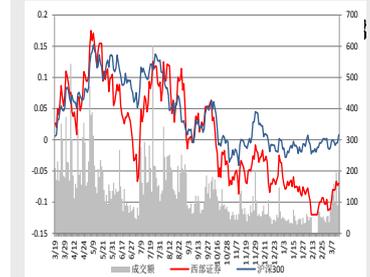


经纪业务不及预期，三板业务表现出色

推荐（首次）

市场表现 截至 2014.7.31



⑤ 受经纪业务拖累，整体业绩低于行业水平

从各家券商披露的半年报业绩预告来看，西部证券的半年报明显低于行业平均水平。2014年上半年，西部证券营业收入同比下降2.77%，归属于上市公司股东的净利润同比下降12.53%。这主要是受经纪业务和自营业务表现不佳的拖累，上半年西部证券经纪业务收入同比下滑12.59%，投资收益同比下滑69.16%。

⑤ 经纪业务占比逐步降低，业务转型正在进行

中小券商普遍存在业务结构不合理的问题，西部证券在09年时，经纪业务占比高达83%，之后公司积极转型，经纪业务占比逐年降低，今年上半年已经降至50%。同时，投行业务收入同比增长235%，资产管理业务收入同比增长310%，西部证券业务转型正在顺利进行。

⑤ 三板业务表现出色，看好西部大开发战略带来的业务机会

截至目前，西部证券共挂牌15家三板公司，股份总量达到5.15亿股，总市值超过22亿元，在行业内排名第7位。我们认为，随着西部大开发战略的推进，西部地区中小企业资源及行业整合趋势将给西部证券这类区域性券商带来更多的发展机会。

⑤ 投资策略

西部大开发战略有望给公司创新业务带来发展良机，而作为地方性券商，在政府支持下有望获得更多的发展资源。我们认为西部证券在创新导向下业绩具有爆发性增长的潜在机会。因此我们给出**推荐（首次）**评级。

⑤ 风险提示

大盘系统性风险可能拖累券商走势

市场数据 2014-7-31

A股收盘价(元)	11.69
一年内最高价(元)	13.37
一年内最低价(元)	10.56
上证指数	2,183
市净率	2.95
总股本(万股)	120,000
实际流通A股(万股)	68,761
限售流通A股(万股)	51,238
流通A股市值(亿元)	80.38

分析师：赵莎莎

执业编号：S1490514030002

联系人：宋蕊

电话：010-58565126

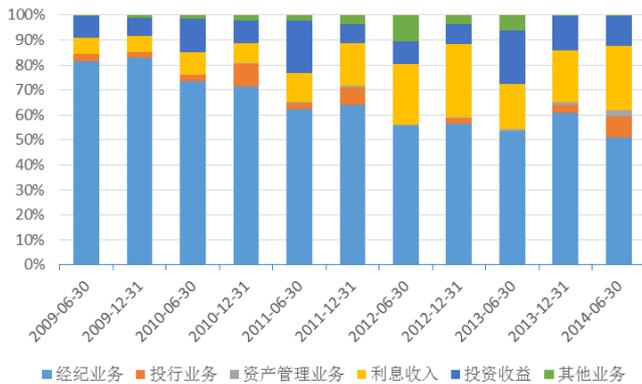
邮箱：songrui@hrsec.com.cn

图表：盈利预测表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	792.94	1,128.67	1,211.55	1,359.13	1,528.03
同比增长(+/-%)	-23.22%	42.34%	7.34%	12.18%	12.43%
归属净利润(百万元)	118.90	273.90	283.00	326.51	383.69
同比增长(+/-%)	-46.74%	130.37%	3.32%	15.37%	17.51%
每股收益(元)	0.10	0.23	0.24	0.27	0.32
PE	147.86	57.83	48.64	42.16	35.88
PB	3.95	3.41	2.81	2.79	2.76

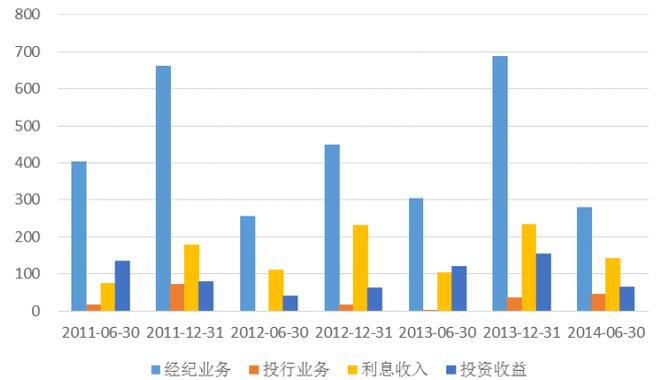
证券研究报告

图表 1：西部证券各项业务占比变动



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 2：各项业务收入变动 (百万元)



