

证券行业

报告原因：中报点评

2013年8月27日

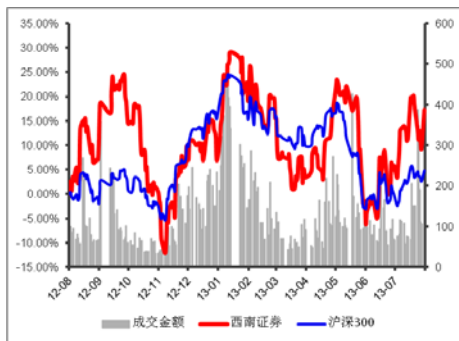
市场数据：2013年8月26日

收盘价(元):	9.33
一年内最高/最低(元):	10.27/6.99
市净率	2.10
总市值(亿元):	216.69
流通A股市值(亿元):	216.69

基础数据：2013年6月30日

每股收益(元)	0.13
营业收入(百万元)	773.60
净利润(百万元)	304.33

公司近期市场表现(最近一年):



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

Email: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：李彬

Tel: 010-82190301

Email: libin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

西南证券（600369）

买入

依托重庆地域优势 定增启动充实资本

首次

公司研究/点评报告

投资要点：

● **整体情况**：2013年1-6月，西南证券实现营业收入77359.88万元，同比增加9.66%；实现归属于母公司所有者的净利润30433.40万元，同比增加7.77%；基本每股收益0.13元/股，同比增加8.33%；加权平均净资产收益率为2.88%，同比增加0.09个百分点。

● **经纪业务**：2013年1-6月，西南证券实现代理买卖证券业务净收入21359.05万元，同比提高9.74%。公司佣金率延续了之前小幅下滑的走势，2013年第二季度，公司佣金率为0.638%；公司经纪业务市场占有率保持稳定，2013年上半年，西南证券经纪业务股基市场占有率为0.77%，公司在重庆地区的优势地位依然存在。

● **投行业务**：2013年上半年投行业务完成非公开发行项目2个，融资总额13.70亿元；完成债券主承销项目5个，融资总额95.00亿元。2013年1-6月，西南证券共实现证券承销业务净收入12440.41万元，同比增加42.50%。

● **自营业务**：截至2013年6月30日，公司自营规模为97.88亿元，相较2012年末的自营规模大幅增加了69.60%。2013年1-6月，公司自营投资业务实现收入19032.16万元，相较去年同期减少了20.08%。

● **资产管理**：2013年上半年，西南证券先后成功发行了公司第一只保证基金管理产品双喜增利、第一只创新型小集合产品汇盈1号，资产管理业务共实现收入3122.98万元，同比提升100.38%。

● **创新业务**：公司是较早开展融资融券业务的区域性券商之一，截至2013年6月30日，公司融资融券余额为12.34亿元，比2012年末提高123.72%；公司两融业务市场占比为0.56%，市场占有率有所下降；公司融资融券利息收入为4702.45万元，在营业收入中占比为6.08%。

● **投资建议**：我们预计2013年公司目标营业收入17.13亿，同比增加35.09%，净利润同比增加55.76%，我们预测2013、2014年每股收益分别为0.23、0.32元，给予公司“买入”评级。

● **风险提示**：市场波动风险，交易量大幅下滑，创新业务慢于预期

盈利预测	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	PE
2011A	1040.25	-46.28	262.68	-67.38	0.11	84.8
2012A	1267.97	21.89	342.41	30.25	0.15	62.2
2013E	1712.86	35.09	533.34	55.76	0.23	40.6
2014E	2158.11	25.99	746.60	39.99	0.32	29.2

