

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 西部证券（002673.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2017.04.27

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

#### 相关研究

《立足陕西的成长性券商》2016.09.21

《区域优势明显，大投行、泛买方业绩出色——西部证券年报点评》2017.04.27

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

## 投行、投资业务拖累业绩，大资管业务收入稳中有升

2017年08月18日

**事件：**西部证券发布2017年中报，公司2017上半年实现营业收入和归属母公司股东净利润14.25亿元和4.37亿元，同比降幅分别为16.10%和25.70%。公司2017年上半年的基本每股收益0.14元，同比降低33.33%。公司加权平均净资产收益率为3.09%，同比减少1.68个百分点。

#### 点评：

- **投行、经纪业务收入占比下滑。**2017年上半年，公司实现营业收入14.25亿元，其中经纪业务收入4.25亿元，占比29.85%（上年同期36.16%）；自营业务收入3.59亿元，占比25.2%（上年同期24.57%）；投行业务收入1.27亿元，占比8.93%（上年同期36.16%）；资管业务收入0.54亿元，占比3.82%（上年同期2.46%）；信用交易业务收入3.30亿元，占比23.13%（上年同期20.81%）；固定收益业务收入0.36亿元，占比2.5%（上年同期7%）；新三板业务收入0.31亿元，占比2.16%（上年同期4.27%）。公司收入结构中投行业务占比大幅下滑、经纪业务占比降幅也较大。
- **投行、投资拖累上半年业绩。**2017年上半年，公司承销业务手续费净收入和投资净收益分别为2.07亿元和3.42亿元，同比降幅分别为47.68%和42.24%，是导致上半年公司业绩下滑的主要原因。自营业务收益的下滑的原因在于，资本市场大幅震荡冲击了公司对金融资产的处置收益；投行业绩的下滑主要原因在于公司股权类业务承销规模大幅下滑。公司上半年共有2单非公开发行项目通过发审委审核。并购重组业务方面，陕西金叶重大资产重组、太阳鸟重大资产重组项目已获并购重组委审核通过，下半年公司投行业务收入有望反弹。
- **大资管业务收入稳中有升。**2017年上半年，公司资产管理业务总规模为631.80亿元，同比下滑3.25%；资产管理业务收入5,437.35万元，同比上升29.95%。公司在管理资产规模下滑的同时资管收入逆势增长，可见公司资产管理能力具有一定的竞争力。从资管结构来看，主动管理规模为152.62亿元，占总规模的24.16%；被动管理规模为479.18亿元，占总规模的75.84%。公司主动管理规模比重相对较低，未来在市场压力和政策引导的共同作用下，公司应积极寻求业务模式和产品类型的转变，提升主动管理能力，打造核心竞争力。
- **盈利预测及评级：**我们预测西部证券2017年、2018年和2019年分别实现营业收入29.79亿元、35.14亿元和40.92亿元；归属于母公司净利润分别为11.18亿元、12.58亿元和14.68亿元，对应每股收益分别为0.32元、0.36元和0.42元，维持公司“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; 业务违规被监管处罚的风险。

	2015 A	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F
营业收入(百万元)	5,640.88	3,406.33	2,978.82	3,513.57	4,092.37
增长率 YoY %	191.00%	-39.61%	-12.55%	17.95%	16.47%
归属母公司净利润(百万元)	1,972.67	1,124.62	1,118.06	1,257.74	1,467.96
增长率 YoY%	197.15%	-42.99%	-0.58%	12.49%	16.71%
毛利率%	46.73%	42.41%	47.88%	45.72%	45.89%
净资产收益率 ROE%	16.25%	9.06%	7.68%	7.76%	8.11%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.40	0.32	0.36	0.42
市盈率 P/E(倍)	20.56	36.79	46.35	41.21	35.31
市净率 P/B(倍)	3.41	3.33	3.56	3.20	2.86

