
资料来源：WIND 资讯，公司公告，信达证券研发中心

自营业务：风格稳健

2016 年上半年，受宏观经济形势、证券市场行情波动影响，公司自营业务收入 4.17 亿元，同比下降 39.26%。公司投资风格较为稳健，近年来规模稳步提升。截至 2016 年 6 月底，西部证券交易性金融资产和可供出售金融资产合计规模为 200.72 亿元。从投资构成角度来看，投资标的以债券为主。公司自营业务以“泛买方”为战略，在权益类投资方面，适时调整仓位，加大对低估值大盘蓝筹股的投资；固定收益投资重视信用风险，维持较低的杠杆和久期。

图 11: 西部证券可用投资规模 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 西部证券投资构成


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

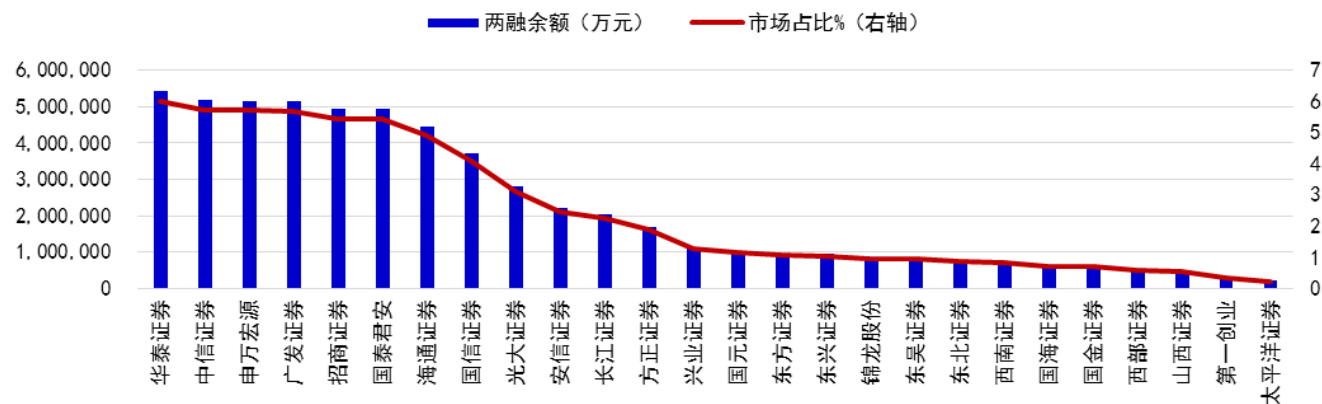
创新业务：两融业务下滑，新三板表现突出

公司创新业务主要是围绕“大零售”、“大投行”、“狭资管”、“大机构”和“泛买方”的发展战略来开展，目前公司主要发力点在于信用交易业务和新三板业务。

信用交易业务主要由两融和股权质押业务构成。受市场行情震荡影响，公司两融业务出现下滑。截至2016年6月，公司融资融券余额规模48.95亿元，市场份额0.57%；融资融券利息收入为2.25亿元，同比下降34.05%。

公司新三板业务分为挂牌和做市两块，前者为公司打造“大投行”平台的重要一环，后者则构成“泛买方”业务的一部分。截至8月底，公司共完成新三板挂牌163家，行业排名17；做市公司105家，行业排名30。

图 13：西部证券融资融券余额规模



资料来源：wind 资讯，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

经纪业务收入下降

2015年两市成交火爆，经纪业务成为券商赚钱的利器。随着市场降温，成交额逐步降低。今年以来，两市日均成交额仅有5,279亿元，远不及去年。我们预计2016年A股市场日均成交额大约为6000亿。受2015年一人多户的政策开展，证券公司为大力拓展经纪业务，不断下调佣金率水平，2013年的净佣金费率为0.071%，2014年下降至0.062%。2015年进一步下降至0.051%。我们认为，2016年这一水平将下降至0.050%。在全年日均交易额6000亿、西部证券股基交易市场份额维持0.5%、经纪业务净手续费率0.080%的假定下，西部证券2016年经纪业务手续费收入为12.47亿元，相对2015年下降54.94%。

受去年下半年股市震荡行情影响，两融业务规模下滑明显。西部证券依托于陕西地区的两融业务费率较高，但难以弥补规模下滑对利润带来的冲击。截至2016年8月底，公司融资融券余额规模54.30亿元。我们预计，公司全年融资融券平均余额49.55亿元、融资融券费率8.6%，西部证券2016年两融业务收入为4.26亿元。

