

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

自营短期承压较重, 经纪业务竞争力较强

——华西证券(002926)2022 年年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

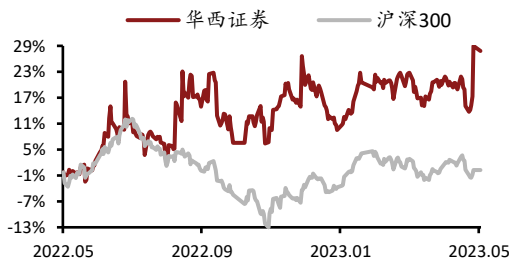
市场数据(2023-05-04)

收盘价(元)	8.76
一年内最高/最低(元)	8.84/6.81
沪深 300 指数	4,030.25
市净率(倍)	1.01
总市值(亿元)	229.95
流通市值(亿元)	229.95

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	8.71
总资产(亿元)	997.73
所有者权益(亿元)	228.57
净资产收益率(%)	1.78
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

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

发布日期: 2023 年 05 月 05 日

2022 年年报概况:华西证券 2022 年实现营业收入 33.76 亿元, 同比-34.10%; 实现归母净利润 4.22 亿元, 同比-74.12%。基本每股收益 0.16 元, 同比-74.19%; 加权平均净资产收益率 1.89%, 同比-5.58 个百分点。2022 年拟 10 派 0.30 元(含税)。

点评: 1. 2022 年公司经纪、资管、利息、其他收入占比出现提高, 投行、投资收益(含公允价值变动)占比出现下降。其中, 投资收益(含公允价值变动)占比出现较为明显的下降。2. 经纪业务手续费净收入同比-20.43%, 收入占比被动提高至近年来的相对高位水平。3. 股权融资规模下滑幅度较大, 投行业务总量明显减少, 手续费净收入同比-52.30%。4. 券商资管提质增效, 手续费净收入同比+58.88%。5. 股、债市场波动导致自营业务承压较重, 投资收益(含公允价值变动)同比-107.38%, 出现多年未见的亏损。6. 两融规模随市回落, 质押规模小幅回升, 利息净收入同比+4.02%。

投资建议:报告期内受市场波动影响, 公司自营业务承压较重, 但中长期业绩相对稳定, 2023 年改善预期强。公司经纪业务竞争实力较强, 近年来在机构客户方面实现了突破; 投行业务虽有波动, 但作为公司支柱业务之一发展前景可期; 资管业务收入占比较低, 业务转型稳步推进。公司立足四川省, 综合实力在西部地区证券公司中居于领先地位, 已形成了较为显著的经营网络优势和客户资源优势, 在中小券商中具备差异化的竞争优势。预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.44 元、0.48 元, BVPS 分别为 8.89 元、9.28 元, 按 5 月 4 日收盘价 8.76 元计算, 对应 P/B 分别为 0.99 倍、0.94 倍, 首次覆盖给予“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	48.39	52.52
增长比率	9%	-34%	43%	9%
归母净利(亿元)	16.32	4.22	11.63	12.62
增长比率	-14%	-74%	176%	9%
EPS(元)	0.62	0.16	0.44	0.48
市盈率(倍)	14.30	34.98	19.91	18.25
BVPS(元)	8.52	8.54	8.89	9.28
市净率(倍)	1.15	0.89	0.99	0.94

资料来源: Wind 证券

华西证券 2022 年报概况：

华西证券 2022 年实现营业收入 33.76 亿元，同比-34.10%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比-74.12%。基本每股收益 0.16 元，同比-74.19%；加权平均净资产收益率 1.89%，同比-5.58 个百分点。2022 年拟 10 派 0.30 元（含税），分派红利总额占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率为 18.65%。

根据中国证券业协会的统计，2022 年证券行业共实现营业收入 3949.73 亿元，同比-21.38%；共实现净利润 1423.01 亿元，同比-25.54%。华西证券 2022 年经营业绩增速低于行业均值。

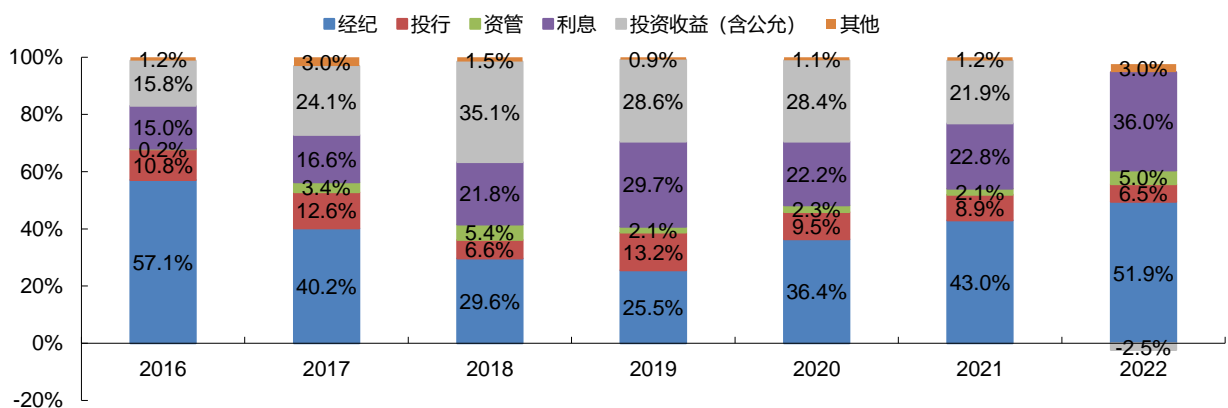
点评：

1. 投资收益（含公允价值变动）占比出现较为明显的下降

2022 年公司经纪、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 51.9%、6.5%、5.0%、36.0%、-2.5%、3.0%，2021 年分别为 43.0%、8.9%、2.1%、22.8%、21.9%、1.2%。

2022 年公司经纪、资管、利息、其他收入占比出现提高，投行、投资收益（含公允价值变动）占比出现下降。其中，投资收益（含公允价值变动）占比出现较为明显的下降，且出现多年未见的负值。

图 1：2016-2022 年公司收入结构



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. 经纪业务手续费净收入随市回落，收入占比被动提高至近年来的相对高位水平

2022 年公司实现经纪业务手续费净收入 17.53 亿元，同比-20.43%。

经纪业务是公司的传统优势业务，代理买卖证券业务收入排名高于公司行业地位（2021年公司代理买卖证券业务收入排名行业第20位，市场占比1.35%，2022年未披露），2022年收入占比被动提高至近年来的相对高位水平。报告期内公司不断优化营销策略，各渠道获客提质增效，夯实客户基础；加紧构建全谱系金融产品体系，向覆盖客户生命周期、伴随客户财富成长的资源配置模式过渡。

报告期内公司全面启动基金投顾业务。截至报告期末，公司基金投顾签约规模已突破1亿元。

代销金融产品业务方面，报告期内公司加快资产配置体系的建立，特别是券结产品池的布局。报告期内公司实现代销金融产品收入1.51亿元，同比-37.60%。

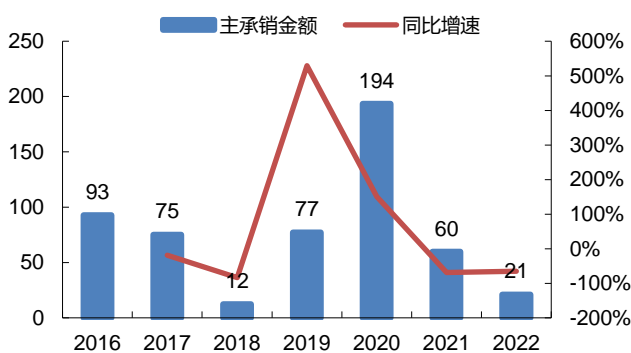
3. 股权融资规模下滑幅度较大，投行业务总量明显减少

2022年公司实现投行业务手续费净收入2.18亿元，同比-52.30%。

股权融资业务方面，根据Wind的统计，报告期内公司共完成股权融资（包括首发、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）主承销规模21.00亿元，同比-64.90%；其中，完成IPO项目1个。根据Wind的统计，截至2023年5月4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26位。

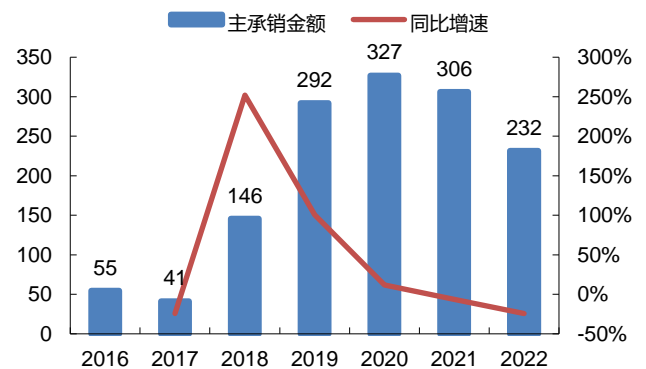
债权融资业务方面，报告期内公司共完成各类债券主承销规模231.51亿元，同比-24.32%。

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：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

4. 券商资管提质增效，手续费净收入同比增幅明显

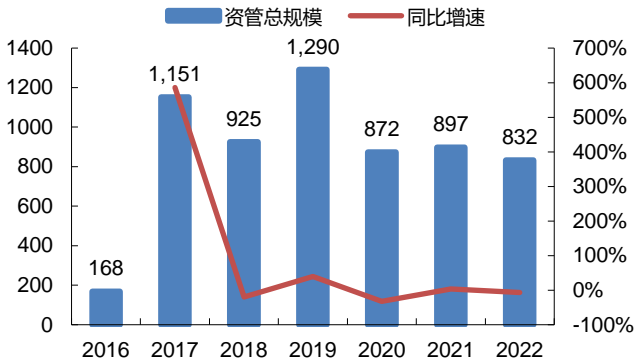
2022年公司实现资管业务手续费净收入7.70亿元，同比+58.88%。

公司资产管理业务近年来围绕“大固收”业务方向推动业务转型，深耕固收投资、资产证

券化两大重点业务领域，积极布局权益投资。报告期内公司资管业务继续布局固收投资、私募 FOF、量化产品，进一步拓宽资管业务产品线，主动管理业务收入稳步提高。

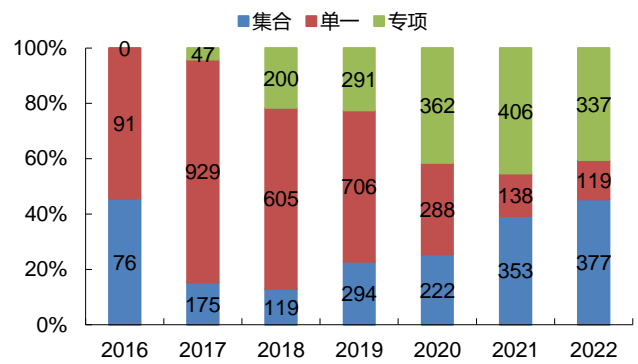
截至报告期末，公司资管总规模为 832.43 亿元，同比-7.23%；其中，集合、单一、专项资管规模分别为 377 亿、119 亿、337 亿，同比分别+24 亿、-19 亿、-70 亿。

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. 股、债市场波动导致自营业务承压较重

2022 年公司实现投资收益（含公允价值变动）-0.83 亿元，同比-107.38%，出现多年未见的亏损。

权益类自营业务方面，报告期内公司股票投资业务的选股策略和交易策略都承受了较大的压力。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司准确把握市场动向，抓住较多投资机会，并及时优化持仓结构、有效规避风险。

6. 两融规模随市回落，质押规模小幅回升

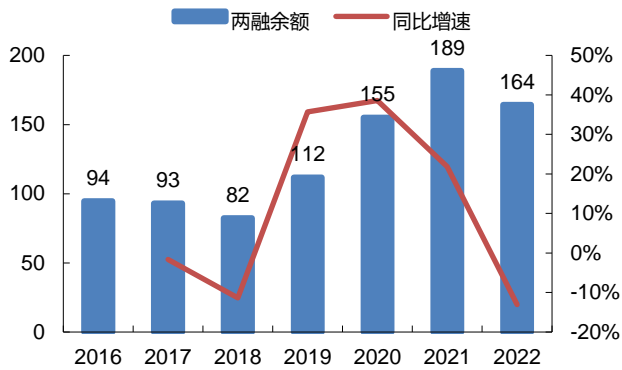
2022 年公司实现利息净收入 12.17 亿元，同比+4.02%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 164.19 亿元，同比-13.05%。

