

西南证券 600369.SH

## 盈利进入快车道

**事件：**西南证券发布 2013 年三季报。报告期内公司实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 53%；归属于母公司股东的净利润为 5.05 亿元，同比增长 150%。

## 投资要点

- **公司前三季度业绩同比大幅增长：**借助今年良好的经营形势和去年同期较低的基数，西南证券前三季度 150% 的盈利增速远超同业。归因来看，经纪、自营（包括国资项目）增长和费用节约对业绩分别形成 27%、40% 和 95% 的正面影响。
- **三季度经纪份额略有下滑，佣金率环比回升：**西南证券三季度单季经纪份额为 0.73%，较二季度下降 4BP，前三季度整体份额降至 0.76%，预计随着近期公司重庆地区网点的增加和优化，经纪份额有望止跌。公司三季度单季佣金率回升至 0.0666%，带动前三季度佣金率升至 0.0649%，不过该指标依旧处于行业最低位。
- **资本中介业务继续高歌猛进，增幅持续超预期：**公司三季度单季资产环比狂飙 21%，资本中介业务继续超预期。其中融资融券业务提速，余额达到 18.1 亿元，环比二季度增长 50% 左右，增速快于行业。约定式购回及质押式购回规模预计达 14 亿元（计入买入返售资产）。国资项目规模预计达到 17 亿元（计入可供出售资产）。后续西南证券借助深耕重庆战略，杠杆率由行业最低之一向均值靠拢将是其主要看点。
- **经营杠杆发挥淋漓尽致：**公司净利润增长远快于收入增长并非公司刻意压制费用，而是我们之前反复提及的高经营杠杆。由于之前西南证券费用率高企（60% 以上）且刚性，今年以来公司收入反转自然带来了净利润的大幅提升。

## 财务与估值

- 考虑到公司超预期的资本中介业务增幅，在两市日均成交额 1800 亿元的假设下，我们上调公司 2013-2015 年每股收益预测至 0.28、0.40、0.51 元。按照行业平均估值并考虑公司再融资后净资产的可能增厚，我们给予公司 2.4X 2013 年动态 PB，对应目标价 11.43 元，维持公司买入评级。

**风险提示：**行业同质化风险，证券市场下跌风险。

## 主要财务信息

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,040	1,268	1,847	2,390	2,853
同比增长	-46.3%	21.9%	45.6%	29.4%	19.4%
营业利润（百万元）	219	384	862	1,232	1,567
同比增长	-79.0%	74.8%	124.6%	43.0%	27.2%
归属母公司净利润（百万元）	263	342	648	926	1,177
同比增长	-67.4%	30.4%	89.1%	42.9%	27.2%
每股收益（元）	0.11	0.15	0.28	0.40	0.51
总资产收益率	1.3%	2.0%	3.1%	3.2%	3.2%
净资产收益率	2.5%	3.4%	6.0%	8.1%	9.6%
市盈率	76.0	58.3	30.8	21.6	17.0
市净率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
经纪业务佣金率	0.08%	0.08%	0.06%	0.06%	0.06%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2013 年 10 月 28 日）	8.60 元
目标价格	11.43 元
52 周最高价/最低价	10.38/7.06 元
总股本/流通 A 股（万股）	232,255/232,255
A 股市值（百万元）	19,974
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2013 年 10 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-5.7	-5.7	2.1	-6.5
相对表现 (%)	-1.4	-4.5	-4.2	-11.8
沪深 300 (%)	-4.3	-1.2	6.4	5.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 **王鸣飞**  
021-63325888\*6085  
wangmingfei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511040001

