

分析师: 张洋  
 登记编码: S0730516040002  
 zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

经纪业务核心指标排名稳定, 投资业务实现反转

——华西证券(002926)2023 年中报点评

## 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

### 市场数据(2023-08-24)

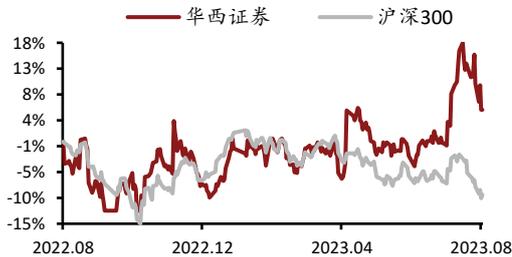
发布日期: 2023 年 08 月 25 日

收盘价(元)	8.85
一年内最高/最低(元)	9.86/7.32
沪深 300 指数	3,723.43
市净率(倍)	1.02
总市值(亿元)	232.31
流通市值(亿元)	232.31

### 基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	8.72
总资产(亿元)	973.08
所有者权益(亿元)	228.87
净资产收益率(%)	2.31
总股本(亿股)	26.25
H 股(亿股)	0.00

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

### 相关报告

《华西证券(002926)年报点评: 自营短期承压较重, 经纪业务竞争力较强》 2023-05-05

联系人: 马焱琦  
 电话: 021-50586973  
 地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼  
 邮编: 200122

**2023 年中报概况:** 华西证券 2023 年上半年实现营业收入 20.21 亿元, 同比+15.51%; 实现归母净利润 5.24 亿元, 同比+79.91%。基本每股收益 0.20 元, 同比+81.82%; 加权平均净资产收益率 2.31%, 同比+1.01 个百分点。2023 年半年度不分配、不转增。

**点评:** 1. 2023H 公司投资收益(含公允价值变动)占比出现提高, 经纪、投行、资管、利息、其他收入占比出现下降。2. 经纪业务核心指标排名稳定, 手续费净收入同比-13.09%。3. 股权、债权融资均尚待发力, 投行业务手续费净收入同比-24.55%。4. 产品业绩报酬收入减少, 资管业务手续费净收入同比-32.35%。5. 权益自营收益增加, 固收自营业绩较好, 投资收益(含公允价值变动)实现反转。6. 两融余额企稳回升, 质押规模仍有下降, 利息净收入同比-23.10%。

**投资建议:** 报告期内公司具备较强竞争力的经纪业务虽有下滑, 但核心指标排名稳定, 并稳居行业前列, 融资余额市占率保持增长; 权益自营收益同比增加、固收自营投资收益较好、另类投资业务大幅扭亏共同推动投资收益(含公允价值变动)实现反转。预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.26 元、0.34 元, BVPS 分别为 8.89 元、9.28 元, 按 8 月 24 日收盘价 8.85 元计算, 对应 P/B 分别为 1.00 倍、0.95 倍, 维持公司“增持”的投资评级。

**风险提示:** 1. 权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2. 市场波动风险; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入(亿元)	51.22	33.76	37.51	42.92
增长比率	9%	-34%	11%	14%
归母净利(亿元)	16.32	4.22	6.95	8.98
增长比率	-14%	-74%	65%	29%
EPS(元)	0.62	0.16	0.26	0.34
市盈率(倍)	14.30	34.98	34.04	26.03
BVPS(元)	8.52	8.54	8.89	9.28
市净率(倍)	1.15	0.89	1.00	0.95

资料来源: Wind、中原证券

## 华西证券 2023 年中报概况：

华西证券 2023 年上半年实现营业收入 20.21 亿元，同比+15.51%；实现归母净利润 5.24 亿元，同比+79.91%。基本每股收益 0.20 元，同比+81.82%；加权平均净资产收益率 2.31%，同比+1.01 个百分点。2023 年半年度不分配、不转增。

