安信证券 ESSENCE SECURITIES

2018 年 02 月 07 日

公司深度分析

证券研究报告

华西证券（002926.SZ）

立足西南经纪领先，上市转型结构优化

■**立足西南，具备区域优势。**华西证券立足西南，具有区域竞争优势，实际控制人为泸州市国资委，主要股东具有较强的资金实力和业务资源。

■**经纪业务西南领先，自营投行贡献提升。**2014-2016 年公司经纪信用业务收入合计占比均超过 70%，近年来自营投行的贡献逐步提升。

（1）经纪业务注重业务质量。2014 年以来经纪业务收入市占率（IMS）逐步下降，客观原因是同业竞争加剧而公司营业部仅增加 4 个，致股基交易额市场份额（VMS）降至 0.77%。但公司坚持以收入为导向，佣金率维持在万分之 5.5 的相对高位，凭借客户基础优势和财富管理转型维持较高的部均利润。

（2）信用交易业务贡献提升。公司信用交易业务以融资融券业务为主，2015 年以来利息净收入占比总体呈上升态势，其中融资融券余额市占率维持在 1%左右，高于公司经纪业务 VMS，担保比率 335%略高于行业均值。

（3）股权融资类投行业务快速发展。2013 年上海证券承销保荐分公司成立，使公司股权融资类投行业务摆脱区域限制，带动公司投行业务收入稳步提升。2015 年至 2017 年上半年公司 IPO 承销保荐收入升至 1.1 亿元，增长近 10 倍。

（4）自营风险偏好较低。2014 年以来公司自营业务收入占比、权益及衍生品投资和固收投资占净资本比重均低于行业均值，权益投资更加注重指数收益。

（5）资管业务偏重银证合作。2014 年以来资管业务收入占比在 1%左右，主要原因有：①因“中铁事件”错过发展良机；②低费率的通道业务占比较高。

■**上市转型结构优化。**据招股说明书，预计 IPO 募资净额 49 亿元，相当于公司 2017 年上半年净资产的 39%，预计上市后公司业务结构将更为优化，提升公司竞争力。公司有机会补充和优化川渝地区和一线城市的网点布局，提升财富管理实力，资本金的补充带来自营规模和风险偏好的提升，投资收益将稳定增长，资管主动管理能力也有望提升。四川地区经济发展也将为公司未来成长带来机遇。

■**净资产收益率领先同业。**2017 年上半年公司未年化 ROE 为 4.72%，排名上市券商第 4 名，且在西部上市券商中领先。我们认为主要原因是公司以经纪业务为主的轻资产经营模式，注重业务质量，具有较高的资金使用效率。

■**投资建议：**买入-A 投资评级。我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.5/0.52/0.6 元。券商次新股平均最新 PB 估值为 2.5 倍，根据我们的预测，2018 年公司预计 BVPS 为 7.24，对应六个月目标价为 18.10 元。

■**风险提示：**证券市场风险/经营风险/投资风险/政策风险/信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,011	2,711	2,500	3,177	3,611
净利润	2,683	1,648	1,050	1,355	1,579
每股收益(元)	1.28	0.78	0.50	0.52	0.60
每股净资产(元)	5.03	5.71	6.21	7.24	7.69

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	7.41	12.06	18.92	18.33	15.72
市净率(倍)	1.88	1.66	1.52	1.31	1.23
净利润率	44.63%	60.79%	41.99%	42.64%	43.74%
净资产收益率	25.42%	13.74%	8.05%	7.13%	7.83%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：18.1 元

股价（2018-02-06）14.98 元

交易数据

总市值（百万元）	39,322.50
流通市值(百万元)	7,864.50
总股本（百万股）	2,625.00
流通股本(百万股)	525.00
12 个月价格区间	13.62/14.98 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.4	10.88	-9.11
绝对收益			

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

蒋中煜 报告联系人
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 公司立足西南，具有区域优势 4
1.1. 公司立足西南，地方国资控股 4
1.2. 经纪业务市场领先，多元布局逐步推进 5
2. 经纪业务西南领先，自营投行贡献提升 6
2.1. 较为依赖经纪业务，自营投行贡献提升 6
2.2. 经纪业务注重业务质量 7
2.3. 信用交易业务贡献提升 9
2.4. 股权融资类投行业务快速发展 11
2.5. 自营风险偏好较低 13
2.6. 资管业务偏重银证合作 15
3. 上市转型结构优化 16
3.1. IPO 补充资本金约 49 亿 16
3.2. 上市推动转型，优化业务结构 16
3.3. 四川经济发展为公司成长带来机遇 18
4. ROE 领先同业 19
5. 盈利预测与估值分析 21
6. 风险提示 23

图表目录

图 1：华西证券历史沿革 4
图 2：华西证券业务布局 6
图 3：公司依赖经纪信用业务，自营投行贡献提升 7
图 4：经纪业务收入波动大且对公司营业收入影响大 7
图 5：公司经纪业务收入市占率（IMS）逐步下降但排名稳定 8
图 6：公司股基交易额市占率下降 8
图 7：公司营业部数量增长偏慢 9
图 8：公司佣金率降幅趋缓 9
图 9：2015 年以来利息净收入占比总体上升 10
图 10：两融余额市占率稳定 1%左右 10
图 11：股票质押业务规模增长快 11
图 12：投行业务收入和占比稳步提升 11
图 13：IPO 和再融资承销业务的规模及收入 12
图 14：公司 IPO 项目储备 12
图 15：债券承销规模和家数偏少 12
图 16：自营收入占比偏低 13
图 17：自营权益类证券及证券衍生品/净资本 13
图 18：自营固定收益类证券/净资本 14
图 19：债券收益率高于市场 14
图 20：股票收益率和沪深 300 趋同 14
图 21：公司资管业务收入占比在 1%左右 15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 22：2017 年上半年公司资管规模回升 15
图 23：定向资管规模占比较高 16
图 24：2017 年上半年华西证券营业网点布局 17
图 25：2016 年四川省 GDP 排名全国第六 19
图 26：2017 年上半年 ROE 最高的十家上市券商 19
图 27：公司 ROE 高于行业均值 20
图 28：公司杠杆率偏低 20
图 29：华西证券收入结构对比 21

表 1：前五大股东结构变化 5
表 2：IPO 前后公司股权结构 5
表 3：华西证券核心指标及排名 6
表 4：公司 IPO 所募资金运用计划 16
表 5：上市券商核心参控子公司 18
表 6：华西证券财务数据对比 21
表 7：华西证券业绩预测 22
表 8：券商次新股 PB（倍） 22

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

据公司公告，华西证券首次公开发行数量不超过 5.25 亿股，发行后总股本不超过 26.25 亿股，发行价格 9.46 元/股，对应发行后 18.38 倍 PE。扣除发行费用后募集资金净额为 48.62 亿元，相当于公司 2017 年上半年净资产的 39%。

1. 公司立足西南，具有区域优势

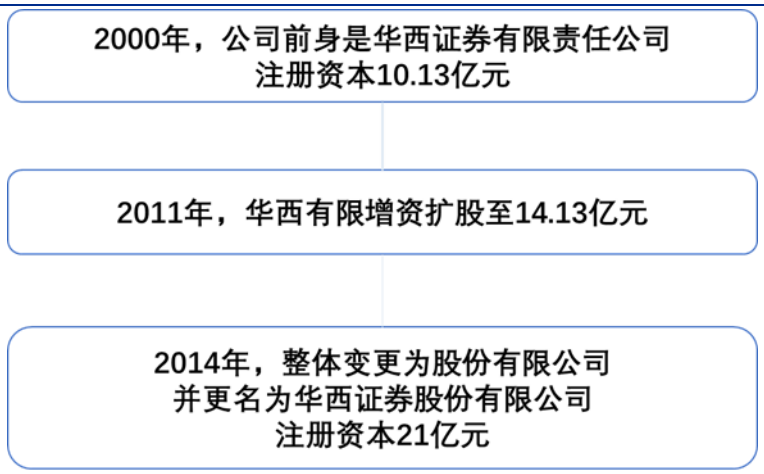
1.1. 公司立足西南，地方国资控股

2000 年，华西证券有限责任公司（简称华西有限）在四川证券和四川证券交易中心重组基础上组建了综合类证券公司，四川省国有资产经营投资管理公司、中国西南航空等 40 家公司共同组成华西有限原始股东。

2002 年 4 月至 2010 年 11 月，华西有限股权经过多次转让，其中四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川华纺银华有限责任公司、自贡市通信联众有限公司、中国国际航空公司向泸州老窖转让近 3.2 亿元股权，泸州老窖在 2010 年成为华西有限公司最大的股东，持股比例为 34.85%，此后泸州老窖（含老窖集团）一直为公司第一大股东。2011 年，华西有限增资扩股，增资资金 16 亿元，新增老窖集团、华能资本服务有限公司等 4 名股东，公司最大的股东仍是泸州老窖。2011 年 11 月至 2014 年 3 月，华西有限经过多次股权转让，泸州老窖、重庆市万州万通实业有限公司向老窖集团转让共计 1.7 亿元股权，老窖集团成为华西有限最大股东，持股比例为 22.66%。

2014 年 7 月，华西有限整体变更为股份公司，公司前五大股东持股比例未发生变化：老窖集团（22.66%）、华能资本服务有限公司（14.18%）、泸州老窖（12.99%）、都江堰蜀电投资有限责任公司（8.67%）、四川剑南春（集团）有限责任公司（8.49%）。2015 年 9 月至 2016 年 1 月，为清偿债务，新力投资及其关联方与中铁信托一致同意将新力投资拥有的 9800 万股过户给中铁信托，中铁信托成为华西证券公司第六大股东，持股比例 4.67%。

