

信用业务下滑明显，减值风险犹存

——西部证券（002673）半年报点评

2018年08月23日

中性/首次

西部证券

财报点评

| | | |
|-----|------------------------|-----------------------|
| 郑闵钢 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120012 |
| | zhengmgdxs@hotmail.com | 010-66554031 |
| 安嘉晨 | 研究助理 | |
| | anjc@dxzq.net.cn | 010-66554014 |

事件：

西部证券近日发布2018年半年度报告，公司2018H1实现营业收入11.4亿元，同比下降19.8%；归母净利润2.5亿元，大幅下降42.6%。报告期末，公司总资产493.6亿元，较期初下降3.7%；归母净资产175亿元，小幅降低0.5%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 821.6 | 663.27 | 761.77 | 817.96 | 926.94 | 563.33 | 579.9 |
| 增长率（%） | -46.80% | -27.68% | -2.52% | -7.70% | 12.82% | -15.07% | -23.87% |
| 毛利率（%） | 27.50% | 37.18% | 45.61% | 44.06% | 2.69% | 32.67% | 19.55% |
| 期间费用率（%） | - | - | - | - | - | - | - |
| 营业利润率（%） | 27.50% | 37.18% | 45.61% | 44.06% | 2.69% | 32.67% | 19.55% |
| 净利润（百万元） | 188.17 | 181.19 | 256.02 | 272.67 | 44.61 | 162.72 | 87.20 |
| 增长率（%） | -22.03% | -33.52% | -17.18% | -20.58% | -76.29% | -10.20% | -65.94% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.08 | 0.01 | 0.05 | 0.03 |
| 资产负债率（%） | 76.97% | 75.37% | 66.85% | 67.56% | 65.54% | 66.28% | 64.40% |
| 净资产收益率（%） | 1.51% | 1.43% | 1.48% | 1.55% | 0.25% | 0.92% | 0.50% |
| 总资产收益率（%） | 0.35% | 0.35% | 0.49% | 0.50% | 0.09% | 0.31% | 0.18% |

观点：

- **主动降低杠杆水平，策略回避市场风险。**截至报告期末，公司总资产规模为493.6亿元，较2017年末下降3.7%，总负债317.9亿元，降低5.4%，归属于上市公司股东的所有者权益175亿元，降低0.5%。公司杠杆率水平由2017年末的56.6%下降至55.4%（剔除代理买卖证券款）。公司在2017年乐视网股权质押业务遭受亏损后，信用业务严格进行风险防控，买入返售金融资产规模和融出资金规模降低，使得总资产和杠杆率水平较期初同步下降。
- **轻重资产业务分化加剧。**2018年，在市场行情下行趋势下，公司在业务比重方面做出调整，进一步确定重资产业务（投资业务、信用业务）的主导地位。2018H1，重资产业务收入占营业总收入比例超过60%（投资业务34.98%、信用业务26.08%），较去年同期上升13pct。轻资产业务则被逐渐削减，在成本端

同比大幅下降（证券经纪业务-21.8%、投资银行业务-58.1%、资产管理业务-69.2%），进一步为重资产业务扩张创造有利条件。

- 区位优势不再，经纪业务转型发展。**2018H1，公司经纪业务受市场行情影响，实现营业收入3.6亿元，同比下降14.7%，股基交易量市场份额为0.36%，较2017年下降8bp。公司长期扎根于陕西地区，凭借区位优势，佣金率始终保持在万6以上，在证券业协会给出的2017年度证券公司代理买卖证券业务收入排名中位列第15位。但随着“互联网+证券”的普及，区位优势被逐步蚕食，公司股基交易量市占率连续三年处于下滑趋势。公司目前处在转型发展阶段，提升财富管理水平和促进客户结构化转型，至2018H1，机构客户收入（交易单元席位租赁净收入）占比已提升8pct达到11.6%。公司研究服务能力持续上升，逐步向卖方转型发力，2018H1新增机构客户4家，实现营收2443万元。

