

西部证券(002673)新股定价报告

——经营稳健 自营突出

定价区间
10.26—13.18 元

金融/资本市场

发布时间: 2012 年 5 月 2 日

投资要点:

- 从资本实力、盈利规模和业务规模而言,西部证券排在行业 30-40 名左右。资本及资产规模虽小,但赢利能力较强。与已上市券商相比,西部证券盈利能力及资产规模处于东吴证券和国金证券之间。
- 截至 2011 年底,公司约 73%的证券营业部集中在陕西省内。公司证券营业部数量占陕西省内所有证券公司营业部数量的 45%。在陕西省内的市场份额约为 32.06%。由于经纪业务具有区域垄断优势,因此佣金率高于全行业平均水平。
- 2009 年以来,公司大力发展的投资银行业务取得了迅猛发展,已成为公司的重要收入和利润来源,2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年,公司投资银行业务收入占营业收入的比例分别为 1.02%、2.68%、10.04%和 8.49%。投资银行业务收入增加,严重依赖经纪业务和自营业务的利润结构已大为改善。
- 公司重视自营业务的发展,树立了以科学的管理制度指导和规范投资业务的思想,建立起包括风险控制、投资决策、交易管理、考核激励等一整套自营业务管理制度,投资收益率连续多年跑赢指数。
- 西部证券的综合竞争力处于东吴证券和国金证券之间。目前国金证券、东吴证券的总市值规模为 123 亿元和 158.2 亿元,西部证券上市后,总市值规模应该在这一区间内,按发行后 12 亿总股本计算,西部证券上市后的股价应该为 10.26-13.18 元。
- 风险提示:股票市场的波动将影响公司的经营业绩。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2011	103,279		22,323		0.19			
2012E	119,804	16.0%	31,291	40.2%	0.26			
2013E	145,848	21.7%	46,213	47.7%	0.39			
2014E	172,745	18.4%	61,436	32.9%	0.51			

发行数据	2011 年
发行前股本(万股)	100,000
发行数量(万股)	20,000
发行价格(元)	8.70
发行前 EPS(元)	0.22
发行后 EPS(元)	0.19
发行前每股净资产(元)	3.17
发行日期	2012-4-18
上市日期	2012-5-3
主承销商	招商证券

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550511020009

TEL: (8621)20361101

FAX: (8621)20361159

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、综合竞争力强

从资本实力、盈利规模和业务规模而言，西部证券排在行业30--40名左右。资本及资产规模虽小，但赢利能力较强。

表1、各项指标同行业排名

		2008 年	2009 年	2010 年
盈利规模	营业收入	34	38	38
	净利润	32	35	37
资产规模	净资产	48	46	45
	净资本	50	39	45
	总资产	44	41	45
业务规模	经纪业务	32	27	29
	承销业务	64	48	36
	自营业务	22	48	54

资料来源：公司公告、东北证券

表2、2010年上市券商综合指标对比

单位：万元

	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资本
西南证券	193,647	80,528	2,277,808	1,112,331	912,126
东吴证券	180,748	58,054	1,988,471	424,555	301,445
山西证券	149,580	43,903	1,763,450	653,338	480,239
国海证券	189,499	45,670	1,337,923	254,679	206,428
西部证券	153,642	53,709	1,242,222	311,492	250,429
国金证券	164,456	43,835	1,103,018	302,287	277,946

资料来源：公司公告、东北证券

表3、西部证券与其它上市券商对比

	西部/西南	西部/东吴	西部/山西	西部/国海	西部/国金
营业收入	79.3%	85.0%	102.7%	81.1%	93.4%
净利润	66.7%	92.5%	122.3%	117.6%	122.5%
总资产	54.5%	62.5%	70.4%	92.8%	112.6%
净资产	28.0%	73.4%	47.7%	122.3%	103.0%
净资本	27.5%	83.1%	52.1%	121.3%	90.1%
交易额	81.5%	69.7%	103.8%	92.2%	92.9%