图 1：华西证券历史沿革



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：前五大股东结构变化

排名	2000 年		2010 年		2011 年		2014 年 3 月	
	股东名称	比例	股东名称	比例	股东名称	比例	股东名称	比例
1	四川国有资产经营公司	17.77	泸州老窖	34.85	泸州老窖	24.99	老窖集团	22.66
2	西南航空	12.83	华能水电	12.83	老窖集团	10.58	华能资本	14.18
3	华能水电	12.83	四川剑南春	8.39	华能水电	9.20	泸州老窖	12.99
4	四川剑南春	7.90	都江堰蜀电投资	7.90	都江堰蜀电投资	8.53	都江堰蜀电投资	8.67
5	都江堰电力	7.90	宜宾五粮液	4.94	四川剑南春	8.49	四川剑南春	8.49

排名	2014 年 7 月		2016 年 9 月	
	股东名称	比例	股东名称	比例
1	老窖集团	22.66	老窖集团	22.66
2	华能资本服务	14.18	华能资本服务有限公司	14.18
3	泸州老窖	12.99	泸州老窖	12.99
4	都江堰蜀电投资	8.67	都江堰蜀电投资	8.67
5	四川剑南春	8.49	四川剑南春	8.49

资料来源：WIND，安信证券研究中心

泸州市国资委实际控股，十大股东持股集中度高。公司第一大股东是老窖集团，与泸州老窖形成一致行动关系，IPO 发行后合计持股比例约为 28%。由于老窖集团股东为泸州市国资委，华西证券有实际控制人为泸州市国资委，有地方国资背景。IPO 发行后，公司总股本由 21 亿股增至 26.25 亿股，股东持股数量不发生变化，前十大股东排名不变，持股比例相应缩减。IPO 前十大股东合计持股比例达 84%，IPO 后合计持股比例仍高达 67%。

表 2：IPO 前后公司股权结构

	股东名称	IPO 前持股比例	IPO 后持股比例	对应 A 股影子股
1	老窖集团	22.66%	18.13%	泸州老窖（000568）
2	华能资本服务有限公司	14.18%	11.34%	华能国际（600011）
3	泸州老窖	3.43%	10.39%	泸州老窖（000568）
4	都江堰蜀电投资有限责任公司	12.99%	6.94%	
5	四川剑南春(集团)有限责任公司	8.49%	6.79%	
6	四川省新力投资有限公司	7.66%	3.74%	
7	四川省宜宾五粮液集团有限公司	3.54%	2.83%	五粮液（000858）
8	重庆市涪陵投资集团有限责任公司	3.54%	2.83%	
9	浙江北辰投资发展有限公司	2.47%	2.39%	
10	四川峨胜水泥集团股份有限公司	2.18%	1.97%	北辰实业（601588）
	十大股东合计	84.20%	67.35%	
	其他股东	15.80%	12.65%	
	公众股股东		20%	

资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 经纪业务市场领先，多元布局逐步推进

公司在经纪业务方面具备相对优势。根据中国证券业协会对 129 家证券公司会员经审计经营数据及业务情况的统计排名，2016 年公司代理买卖证券业务收入排名行业第 13 名，交易单元席位租赁收入排名行业第 7 名，这几个指标相对于规模和收入水平的排名（35 名左右）较为突出。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

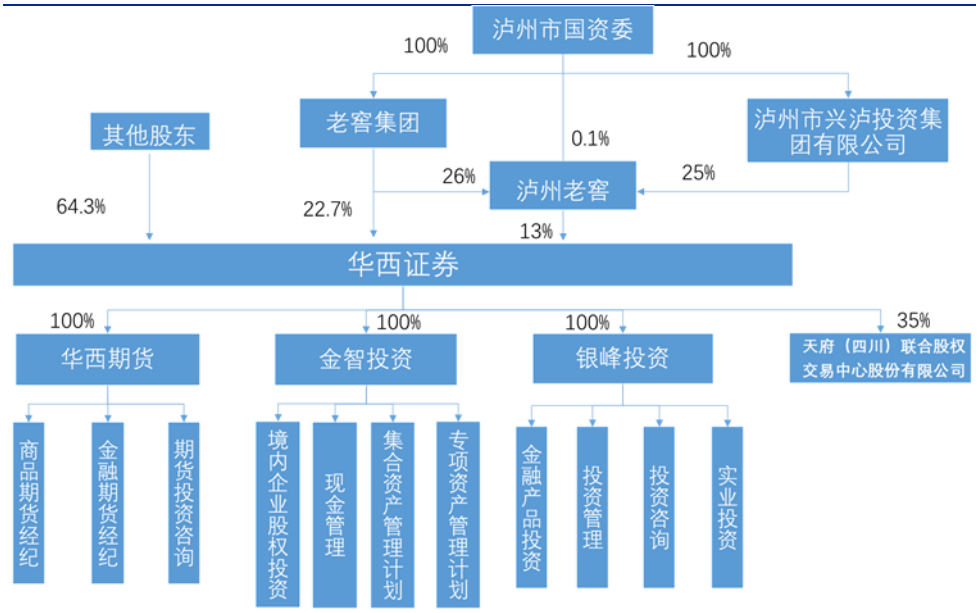
表 3：华西证券核心指标及排名

核心指标	2016 年	业务排名
总资产（亿元）	454	31
净资产（亿元）	119	35
营业收入（亿元）	27	36
净利润（亿元）	10	30
净资本（亿元）	112	38
核心净资本（亿元）	94	39
代理买卖证券业务收入（亿元）	9	13
营业部平均代理买卖证券业务收入（亿元）	0.4	7
投行业务收入（亿元）	3	56
杠杆（倍）	2.5	50
资管业务净收入（亿元）	0.09	86
净资产收益率	8.99%	26
净资本收益率	8.88%	32

资料来源：中国证券业协会，安信证券研究中心

IPO 后目标加强多元布局。华西证券主要的 3 家全资控股子公司包括：华西期货（期货子公司）、金智投资和银峰投资（PE、另类子公司）。重要的参股公司是：天府（四川）联合股权交易中心。根据招股说明书，此次 IPO 所募资金将有部分用于加大对上述 3 家全资子公司的投入，丰富公司业务结构。

图 2：华西证券业务布局



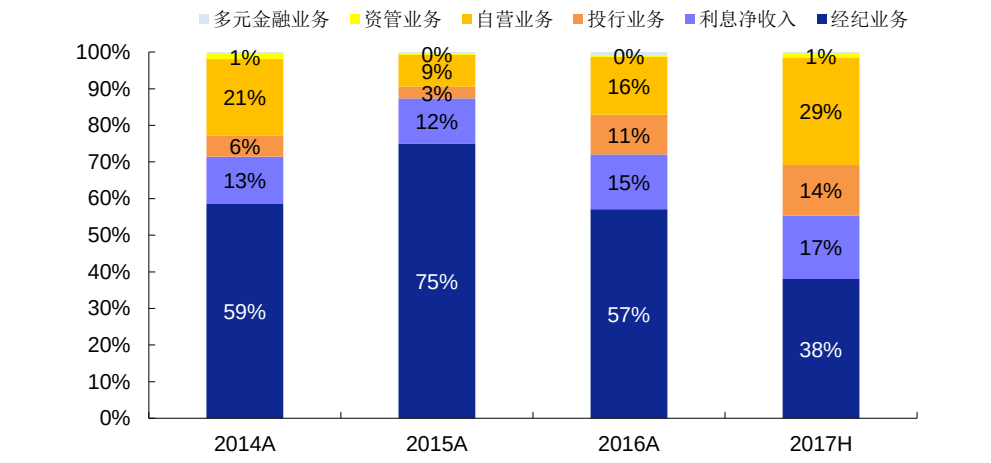
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心；注：IPO 完成前股权结构

2. 经纪业务西南领先，自营投行贡献提升

2.1. 较为依赖经纪业务，自营投行贡献提升

收入结构较为依赖经纪信用业务。2014-2016 年公司经纪业务收入占比均超过 50%，加上利息净收入后占比均超过 70%，公司营业收入依赖经纪信用业务。具体来看，传统提供交易通道的经纪业务收入占比大幅下降，主要原因是市场交易量下降和佣金率大幅下降；而利息净收入占比逐步提升，公司通过挖掘客户融资需求，减轻经纪业务收入下降的影响。

图 3：公司依赖经纪信用业务，自营投行贡献提升



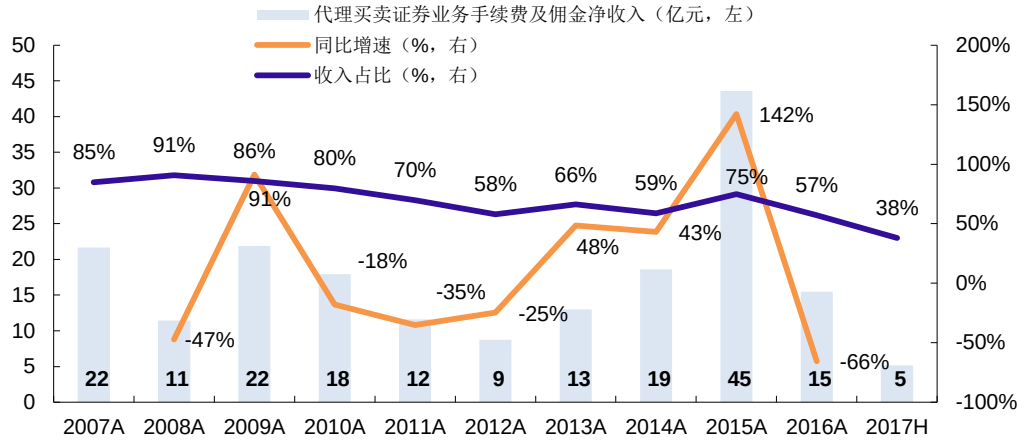
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

自营和投行业务贡献提升。公司 2017 年上半年经纪信用业务合计收入占比有所下降，但仍保持在 50%以上。受益于投资收益提升，公司自营收入占比升至 29%；受益于行业 IPO 发行量提升和公司在 IPO 承销保荐业务方面的重点布局，公司投行业务收入占比增长至 14%。资管部门和多元金融子公司对公司收入贡献有限，收入占比仅在 1%左右。

2.2. 经纪业务注重业务质量

经纪业务收入下降，业绩波动大。公司经纪业务收入波动较大，且由于公司长期以传统的经纪业务为主（收入占比在 50%以上），因此公司营业收入和股市活跃程度息息相关，营业收入的周期性较强。

图 4：经纪业务收入波动大且对公司营业收入影响大

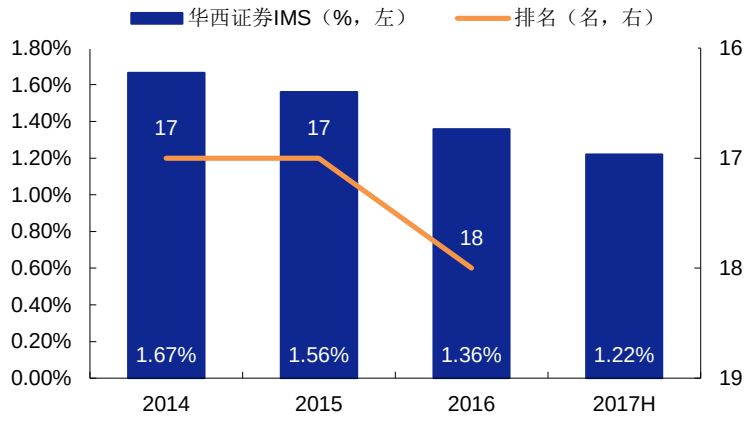


资料来源：Wind，安信证券研究中心

IMS 保持行业前 20，坚持以收入为导向。2014 年以来公司经纪业务收入市占率（IMS）逐步下降，但行业排名保持在前 20 名，经纪业务实力相对突出。一方面，IMS 下降的客观原因是四川地区的同业竞争加剧，导致公司股基交易额市场份额有所下滑；另一方面，公司对营业部坚持以收入为导向的绩效考核机制，并凭借多年经营的客户基础和及时开展财富管理转型，延缓了佣金率下滑态势，也延缓了 IMS 的下滑。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：公司经纪业务收入市占率（IMS）逐步下降但排名稳定

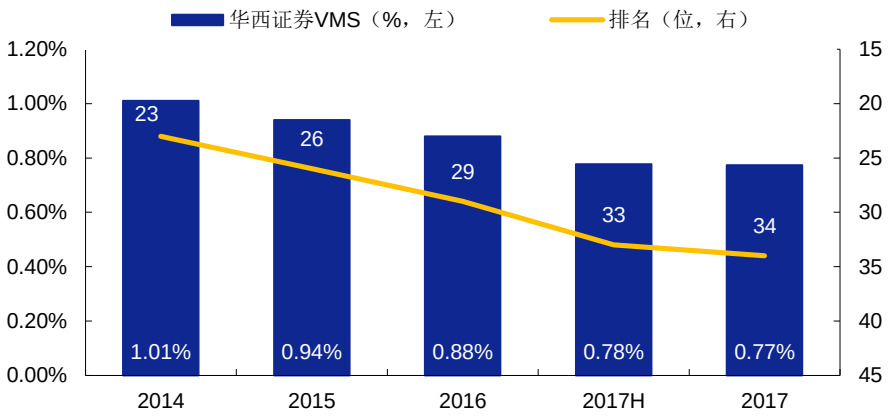


资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

注：IMS 为经纪业务收入（含代销、席位租赁）的市场份额

新进入者加剧竞争，公司 VMS 下降。2014 年公司股基交易额市场份额（VMS）为 1.01%，2017 年降至 0.77%。VMS 下降的客观原因是公司营业部增长较慢且外来竞争者增多。2014 年公司证券营业部为 72 家（四川地区 53 家），2017 年上半年仅为 76 家（四川地区 57 家），而同期四川地区营业部数量由 233 家升至 403 家，结果是公司股票基金交易量在四川辖区内的市场份额由 16.6%降至 15.8%。

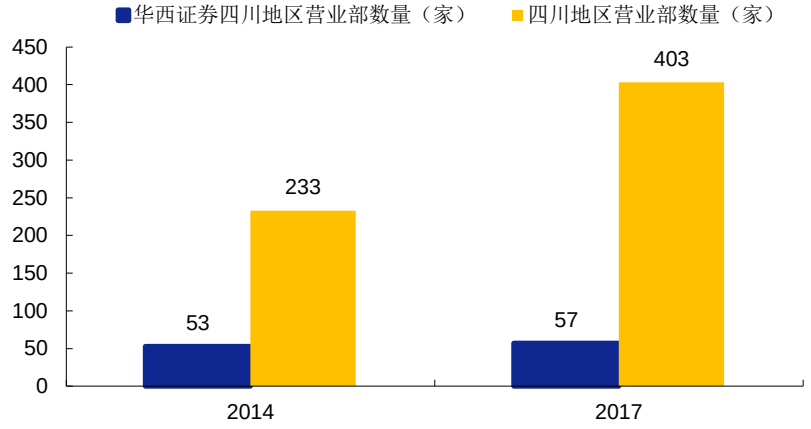
图 6：公司股基交易额市占率下降



资料来源：Choice，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

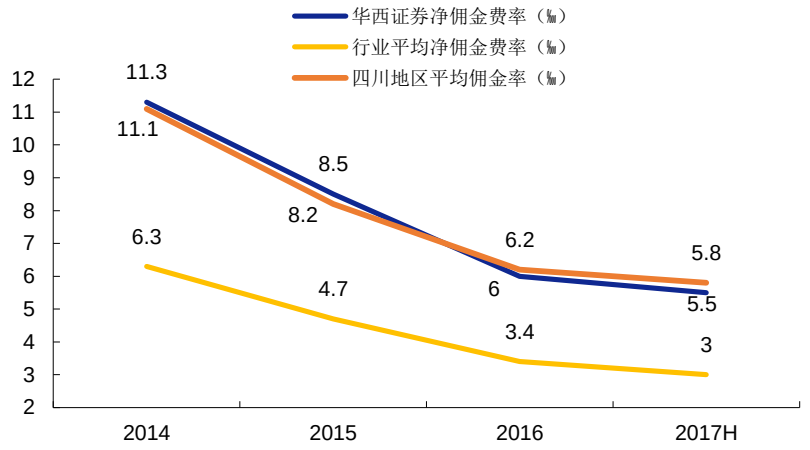
图 7：公司营业部数量增长偏慢



资料来源：公司 2014 年年报，招股说明书，安信证券研究中心

佣金率高于行业均值，降幅趋缓。据招股说明书披露，2014 年至 2017 年上半年公司佣金率由千分之 1.1 下降至万分之 5.5，降幅和行业基本一致且有趋缓态势。由于四川地区佣金率总体偏高，公司在四川具有相对竞争优势（股基交易量市占率保持在 15%以上）且注重打造“华彩人生”和“赢财富”等高净值客户财富管理体系（2017 年上半年，50 万资产以上客户数较年初增长 90%），注重维护部均利润，2017 年上半年公司佣金率仍高于市场 2.5BP。

图 8：公司佣金率降幅趋缓



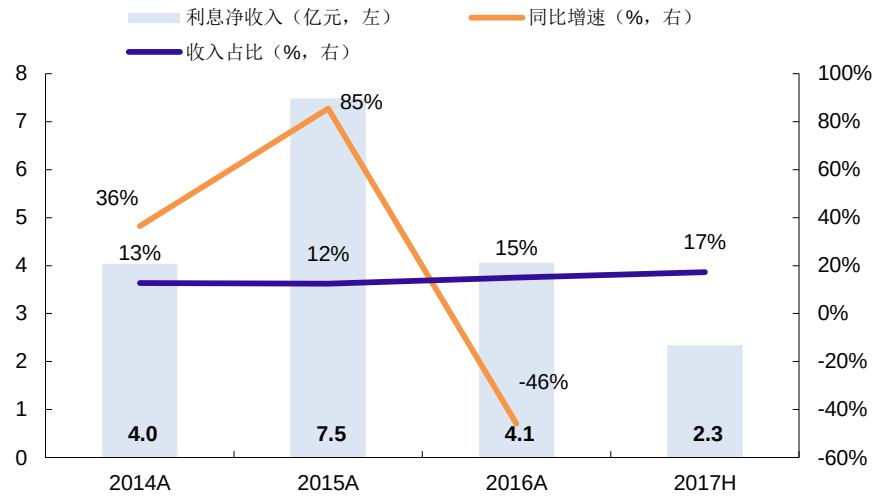
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.3. 信用交易业务贡献提升

利息净收入占比提升。在经纪业务收入贡献总体趋于下滑的背景下，公司重视信用交易业务对增加客户粘性的作用，着力发展两融业务作为新的增长点。2015 年以来，公司利息净收入占比总体呈上升态势，其中两融业务利息收入占利息收入的比重保持在 50%以上。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：2015 年以来利息净收入占比总体上升

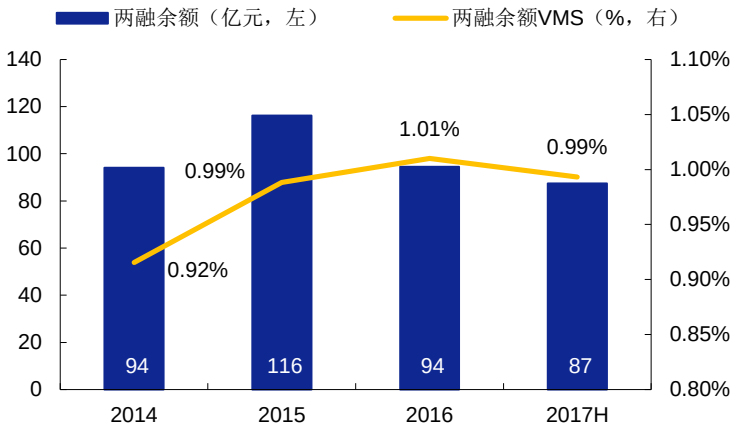


资料来源：Wind，招股说明书，安信证券研究中心

两融余额市占率稳定在 1%左右，股票质押规模增长快。2015 年以来公司两融余额市占率维持在 1%左右，且高于股基交易额市场份额；2014-2016 年公司股票质押回购业务规模增长较快，由 1 亿元升至 39 亿元。2017 年上半年公司杠杆率为 2.57 倍，低于行业均值，加上 IPO 后的资金补充，信用交易业务还有提升空间。

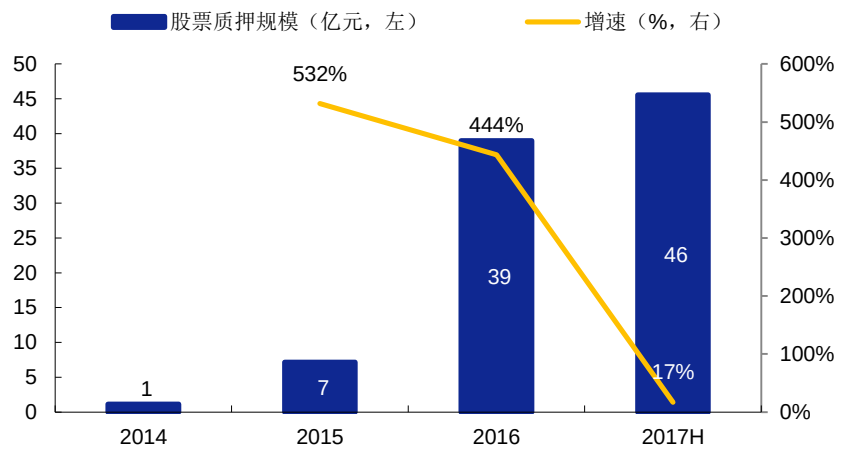
信用交易业务风险总体安全可控。2017H 公司融资融券业务平均担保比例为 335%，高于行业均值 325%，远高于中国证监会对融资融券业务担保比例设定的 150%关注标准和 130%警戒标准；股票质押担保比例 238%，高于风险线水平。

图 10：两融余额市占率稳定 1%左右



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：股票质押业务规模增长快

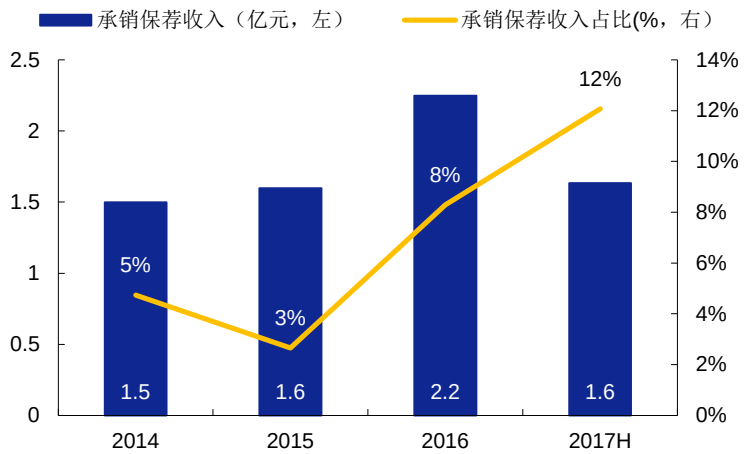


资料来源：Wind，安信证券研究中心；2017 年上半年增速为较年初增速

2.4. 股权融资类投行业务快速发展

投行业务收入和占比稳步提升。2013 年公司成立了上海证券承销保荐分公司，专门从事承销保荐业务投行分公司，主要负责 IPO、再融资等股权融资类投行业务，投行项目来自全国，不依赖于地方性项目。这一战略令公司股权融资类投行业务摆脱区域限制，进步明显，带动公司投行业务收入规模稳步提升，收入占比由 5%（2014 年）升至 12%（2017 年上半年）。

图 12：投行业务收入和占比稳步提升

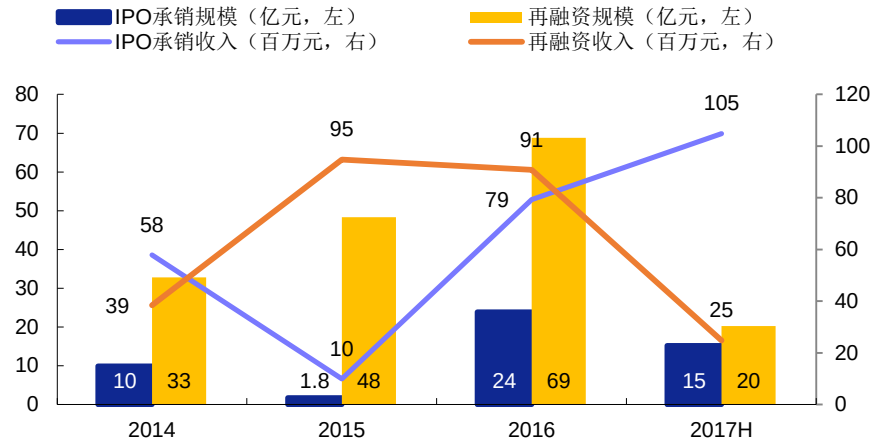


资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心

股权融资业务快速发展。2015 年以来公司 IPO 承销保荐业务提升明显，承销规模由 1.8 亿元（2015 年）升至 15 亿元（2017 年上半年），同期业务收入由 1000 万元升至 1.1 亿元，增长近 10 倍。截至 2017 年上半年末，公司共有保荐代表人 28 名，准保荐代表人 10 名。截至 2018 年 1 月 31 日，公司有 4 单 IPO 项目储备，略高于 2017 年 IPO 项目发行数（3 家）。

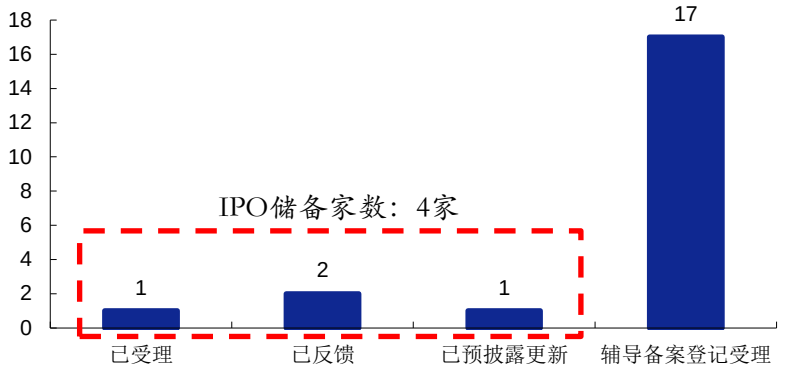
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 13：IPO 和再融资承销业务的规模及收入