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 3：西部证券半年度业绩回顾

	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2	2014H1
一、营业收入	667.42	1,536.42	647.99	1,032.79	459.80	792.94	565.68	1,128.67	550.01
手续费及佣金净收入	514.63	1,272.43	436.12	772.93	269.26	494.66	340.43	737.20	341.16
利息净收入	60.93	125.92	74.39	178.69	111.85	232.63	103.42	234.24	142.10
投资净收益	97.69	143.11	136.72	73.31	34.97	52.04	113.20	161.59	34.91
公允价值变动净收益	-6.91	-6.94	-0.13	6.13	6.07	11.28	8.09	-6.21	30.59
汇兑净收益	-0.09	-0.45	-0.33	-0.71	0.06	-0.03	-0.26	-0.47	0.14
二、营业支出	318.87	831.52	351.38	730.87	322.57	634.66	330.78	752.61	341.80
管理费用	286.33	749.76	315.57	672.16	266.31	566.88	300.39	693.87	313.21
三、营业利润	348.55	704.90	296.61	301.93	137.22	158.28	234.90	376.06	208.22
加：营业外收入	3.31	12.00	1.88	6.42	1.70	8.05	0.07	1.79	1.26
减：营业外支出	1.46	5.28	0.82	0.90	0.01	0.67	0.26	1.11	1.49
四、利润总额	350.40	711.63	297.68	307.44	138.91	165.66	234.70	376.74	207.99
减：所得税	90.53	174.54	71.41	84.78	36.75	46.93	60.45	102.64	55.70
五、净利润	259.87	537.09	226.27	222.67	102.16	118.73	174.25	274.10	152.29
归属于母公司所有者的净利润	259.94	537.08	226.52	223.24	102.21	118.90	174.10	273.90	152.29
六、综合收益总额	0.00	635.28	76.13	53.70	139.63	146.89	179.40	290.61	184.69
七、每股收益：	0.26	0.54	0.23	0.22	0.10	0.10	0.15	0.23	0.13

数据来源:Wind, 华融证券整理

图表4：西部证券主要财务指标变动

	2010H1	2010H2	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	2013H2	2014H1
ROE	9.44	18.07	7.18	7.10	2.51	3.12	3.84	6.02	3.24
ROA	1.96	3.94	1.90	2.00	0.98	1.16	1.58	2.53	1.29
资产负债率	76.95	74.85	71.88	67.82	54.50	57.64	59.83	58.27	61.65
YOY									
营业收入	-15.67%	-11.89%	-2.91%	-32.78%	-29.04%	-23.22%	23.03%	42.34%	-2.77%
归属于母公司所有者的净利润	-39.45%	-32.15%	-12.85%	-58.44%	-54.88%	-46.74%	70.34%	130.37%	-12.53%

数据来源:Wind, 华融证券整理

图表5：西部证券盈利预测表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,032.79	792.94	1,128.67	1,211.55	1,359.13	1,528.03
手续费及佣金净收入	772.93	494.66	737.20	816.88	910.69	1,017.51
其中：代理买卖证券业务净收入	661.96	448.84	687.52	756.28	831.90	915.09
证券承销业务净收入	72.68	16.66	35.24	45.81	59.55	77.41
受托客户资产管理业务净收入	4.69	3.03	11.38	14.80	19.24	25.01
利息净收入	178.69	232.63	234.24	281.09	337.31	404.77
投资净收益	73.31	52.04	161.59	112.05	108.42	101.48
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-21.67	-6.79	-22.12	-14.55	-17.46	-16.52
收益						
公允价值变动净收益	6.13	11.28	-6.21	-0.52	0.75	2.29
汇兑净收益	-0.71	-0.03	-0.47	-0.33	-0.40	-0.39
其他业务收入	2.44	2.36	2.32	2.38	2.37	2.37
二、营业支出	730.87	634.66	752.61	827.88	910.66	1,001.73
营业税金及附加	57.28	33.28	57.60	63.36	69.70	76.67
管理费用	672.16	566.88	693.87	763.25	839.58	923.54
资产减值损失	0.29	33.24	-0.92	-1.01	-1.11	-1.22
其他业务成本	1.13	1.27	2.06	2.27	2.50	2.75
三、营业利润	301.93	158.28	376.06	383.67	448.47	526.31
四、利润总额	307.44	165.66	376.74	383.67	448.47	526.31
减：所得税	84.78	46.93	102.64	100.47	121.73	142.35
五、净利润	222.67	118.73	274.10	283.20	326.74	383.96
减：少数股东损益	-0.57	-0.16	0.19	0.20	0.23	0.27
归属于母公司所有者的净利润	223.24	118.90	273.90	283.00	326.51	383.69
六、每股收益：						
基本每股收益(元)	0.22	0.10	0.23	0.24	0.27	0.32

数据来源:Wind, 华融证券整理

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn