

证券研究报告

公司研究——事项点评

西部证券（002673.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2017.08.18

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 金融行业分析师
执业编号：S1500517090001
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
《投行、投资业务拖累业绩，大资管业务收入稳中有升——西部证券2017半年报点评》2017.08.18

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，自营业务贡献度进一步提升

2018年05月22日

事件：近日，西部证券发布4月经营数据，4月西部证券（母公司）实现营业收入1.43亿元，同比下降18.8%；净利润3,695.34万元，同比下降29.5%。

点评：

- **盈利水平持续下滑。**按可比口径，2018年4月，28家上市券商营收和净利润同比分别下降4.00%和8.74%。公司4月经营数据不及行业，盈利水平持续下滑。证券行业2017年全年实现营业收入3,113.28亿元，同比下降5.08%；实现净利润1,129.95亿元，同比下降8.47%。公司2017年与2018年第一季度分别实现营业收入31.7亿元与5.6亿元；分别实现归属母公司股东净利润分别为7.5亿元与1.6亿元；2017年营收和归母净利润同比下降6.9%和33.1%，降幅超过行业。公司各项主营业务收入均有不同程度的下滑是导致公司利润水平大幅下降的主要原因。
- **经纪、投行拖累业绩。**从收入结构来看，公司2017年和2018年一季度代买卖证券业务净收入与证券承销业务手续费净收入持续下降，同比变动分别为-25.7%（2017）、-19.2%（2018Q1）；-31.1%（2017）、42.1%（2018Q1），经纪、投行业务的大幅下滑是拖累公司业绩下滑。
- **自营业务贡献度进一步提升。**2017年与2018年一季度，公司投资净收益11.3亿元和2.9亿元，同比变化-17%和99.1%；占收入比重35.8%和51.4%，对收入贡献度进一步提升。根据公司披露，2017年，公司累计实现证券投资收益在行业125家券商中排名第17位，公允价值变动净收入在行业109家券商中排名第6位。
- **盈利预测及评级：**我们预测西部证券2018年、2019年和2020年分别实现营业收入29.69亿元、32.26亿元和34.54亿元；归属于母公司净利润分别为7.65亿元、9.07亿元和9.8亿元，对应每股收益分别为0.22元、0.26元和0.28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。

	2016 A	2017 A	2018 F	2019 F	2020 F
营业收入(百万元)	3,406.33	3,169.90	2,969.43	3,226.35	3,453.60
增长率 YoY %	-39.61%	-6.94%	-6.32%	8.65%	7.04%
归属母公司净利润(百万元)	1,124.62	752.22	765.42	907.32	980.08
增长率 YoY%	-42.99%	-33.11%	1.75%	18.54%	8.02%
毛利率%	42.41%	30.89%	32.07%	35.00%	35.33%
净资产收益率 ROE%	9.06%	4.28%	4.13%	4.61%	4.69%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.21	0.22	0.26	0.28
市盈率 P/E(倍)	23.24	43.53	42.78	36.09	33.41
市净率 P/B(倍)	2.11	1.86	1.77	1.66	1.57

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 5 月 21 日收盘价

损益表摘要 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,406	3,170	2,969	3,226	3,454
手续费净收入	2,003	1,547	1,474	1,597	1,647
代理买卖证券业务净收入	937	696	545	578	602
证券承销保荐业务净收入	864	596	703	776	788
委托管理资产业务净收入	94	117	82	85	84
基金管理公司收入	78	132	138	152	168
其他手续费	29	6	5	6	6
利息净收入	396	376	288	398	512
投资净收益	1,367	1,134	1,208	1,232	1,294
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5	0	2	2	2
公允价值变动净收益	-364	108	-	-	-
汇兑净收益	1	-1	-	-	-
其他业务收入	3	6	-	-	-
营业支出	1,962	2,191	2,017	2,097	2,234
营业税金及附加	99	26	28	31	33
业务及管理费	1,848	1,655	1,534	1,617	1,734
资产减值损失	14	510	455	449	467
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	1,445	979	952	1,129	1,220
营业外收入	26	7	7	8	8
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	1,470	984	957	1,134	1,225
所得税费用	356	229	191	227	245
净利润	1,113	754	765	907	980
归属于母公司所有者的净利润	1,125	752	765	907	980
归属少数股东权益	-11	2	-	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)					
总资产	54,184	51,244	50,783	52,551	55,735
客户存款	11,053	8,950	9,397	10,337	11,371
自有存款	3,534	1,549	1,705	1,876	2,063
融资融券	5,387	5,444	6,261	7,200	8,280
买入返售金融资产	5,917	5,376	4,839	4,839	4,839
交易性金融资产	15,025	20,464	19,259	19,031	19,784
可供出售金融资产	6,144	3,700	3,482	3,441	3,577
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	62	826	934	953	975
固定资产	181	207	177	148	118
无形资产和商誉	158	168	168	168	168
其他资产	6,723	4,560	4,560	4,560	4,560
总负债	41,708	33,587	32,171	32,806	34,764
代买卖证券款	14,713	12,924	13,570	14,927	16,420
应付债券	5,972	5,981	6,419	6,825	7,151
其他负债	21,023	14,682	12,182	11,053	11,194
所有者权益	12,476	17,657	18,611	19,745	20,970
总股本	2,796	3,502	3,502	3,502	3,502
少数股东权益	68	70	70	70	70
归属于母公司所有者权益	12,408	17,586	18,541	19,675	20,900
每股及估值指标 (元)					
每股盈利	0.40	0.21	0.22	0.26	0.28
每股净资产	4.44	5.02	5.29	5.62	5.97
市盈率	23.24	43.53	42.78	36.09	33.41
市净率	2.11	1.86	1.77	1.66	1.57

