

证券研究报告

公司研究——中报点评

西部证券 (002673.SZ)



上次评级：持有，2018.05.22

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，自营业务贡献度进一步提升——西部证券2017年年报点评》2018.05.22

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

资本中介业务受冲击，自营业务出色

2018年09月06日

事件：西部证券发布2018年中报，公司2018年上半年实现营业收入11.43亿元，同比下降19.78%；实现归属母公司股东净利润2.51亿元，同比下降42.63%。2018年上半年公司基本每股收益0.07元，同比下降50.00%。

点评：

- **行业集中度进一步提升，公司业绩下滑幅度略高于行业整体水平。**证券行业2018年上半年实现营业收入1,265.72亿元，同比下降11.92%；实现净利润328.61亿元，同比下降40.53%。公司上半年营收和净利润同比增速略高于行业整体水平，体现出证券行业集中度进一步上升的特征。
- **公司传统业务收入下滑明显，资本中介业务受到较大冲击，自营业务表现出色。**2018年上半年A股市场整体交投清淡，公司经纪业务手续费净收入同比下降10.87%；受资管新规影响，公司受托资金规模减少，资管业务手续费净收入同比下降31.75%；由于证监会IPO监管趋严，投行手续费净收入同比下降44.30%。融资成本上升对公司资本中介业务冲击较大，由于存放金融同业利息收入减少、卖出回购金融资产利息支出增加，利息净收入同比下降98.45%。公司自营业务表现出色，投资收益同比增加122.52%。
- **资产减值损失大幅增加导致净利润下滑幅度加大。**2018年上半年，由于A股市场表现不佳，股票质押回购出现多起风险事件。公司受此影响较大，因客户违约，公司计提减值损失从2017年同期的0.43亿元大幅上升至1.75亿元，同比增加310.68%，对净利润产生较大影响。
- **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24.59亿元、26.45亿元和29.57亿元；归属于母公司净利润分别为5.58亿元、7.18亿元和8.47亿元，对应每股收益分别为0.16元、0.20元和0.24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；准入门槛降低的风险，创新业务业绩不达预期。

	2016 A	2017	2018 F	2019 F	2020 F
营业收入(百万元)	3,406.33	3,169.90	2,458.83	2,644.81	2,957.45
增长率 YoY %	-39.61%	-6.94%	-22.43%	7.56%	11.82%
归属母公司净利润(百万元)	1,124.62	752.22	558.15	717.68	846.71
增长率 YoY%	-42.99%	-33.11%	-25.80%	28.58%	17.98%
毛利率%	42.41%	30.89%	26.46%	32.05%	34.04%
净资产收益率 ROE%	9.06%	4.28%	3.05%	3.74%	4.18%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.21	0.16	0.20	0.24
市盈率 P/E(倍)	19.4	36.4	49.1	38.2	32.3
市净率 P/B(倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 9 月 5 日收盘价

损益表摘要 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,406	3,170	2,459	2,645	2,957	年增长率 (%)	-39.6%	-6.9%	-22.4%	7.6%	11.8%
手续费净收入	2,003	1,547	992	1,100	1,224	营业收入	-43.9%	-22.8%	-35.9%	10.9%	11.2%
代理买卖证券业务净收入	937	696	543	634	731	手续费净收入	-65.5%	-25.7%	-22.1%	16.9%	15.2%
证券承销保荐业务净收入	864	596	242	250	267	代理买卖证券业务净收入	21.3%	-31.1%	-59.4%	3.4%	6.7%
委托管理资产业务净收入	94	117	80	81	84	证券承销保荐业务净收入	95.6%	23.9%	-31.9%	2.0%	3.6%
基金管理公司收入	78	132	123	129	135	委托管理资产业务净收入	-6.6%	69.7%	-7.0%	5.0%	5.0%
其他手续费	29	6	5	6	7	基金管理公司收入	135.1%	-80.0%	-8.0%	16.9%	15.2%
利息净收入	396	376	38	185	362	财务顾问业务和其他	-46.7%	-5.2%	-90.0%	394.3%	95.4%
投资净收益	1,367	1,134	1,429	1,359	1,371	利息净收入	26.3%	-17.0%	26.0%	-4.9%	0.9%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5	0	2	2	2	投资净收益	146928.7%	-95.0%	-	-	-
公允价值变动净收益	-364	108	-	-	-	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-253.2%	-129.7%	-	-	-
汇兑净收益	1	-1	-	-	-	公允价值变动净收益	19.6%	-197.7%	-	-	-
其他业务收入	3	6	-	-	-	汇兑净收益	-13.4%	116.1%	-	-	-
营业支出	1,962	2,191	1,808	1,797	1,951	营业支出	-34.7%	11.7%	-17.5%	-0.6%	8.6%
营业税金及附加	99	26	23	25	28	营业税金及附加	-69.3%	-74.3%	-8.4%	7.6%	11.8%
业务及管理费	1,848	1,655	1,330	1,333	1,477	业务及管理费	-30.4%	-10.5%	-19.6%	0.2%	10.8%
资产减值损失	14	510	455	439	446	资产减值损失	-45.5%	3466.0%	-10.9%	-3.5%	1.6%
其他业务成本	-	-	-	-	-	其他业务成本	-45.2%	-32.2%	-33.6%	30.3%	18.7%
营业利润	1,445	979	651	848	1,007	营业利润	95.4%	-73.0%	585.7%	5.0%	5.0%
营业外收入	26	7	48	50	53	营业外收入	-36.0%	135.7%	-62.1%	5.0%	5.0%
营业外支出	1	3	1	1	1	营业外支出	-44.5%	-33.1%	-29.1%	28.6%	18.0%
利润总额	1,470	984	698	897	1,058	利润总额	-47.5%	-35.7%	-39.1%	28.6%	18.0%
所得税费用	356	229	140	179	212	所得税费用	-43.4%	-32.2%	-26.0%	28.6%	18.0%
净利润	1,113	754	558	718	847	净利润	-43.0%	-33.1%	-25.8%	28.6%	18.0%
归属于母公司所有者的净利润	1,125	752	558	718	847	归属于母公司所有者的净利润	137.3%	-119.5%	-	-	-
归属少数股东权益	-11	2	-	-	-	少数股东权益	-	-	-	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	54,184	51,244	49,708	50,416	52,472	日均股票交易额 (人民币百万元)	522,068	459,031	410,000	492,000	590,400
客户存款	11,053	8,950	8,323	8,740	9,177	股基权证交易额市场份额	0.49%	0.47%	0.40%	0.40%	0.40%
自有存款	3,534	1,549	1,705	1,876	2,063	代理买卖证券业务净手续费率	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
融资融券	5,387	5,444	6,261	7,200	8,280	净利差	1.97%	3.44%	2.50%	2.50%	2.50%
买入返售金融资产	5,917	5,376	4,839	4,839	4,839	证券投资期末规模 (人民币百万元)	21,169	24,164	22,742	21,935	22,294
交易性金融资产	15,025	20,464	19,259	18,576	18,880	证券投资收益率	7.5%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%
可供出售金融资产	6,144	3,700	3,482	3,359	3,414	股票及股票连接融资额 (人民币百万元)	2,046,824	1,797,811	1,765,078	2,071,672	2,210,474
持有至到期投资	-	-	-	-	-	股票及股票连接主承销市场份额	0.33%	0.43%	0.12%	0.15%	0.15%
长期股权投资	62	826	934	952	974	企业主体债券融资额 (人民币百万元)	23,340,000	20,610,000	19,415,855	23,541,724	25,119,019
固定资产	181	207	177	148	118	企业主体债券主承销市场份额	0%	0%	0%	0%	0%
无形资产和商誉	158	168	168	168	168	集合资产管理业务期末规模 (百万元)	7,027	6,713	5,371	5,908	6,498
其他资产	6,723	4,560	4,560	4,560	4,560	集合资产管理业务费率	0.36%	0.73%	0.75%	0.80%	0.80%
总负债	41,708	33,587	31,356	31,166	32,164	业务及管理费/营业收入	54.26%	52.20%	54.09%	50.41%	49.94%
代买卖证券款	14,713	10,549	9,810	10,301	10,816	营业税金及附加税率	2.91%	0.80%	0.97%	1.02%	1.08%
应付债券	5,972	5,981	6,419	6,825	7,151	所得税率	24.25%	23.30%	20.00%	20.00%	20.00%
其他负债	21,023	17,057	15,126	14,040	14,197	盈利能力 (%)					
所有者权益	12,476	17,657	18,353	19,250	20,308	净利润率	33%	24%	23%	27%	29%
总股本	2,796	3,502	3,502	3,502	3,502	净资产收益率	9%	4%	3%	4%	4%
少数股东权益	68	70	70	70	70	净资本指标 (人民币百万元)					
归属于母公司所有者权益	12,408	17,586	18,282	19,179	20,238	净资本	11,827	15,638			
每股及估值指标 (元)						净资本/净资产(%)	95.29	89.17			
每股盈利	0.40	0.21	0.16	0.20	0.24	经营数据					
每股净资产	4.44	5.02	5.22	5.48	5.78	员工数量 (个)	2,476	3,013			
市盈率	19.44	36.40	49.06	38.16	32.34	营业部数量 (个)	86	107			
市净率	1.76	1.56	1.50	1.43	1.35	服务部数量 (个)	6	6			

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。11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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看涨：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	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。