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

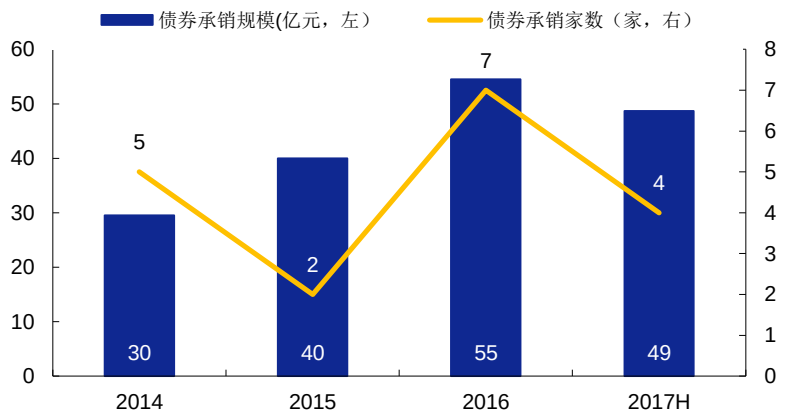
图 14：公司 IPO 项目储备



资料来源：WIND，安信证券研究中心

债券承销业务有提升空间。受限于公司资本实力、团队能力和股东背景等因素，公司整体债券承销实力较弱，主要体现为承揽项目的能力偏弱，项目主要来自西部地区。

图 15：债券承销规模和家数偏少

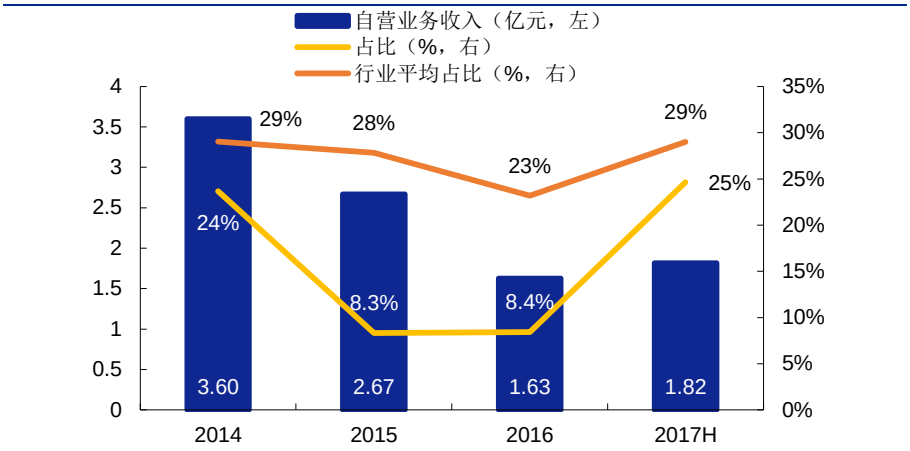


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.5. 自营风险偏好较低

自营收入贡献回升，占比总体偏低。公司特别设置专门负责自营业务的深圳分公司，下设股票投资部和固定收益部。2017 年上半年公司自营收益较好，业务收入占比升至 25%，对营业收入贡献提升。2014-2017 年公司自营业务收入占比总体低于均值，原因是公司对开展自营业务偏审慎，资金投入偏少（特别是在股票投资方面）。

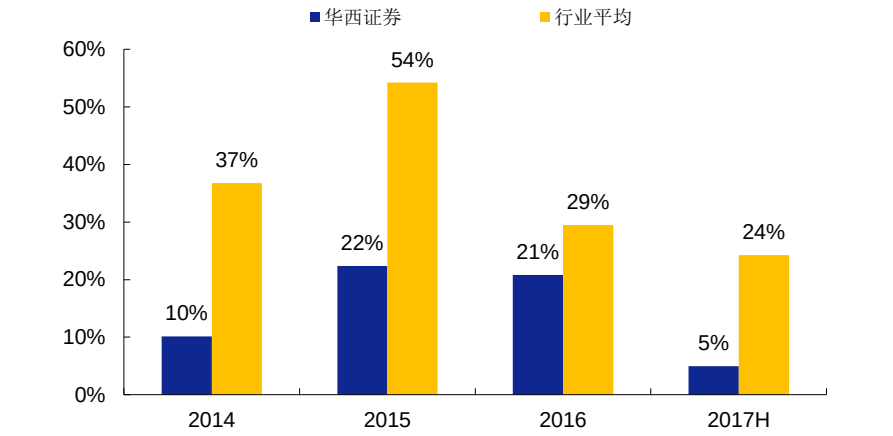
图 16：自营收入占比偏低



资料来源：WIND，安信证券研究中心

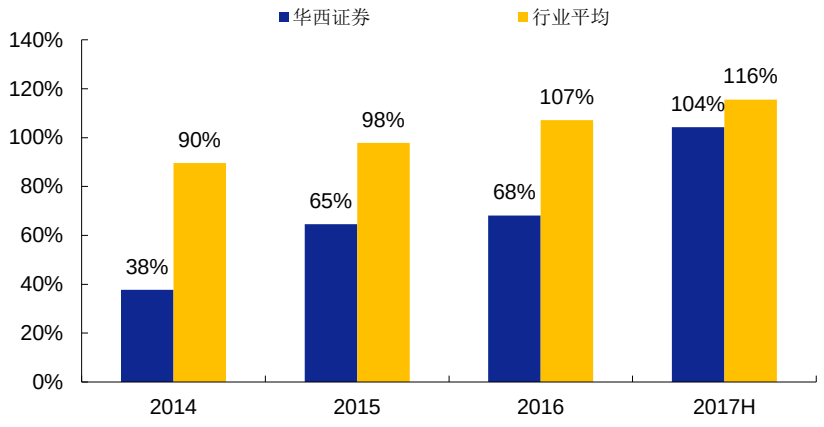
自营业务规模偏低。2014 年以来公司“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”比例明显小于上市券商均值，特别是 2017 年上半年仅有 5%。2014 年以来，“自营固定收益类证券/净资本”的比例也略小于上市券商均值。

图 17：自营权益类证券及证券衍生品/净资本



资料来源：WIND，安信证券研究中心

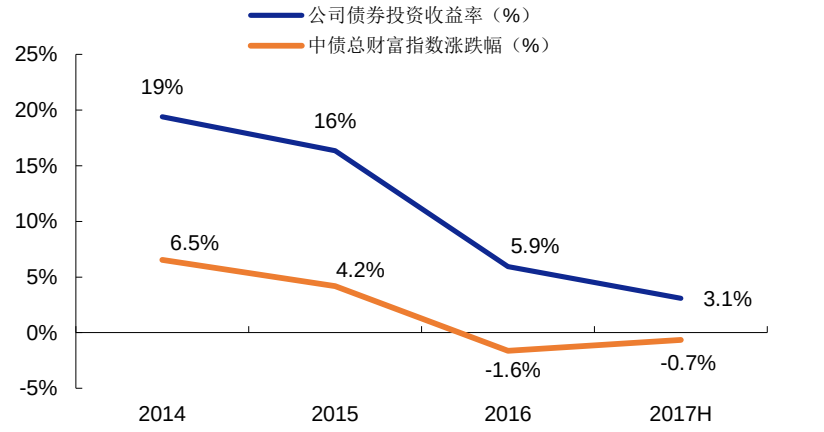
图 18：自营固定收益类证券/净资本



资料来源：WIND，安信证券研究中心

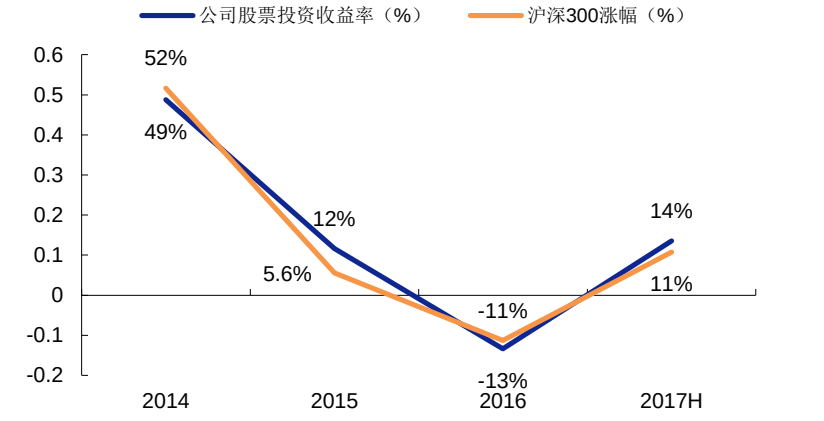
债券投资能力较强，权益投资主动管理能力有待提高。2014 年以来公司权益部门采取灵活的投资策略，投资收益率基本和沪深 300 涨跌幅趋同，不追求超额回报。债券投资则把握住了市场变化的方向，2014 年以来尚未出现亏损且高于中债总财富指数的涨跌幅，总体投资能力较强。

图 19：债券收益率高于市场



资料来源：招股说明书，WIND，安信证券研究中心

图 20：股票收益率和沪深 300 趋同



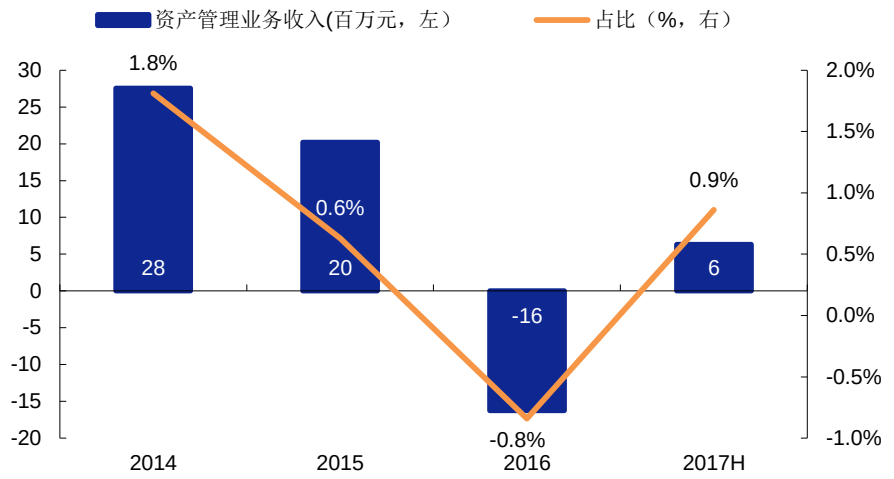
资料来源：招股说明书，WIND，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.6. 资管业务偏重银证合作

资管业务收入贡献有限。2014 年至 2017 年上半年，公司资管业务收入总体贡献不高，占营业收入比在 1%左右。资管收入偏低的主要原因有二：（1）因中铁事件错过发展良机；（2）主动管理能力有待提升。

