

## 投资推动业绩增长

■ **业绩符合预期:** 公司 2012 年共实现营业收入 13 亿元, 同比增长 22%, 共实现净利润 3.4 亿元, 同比增长 30%, 每股收益为 0.15 元, 期末每股净资产为 4.48 元。

■ **业绩增长主要得益于自营业务:** 分业务结构来看, 公司全年业绩增长主要得益于自营业务。各项业务收入中, 经纪业务收入 3.8 亿元, 同比减少 25%, 降幅与行业基本相当; 投行业务收入 3.2 亿元, 同比减少 38%, 也主要是受行业性减速影响; 自营业务实现收入 1.9 亿元 (投资收益+公允价值变动-联营企业收益), 去年同期为亏损 3.7 亿元, 因此自营业务收入大幅增长并使得 2012 年营收有所增长。2012 年, 自营业务收入占营业收入的比重由 2011 年的-30% 变为 24%。

■ **经纪业务是营业利润的主要来源:** 公司 2012 年合计营业利润为 3.8 亿元, 其中经纪业务贡献 2.1 亿元, 占比 56%, 自营业务贡献 1.3 亿元, 占比 33%, 经纪业务目前在西南证券的营业利润中占比较高。分省市来看, 西南证券目前 41 家营业部分布在的 16 个省份中, 2012 年由 4 个省份出现亏损。未来如果经纪业务门槛放开, 公司可能会受到一定冲击。

■ **权益类资产显著减少:** 至 2012 年末, 公司可供出售金融资产项下浮亏由年初的 2.6 亿元减少至 0.6 亿元, 同时交易性及可供出售的权益类资产由年初的 33 亿元显著减少至 3.3 亿元, 显示公司对投资业务的控制。

■ **预计增发提升 BVPS16%:** 公司计划非公开发行 5 亿元筹资不超过 43.6 亿元, 发行价格为 8.72 元, 参与发行的股东均为公司现有股东。预计增发将提升公司 2013 年每股净资产约 16%。

■ **维持公司增持-A 的投资评级:** 增发可能给公司带来事件性的投资机会。我们给予公司增持-A 的投资评级和 13.5 元的目标价, 对应增发后 2.5 倍 P/B。

■ **风险提示:** 经纪业务门槛放开。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,040	1,268	1,455	1,577	1,722
Growth(%)	-46.28%	21.89%	14.73%	8.37%	9.21%
净利润	263	342	397	443	483
Growth(%)	-67.38%	30.35%	15.98%	11.47%	9.21%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.17	0.19	0.21
每股净资产(元)	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0
市盈率	85	65	56	50	46
市净率	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价 **13.50 元**  
股价 (2013-03-25) **9.62 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	22,342.97
流通市值 (百万元)	15,794.77
总股本 (百万股)	2,322.55
流通股本 (百万股)	1,641.87
12 个月价格区间	7.06/12.63 元
十大股东 (%)	72.84%

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.95	6.71	-3.08
绝对收益	-1.64	13.44	-0.72

**杨建海** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020022  
yangjh@essence.com.cn  
021-68765375

**贺立** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080004  
heli@essence.com.cn  
021-68767803

### 相关报告

西南证券: 自营取得较好收益: 2012 年中报点评	2012-08-21
西南证券: 自营拖累业绩: 2011 年年报点评	2012-03-20
西南证券: 重组方案符合预期: 公司吸收合并国都证券方案点评	2011-12-26

**财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))**

利润表						资产负债表					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1,040</b>	<b>1,268</b>	<b>1,455</b>	<b>1,577</b>	<b>1,722</b>	货币资金	6,777	5,616	6,178	6,796	7,475
手续费净收入	1,072	734	593	656	695	结算备付与保证金	737	863	949	1,044	1,149
代理买卖证券业务净收入	508	379	423	451	451	交易性金融资产	5,101	5,504	6,055	6,660	7,326
证券承销业务净收入	516	321	171	205	244	买入返售金融资产	2,453	1,729	1,902	2,092	2,302
资产管理业务净收入	40	34	37	41	45	可供出售金融资产	841	267	294	324	356
利息净收入	270	199	279	362	471	其他资产	1,855	3,276	2,625	2,873	3,146
投资收益及公允价值变动	-306	301	583	559	556	<b>资产总计</b>	<b>17,764</b>	<b>17,257</b>	<b>18,003</b>	<b>19,789</b>	<b>21,754</b>
其他业务收入	5	34	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
<b>营业支出</b>	<b>-821</b>	<b>-884</b>	<b>-946</b>	<b>-1,009</b>	<b>-1,102</b>	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-73	-66	-73	-79	-86	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-849	-783	-873	-930	-1,016	卖出回购金融资产款	1,900	1,570	2,000	2,000	2,000
<b>营业利润</b>	<b>219</b>	<b>384</b>	<b>509</b>	<b>568</b>	<b>620</b>	代理买卖证券款	5,486	4,738	5,718	6,289	6,918
营业外收支	116	1	0	0	0	其他负债	478	544	-457	381	1,306
<b>利润总额</b>	<b>335</b>	<b>385</b>	<b>509</b>	<b>568</b>	<b>620</b>	<b>负债合计</b>	<b>7,864</b>	<b>6,852</b>	<b>7,261</b>	<b>8,671</b>	<b>10,224</b>
所得税	-73	-43	-112	-125	-136	股本	2,323	2,323	2,323	2,323	2,323
<b>净利润</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>397</b>	<b>443</b>	<b>483</b>	归属母公司所有者权益	9,900	10,405	10,742	11,119	11,530
归属母公司所有者净利润	263	342	397	443	483	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>所有者权益合计</b>	<b>9,900</b>	<b>10,405</b>	<b>10,742</b>	<b>11,119</b>	<b>11,530</b>

**经营指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
平均总资产收益率	1.30%	1.96%	2.25%	2.34%	2.33%
平均净资产收益率	2.50%	3.37%	3.76%	4.05%	4.27%
管理费用率	-81.64%	-61.76%	-60.00%	-59.00%	-59.00%
营业收入/总资产	5.13%	7.24%	8.25%	8.34%	8.29%

**每股数据**

(元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.11	0.15	0.17	0.19	0.21
每股净资产	4.3	4.5	4.6	4.8	5.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

**风险指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净资本					
扣除代买卖证券款负债率					
自营规模/净资本					
权益自营规模/净资本					

**估值**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率	85.1	65.3	56.3	50.5	46.2
市净率	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

杨建海、贺立分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034