股票质押业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额为 48.95 亿元，同比+12.22%。

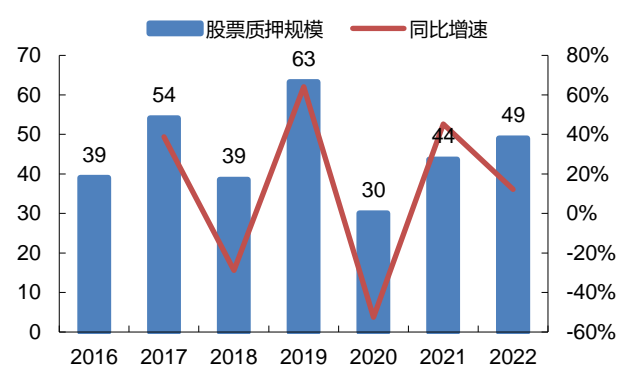
报告期内公司共计提信用减值损失 3.32 亿元，同比增加 1.27 亿元。

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

报告期内受市场波动影响，公司自营业务承压较重，但中长期业绩相对稳定，2023 年改善预期强。公司经纪业务竞争实力较强，近年来在机构客户方面实现了突破；投行业务虽有波动，但作为公司支柱业务之一发展前景可期；资管业务收入占比较低，业务转型稳推进。公司立足四川省，综合实力在西部地区证券公司中居于领先地位，已形成了较为显著的经营网络优势和客户资源优势，在中小券商中具备差异化的竞争优势。

预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.44 元、0.48 元，BVPS 分别为 8.89 元、9.28 元，按 5 月 4 日收盘价 8.76 元计算，对应 P/B 分别为 0.99 倍、0.94 倍，首次覆盖给予“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
资产:	957.95	977.47	1044.12	1096.84
货币资金	247.37	249.63	265.49	278.76
融出资金	179.38	164.02	180.42	189.44
金融投资	326.81	355.81	391.39	426.32
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	0.84	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	7.67	8.05
商誉	0.14	0.14	0.14	0.14
其他资产合计	85.19	88.11	96.92	101.77
负债:	733.91	753.07	810.39	853.01
流动负债	136.28	72.98	80.28	84.29
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	175.21	183.97
代理买卖证券款	274.76	265.82	287.09	301.45
应付款项	12.38	10.74	11.81	12.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	152.52	194.76	210.34	222.96
其他负债	10.98	10.97	12.07	12.67
所有者权益:	224.04	224.40	233.73	243.83
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
营业收入：	51.22	33.76	48.39	52.52
手续费及佣金净收入	27.99	21.86	24.01	25.24
其中：经纪业务	22.03	17.53	19.28	20.24
投行业务	4.57	2.18	2.29	2.40
资管业务	1.07	1.70	2.04	2.20
利息净收入	11.70	12.17	13.14	13.80
投资收益（含公允）	11.24	(0.83)	5.62	6.74
其他收入	0.29	0.56	0.59	0.62
营业支出：	29.52	29.30	33.50	36.36
管理费用	26.91	25.46	29.28	31.78
其他成本	2.61	3.84	4.22	4.58
营业外收入：	(0.15)	0.14	0.00	0.00
利润总额：	21.55	4.60	14.89	16.16
所得税	4.72	0.42	3.26	3.54
净利润：	16.82	4.18	11.63	12.62
少数股东损益	(0.50)	0.04	(0.00)	(0.00)
归母净利：	16.32	4.22	11.63	12.62

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	0.44	0.48
ROE（加权）	7.47%	1.89%	5.08%	5.30%
BVPS	8.52	8.54	8.89	9.28
P/E	14.30	34.98	19.91	18.25
P/B	1.15	0.89	0.99	0.94

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大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 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。