单位：百万元、%、元

1、整体经营情况

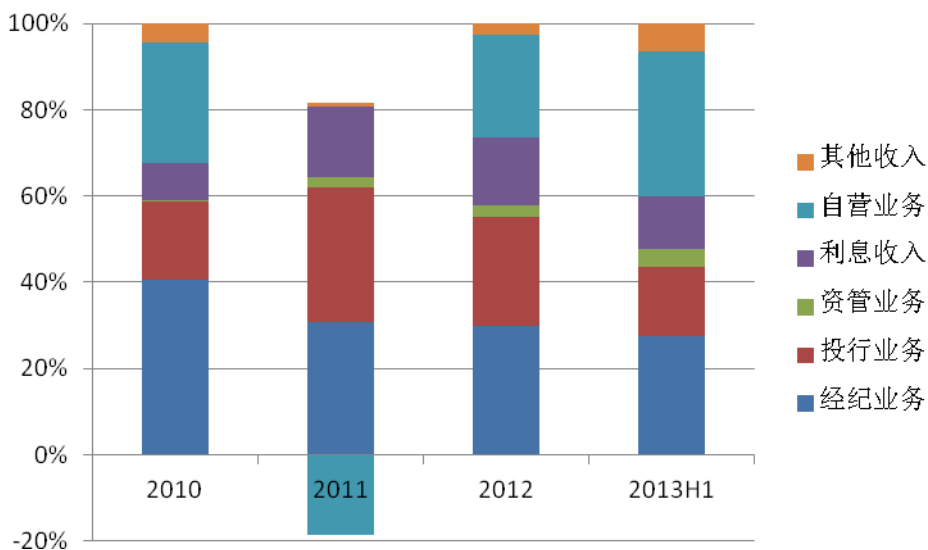
2013年1-6月，西南证券实现营业收入77359.88万元，同比增加9.66%；实现归属于母公司所有者的净利润30433.40万元，同比增加7.77%；基本每股收益0.13元/股，同比增加8.33%；加权平均净资产收益率为2.88%，同比增加0.09个百分点。

表格 1：西南证券半年业绩回顾

单位：百万	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	同比	环比
营业收入	821.29	218.97	705.42	562.55	773.60	9.66%	37.52%
手续费及佣金净收入	586.08	485.50	326.35	407.79	419.09	28.42%	2.77%
利息净收入	130.04	140.28	95.35	103.61	94.78	-0.59%	-8.52%
投资净收益	169.48	8.57	-75.38	-166.94	326.80		
公允价值变动净收益	-64.57	-419.76	356.02	186.97	-66.63		
营业支出	406.28	414.52	351.10	533.18	438.95	25.02%	-17.67%
营业税金及附加	45.33	28.01	32.61	33.04	47.99	47.15%	45.24%
管理费用	465.26	384.00	315.97	467.10	388.57	22.98%	-16.81%
资产减值损失	-107.04	0.15	0.00	21.63	0.07		-99.70%
营业利润	415.01	-195.55	354.33	29.36	334.65	-5.55%	1039.64%
利润总额	435.56	-100.38	355.26	29.92	335.46	-5.57%	1021.05%
净利润	335.04	-72.36	282.38	60.02	308.24	9.16%	413.53%
归属于母公司所有者的净利润	335.04	-72.36	282.38	60.02	304.33	7.77%	407.02%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图表 1：西南证券近期营业收入结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2、分业务经营情况

2.1 经纪业务：佣金率继续下滑 营业部获准筹建

进入2013年,西南证券经纪业务继续大力推动创新转型工作,在信用交易、机构业务、财富管理等创新业务方面进行了探索,努力实现传统通道业务精细化和创新业务多元化。公司力求在创新业务上取得突破,带动营业部转型发展,进一步推进营业部综合业务平台建设。