图 21：公司资管业务收入占比在 1%左右



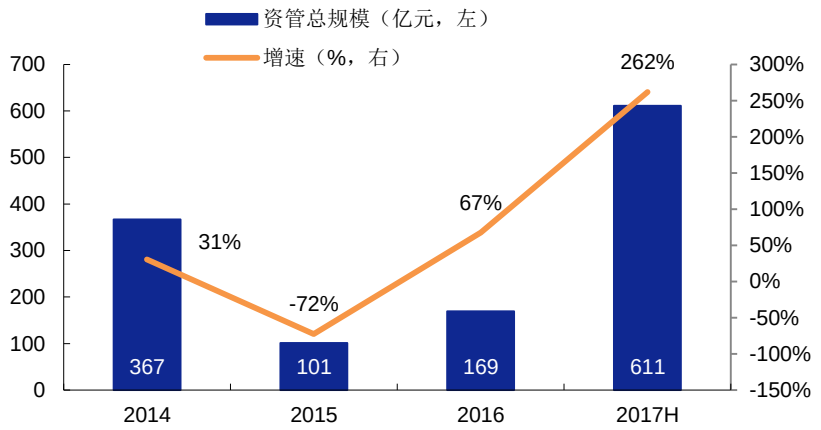
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

“中铁事件”制约资管规模增长。2014 年公司因“中铁事件”而主动收缩了通道类业务规模且暂停新发产品，导致 2015 年公司资管规模降至 101 亿元。

通道业务占比偏高。2017 年上半年公司 74%资管计划为定向产品，且以银证合作居多，公司和四大行及部分大型股份制银行客户开展银证合作，资管规模提升至 611 亿元，同比增长 2.6 倍，其中定向资管产品规模提升至 454 亿元，较年初增近 4 倍。

未来面临转型。主动管理能力受制于团队实力、资金规模和品牌声誉，集合产品规模有限。此次上市后公司拟提升资管团队整体实力，加大资产管理业务拓展和营销力度。

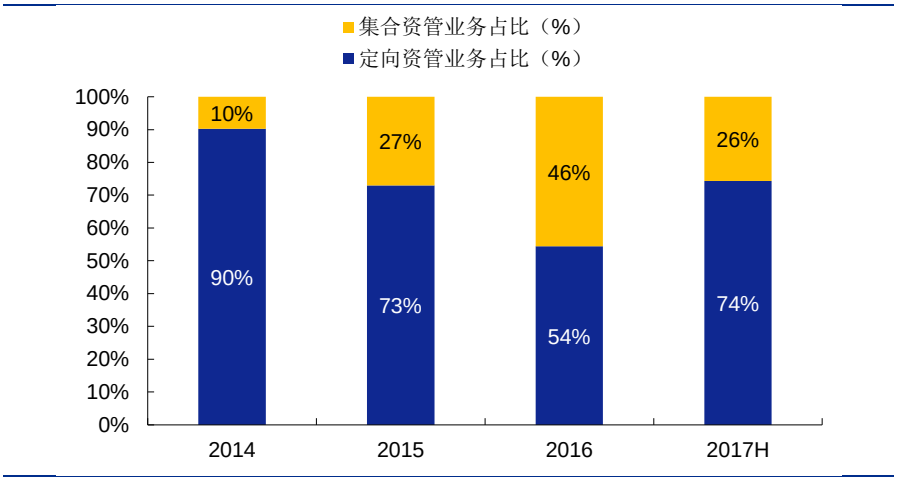
图 22：2017 年上半年公司资管规模回升



资料来源：WIND，安信证券研究中心；2017 年上半年增速为较年初增速。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 23：定向资管规模占比较高



资料来源：WIND，安信证券研究中心

3. 上市转型结构优化

3.1. IPO 补充资本金约 49 亿

IPO 募资净额约 49 亿元，相当于公司 2017 年上半年净资产的 39%。募资后公司有望突破资本金限制，优化业务结构。一方面稳固经纪信用业务优势，另一方面增加对资产管理业务的投入、扩大自营业务规模、发展投行业务，提高整体研究实力、开拓创新业务、加大对子公司的投资和加强信息系统建设等。

表 4：公司 IPO 所募资金运用计划

募集用途	内容
优化证券营业网点	对现有证券营业部进行调整优化，完善对营业网点的整体战略布局，并在时机成熟并取得监管部门批准的前提下增设证券营业网点，扩大经纪业务规模，提升市场覆盖和市场占有率，进一步提升经纪业务市场竞争力
加大投资银行业务投入	深化投资银行业务专业化分工，强化研究开发、业务拓展和客户资源管理的能力，积极扩大承销业务规模，提高综合服务能力
稳健发展资产管理业务	在保证资产管理业务稳步健康发展的同时进一步提升资产管理业务团队的整体实力，加大资产管理业务拓展和营销力度，在未来持续提升公司资产管理市场竞争力及业务规模
适当扩大自营业务规模	公司已经建立了完善的自营业务风险控制体系，具备了提高自营业务规模的管理能力，在风险可控的前提下根据市场条件适时扩大自营业务规模
增大对信用业务的投入	融资融券、股票质押回购、约定购回式业务等具有风险可控、收益稳定的特征，对于提高公司的盈利水平、完善公司的金融服务，整合公司的客户资源，改善公司的盈利模式有重要意义
提高整体研究实力	本次发行募集资金将有助于本公司加大对研究团队的投入，加强各类研究活动的广度和深度，提高研究实力，从而解决公司目前存在人力、资源投入不足的问题
开拓并发展其他创新业务	在把握监管政策和市场发展趋势的基础上，公司积极准备开展监管部门批准的创新业务，紧抓创新发展机遇，培育新的利润增长点。
加大对子公司投资	公司将根据业务发展需要，加大对子公司的投入，扩大业务规模，推动子公司的快速发展
加强信息系统建设	进一步加强信息系统建设，提升后台服务能力，确保公司各项业务平稳运行，为公司未来长远发展奠定坚实基础

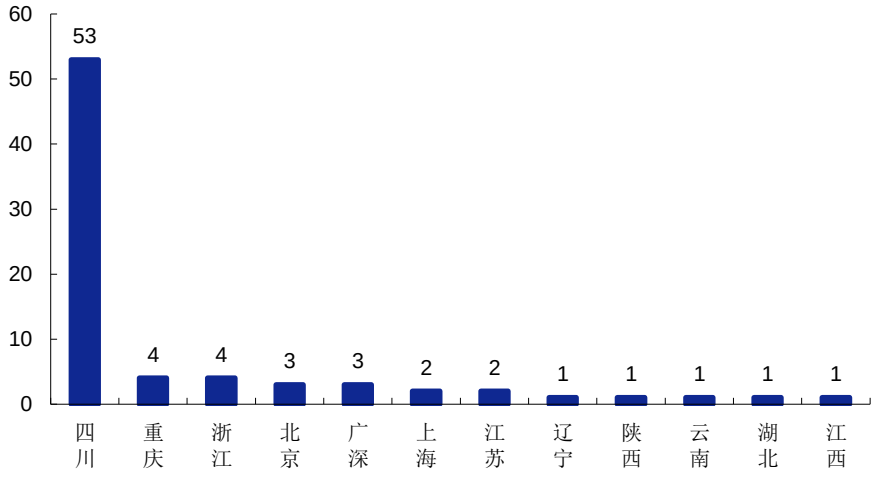
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 上市推动转型，优化业务结构

优化网点布局。2014 年以来公司在四川和重庆地区的股基交易额市场份额分别下降 0.8 个百分点和 0.4 个百分点，客观原因是公司营业网点增长较慢。参考招股说明书，我们预计上市后，公司有能力补充和优化川渝地区营业网点布局的基础之上，增加在一线城市的布局。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 24：2017 年上半年华西证券营业网点布局



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

提升财富管理能力。公司经纪业务坚持以收入为导向，注重提升业务质量，其中的关键是财富管理能力。根据招股说明书，本次募集资金将有助于本公司加大对研究团队的投入，强化各业务条线主动管理能力，从而支持财富管理业务的发展。

自营投资有望带来业绩增量。一方面资本补充后自营投资规模有望提升，另一方面提升了主动管理的投资能力。我们预计短期内自营规模的提升对公司业绩带来的收入增量较为明显。

提升资管主动管理能力。资管业务是当前一行三会协同监管重点，主要强调以下方面：去资管通道业务，去杠杆，去多层嵌套，去资金池。公司资管业务还以银证合作为主，主动管理能力提升受限于资本金和人才储备，上市后公司有能力加强对资管主动管理能力的提升。

完善子公司布局。公司主要的参控股公司仅有 4 家，整体布局和子公司的资本实力还有待提升。根据招股说明书，公司上市后预计将增加对现有子公司的注资，推动多元金融业务对公司业务的贡献。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 5：上市券商核心参控子公司

	期货	投资	基金	国际	股权交易中心	租赁	信托	保险
华西证券	√	√			√			
光大证券	√	√	√	√		√		
申万宏源	√	√	√	√				
招商证券	√	√	√	√	√			
长江证券	√	√	√	√	√			
方正证券	√	√	√	√				
山西证券	√	√	√	√				
西部证券	√	√	√		√			
第一创业	√	√	√			√		
太平洋		√	√	√		√		
华泰证券	√	√	√	√	√			
中信证券	√	√	√	√				
海通证券	√	√	√	√		√		
国泰君安	√	√	√	√				
中国银河	√	√	√	√				
广发证券	√	√	√	√				
东方证券	√	√	√	√				
兴业证券	√	√	√	√	√			
国金证券	√	√	√	√				√
东吴证券	√	√	√	√				√
浙商证券	√	√	√	√	√			
财通证券	√	√	√	√	√			
东兴证券	√	√	√	√				
国元证券	√	√	√	√	√			
国海证券	√	√	√		√			
东北证券	√	√	√					
西南证券	√	√	√	√	√			
华安证券	√	√	√	√	√	√		
中原证券	√	√	√	√	√			√

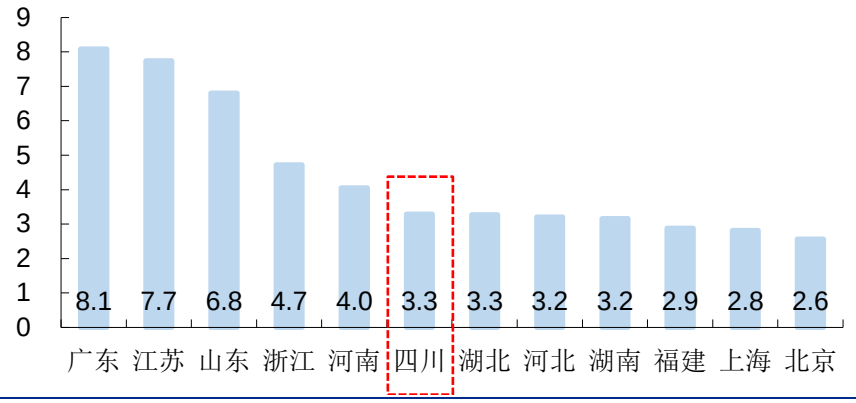
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 四川经济发展为公司成长带来机遇

四川省是我国西部重要省份，2016 年全省生产总值达 3.3 亿元，位列全国第六，西部第一。四川是西部地区金融机构数量最多、种类最齐全、开放程度最高的省份。有银行业金融机构 253 家，证券、期货、基金机构 100 家，保险机构 83 家。已入驻四川的外资银行 13 家、中外合资保险公司 15 家。各银行业金融机构总部在四川建立客服中心、营运中心等各类后台服务中心 20 余个，独立第三方金融服务外包企业 50 余家。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 25：2016 年四川省 GDP 排名全国第六

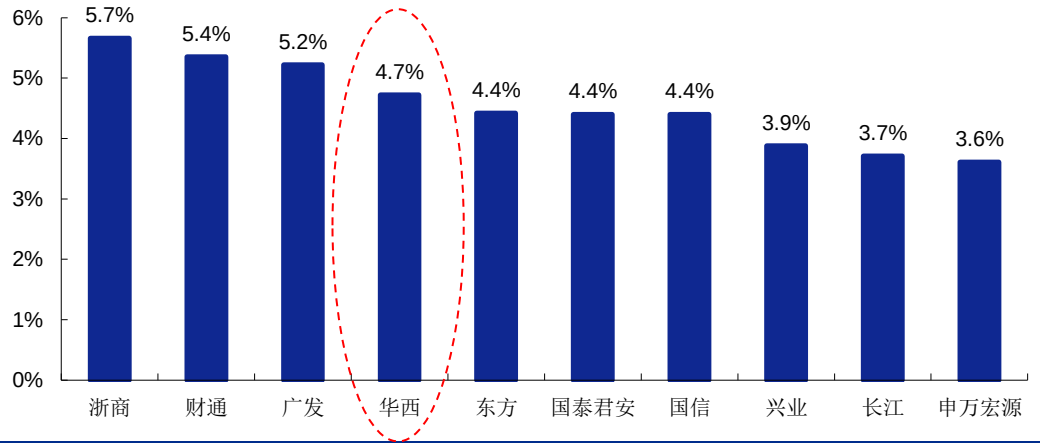


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

4. ROE 领先同业

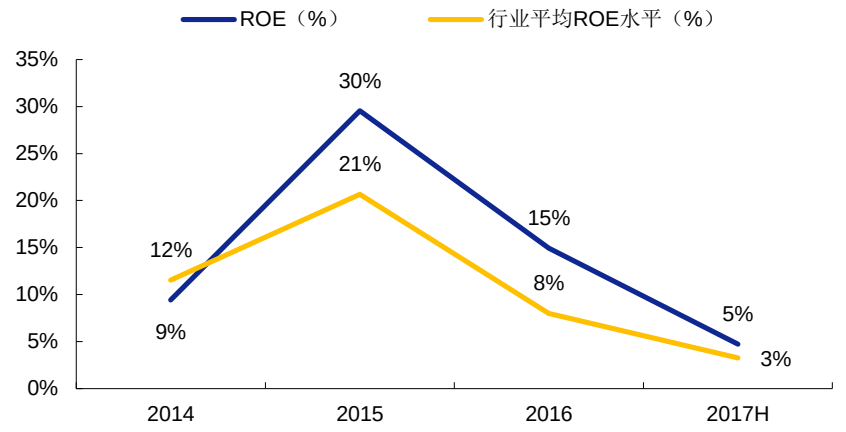
ROE 领先同业。2014-2017 年上半年，公司 ROE 分别为 9%、30%、15%和 5%，除 2014 年外均高于同期上市券商均值，其中 2017 年上半年公司 ROE 排名上市券商第 4 名。2014-2017 年上半年，公司杠杆率均明显低于上市券商算术平均杠杆率，表明公司具有较高的资金运用效率。我们认为客观的原因是公司以经纪业务为主的轻资产经营模式，注重业务质量，具有较高的资金使用效率。

图 26：2017 年上半年 ROE 最高的十家上市券商



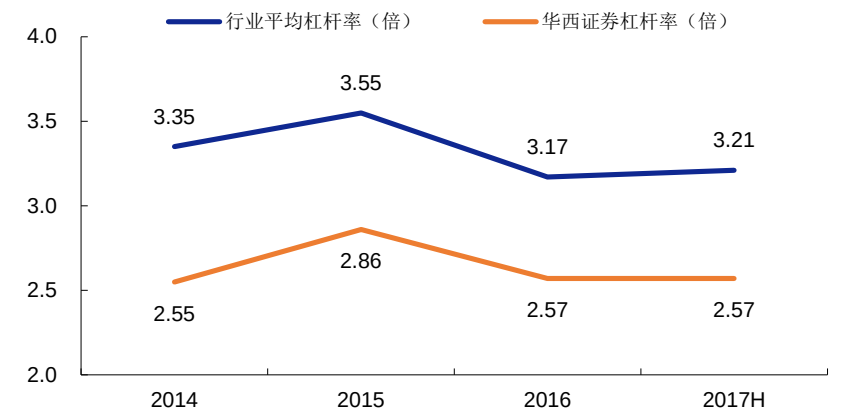
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：公司 ROE 高于行业均值



资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心；2017 年上半年为未年化值

图 28：公司杠杆率偏低



资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心

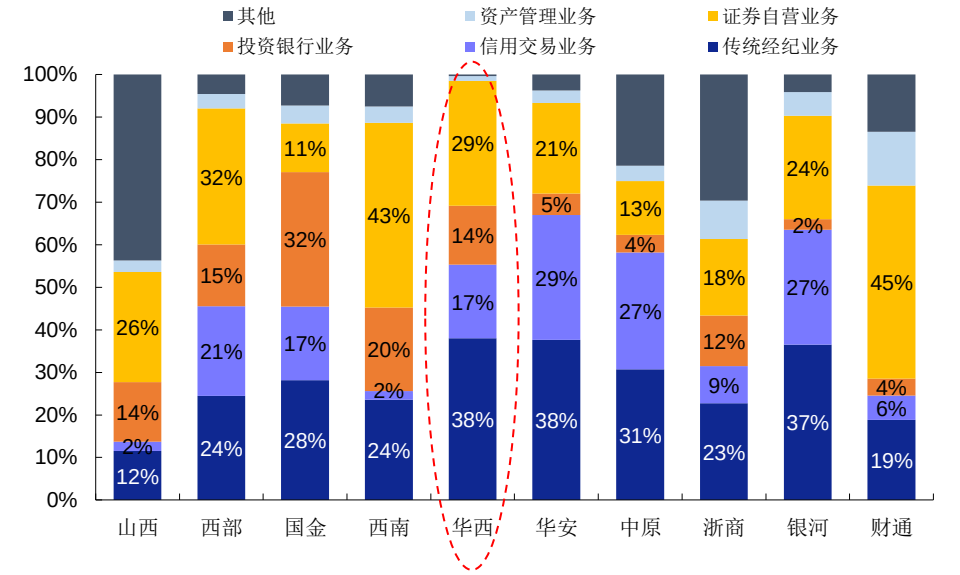
我们将华西证券分别和 5 家券商次新股与 4 家西部地区券商进行比较。

（1）在券商次新股中，华西证券收入结构与华安证券、中国银河的相似度较高，但公司 ROE 偏高，差异主要来自区域竞争优势；公司 ROE 略低于财通证券和浙商证券，客观的原因是公司采取低杠杆率的轻资产经营策略；

（2）在西部地区上市券商中，2017 年上半年华西证券净利润规模、ROE 和净利润率排名均是第一。公司业务特点和西部证券相似度较高，都较为依赖经纪信用业务，杠杆率水平偏低，主要差异点在于资金的运用效率。相对国金证券来说，公司经纪业务佣金率更高，但下行空间也较大，需要进一步提升其他业务的贡献。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 29：华西证券收入结构对比



资料来源：WIND，安信证券研究中心

表 6：华西证券财务数据对比

证券简称	营业收入（亿元）	增速	净利润（亿元）	增速	杠杆率（倍）	ROE	PB（倍）	PE（倍）
中国银河	56.7	-11%	21.3	-6%	2.37	3.17%	1.84	22.88
财通证券	21.6	-52%	8.0	-21%	2.19	5.35%	3.03	34.39
浙商证券	20.6	-4%	5.3	-3%	4.21	5.66%	3.73	40.59
中原证券	8.4	-13%	1.7	-47%	2.77	1.44%	2.69	37.73
华安证券	10.1	22%	4.2	57%	2.44	3.40%	2.34	47.46
国金证券	20.2	-6%	5.5	-14%	1.70	2.98%	1.53	21.73
西部证券	14.3	-16%	4.4	-25%	2.28	2.47%	2.43	37.86
西南证券	13.7	-32%	3.7	-58%	2.91	1.95%	1.37	29.04
山西证券	21.0	125%	2.6	23%	2.72	1.79%	2.04	54.37
华西证券	13.5	——	5.7	——	2.57	4.72%	——	——