表 1: 西部证券经纪业务预测

经纪业务 (亿元)	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
日均股票交易额	3,018.02	10,436.90	6,000.00	7,000.00	7,500.00
西部股基权证交易额市场份额	0.52%	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%
西部经纪业务手续费率	0.12%	0.10%	0.08%	0.07%	0.07%
西部证券股基交易额	8,189.52	28,980.78	15,582.00	18,007.50	19,293.75
代理买卖证券业务净收入	9.51	27.16	12.11	12.34	12.36
融资融券年均余额	44.08	73.95	49.55	54.50	59.95
利息净收入	3.19	7.44	4.44	3.20	3.37

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

投行业务: 储备项目有望提升业绩

受监管政策趋严及二级市场行情的影响，2016年上半年一级市场融资规模较去年同期有所下滑。但公司投行业务在上半年表

现出色，股权业务融资规模达到 28.34 亿元，债承规模 308.63 亿元，实现营业收入 2.2 亿元，较上年同期增长 106.44%。在投行业务上，一方面依靠公司在各个区域的团队开拓项目，另一方面依靠公司股东资源，承做债券、并购项目，对公司投行业绩有一定支撑。

目前，公司在证监会审核的 IPO 项目有 6 家企业，其中 2 家已受理，2 家已反馈，1 家预先披露更新，1 家通过发审会。公司已发行债券金额达 308.63 亿元，已经超过去年全年水平。

我们预计西部证券的投行业务将保持良好增长，2016 年承销业务收入将达到 9.67 亿元，保荐服务与财务顾问服务分别为 0.096 亿元和 2.42 亿元，投行业务整体收入达到 12.18 亿元。

表 2: 西部证券投行业务预测

投行业务 (亿元)	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
市场股票及股票融资额	7,636.30	15,364.48	16,622.65	15,422.93	16,440.84
股票及股票连接主承销市场份额	1.00%	1.14%	0.50%	0.80%	1.00%
西部股票承销额	76.21	175.87	83.11	123.38	164.41
市场企业主体债券融资额	23,841.29	55,967.30	72,272.39	77,114.64	82,204.21
企业主体债券主承销市场份额	0.34%	0.46%	1.20%	1.20%	1.20%
西部债券承销额	81.60	256.24	867.27	925.38	986.45
承销业务收入	1.41	6.66	9.67	11.10	12.33
保荐服务收入	0.06	0.09	0.10	0.11	0.12
财务顾问收入	0.96	1.61	2.42	2.78	3.08

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产管理业务：主动管理为主

2015 年多次降息降准，加之上半年股市行情火爆，集合资管业务规模增长迅猛。公司定向资管规模进一步扩大，但 2015 年同比增速出现了一定程度的下滑；专项资管业务虽然规模不及前两类，但 2015 年证券公司资产证券化业务备案制的实行以及基础资产负面清单明确化等相关制度的表格，使得专项资管业务规模增速最快。

今年以来 A 股市场表现欠佳，集合资管业务增速将不及去年，主要消化前期开展的业务。虽然定向资管业务目前规模最大，但是收益主要来自于规模，很难有独立的优势，并且证券公司需要承担连带的风险，因此证券公司有动力将业务资源转为主

动管理的集合资管，收取更高的管理费用。从管理规模来看，今年以来专项资产管理业务规模增长最快，但比重较低，集合资管和定向资管业务规模增速受市场行情影响，增速出现一定幅度的下滑。我们预计，西部证券 2016 年资管类业务收入达到 0.63 亿元，加上基金管理收入 0.73 亿元，全年资产管理业务收入将达到 1.36 亿元。

