

精品资管路线清晰 净资本充足投资业务空间广阔

2018年08月24日

推荐/首次

华西证券

财报点评

——华西证券（002926）半年报点评

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：

华西证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 0.6%；归母净利润 5.4 亿元，同比降低 6.5%。总资产 528.8 亿元，较期初增加 4.7%；归母净资产 180 亿元，较期初增加 41.1%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	698.92	654.06	667.87	648.93	679.6	681.28
增长率（%）	-	-	-	-	-2.76%	4.16%
毛利率（%）	64.41%	43.94%	52.96%	34.83%	54.51%	48.37%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	64.41%	43.94%	52.96%	34.83%	54.51%	48.37%
净利润（百万元）	349.09	225.13	272.80	172.97	287.34	248.93
增长率（%）	-	-	-	-	-17.69%	10.57%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.11	0.13	0.08	0.11	0.10
资产负债率（%）	-	73.42%	72.95%	74.62%	69.05%	65.87%
净资产收益率（%）	-	1.80%	2.15%	1.35%	1.60%	1.38%
总资产收益率（%）	-	0.48%	0.58%	0.34%	0.50%	0.47%

观点：

- **IPO融资完成，业务规模扩张。**截至报告期末，公司总资产规模为528.8亿元，较2017年末增长4.7%，总负债348.3亿元，降低7.6%，归属于上市公司股东的所有者权益180亿元，增长41.1%，主要是因为公司于2018年2月5日在深交所挂牌上市，首次公开发行A股52500万股，使股本和资本公积大幅增加。通过股权融资后，公司杠杆率水平大幅下降，由2017年末的65.7%下降至54.3%（剔除代理买卖证券款），未来扩张空间很大。另外，IPO融资使公司净资本规模得到进一步扩充，有助于公司摆脱对经纪业务收入的长期依赖，实现多元化业务布局，扩大业务规模，提高竞争能力。
- **重资产业务比重加大，资管业务厚积薄发。**公司在2018年进行IPO融资后，积极推动业务转型，传统经

纪业务比重下降，重点投入资管与投资业务。本报告期，经纪业务收入以41.8%的占比排在首位，但已经同比下降7pct，资管业务、信用业务和投资业务收入占比较去年同期分别提升4pct、6.6pct和3.8pct。这三项业务占比提升，主要源自于公司加大投资力度，其支出端大幅上升，分别增加279.7%、9.56%和81.64%。我们认为，公司融资后业务多元化发展，会带来多个业绩增长点，未来收入将拥有多业绩支撑。

- **打造智能科技平台，推动经纪业务转型。**受到整体市场下行趋势影响，2018H1，公司实现经纪业务收入5.7亿元，同比减少13.72%。公司长期利用区位优势，在四川省深耕发展，形成了一定的经营网络优势和客户资源优势。但是地区局限性和交易线上化使得公司股基交易量市占率连续八年下滑，不得不谋求转型发展。报告期内，公司加强业务与技术融合，实现线上线下资源的有机融合，通过信息技术挖掘高净值客户，最大化存量客户价值。
- **股权业务发展受阻，债承项目增速抢眼。**2018H1公司投资银行业务实现收入5241万元，较2017H1大幅下降71.9%，使得投行业务入不敷出，发生亏损。股权融资方面，由于上半年IPO进入严审核、慢节奏的平稳发行态势，“马太效应”明显，仅36家券商完成IPO承销项目，公司报告期内仅完成1家增发项目；债权融资方面，公司募集资金市场份额显著提升，企业债、公司债、ABS分别增长0.69pct、0.56pct和1.04pct。目前，公司在会审核IPO项目5个，非公开发行项目1个，下半年有望将业绩扭亏为盈。
- **精品项目打响品牌，资管业务高速发展。**2018H1，公司资产管理业务营业收入为8724万元，同比增长167.57%。报告期内，公司大力投入资管业务，为支持业务发展、吸引优秀人才，资管业务营业支出达7447万，同比增长279.7%。得益于投研能力支持，公司持续探索REITs、CMBS等创新项目，定位于精品资管发展路线。截至2018年6月末，公司专项计划受托资金达131.2亿，较期初增长181.5%，实现净收入4009万元，占当期资管业务净收入53.5%，集合计划管理规模142.4亿，同比减少9.3%，定向计划管理规模913.3亿，同比增长102.2%。我们认为公司资管业务享有较好口碑（公司荣获2018中国优秀财富管理机构君鼎奖），并且其产品在同业中具有异质性，未来有望获得持续增长。
- **业务整体风险可控，信用业务稳步发展。**2018H1，公司信用业务实现收入2.8亿元，同比增长48%。融资融券业务方面，公司先后启动多个推广活动，新增融资融券客户1234户，新增客户资产超过20亿元。报告期末，公司融资融券业务的融资余额为87.7亿元，融资规模市场占有率上升6bp至0.96%，整体担保比例为290.7%，处于可控制范围内。股权质押回购业务方面，截至期末，公司股权质押业务融出资金余额为56.9亿元，其中自有资金对接47.9亿元，共计实现利息收入1.4亿元，担保比例从年初的222.7%下降至211%，始终在合理范围内。我们认为，目前公司股权质押业务中自有资金的比较高，未来仍有与资管计划对接，扩大业务规模的空间。
- **量化投资规避风险，债券交易推动增长。**2018H1，公司证券投资业务收入3.6亿元，同比增长17.4%。2018年，股债市场出现明显行情分化现象。股票市场，公司通过灵活运用各类衍生品工具进行风险管理，有效规避了上半年较大的市场风险，获得较为稳定的收益。报告期内，处置衍生金融工具取得投资收益3355.1万元，同比增长约900%。债券市场，公司投资大幅增加，投资收益率处于市场较高水平，截至本报告期末，由于净资本的大规模增长，公司自营非权益类占净资本仅为104.68%，未来加杠杆的空间十分广阔，我们看好公司未来的投资业务发展前景。