图 1:西部证券股基交易量市占率



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

- 投行业务低迷，下半年望迎转机。**由于上半年IPO审核趋严，行业竞争加剧，大券商投行业务优势较明显。公司2018H1投资银行业务仅实现收入3014万元，较2017H1大幅下降76.3%，尽管公司同时大幅削减营业成本（同比下降58.1%），但依然难以避免投行业务发生亏损。公司现已加强投行业务内部质量控制，提高服务质量，目前有2单IPO项目正处于证监会审核阶段，共为15家企业开展上市辅导工作，项目储备重组充足。
- 去通道转型明显，资管业务回归本源。**2018H1，公司资产管理业务净收入3329万元（不包括并表基金），同比降低20.5%。在市场整体去通道的行业背景下，公司产品结构调整明显。公司集合计划期末受托资金规模62.9亿元，实现净收入1825万，同比增长10.5；定向计划期末受托资金规模413.9亿元，较去年同期下降20.4%，实现收入1343万元，大幅降低46.6%；专项资管计划规模101.6亿，增幅超过100%。主动管理规模占比达25.2%，同比上升1pct。
- 信用业务发展放缓，减值风险犹存。**2018H1，公司信用业务实现营业收入3亿元，同比降低9.5%，营业支出则大幅提升至1.2亿元，同比增长973%。公司由于2017年乐视网股权质押到期后对方无力赎回，大幅计提资产减值损失，导致营业支出剧增。目前公司应收账款前三大客户均为股票质押式回购业务违约客户，违约金额达10.1亿元，目前已计提减值准备5.6亿，最悲观仍有4.5亿的减值空间。2018年H1，公司信用业务规模下滑，融出资金较年初降低17.6%，买入返售金融资产较年初降低38.7%，担保比例从

年初的233%下降至201.2%。由于公司受到陕西证监局处罚，从2018年6月25日至2018年12月25日被暂停股票质押式回购业务，下半年公司信用业务将进一步缩减。

- **投资业务稳健进行，支撑公司整体业绩。**2018H1，公司证券投资业务收入4亿元，同比增长11.3%。为应对2018上半年市场整体情绪低迷的情况，公司适时地调整仓位，在不利行情中保持合理持仓，采取稳健型投资策略，进一步提升非权益类证券投资比例。根据我们观察，公司大幅减少以交易为目的持有的基金和股票，转而增加债券投资规模，与上半年股债市场分化趋势相同，目前公司自营权益类占净资本比例较低，为9.26%；自营非权益类占净资本144.48%，较期初上升7pct。

结论：

我们认为短期内公司仍面临较高的信用业务减值损失的影响，同时信用业务的增量受阻也将限制公司杠杆水平的提升。我们预计公司2018-2020年的营收分别为24.2亿元、29.2亿元和32.9亿元，归母净利润分别为4.3亿元、5.4亿元和6.3亿元，EPS分别为0.12元、0.16元、0.18元，对应PE分别为66倍、51倍和44倍。首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、股票质押风险事件、信用业务滑坡加剧