表 3: 西部证券资产管理业务预测

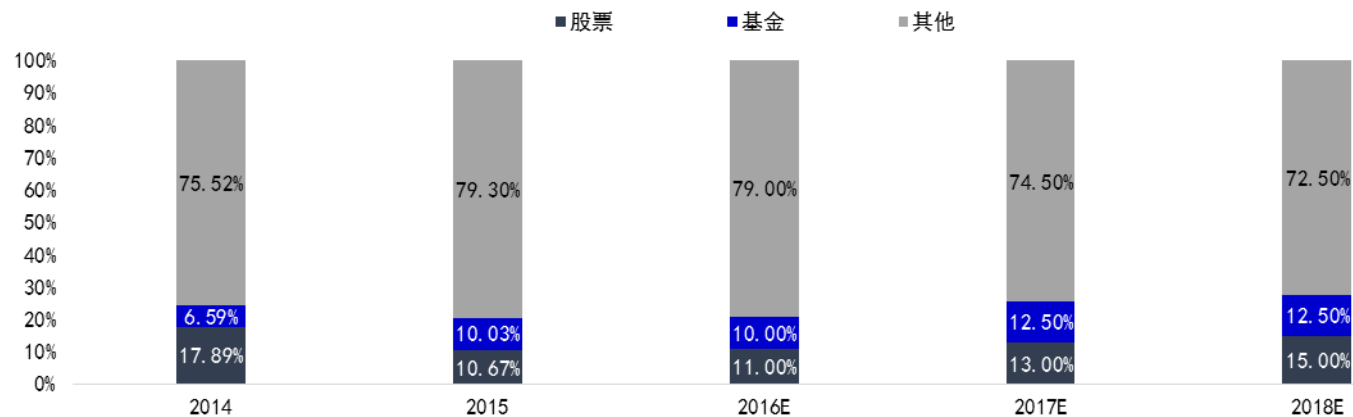
资管业务 (亿元)	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
集合资产管理业务年底规模	5.28	43.58	78.44	117.65	141.18
集合资产管理业务管理费收入	0.06	0.13	0.37	0.54	0.71
集合资产管理业务管理费率	1.52%	0.54%	0.60%	0.55%	0.55%
定向资产管理业务规模	254.89	350.48	700.95	771.05	848.15
定向资产管理业务管理费收入	0.20	0.35	0.26	0.37	0.40
定向资产管理业务管理费率	0.04%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
专项资产管理业务规模	-	31.24	93.73	187.47	337.44
专项资产管理业务管理费收入	-	-	-	-	-
专项资产管理业务管理费率	0.00%	0.00%	0.50%	0.50%	0.50%
基金管理收入	0.01	0.83	0.73	0.80	0.82

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

自营业务：风格稳健、投资收益或将好于上半年

受市场行情影响，行业整体自营业务投资收益较去年有所下降。西部证券自营业务风格较为稳健，在上半年的震荡行情下，投资收益 5.92 亿元，同比下滑 15.24%，远超行业平均水平。我们认为公司在下半年将继续延续稳健的投资风格，目前二级市场成交量及行情较上半年均有所好转，因此下半年公司自营投资收益或将好于上半年。

从公司投资结构来看，2015 年自营投资结构中，股票、基金、其他资产的比重分别是 10.67%，10.03%和 79.30%，固收类资产占据主体。我们预计公司 2016 年全年投资结构中，股票、基金、其他资产的比重分别是 11%，10%和 79%。在全年证券投资收益率 5.35%，投资规模 153.64 亿元的假设下，西部证券 2016 年自营业务收入将下降至 8.25 亿元。

图 14: 2014-2018 自营业务投资结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 4: 西部证券自营业务预测

自营业务 (亿元)	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
上证指数涨幅	52.87%	9.41%	-12.41%	9.68%	2.94%
证券投资期末规模	51.48	155.00	153.64	182.09	222.47
证券投资收益率	8.51%	10.49%	5.35%	6.18%	6.85%
股票投资规模比重	13.95%	14.73%	11.00%	13.00%	15.00%
基金投资规模比重	2.75%	18.98%	10.00%	12.50%	12.50%
其他投资规模比重	83.30%	66.29%	79.00%	74.50%	72.50%
自营业务收入	3.30	10.83	8.25	10.37	13.86

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

利润预测

综合以上各业务模块预测, 我们预计西部证券 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现营业收入 37.06 亿元、39.98 亿元和 45.24 亿元; 归属母公司净利润分别为 13.25 亿元、15.47 亿元和 17.31 亿元, 对应每股收益分别为 0.47 元、0.55 元和 0.62 元。

表 5: 西部证券业务及管理费预测

其他	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
业务及管理费/营业收入	48.49%	47.09%	48.13%	44.31%	44.88%
营业税金及附加税率	5.51%	5.72%	6.36%	6.09%	6.05%
所得税率	25.83%	25.66%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值与投资评级

在目前证券公司业务线条设置的条件下, 自营业务、非自营业务板块能够较为明显区分, 创新业务范畴清楚。自营业务主要由自有资金投资规模和收益率驱动, 非自营业务由中介服务的市场份额驱动, 而创新业务尚处于成长期, 不同业务板块核心驱动因素有所不同, 因此我们采取部分加总法对公司进行估值。