资料来源：公司公告、东北证券

与已上市券商相比，西部证券盈利能力及资产规模处于东吴证券和国金证券之间。

表4、上市券商综合竞争力对比

单位：万元

公司名称	西南	山西	国金	国海	西部
ROE	7.20%	6.70%	14.50%	17.93%	17.24%
净资产	1112331	653338	302287	254,679	311,492
净资本	912126	480239	277946	206,428	250,429
净资本/净资产	82.00%	73.50%	91.90%	81.1%	80.4%
经纪业务份额	0.63%	0.61%	0.69%	0.66%	0.61%

资料来源：公司公告、东北证券

从资产质量来看，西部证券的净资本规模较小，净资本与净资产的比率较低，显示了公司面临较大的风险压力，融资需求强烈。

二、各项业务分析

1、业务收入结构

公司业务收入和利润主要来自证券经纪、投资银行及自营业务。2011 年，公司的证券经纪、投资银行及自营业务收入分别占公司业务收入的75.05%、8.49%和12.6%。

从业务收入结构上来说，西部证券的业务收入大部分来着于经纪业务，经纪业务收入贡献度高于行业总体水平。公司的业务收入受市场波动的影响较大。

表5、西部证券业务收入结构

单位：%

	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年
经纪业务	89.39	88.55	78.2	75.05
承销业务	1.02	2.68	10.04	8.49
资产管理	1.04	0.01	0.37	0.63
自营业务	7.22	7.69	11.01	12.63
其他业务	1.33	1.06	0.38	3.19
合计	100	100	100	100

资料来源：公司公告、东北证券

2、经纪业务分析

(1) 经纪业务具有区域优势

证券经纪业务是西部证券的传统优势业务，2008 年、2009 年、2010 年和2011 年公司经纪业务收入占营业收入的比例分别为89.39%、88.55%、78.20%和75.05%。

截至2011年底，公司拥有60家证券营业部，其中44家（含两家在筹）证券营业部位于陕西省内，公司约73%的证券营业部集中在陕西省内。公司证券营业部数量占陕西省内所有证券公司营业部数量的45%。在陕西省内的市场份额约为32.06%。

由于经纪业务具有区域垄断优势，因此佣金率高于全行业平均水平。

表6、西部证券佣金率与全行业比较

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
行业平均佣金率	0.14%	0.13%	0.10%	0.08%
西部证券佣金率	0.21%	0.19%	0.17%	0.14%

资料来源：公司公告，东北证券

(2) 网上交易情况

报告期内，公司经纪业务网上交易占经纪业务交易总额比例显著上升。2010年，公司网上交易金额为5365.6亿元，占公司经纪业务交易总额的82.66%。2011 年，公司网上交易金额为3889.67亿元，占公司经纪业务交易总额的84.70%。网上交易等非现场交易方式的发展降低了公司营业网点的运营成本，在一定程度上缓解了佣金率下降的压力。

表7、网上交易情况

单位：亿元

	2011 年	2010 年	2009 年
网上交易额	3889.67	5365.64	5870.5
占总交易额比例	84.67%	82.66%	79.99%

资料来源：公司公告，东北证券

2、承销业务分析

在投资银行业务方面，公司强调广义投资银行业务的概念，将投资银行部门作为开展创新业务的主要部门，在国家加快西部大开发和陕西建设西部经济强省的大背景下，利用公司作为陕西本地券商在政策扶持、股东支持等方面具有的巨大优势，力图在西部地区证券化程度迅速提升的过程中通过创新业务的开展构建投资银行业务新的运营模式和盈利模式。

2009 年以来，公司大力发展的投资银行业务取得了迅猛发展，已成为公司的重要收入和利润来源，2008年、2009年、2010 年和2011年，公司投资银行业务收入占营业收入的比例分别为1.02%、2.68%、10.04%和8.49%。投资银行业务收入增加，严重依赖经纪业务和自营业务的利润结构已大为改善。

表8、西部证券承销家数

单位：家

	总计	首发	增发	债券发行
2010 年	6	3	0	3
2011 年	5	1	1	3

资料来源：公司公告，东北证券

表9、承销募资金额

单位：万元

	总计	首发	增发	债券发行
2010 年	801,601	226,601	0	575,000
2011 年	488,822	82,662	56,160	350,000