年增长 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	-39.6%	-6.9%	-6.3%	8.7%	7.0%
手续费净收入	-43.9%	-22.8%	-4.7%	8.4%	3.1%
代理买卖证券业务净收入	-65.5%	-25.7%	-21.8%	6.2%	4.0%
证券承销保荐业务净收入	21.3%	-31.1%	17.9%	10.4%	1.6%
委托管理资产业务净收入	95.6%	23.9%	-29.5%	3.2%	-1.7%
基金管理公司收入	-6.6%	69.7%	5.0%	10.0%	10.0%
财务顾问业务和其他	135.1%	-80.0%	-7.7%	6.2%	4.0%
利息净收入	-46.7%	-5.2%	-23.3%	38.0%	28.9%
投资净收益	26.3%	-17.0%	6.5%	2.0%	5.1%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	146928.7%	-95.0%	-	-	-
公允价值变动净收益	-253.2%	-129.7%	-	-	-
汇兑净收益	19.6%	-197.7%	-	-	-
其他业务收入	-13.4%	116.1%	-	-	-
营业支出	-34.7%	11.7%	-7.9%	4.0%	6.5%
营业税金及附加	-69.3%	-74.3%	10.6%	8.7%	7.0%
业务及管理费	-30.4%	-10.5%	-7.3%	5.4%	7.2%
资产减值损失	-45.5%	3466.0%	-10.9%	-1.2%	4.0%
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	-45.2%	-32.2%	-2.8%	18.6%	8.0%
营业外收入	95.4%	-73.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业外支出	-36.0%	135.7%	5.0%	5.0%	5.0%
利润总额	-44.5%	-33.1%	-2.7%	18.5%	8.0%
所得税费用	-47.5%	-35.7%	-16.5%	18.5%	8.0%
净利润	-43.4%	-32.2%	1.5%	18.5%	8.0%
归属于母公司所有者的净利润	-43.0%	-33.1%	1.8%	18.5%	8.0%
少数股东权益	137.3%	-119.5%	-	-	-
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	0.25%	0.41%	0.45%	0.45%	0.45%
代理买卖证券业务净手续费率	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%
净利差	1.97%	3.44%	2.50%	2.50%	2.50%
证券投资期末规模 (人民币百万元)	21,169	24,164	22,742	22,472	23,362
证券投资收益率	7.5%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%
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	0.44%	0.40%	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	1%	1%	0%	0%	0%
集合资产管理业务期末规模 (百万元)	7,027	6,713	6,042	6,042	6,042
集合资产管理业务费率	0.36%	0.73%	0.75%	0.80%	0.80%
业务及管理费/营业收入	54.26%	52.20%	51.67%	50.12%	50.19%
营业税金及附加税率	2.91%	0.80%	1.05%	1.08%	1.12%
所得税率	24.25%	23.30%	20.00%	20.00%	20.00%
盈利能力 (%)					
净利润率	33%	24%	26%	28%	28%
净资产收益率	9%	4%	4%	5%	5%
净资本指标 (人民币百万元)					
净资本	11,827.28	15,638.00			
净资本/净资产 (%)	95.29	89.17			
经营数据					
员工数量 (个)	2,476	3,013			
营业部数量 (个)	86	107			
服务部数量 (个)	6	6			

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。10 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，金融行业分析师。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。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。