表 6: 西部证券部分加总法估值

自营业务估值(百万元)	2014 A	2015 A	2016F	2017F	2018F
现金和证券投资规模	6,774	19,334	22,225	22,895	26,099
直接投资规模	13	38	38	38	38
直接投资价值	-15.63	0.00	-	-	-
其他投资	-	-	-	-	-
自营业务价值	6,759	19,334	22,225	22,895	26,099
自营业务每股价值(元)	5.63	6.92	7.95	8.19	9.34
自营业务市净率(P/B)	1.26	1.59	1.60	1.44	1.44
非自营业务估值(百万元)	2014 A	2015 A	2016F	2017F	2018F
非自营业务净利润	855	2,563	1,729	1,891	2,001
非自营业务市盈率(P/E)	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
非自营业务价值	10,259	30,750	20,753	22,689	24,015
非自营业务每股价值(元)	8.55	11.00	7.42	8.12	8.59
创新业务估值(百万元)	2014 A	2015 A	2016F	2017F	2018F
创新业务净利润	154	655	583	608	662
创新业务市盈率(P/E)	40.00	40.00	35.00	35.00	35.00

创新业务价值	6,171	26,180	20,415	21,295	23,179
创新业务每股价值(元)	5.14	9.36	7.30	7.62	8.29
部分加总法估值	2014 A	2015 A	2016F	2017F	2018F
总价值(百万元)	23,189	76,265	63,393	66,879	73,293
每股价值(元)	19.32	27.28	22.68	23.92	26.22
对应市盈率(倍)	34.93	38.66	47.84	43.22	42.35
对应市净率(倍)	4.33	6.28	4.57	4.21	4.05

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

我们采用 P/B 方法对自营业务进行估值得到自营业务 2016 年、2017 年和 2018 年每股价值分别为 7.95 元、8.19 元和 9.34 元；对非自营业务和创新业务采用 P/E 估值方法估值，对非自营业务给予 12 倍 P/E 倍数，对应 2016 年、2017 年和 2018 年非自营业务每股价值分别为 7.42 元、8.12 元和 8.59 元；对创新业务给予 35 倍 P/E，对应 2016 年、2017 年和 2018 年创新业务价值分别为 7.30 元、7.62 元和 8.29 元。将自营业务、非自营业务及创新业务价值加总，得到 2016 年、2017 年和 2018 年东方证券每股价值分别为 22.68 元、23.92 元和 26.22 元。首次覆盖，给予“持有”评级。

风险因素

交易量持续下跌风险和自营业务的波动性。交易量持续下跌将导致证券公司经纪业务萎缩，收入和利润下降；股票市场的下跌风险将导致自营业务收入产生波动，从而影响股价。

准入门槛降低的风险，创新业务业绩不达预期。行业准入门槛降低、券商业务牌照放开将会使行业竞争进一步加大，对现有券商业绩产生风险；创新业务扩展速度缓慢可能导致公司业绩兑现低于预期。

损益表摘要 (人民币百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1938.48	5640.88	3705.59	3998.44	4524.20
手续费净收入	1,189	3,573	2,436	2,642	2,801
代理买卖证券业务净收入	951	2,716	1,211	1,234	1,236
证券承销保荐业务净收入	201	713	1,066	1,219	1,353
委托管理资产业务净收入	26	48	63	91	112
基金管理公司收入	1	83	73	80	82
其他手续费	9.93	12.40	23.74	18.24	18.26
利息净收入	319	744	444	320	337
投资净收益	346	1,083	825	1,037	1,386
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-16	0	-	-	-
公允价值变动净收益	81	238	-	-	-
汇兑净收益	0	1	-	-	-
其他业务收入	3	3	-	-	-
营业支出	1,054	3,005	1,997	2,002	2,290
营业税金及附加	107	323	208	224	253
业务及管理费	940	2,656	1,783	1,772	2,031
资产减值损失	6	26	6	6	6
其他业务成本	1	-	-	-	-
营业利润	884	2,636	1,709	1,997	2,234
营业外收入	9	13	14	15	15
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	891	2,647	1,721	2,010	2,248
所得税费用	230	679	396	462	517
净利润	660	1,968	1,325	1,547	1,731
归属于母公司所有者的净利润	663.87	1,972.67	1,324.99	1,547.37	1,730.59
归属少数股东权益	-3	-5	0	0	0
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	28915.25	58236.47	62174.844	70531.606	80675.974
客户存款	5,908	16,001	14,010	15,366	15,818
自有存款	1,627	3,834	8,849	8,849	9,210
融资融券	4,408	7,395	5,916	6,804	7,824
买入返售金融资产	5,203	8,482	11,027	14,335	18,636
交易性金融资产	3,100	9,259	9,177	10,868	13,278
可供出售金融资产	1,997	6,242	6,187	7,326	8,951
持有至到期投资	50	-	13	15	18
长期股权投资	13	38	38	38	38
固定资产	167	195	167	140	112
无形资产和商誉	127	153	153	153	153
其他资产	6,317	6,637	6,637	6,637	6,637
总负债	23,503	46,043	48,260	54,607	62,504
代买卖证券款	11,535	20,257	17,736	19,453	20,025
应付债券	-	5,962	5,962	6,063	6,246
其他负债	11,968	19,824	24,562	29,092	36,233
所有者权益	5,413	12,194	13,915	15,924	18,172
总股本	1,200	2,796	2,796	2,796	2,796
少数股东权益	59	55	55	55	55
归属于母公司所有者权益	5,354	12,139	13,859	15,869	18,117
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.55	0.71	0.47	0.55	0.62
每股净资产	4.46	4.34	4.96	5.68	6.48
市盈率	42.82	33.57	49.98	42.80	38.27
市净率	5.31	5.46	4.78	4.17	3.66

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
年增长率 (%)					
营业收入	67.66%	191.00%	-34.31%	7.90%	13.15%
营业收入	61.34%	200.37%	-31.81%	8.44%	6.02%
手续费净收入	38.35%	185.58%	-55.43%	1.96%	0.10%
代理买卖证券业务净收入	470.68%	254.35%	49.62%	14.31%	11.04%
证券承销保荐业务净收入	126.79%	86.58%	30.57%	44.26%	23.08%
委托管理资产业务净收入	-	5840.49%	-12.41%	9.68%	2.94%
基金管理公司收入	224.78%	24.82%	91.47%	-23.16%	0.10%
财务顾问业务和其他	36.39%	132.79%	-40.25%	-28.02%	5.51%
利息净收入	82.80%	213.12%	-23.80%	25.67%	33.68%
投资净收益	-29.37%	-100.02%	-	-	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-1401.58%	193.80%	-	-	-
公允价值变动净收益	-108.51%	2575.00%	-	-	-
汇兑净收益	28.88%	12.71%	-	-	-
其他业务收入	39.69%	185.10%	-33.55%	0.23%	14.41%
营业支出	85.50%	201.89%	-35.67%	7.90%	13.15%
营业税金及附加	35.07%	182.61%	-32.86%	-0.66%	14.62%
业务及管理费	-734.78%	350.00%	-77.20%	0.00%	0.00%
资产减值损失	-	-	-	-	-
其他业务成本	120.22%	198.03%	-35.17%	16.87%	11.88%
营业利润	378.21%	54.91%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外收入	118.92%	-27.98%	5.00%	5.00%	5.00%
营业外支出	121.37%	197.27%	-35.00%	16.78%	11.84%
利润总额	124.11%	195.34%	-41.74%	16.78%	11.84%
所得税费用	120.43%	197.94%	-32.67%	16.78%	11.84%
净利润	121.70%	197.15%	-32.83%	16.78%	11.84%
归属于母公司所有者的净利润	-1878.95%	42.60%	-100.73%	10.00%	10.00%
少数股东权益					
主要驱动因素 (%)					
日均股票交易额 (人民币百万元)	301,802	1,043,690	600,000	700,000	750,000
股票及股票连接主承销市场份额	0.52%	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%
代理买卖证券业务净手续费率	0.12%	0.09%	0.08%	0.07%	0.06%
净利差	2.91%	3.18%	2.05%	1.95%	1.85%
证券投资期末规模 (人民币百万元)	5,148	15,500	15,364	18,209	22,247
证券投资收益率	8.51%	10.49%	5.35%	6.18%	6.85%
股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	763,630	1,536,448	1,662,265	1,542,293	1,644,084
股票及股票连接主承销市场份额	1.00%	1.14%	0.50%	0.80%	1.00%
企业主体债券融资额 (人民币百万元)	2,384,129	5,596,730	7,227,239	7,711,464	8,220,421
企业主体债券主承销市场份额	0.34%	0.46%	1.20%	1.20%	1.20%
集合资产管理业务期末规模 (百万元)	528	4,358	7,844	11,765	14,118
集合资产管理业务费率	1.52%	0.54%	0.60%	0.55%	0.55%
业务及管理费/营业收入	48.49%	47.09%	48.13%	44.31%	44.88%
营业税金及附加税率	5.51%	5.72%	6.36%	6.09%	6.05%
所得税率	25.83%	25.66%	23.00%	23.00%	23.00%
盈利能力 (%)					
净利润率	34.25%	34.97%	35.76%	38.70%	38.25%
净资产收益率	12.40%	16.25%	9.56%	9.75%	9.55%
净资本指标 (人民币百万元)					
净资本	11,731	25,759			
净资本/净资产 (%)	65.07	76.04			
经营数据					
员工数量 (个)	2962	3698			
营业部数量 (个)	97	120			
服务部数量 (个)	0	0			

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。9年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，研究助理。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究支持。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。