资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值分析

我们预测 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.5/0.52/0.55 元，对公司 2018 年业绩预测有如下基本假定：

（1）经纪业务信用业务：考虑到市场交易量和两融余额总体呈回暖趋势，公司上市后优化网点布局、提升财富管理质量，并结合公司历史数据，我们预计市场日均股基交易额 5500 亿元，公司股基交易额市场份额 0.78%，佣金率万分之 4.8；

（2）信用交易业务：市场融资需求总体呈回暖趋势，我们预计年末市场两融余额在 1.1 万亿元左右，市占率 0.97%；公司股票质押回购余额约 49 亿元；

（3）投行业务：债券承销业务规模略有下降，IPO 承销规模缓慢提升；

（4）自营业务：上市后资金获得补充，预计自营业务规模升至 200 亿元左右，自营规模的扩大将为公司带来明显的增量收入

（5）资管业务：公司通道类资管业务较多，预计短期内受到监管影响较大，资管规模约降至 600 亿元左右。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 7：华西证券业绩预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
一、经纪业务							
经纪业务佣金净收入	1,860	4,502	1,547	515	786	834	886
股基交易额市场份额	1.02%	0.94%	0.88%	0.78%	0.77%	0.78%	0.80%
佣金率	0.11%	0.083%	0.059%	0.054%	0.052%	0.048%	0.045%
二、信用业务							
利息净收入	404	749	406	234	386	742	834
两融余额	9,391	11,601	9,436	8,734	9500	10670	13000
股票质押回购规模	114	717	3,898	4,556	4678	4912	5403
券商杠杆率（倍）	2.55	2.86	2.57	2.57	2.88	2.31	2.41
三、投行业务							
投行业务收入	181	196	293	187	414	462	587
IPO 收入	58	0	0	105	157	166	208
IPO 规模	993	0	0	1,524	1859	2372	2965
再融资收入	39	95	91	0	62	94	126
再融资规模	3,280	4,836	6,882	0	5933	6279	8372
债券收入	20	23	16	9	77	67	86
债券规模	2,954	4,000	5,450	4,870	7677	6718	8637
其他收入	65	78	187	73	118	134	167
四、自营业务							
自营业务收入	663	520	431	397	872	1084	1244
自营业务规模	5,098	10,335	10,874	13,352	15965	20159	21317
五、资管业务							
资管业务收入	44	20	5	15	21	29	30
定向资管规模	33,092	7,362	9,200	45,412	55200	44160	35328
集合资管规模	3,582	2,731	7,700	15,694	17325	15593	23389
六、其他业务收入	16	25	29	5	22	26	29
营业收入合计	3,168	6,011	2,711	1,353	2500	3177	3611
净利润率	*22%*	*45%*	*61%*	*42%*	*42%*	*43%*	*44%*
净利润	691	2,683	1,648	574	1050	1355	1579
ROAE	9%	30%	15%	5%	16%	8%	8%
EPS	0.33	1.28	1.28	0.27	0.50	0.52	0.60
BPS	3.71	5.03	5.03	5.97	6.21	7.24	7.69

资料来源：WIND，招股说明书，安信证券研究中心预测

综合 5 家券商次新股最新估值来看，上市 6 个月内券商次新股平均 PB 估值为 2.5 倍，根据我们的预测，2018 年公司预计 BVPS 为 7.24，对应六个月目标价为 18.1 元。

表 8：券商次新股 PB（倍）

	华安证券	中原证券	银河证券	浙商证券	财通证券	均值
上市 1 个月内平均 PB（倍）	4.0	2.9	2.0	4.4	3.8	3.4
上市 6 个月内平均 PB（倍）	3.5	3.8	2.1	4.7	3.5	3.5
最新 PB（倍）	2.19	2.54	1.67	3.36	2.75	2.50
上市首日总市值（亿元）	286	218	933	504	614	

资料来源：WIND，安信证券研究中心；最新 PB 取 2018 年 2 月 6 日收盘价计算

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 风险提示

6.1. 市场风险

因华西证券收入与证券市场关联性较高,A股市场下行对公司业绩会产生不利影响。公司75%的营业部位于四川、重庆，如果川渝地区发生区域性金融风险，将给公司的业务发展带来不利影响。

6.2. 经营风险

（1）市场竞争愈发激烈。2017 年监管政策从严，上市券商加快补充资本金，外资持股比例限制可能将进一步放开，预计公司将面临更激烈的市场竞争。

（2）募资后效果不及预期。公司计划募资后加强各业务条线的实力，但受限于市场环境以及必要的前期的成本支出，利润增长速度可能不及预期。

（3）依赖在西南地区经纪业务的领先优势。公司业务开展依赖在西南地区形成的经纪业务客户基础，但也面临着激烈的市场竞争，如果公司决策失误而失去了在西南地区的领先优势，将影响公司业绩表现。

6.3. 投资风险

公司自营业务投资各类金融产品收益率均呈现较大幅度的波动，可能面临金融产品风险、市场系统性风险、决策不当和操作风险等，对业绩造成不利影响。

6.4. 政策风险

公司的业务受政策变化影响较大，如宏观经济及货币政策、金融及证券行业的法律法规等，如果政策严格执行，公司业务拓展会受到一定限制。

6.5. 信用违约风险

若 A 股指数持续下行，公司融资融券业务和股票质押业务面临的违约风险也将提高，客户或对手方无法履行其合同责任的可能性加大，导致公司发生减值损失。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	**55,435**	**48,092**	**56,649**	**64,946**	**70,742**	**营业收入**	**6,011**	**2,711**	**2,500**	**3,177**	**3,611**
客户资金存款	21,115	14,253	15,678	17,246	18,108	手续费及佣金净收入	4,734	1,855	1,226	1,330	1,509
自有货币资金	3,111	2,103	2,313	2,544	2,799	其中：代理买卖证券业务净收入	4,502	1,547	786	834	886
客户备付金	4,435	3,322	3,654	4,019	4,220	证券承销业务净收入	196	293	414	462	587
自有结算备付金	1,379	863	949	1,044	1,148	资产管理业务收入	20	5	21	29	30
融出资金	11,596	9,429	9,493	10,662	12,990	利息净收入	749	406	386	742	834
交易性金融资产	4,158	3,769	8,292	9,951	10,448	投资净收益	656	411	795	988	1,135
衍生金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-139	16	72	90	103
买入返售金融资产	1,245	5,042	6,047	6,351	6,979	汇兑收益	1	2	1	1	1
可供出售金融资产	6,177	7,105	7,673	9,208	9,668	其他业务收入	9	21	20	25	28
持有至到期投资	-	-	-	1,000	1,200	**营业支出**	**2,385**	**779**	**1,236**	**1,581**	**1,746**
其他资产合计	2,219	2,207	2,549	2,920	3,180	营业税金及附加	350	83	77	98	111
总负债	**44,882**	**36,101**	**43,606**	**45,943**	**50,559**	管理费用	1,934	1,205	1,050	1,588	1,805
应付短期融资款	800	1,460	5,840	7,592	8,351	资产减值损失	90	-514	109	-105	-170
交易性金融负债	-	443	365	385	424	其他业务成本	11	5	-	-	-
衍生金融负债	-	-	-	-	-	**营业利润**	**3,625**	**1,932**	**1,264**	**1,596**	**1,864**
卖出回购金融资产款	3,651	2,517	10,069	8,056	8,458	加：营业外收入	3	17	9	10	12
代理买卖证券款	25,647	17,495	19,244	21,169	22,227	减：营业外支出	-8	5	38	12	19
应付职工薪酬	685	-	544	573	631	**利润总额**	**3,636**	**1,944**	**1,235**	**1,594**	**1,858**
应付债券	12,300	12,296	6,148	7,070	9,192	减：所得税费用	954	296	185	239	279
其他负债合计	1,799	1,889	1,395	1,098	1,276	**净利润**	**2,683**	**1,648**	**1,050**	**1,355**	**1,579**
所有者权益	**10,553**	**11,991**	**13,043**	**19,003**	**20,183**	减：少数股东损益	2	-19	-	-	-
股本	2,100	2,100	2,100	2,625	2,625	**归母公司净利润**	**2,681**	**1,666**	**1,050**	**1,355**	**1,579**
少数股东权益	120	101	110	160	170						
归母公司净资产	**10,433**	**11,890**	**12,933**	**18,842**	**20,012**	**每股及估值指标**					
						每股盈利（元）	**1.28**	**0.78**	**0.50**	**0.52**	**0.60**
ROAE	**29.55%**	**14.93%**	**16.10%**	**8.45%**	**8.06%**	**每股净资产（元）**	**5.03**	**5.71**	**6.21**	**7.24**	**7.69**
ROAA	**5.84%**	**14.93%**	**3.71%**	**2.23%**	**2.33%**	**市盈率（倍）**	**7.41**	**12.06**	**18.92**	**18.33**	**15.72**
杠杆率（倍）	**2.81**	**2.56**	**2.88**	**2.31**	**2.41**	**市净率（倍）**	**1.88**	**1.66**	**1.52**	**1.31**	**1.23**

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测；

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。