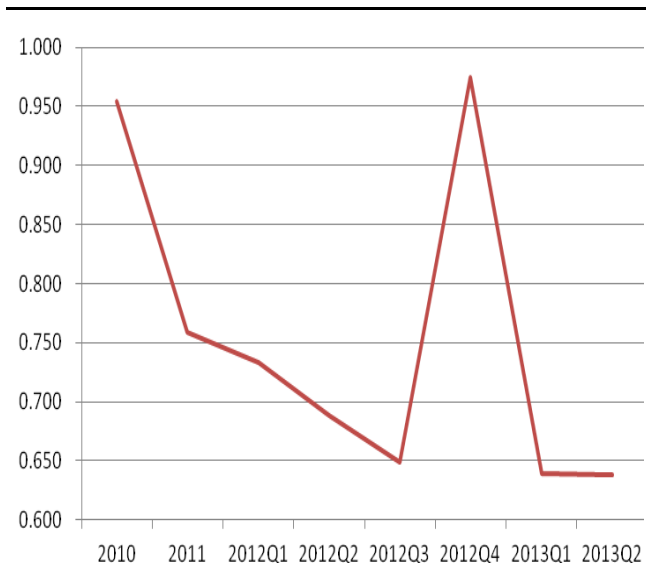
2013年1-6月,西南证券实现代理买卖证券业务净收入21359.05万元,同比提高9.74%。公司佣金率在2012年第4季度突然大幅度提升后,延续了之前小幅下滑的走势,2013年第二季度,公司佣金率为0.638%,与2012年全年佣金率(0.754%)相比下滑了15.39%;公司经纪业务市场占有率保持稳定,2013年上半年,西南证券经纪业务股基市场占有率为0.77%,与2012年市占率(0.79%)相比略微下降了0.02个百分点,说明公司在重庆地区的优势地位依然存在。但随着各大券商开始大力设立C类营业部,将对公司经纪业务的市场份额形成较大冲击。为了巩固市场份额,西南证券也在积极筹建营业部,截至目前,监管机构已经核准西南证券筹建23家证券营业部的申请。

表格 2：西南证券佣金率

日期	2010	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012	2013Q1	2013Q2
佣金率(%)	0.954	0.759	0.734	0.688	0.649	0.974	0.754	0.639	0.638

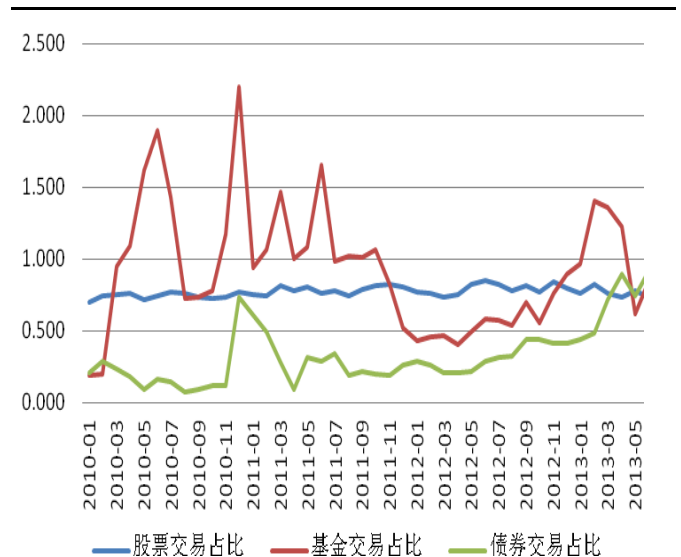
资料来源：Wind, 山西证券研究所

图表 2：西南证券佣金率变化情况(%)



资料来源：Wind, 山西证券研究所

图表 3：西南证券经纪业务占比(%)



资料来源：Wind, 山西证券研究所

2.2 投行业务：收入同比增幅明显

2013年上半年, 公司投资银行业务抓住综合业务平台建设契机, 凭借大投行运作优势, 优化业务品种, 调整业务模式, 加大并购业务和债券业务的开发力度, 提高质量控制水平, 增强风险控制意识, 整体经营业绩稳定。投行业务完成非公开发行项目2个, 融资总额13.70亿元; 完成债券主承销项目5个, 融资总额95.00亿元。

2013年1-6月, 西南证券共实现证券承销业务净收入12440.41万元, 同比增加42.50%。

表格 3: 西南证券 2013 年上半年承销情况统计

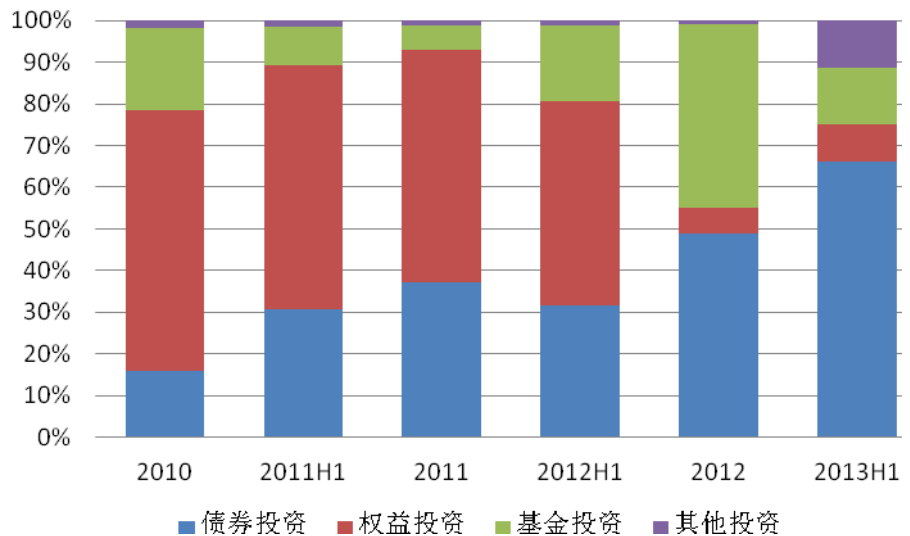
代码	名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模(万元)	发行费用(万元)	承销及保荐收入(万元)
1380012. IB	13 滇公路投债	债券发行	2013-1-11	100,000.0000		
1380053. IB	13 滇投债	债券发行	2013-2-1	120,000.0000		
002004. SZ	华邦颖泰	增发	2013-2-1	91,999.9993	3,473.7000	3,273.7000
1380114. IB	13 益高新债	债券发行	2013-3-13	150,000.0000		
600235. SH	民丰特纸	增发	2013-4-3	45,004.8000	1,560.1200	
000739. SZ	普洛药业	增发	2013-4-8	29,999.9995	2,493.0984	
1380201. IB	13 渝城投债	债券发行	2013-5-21	220,000.0000		
600499. SH	科达机电	增发	2013-5-23	6,799.9051	100.0000	

资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.3 自营业务：规模大幅提升 收入出现下滑

西南证券自营业务主动调整投资规模, 通过优化传统方向性投资、量化投资和固定收益投资三块业务的资金配置, 大幅提升了自营业务的抗风险能力; 通过合理使用股指期货、利率互换及报价回购等衍生工具, 加大量化投资和固定收益投资力度, 实现较好收益。

截至2013年6月30日, 公司自营规模为97.88亿元, 相较2012年末的自营规模大幅增加了69.60%。2013年1-6月, 受公允价值变动为负的拖累, 公司自营投资业务实现收入19032.16万元, 相较去年同期减少了20.08%。公司自营规模中, 债券类投资占比提高到66.64%。

图表 4：西南证券自营投资占比情况（%）


资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.4 资管业务：发展增速较快

2013年上半年，西南证券资产管理业务平台建设初见成效，先后成功发行了公司第一只保证金管理产品双喜增利、第一只创新型小集合产品汇盈1号，并成功获得了受托管理保险资金业务资格。

2013年1-6月，西南证券资产管理业务实现收入3122.98万元，同比提升100.38%。

公司持有银华基金管理有限公司49%的股权，2013年1-6月，银华基金实现营业收入4.93亿元，净利润1.43亿元。

表格 4：西南证券 2013 年上半年集合资产管理产品发行情况

产品简称	最新份额（亿份）	最新资产净值（亿元）	所属概念	推广起始日	存续期(年)	成立规模(亿份)
西南双喜汇盈 1 号 B				2013-5-17		
西南双喜汇盈 1 号 A	0.90	0.9000		2013-5-17		0.90

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.5 创新业务：两融业务稳定开展

2013年以来，公司成功设立了全资子公司西证创新公司，以产业基金投资的形式支持地方经济和实体企业的发展，取得了初步成效。此外，公司场外交

易业务加强新三板和重庆OTC项目的调研、储备和开发，顺利获得全国中小企业股份转让系统主办券商业务资格，成功完成首单重庆股份转让中心挂牌项目。

公司是较早开展融资融券业务的区域性券商之一，两融业务近期发展稳定，截至2013年6月30日，公司融资融券余额为12.34亿元，比2012年末提高123.72%；公司两融业务市场占比为0.56%，市场占有率有所下降，在全行业排名第38位；2013年1-6月公司融资融券利息收入为4702.45万元，在营业收入中占比为6.08%。

表格 5：西南证券融资融券业务余额与占比

日期	融资融券余额（万元）	占比（%）
2010Q4	377.02	0.09
2011Q1	12347.19	0.59
2011Q2	15817.29	0.58
2011Q3	25956.21	0.77
2011Q4	25284.34	0.66
2012Q1	36711.62	0.79
2012Q2	47132.37	0.77
2012Q3	52182.71	0.74
2012Q4	55153.25	0.62
2013Q1	107416.15	0.66
2013Q2	123389.80	0.56

资料来源：Wind，山西证券研究所

公司持有西证股权投资有限公司100%的股权；公司持有西证创新投资有限公司100%的股权，2013年1-6月，西证创新实现净利润241万元；公司持有重庆股份转让中心有限责任公司53%的股权，2013年1-6月，该子公司实现净利润800万元。

3、盈利预测

作为唯一一家注册地在重庆的证券公司，西南证券将抓住西部大开发和重庆长江上游区域性金融中心建设的历史机遇，并将其转化为公司的核心竞争力，更好的为重庆的实体经济服务，促进业务的全面提升。

2013年上半年，西南证券启动了非公开发行股票融资事项，公司股东重庆城投、江北嘴集团、重庆高速和重庆水务资产拟以现金认购公司2013年非公开发行股票；2013年8月，公司完成2013年度第一期短期融资券的发行工作，发行总额为10亿元人民币，公司资本实力将得到进一步的提升，有利于各项创新业务的开展。

我们预测2013年、2014年西南证券每股收益为0.23、0.32元，给予“买入”评级。

表格 6：盈利预测表

单位：百万	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业收入	1,040.25	1,267.97	1712.86	2158.11
手续费及佣金净收入	1,071.58	734.14	1007.29	1184.79
其中：代理买卖证券业务净收入	507.67	379.34	469.99	498.77
证券承销业务净收入	515.62	321.23	385.48	501.12
受托客户资产管理业务净收入	39.75	34.06	51.09	66.42
利息净收入	270.32	198.96	219.56	383.47
投资净收益	178.05	-242.32	416.01	469.85
公允价值变动净收益	-484.33	542.99	50.00	100.00
汇兑净收益	-2.02	0.40	0.00	0.00
其他业务收入	6.65	33.82	20.00	20.00
二、营业支出	820.80	884.28	994.74	1154.31
营业税金及附加	73.34	65.66	94.21	118.70
管理费用	849.26	783.07	900.53	1035.61
资产减值损失	-106.89	21.63	0.00	0.00
三、营业利润	219.46	383.69	718.12	1003.80
加：营业外收入	118.66	2.95	2.50	2.50
减：营业外支出	2.94	1.46	1.50	1.50
四、利润总额	335.18	385.18	719.12	1004.80
减：所得税	72.50	42.77	179.78	251.20
五、净利润	262.68	342.41	539.34	753.60
减：少数股东损益	0.00	0.00	6.00	7.00
六、归属于母公司所有者的净利润	262.68	342.41	533.34	746.60
七、基本每股收益（元）	0.11	0.15	0.23	0.32

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。