结论：

我们看好公司在股权融资后，各项业务均存在较大发展空间，资管业务差异化定位和重资产业务扩张，将为

推动公司持续增长。我们预计公司2018-2020年的营收分别为31.3亿元、34.7亿元和36.9亿元，归母净利润分别为9.6亿元、10.7亿元和11.3亿元，EPS分别为0.4元、0.41元、0.43元，对应PE分别为23倍、23倍和22倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、资管业务发展不及预期、股票质押风险事件、投行业务亏损加大

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	27.1	26.7	31.3	34.7	36.9
货币资金	163.6	106.9	104.0	108.8	113.5	手续费及佣金净收入	18.6	15.0	14.9	16.1	17.3
其中：客户资金存款	142.5	95.2	92.0	98.2	100.4	代理买卖证券业务净收入	15.5	10.7	11.3	11.8	12.4
结算备付金	41.8	43.3	44.6	46.6	48.6	证券承销业务净收入	2.9	3.4	2.1	2.7	3.3
其中：客户备付金	33.2	35.1	35.2	38.8	38.4	受托客户资产管理业务净收	0.1	0.9	1.5	1.5	1.6
拆出资金	0.0	0.0				利息净收入	4.1	4.4	4.9	5.6	5.4
融出资金	94.3	92.7	109.7	114.4	119.1	投资净收益	4.1	7.3	6.5	7.1	7.8
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	37.7	99.7	133.0	144.5	160.1	公允价值变动净收益	0.2	-0.8	4.6	5.6	6.1
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	71.0	72.1	62.8	66.6	71.6	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
衍生金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他收益	0.0	0.0			
买入返售金融资产	50.4	67.5	64.5	68.4	73.5	其他业务收入	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
应收款项	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	营业支出	7.8	13.5	18.7	20.7	22.0
应收利息	3.8	5.7	6.1	6.4	6.7	税金及附加	0.8	0.2	1.0	1.1	1.2
存出保证金	7.5	6.9	7.8	8.4	9.3	业务及管理费	12.0	13.5	15.5	17.3	18.4
持有至到期投资	0.0	0.0				资产减值损失	-5.1	-0.2	2.1	2.3	2.4
长期股权投资	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	其他业务成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产+在建工程	6.1	5.5	5.4	5.2	5.0	营业利润	19.3	13.2	12.5	14.0	14.8
无形资产	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	加：营业外收入	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
商誉	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	减：营业外支出	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
递延所得税资产	1.8	2.1	2.0	2.1	2.1	利润总额	19.4	13.1	12.7	14.1	15.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减：所得税	3.0	2.9	3.1	3.5	3.7
其他资产	1.3	1.1	1.7	1.4	1.6	净利润	16.5	10.2	9.6	10.7	11.3
资产总计	480.9	505.2	543.2	574.5	612.7	减：少数股东损益	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
负债：						归属于母公司所有者的净利润	16.7	10.2	9.6	10.7	11.3
短期借款+拆入资金	0.0	2.0	1.0	1.0	1.1	每股收益：					
应付短期融资款	14.6	45.1	31.1	27.3	28.5	基本每股收益	0.7900	0.4900	0.4044	0.4059	0.4301
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	4.4	0.0	0.0	0.0	0.0						
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
卖出回购金融资产款	25.2	138.3	152.1	167.4	184.1						
代理买卖证券款	174.9	130.9	125.2	130.9	136.6						
代理承销证券款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	4.2	5.0	5.5	6.1	6.4						
应交税费	0.8	1.4	3.0	3.3	3.5						
应付款项	0.5	0.6	0.3	0.3	0.4						
应付利息	4.2	1.8	2.8	3.0	3.4						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	123.0	46.0	31.0	34.0	37.4						
递延所得税负债	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	8.9	5.8	6.3	6.5	6.8						
负债合计	361.0	377.0	358.4	380.2	408.4						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	21.0	21.0	26.3	26.3	26.3						
资本公积金	37.8	37.8	81.1	81.1	81.1						
其它综合收益	0.6	0.2	2.6	5.3	8.2						
盈余公积金	5.1	6.0	6.9	7.8	8.7						
未分配利润	34.0	40.3	43.0	46.8	50.6						
一般风险准备	20.4	22.3	24.3	26.4	28.6						
归属于母公司所有者权益合计	118.9	127.6	184.1	193.7	203.6						
少数股东权益	1.0	0.6	0.6	0.6	0.7						
所有者权益合计	119.9	128.2	184.8	194.3	204.2						
负债及股东权益总计	480.9	505.2	543.2	574.5	612.7						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。