公司盈利预测表（单位：亿元）

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 资产： | | | | | | 营业收入 | 34.1 | 31.7 | 24.2 | 29.2 | 32.9 |
| 货币资金 | 145.9 | 105.0 | 111.5 | 116.6 | 121.6 | 手续费及佣金净收入 | 20.0 | 15.5 | 11.3 | 13.6 | 14.0 |
| 其中：客户资金存款 | 110.5 | 89.5 | 91.6 | 95.7 | 99.9 | 代理买卖证券业务净收入 | 9.4 | 7.0 | 6.2 | 8.0 | 8.4 |
| 结算备付金 | 43.0 | 26.5 | 32.8 | 34.3 | 35.8 | 证券承销业务净收入 | 8.6 | 6.0 | 2.5 | 3.0 | 3.0 |
| 其中：客户备付金 | 32.1 | 14.4 | 23.9 | 25.0 | 26.0 | 受托客户资产管理业务净收入 | 1.0 | 1.0 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 拆出资金 | 0.0 | 0.0 | | | | 利息净收入 | 4.0 | 3.8 | 0.1 | -0.8 | -0.8 |
| 融出资金 | 53.9 | 54.4 | 60.6 | 63.1 | 65.7 | 投资净收益 | 13.7 | 11.3 | 9.2 | 10.3 | 10.9 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 152.9 | 205.3 | 232.5 | 253.1 | 253.5 | 公允价值变动净收益 | -3.6 | 1.1 | 3.5 | 5.9 | 8.7 |
| 以摊余成本计量的金融资产 | 0.0 | 0.0 | | | | 汇兑净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产 | 61.4 | 37.0 | 47.4 | 52.9 | 57.4 | 其他收益 | 0.0 | 0.0 | | | |
| 衍生金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其他业务收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 买入返售金融资产 | 59.2 | 53.8 | 30.7 | 40.4 | 65.8 | 营业支出 | 19.6 | 21.9 | 18.9 | 22.3 | 24.9 |
| 应收款项 | 4.9 | 6.5 | 3.4 | 4.1 | 4.2 | 税金及附加 | 1.0 | 0.3 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 应收利息 | 3.7 | 5.0 | 3.1 | 3.4 | 3.9 | 业务及管理费 | 18.5 | 16.5 | 12.9 | 15.5 | 17.5 |
| 存出保证金 | 8.9 | 8.2 | 10.2 | 11.2 | 11.3 | 资产减值损失 | 0.1 | 5.1 | 5.3 | 5.9 | 6.3 |
| 持有至到期投资 | 0.0 | 0.0 | | | | 其他业务成本 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期股权投资 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 营业利润 | 14.4 | 9.8 | 5.3 | 6.9 | 8.1 |
| 固定资产+在建工程 | 2.4 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 加：营业外收入 | 0.3 | 0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 无形资产 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 减：营业外支出 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 商誉 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 利润总额 | 14.7 | 9.8 | 5.7 | 7.3 | 8.5 |
| 递延所得税资产 | 2.5 | 3.8 | 1.7 | 2.1 | 2.4 | 减：所得税 | 3.6 | 2.3 | 1.4 | 1.8 | 2.1 |
| 投资性房地产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 净利润 | 11.1 | 7.5 | 4.3 | 5.5 | 6.3 |
| 其他资产 | 1.0 | 2.1 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 减：少数股东损益 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产总计 | 541.8 | 512.4 | 540.3 | 587.7 | 628.3 | 归属于母公司所有者的净利润 | 11.2 | 7.5 | 4.3 | 5.4 | 6.3 |
| 负债： | | | | | | 每股收益： | | | | | |
| 短期借款+拆入资金 | 5.0 | 0.0 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 基本每股收益 | 0.4000 | 0.2303 | 0.1215 | 0.1554 | 0.1807 |
| 应付短期融资款 | 53.1 | 3.2 | 19.3 | 33.2 | 37.9 | | | | | | |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 | 25.3 | 19.3 | 21.3 | 23.4 | 25.7 | | | | | | |
| 衍生金融负债 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | | | | | | |
| 卖出回购金融资产款 | 89.7 | 116.1 | 127.8 | 140.5 | 154.6 | | | | | | |
| 代理买卖证券款 | 147.1 | 105.5 | 117.7 | 123.1 | 128.4 | | | | | | |
| 代理承销证券款 | 11.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | | |
| 应付职工薪酬 | 17.1 | 14.7 | 10.1 | 12.1 | 13.7 | | | | | | |
| 应交税费 | 1.3 | 0.8 | 2.4 | 2.8 | 3.2 | | | | | | |
| 应付款项 | 2.4 | 2.7 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | | | | | | |
| 应付利息 | 1.1 | 0.6 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | | | | | | |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | | |
| 应付债券 | 59.7 | 59.8 | 45.5 | 50.1 | 55.1 | | | | | | |
| 递延所得税负债 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | | | | | | |
| 预计负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | | |
| 其他负债 | 2.7 | 11.9 | 11.8 | 12.3 | 12.8 | | | | | | |
| 负债合计 | 417.1 | 335.9 | 361.7 | 404.1 | 438.5 | | | | | | |
| 所有者权益（或股东权益）： | | | | | | | | | | | |
| 股本 | 28.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 | 35.0 | | | | | | |
| 资本公积金 | 54.4 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | | | | | | |
| 其他综合收益 | 0.5 | 1.0 | 1.7 | 3.0 | 5.0 | | | | | | |
| 盈余公积金 | 8.0 | 8.8 | 9.2 | 9.8 | 10.4 | | | | | | |
| 未分配利润 | 17.8 | 19.2 | 19.2 | 21.3 | 23.6 | | | | | | |
| 一般风险准备 | 15.4 | 16.9 | 17.7 | 18.8 | 20.1 | | | | | | |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 124.1 | 175.9 | 177.9 | 182.9 | 189.0 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | | | | | | |
| 所有者权益合计 | 124.8 | 176.6 | 178.6 | 183.6 | 189.8 | | | | | | |
| 负债及股东权益总计 | 541.8 | 512.4 | 540.3 | 587.7 | 628.2 | | | | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。