资料来源：公司公告，东北证券

公司的新三板业务今年来一直处于业内领先地位，目前储备新三板项目50余个，同时，还积极开展对资产证券化、产业投资基金、直接投资等创新类业务的前期准备工作。新三板业务上的经验积累使公司在该项业务上具有先发优势。

3、自营业务

公司重视自营业务的发展，树立了以科学的管理制度指导和规范投资业务的思想，建立起包括风险控制、投资决策、交易管理、考核激励等一整套自营业务管理制度，为公司自营业务的发展奠定了制度基础。从事证券投资业务的上海第一分公司在实践中总结出了“长线人生、长线投资、快乐工作”的投资理念，在行业内较早提出并始终坚持价值投资。为公司取得了可观的投资收益。投资收益率连续多年跑赢指数。

最近三年，公司的自营规模分别为15亿元、18.5亿元和18.5亿元。

表10、投资收益率与指数对比

	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年
投资收益	66.9	8,441.2	9,003.1	7,379.4
投资收益率	0.15%	42.6%	18.1%	17.2%
同期上证 180 指数涨幅	-66.34%	91.77%	-16.04%	-1.68%
同期上证 50 指数涨幅	-67.23%	84.40%	-22.57%	0.61%

注：投资收益 = 投资收益 + 公允价值变动损益；投资收益率 = 投资收益 / 日均成本

资料来源：公司公告，东北证券

三、赢利预测

预计2012年及2013年，西部证券归属母公司所有者的净利润将达到3.13和4.62亿元，每股收益分别为0.26和0.39元。

表11、赢利预测

单位：万元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业收入	103,279	119,804	145,849	172,746
经纪业务	66,196	77,450	92,940	105,022
承销业务	7,268	10,901	14,172	19,840
资产管理业务	469	539	620	713
利息净收入	17,869	20,550	24,043	27,409
投资收益	7,331	9,164	12,372	17,321
公允价值变动损益	613	920	1,380	2,070
其他业务收入	244	281	323	371
二、营业支出	73,087	78,926	85,367	92,336
营业税金及附加	5,728	6,301	6,931	7,624
业务及管理费	67,216	72,593	78,401	84,673
资产减值损失	29	32	35	39
三、营业利润	30,193	40,878	60,482	80,410
加：营业外收入	642	834	1,085	1,410

减：营业外支出	90	98	105	114
四、利润总额	30,744	41,615	61,461	81,706
减：所得税费用	8,478	10,404	15,365	20,427
五、净利润	22,267	31,211	46,096	61,280
其中：归属母公司股东净利润	22,324	31,291	46,214	61,437
六、每股收益（摊薄）	0.19	0.26	0.39	0.51

资料来源：公司公告，东北证券

四、估值分析

西部证券的综合竞争力处于东吴证券和国金证券之间。目前国金证券、东吴证券的总市值规模为123亿元和158.2亿元，西部证券上市后，总市值规模应该在这一区间内，按发行后12亿总股本计算，西部证券上市后的股价应该为10.26 - 13.18元。

表12、估值比较

交易日期：2012-4-16

证券简称	市盈率(PE,TTM)	市盈率(PE)	市净率(PB)	总市值（亿元）
宏源证券	36.9	33.3	3.0	214.9
国元证券	46.8	38.6	1.5	217.2
国海证券	188.4	188.4	5.3	142.3
广发证券		44.5	2.9	919.0
长江证券		53.1	2.0	231.0
山西证券				171.8
中信证券	11.5	11.5	1.7	1452.0
国金证券	53.2	53.2	3.8	123.1
西南证券	82.4	82.4	2.2	216.5
海通证券	27.1	27.1	1.9	841.7
招商证券	19.7			599.0
太平洋	69.6			109.0
兴业证券	56.0	56.5	2.9	246.0
东吴证券	68.5			158.2
华泰证券	31.1			560.6
光大证券	29.1	29.1	2.1	449.1
方正证券	110.6	110.6	2.0	284.3

资料来源：WIND、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。