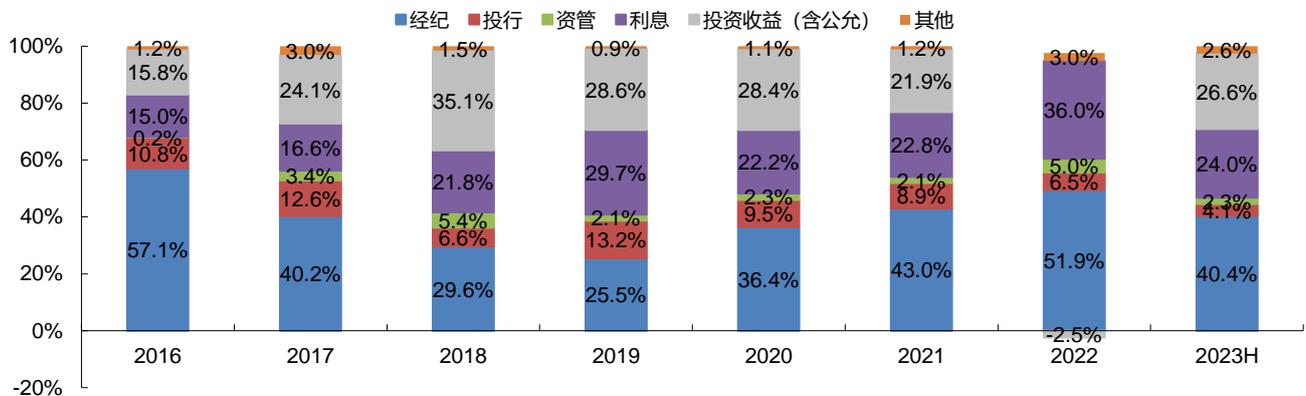
### 点评：

#### 1. 投资收益（含公允价值变动）占比显著提高，经纪、利息净收入占比明显下降

2023H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 40.4%、4.1%、2.3%、24.0%、26.6%、2.6%，2022 年分别为 51.9%、6.5%、5.0%、36.0%、-2.5%、3.0%。

2023H 公司投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，经纪、投行、资管、利息、其他收入占比出现下降。其中，投资收益（含公允价值变动）占比显著提高，经纪、利息净收入占比明显下降。

图 1：2016-2023H 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入等

#### 2. 经纪业务核心指标排名稳定，手续费净收入同比小幅下滑

2023H 公司实现经纪业务手续费净收入 8.17 亿元，同比-13.09%。

报告期内公司加强零售与机构业务协同共赢的探索，打造未来核心竞争力。依托线上+线下多元获客渠道，提质增效成果日。根据中基协公布的未经审计数据，公司代理买卖证券业务净收入（不含分仓）行业排名保持在前 20 名。根据中基协公布的基金销售机构公募基金销售保有规模数据，公司股票+混合公募基金保有规模排名行业第 23 名。

报告期内公司持续加快基金投顾业务的战略布局，打造以客户为中心的伴随式服务。截至报告期末，公司基金投顾签约客户突破 16000 户。公司始终重视投资端与顾问端的协同运营，客户对于基金投顾服务的认可度不断提高。

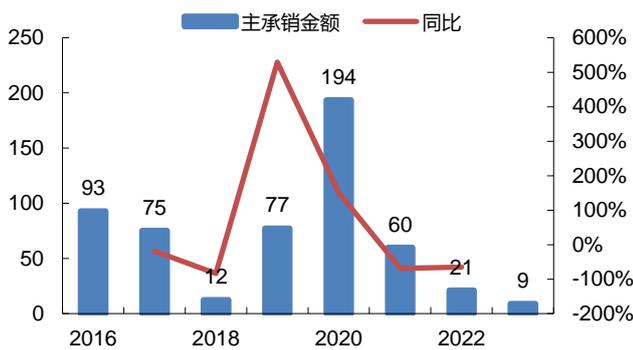
### 3. 股权、债权融资均尚待发力，投行业务手续费净收入同比下滑

2023H 公司实现投行业务手续费净收入 0.83 亿元，同比-24.55%。

股权融资业务方面，报告期内公司完成 1 个北交所 IPO 项目、1 个再融资项目、1 个可转债项目。根据 Wind 的统计，报告期内公司共完成股权融资主承销规模 8.91 亿元，达到 2022 年全年的 42.43%。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 8 月 24 日，公司 IPO 项目储备 6 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 28 位。

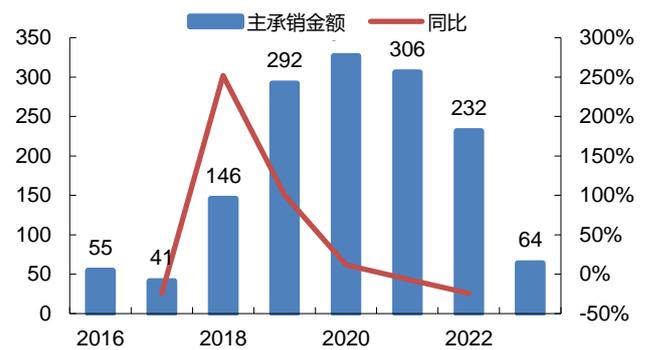
债权融资业务方面，报告期内公司共完成公司债、企业债主承销规模 63.86 亿元，达到 2022 年全年的 27.58%。

图 2：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司企业债、公司债承销规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

### 4. 产品业绩报酬收入减少，资管业务手续费净收入同比下滑

2023H 公司实现资管业务手续费净收入 0.46 亿元，同比-32.35%。

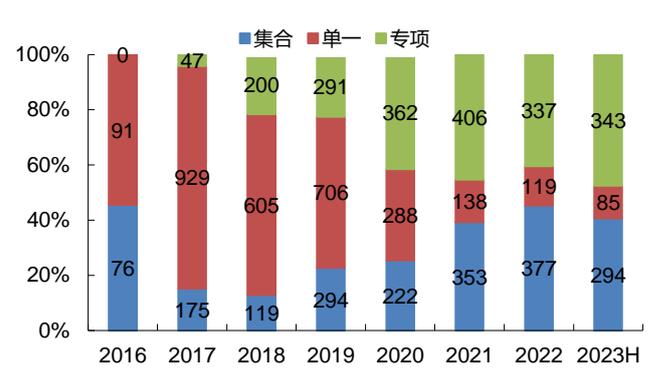
公司资产管理业务聚焦资产证券化业务与主动管理投资业务双擎驱动，积极布局权益投资，已经具备了较强的行业竞争力和一定的品牌影响力。截至报告期末，公司资管总规模为 722.11 亿元，较 2022 年底-13.25%；其中，集合、单一、专项资管规模分别为 294 亿、85 亿、343 亿，较 2022 年底分别-83 亿、-33 亿、+6 亿。

图 4：公司资管总规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 5：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

## 5. 权益自营收益增加，固收自营业绩较好，投资收益（含公允价值变动）实现反转

2023H 公司实现投资收益（含公允价值变动）5.37 亿元，同比扭亏为盈。

权益类自营业务方面，报告期内公司投资业务（包括权益、固收自营以及另类投资业务）实现业绩反转，主要是权益投资收益增加所致。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司取得较好的投资业绩，整体跑赢市场，排名前列。

另类投资业务方面，报告期内公司另类投资子公司华西银峰实现营业收入 0.84 亿元，同比大幅扭亏；实现净利润 0.60 亿元，同比扭亏为盈。

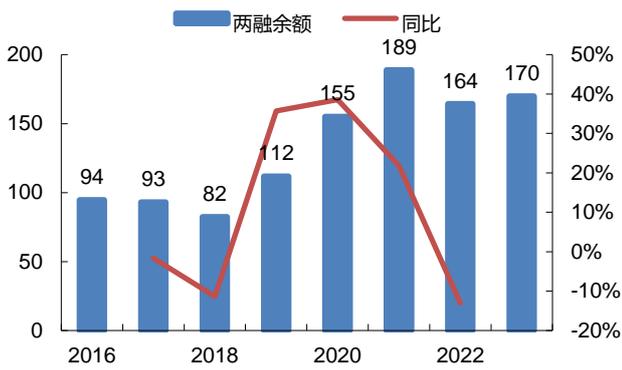
## 6. 两融余额企稳回升，质押规模仍有下降

2023H 公司实现利息净收入 4.86 亿元，同比-23.10%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 169.84 亿元，较 2022 年底 +3.44%，市场份额 1.07%。

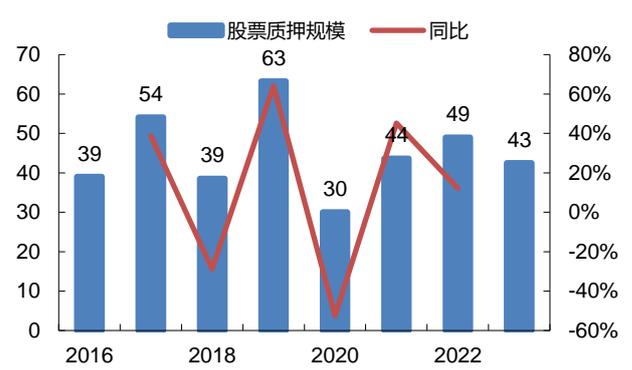
股票质押业务方面，截至报告期末，公司以自有资金开展的股票质押待购回余额为 42.52 亿元，较 2022 年底-13.14%。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 7：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

## 投资建议

报告期内公司具备较强竞争力的经纪业务虽有下滑，但核心指标排名稳定，并稳居行业前列，融资余额市占率保持增长；权益自营收益同比增加、固收自营投资收益较好、另类投资业务大幅扭亏共同推动投资收益（含公允价值变动）实现反转。

预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.26 元、0.34 元，BVPS 分别为 8.89 元、9.28 元，按 8 月 24 日收盘价 8.85 元计算，对应 P/B 分别为 1.00 倍、0.95 倍，维持公司“增持”的投资评级。

**风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期**

**财务报表预测和估值数据汇总**
**表 1: 资产负债表预测 (亿元)**

	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>资产:</b>	<b>957.95</b>	<b>977.47</b>	<b>987.43</b>	<b>1051.45</b>
货币资金	247.37	249.63	244.64	256.87
融出资金	179.38	164.02	173.86	191.25
金融投资	326.81	355.81	370.04	407.04
买入返售金融资产	107.05	109.91	98.92	89.03
应收利息及款项	3.58	0.76	1.37	0.88
长期股权投资	1.79	2.12	2.33	2.45
固定及无形资产	6.63	6.97	7.32	8.05
商誉	0.14	0.14	0.14	0.14
其他资产合计	85.19	88.11	88.81	95.74
<b>负债:</b>	<b>733.91</b>	<b>753.07</b>	<b>753.70</b>	<b>807.62</b>
流动负债	136.28	72.98	97.69	107.46
交易性金融负债	14.24	30.54	33.59	35.27
卖出回购金融资产款	132.74	166.87	158.53	163.29
代理买卖证券款	274.76	265.82	268.48	289.96
应付款项	12.38	10.74	8.06	9.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	152.52	194.76	175.28	189.30
其他负债	10.98	10.97	12.07	12.67
<b>所有者权益:</b>	<b>224.04</b>	<b>224.40</b>	<b>233.73</b>	<b>243.83</b>
股本	26.25	26.25	26.25	26.25
资本公积金	81.14	81.14	81.14	81.14
存留收益	83.55	83.06	89.70	96.88
一般风险准备	32.84	33.74	36.44	39.36
少数股东权益	0.26	0.22	0.20	0.20

资料来源: Wind、中原证券

**表 2：利润表预测（亿元）**

	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>营业收入：</b>	<b>51.22</b>	<b>33.76</b>	<b>37.51</b>	<b>42.92</b>
手续费及佣金净收入	27.99	21.86	19.12	21.40
其中：经纪业务	22.03	17.53	15.78	17.36
投行业务	4.57	2.18	2.07	2.28
资管业务	1.07	1.70	0.97	1.46
利息净收入	11.70	12.17	9.74	11.20
投资收益（含公允）	11.24	(0.83)	8.06	9.67
其他收入	0.29	0.56	0.59	0.65
<b>营业支出：</b>	<b>29.52</b>	<b>29.30</b>	<b>28.84</b>	<b>31.72</b>
管理费用	26.91	25.46	27.50	30.25
其他成本	2.61	3.84	1.34	1.47
<b>营业外收入：</b>	<b>(0.15)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>利润总额：</b>	<b>21.55</b>	<b>4.60</b>	<b>8.67</b>	<b>11.20</b>
所得税	4.72	0.42	1.72	2.22
<b>净利润：</b>	<b>16.82</b>	<b>4.18</b>	<b>6.95</b>	<b>8.98</b>
少数股东损益	(0.50)	0.04	(0.00)	(0.00)
<b>归母净利：</b>	<b>16.32</b>	<b>4.22</b>	<b>6.95</b>	<b>8.98</b>

资料来源：Wind、中原证券

**表 3：每股指标与估值**

	2021A	2022A	2023E	2024E
EPS	0.62	0.16	0.26	0.34
ROE（加权）	7.47%	1.89%	3.04%	3.76%
BVPS	8.52	8.54	8.89	9.28
P/E	14.30	34.98	34.04	26.03
P/B	1.15	0.89	1.00	0.95

资料来源：Wind、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；  
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；  
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。