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2017年8月17日收盘价

损益表摘要 (人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,641	3,406	2,979	3,514	4,092
手续费净收入	3,573	2,003	1,398	1,508	1,670
代理买卖证券业务净收入	2,716	937	754	738	830
证券承销保荐业务净收入	713	864	465	579	635
委托管理资产业务净收入	48	94	67	65	66
基金管理公司收入	83	78	101	111	122
其他手续费	12	29	11	14	16
利息净收入	744	396	632	866	1,038
投资净收益	1,083	1,367	949	1,140	1,384
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	5	0	0	0
公允价值变动净收益	238	-364	-	-	-
汇兑净收益	1	1	-	-	-
其他业务收入	3	3	-	-	-
营业支出	3,005	1,962	1,553	1,907	2,214
营业税金及附加	323	99	85	100	117
业务及管理费	2,656	1,848	1,461	1,801	2,097
资产减值损失	26	14	6	6	-
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	2,636	1,445	1,426	1,606	1,878
营业外收入	13	26	27	29	30
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	2,647	1,470	1,452	1,634	1,907
所得税费用	679	356	334	376	439
净利润	1,968	1,113	1,118	1,258	1,468
归属于母公司所有者的净利润	1,973	1,125	1,118	1,258	1,468
归属少数股东权益	-5	-11	0	0	0
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	58,236	54,184	69,609	78,850	86,931
客户存款	16,001	11,053	11,604	12,764	14,041
自有存款	3,834	3,534	19,326	20,200	21,161
融资融券	7,395	5,387	6,195	7,124	8,193
买入返售金融资产	8,482	5,917	7,692	9,999	12,999
交易性金融资产	9,259	15,288	12,828	15,679	16,965
可供出售金融资产	6,242	6,144	5,155	6,301	6,817
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	38	62	38	38	38
固定资产	195	181	154	127	100
无形资产和商誉	153	158	158	158	158
其他资产	6,637	6,460	6,460	6,460	6,460
总负债	46,043	41,708	54,974	62,582	68,757
代买卖证券款	20,257	14,713	15,446	16,991	18,690
应付债券	5,962	5,972	6,416	6,579	6,579
其他负债	19,824	21,023	33,112	39,012	43,488
所有者权益	12,194	12,476	14,635	16,268	18,175
总股本	2,796	2,796	3,502	3,502	3,502
少数股东权益	55	68	68	68	69
归属于母公司所有者权益	12,139	12,408	14,566	16,200	18,106
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.72	0.40	0.32	0.36	0.42
每股净资产	4.34	4.44	4.16	4.63	5.17
市盈率	20.56	36.79	46.35	41.21	35.31
市净率	3.41	3.33	3.56	3.20	2.86

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率 (%)					
营业收入	191.0%	-39.6%	-12.6%	18.0%	16.5%
手续费净收入	200.4%	-43.9%	-30.2%	7.9%	10.8%
代理买卖证券业务净收入	185.6%	-65.5%	-19.6%	-2.0%	12.4%
证券承销保荐业务净收入	254.4%	21.3%	-46.2%	24.6%	9.7%
委托管理资产业务净收入	86.6%	95.6%	-28.7%	-3.4%	2.4%
基金管理公司收入	5840.5%	-6.6%	30.0%	10.0%	10.0%
财务顾问业务和其他	24.7%	135.1%	-61.8%	30.0%	12.4%
利息净收入	132.8%	-46.7%	59.4%	37.1%	19.9%
投资净收益	213.1%	26.3%	-30.5%	20.1%	21.4%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-100.0%	-	-	-	-
公允价值变动净收益	193.8%	-	-	-	-
汇兑净收益	2575.0%	-	-	-	-
其他业务收入	12.7%	-	-	-	-
营业支出	185.1%	-34.7%	-20.8%	22.8%	16.1%
营业税金及附加	201.9%	-69.3%	-14.1%	18.0%	16.5%
业务及管理费	182.6%	-30.4%	-20.9%	23.2%	16.5%
资产减值损失	350.0%	-45.5%	-58.1%	0.0%	-100.0%
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	198.0%	-45.2%	-1.3%	12.6%	16.9%
营业外收入	54.9%	95.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业外支出	-28.0%	-36.0%	5.0%	5.0%	5.0%
利润总额	197.3%	-44.5%	-1.2%	12.5%	16.7%
所得税费用	195.3%	-47.5%	-6.3%	12.5%	16.7%
净利润	197.9%	-43.4%	0.4%	12.5%	16.7%
归属于母公司所有者的净利润	197.1%	-43.0%	-0.6%	12.5%	16.7%
少数股东权益	42.6%	137.3%	-101.0%	10.0%	10.0%
主要驱动因素 (%)					
日均股票交易额 (人民币百万元)	1,043,690	522,068	500,000	550,000	605,000
股基权证交易额市场份额	0.54%	0.49%	0.47%	0.48%	0.50%
代理买卖证券业务净手续费率	0.09%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%
净利差	3.18%	1.97%	2.50%	2.46%	2.45%
证券投资期末规模 (人民币百万元)	15,500	21,432	17,983	21,980	23,782
证券投资收益率	10.5%	7.4%	4.4%	4.5%	4.9%
股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	1,536,448	1,949,549	2,143,756	2,372,106	2,531,037
股票及股票连接主承销市场份额	1.16%	0.35%	0.50%	0.50%	0.50%
企业主体债券融资额 (人民币百万元)	5,596,730	5,738,365	5,954,878	6,523,291	7,231,534
企业主体债券主承销市场份额	0%	1%	0%	0%	0%
集合资产管理业务期末规模 (百万元)	4,358	7,027	7,027	8,432	10,119
集合资产管理业务费率	0.54%	0.36%	0.35%	0.33%	0.32%
业务及管理费/营业收入	47.09%	54.26%	49.06%	51.25%	51.25%
营业税金及附加税率	5.72%	2.91%	3.63%	3.80%	3.83%
所得税率	25.66%	24.25%	23.00%	23.00%	23.00%
盈利能力 (%)					
净利润率	35%	33%	38%	36%	36%
净资产收益率	16%	9%	8%	8%	8%
净资本指标 (人民币百万元)					
净资本	11,784.32	11,827.28			
净资本/净资产 (%)	97.02	95.29			
经营数据					
员工数量 (个)	2,420	2,476			
营业部数量 (个)	82	86			
服务部数量 (个)	6	6			

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。