## 相关报告

深耕重庆战略收益有望逐步兑现	2013-08-27
资源和机制的独特搭配	2013-07-11
而今迈步从头越	2013-07-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要财务比率					
单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
银行存款	6,822	5,616	6,070	6,975	8,231	<b>成长能力</b>					
其中: 客户存款	5,040	4,053	5,881	6,822	7,709	营业收入	-46.3%	21.9%	45.6%	29.4%	19.4%
公司存款	1,782	1,563	189	153	522	手续费及佣金净收入	-12.7%	-31.5%	25.2%	21.0%	19.8%
结算备付金	605	746	984	1,139	1,303	其中: 经纪业务	-35.4%	-25.3%	16.3%	10.2%	9.6%
其中: 客户备付金	496	672	975	1,131	1,278	投行业务	45.7%	-37.7%	13.6%	22.3%	19.2%
公司备付金	109	74	9	7	25	资产管理	1198.5%	-14.3%	235.1%	58.6%	48.4%
投资资产	5,941	5,771	9,056	12,882	15,109	净利息收入	63.9%	-26.4%	24.5%	25.5%	-2.5%
其中: 交易性资产	5,101	5,504	6,706	7,860	8,647	自营收入	-156.6%	-198.2%	113.5%	44.1%	26.7%
可供出售资产	841	267	2,350	5,022	6,462	营业支出	-8.1%	7.7%	11.4%	17.6%	11.1%
持有至到期资产	0	0	0	0	0	管理费用	8.7%	-7.8%	12.7%	16.6%	10.2%
存出保证金	132	117	169	196	222	营业利润	-79.0%	74.8%	124.6%	43.0%	27.2%
买入返售资产	2,700	1,729	1,816	1,907	2,002	归属于母公司净利润	-67.4%	30.4%	89.1%	42.9%	27.2%
长期股权投资	383	1,782	1,924	2,078	2,203	<b>资产分布</b>					
固定资产 (含在建工程)	310	294	317	343	363	自有存款/总资产	10.6%	9.5%	0.8%	0.5%	1.4%
<b>资产总计</b>	<b>17,768</b>	<b>17,257</b>	<b>24,918</b>	<b>33,245</b>	<b>39,639</b>	客户存款/总资产	31.2%	27.4%	27.5%	23.9%	22.7%
交易性金融负债	0	0	0	0	0	投资资产/总资产	33.4%	33.4%	36.3%	38.7%	38.1%
代买卖证券款	5,486	4,738	6,875	7,975	9,012	买入返售资产/总资产	15.2%	10.0%	7.3%	5.7%	5.1%
应付职工薪酬	202	225	248	292	322	投资资产/净资产	60.0%	55.5%	81.8%	109.1%	118.7%
<b>负债总计</b>	<b>7,868</b>	<b>6,852</b>	<b>13,853</b>	<b>21,434</b>	<b>26,912</b>	<b>收入分布</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,323	2,323	2,323	2,323	2,323	手续费收入/营业收入	103.0%	57.9%	49.8%	46.6%	46.7%
资本公积	6,730	6,893	6,906	6,920	6,937	经纪业务/营业收入	48.8%	29.9%	23.9%	20.3%	18.7%
一般风险准备	250	284	349	441	559	投行业务/营业收入	49.6%	25.3%	19.8%	18.7%	18.6%
交易风险准备	250	284	349	441	559	资管业务/营业收入	3.8%	2.7%	6.2%	7.6%	9.4%
盈余公积	288	322	387	480	597	自营业务/营业收入	-29.4%	23.7%	34.8%	38.7%	41.1%
未分配利润	59	299	752	1,206	1,752	净利息收入/营业收入	26.0%	15.7%	13.4%	13.0%	10.6%
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,899</b>	<b>10,405</b>	<b>11,065</b>	<b>11,811</b>	<b>12,726</b>	公司股基交易额	669,171	503,020	695,094	806,309	911,129
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,768</b>	<b>17,257</b>	<b>24,918</b>	<b>33,245</b>	<b>39,639</b>	公司股基交易市占率	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%
						公司股基交易净佣金率	0.08%	0.08%	0.06%	0.06%	0.06%
						IPO 市占率	2.49%	0.00%	2.00%	2.00%	2.00%
						再融资市占率	0.87%	3.19%	2.00%	2.00%	2.00%
						债券承销市占率	1.66%	1.26%	1.30%	1.40%	1.55%
						营业税金/营业收入	7.1%	5.2%	4.5%	4.5%	4.5%
						成本收入比	81.6%	61.8%	47.8%	43.0%	39.8%
						有效税率	21.6%	11.1%	25.0%	25.0%	25.0%
						资本公积变化	(209)	163	13	15	16
						<b>获利能力</b>					
						净利率	25.3%	27.0%	35.1%	38.7%	41.2%
						ROA	1.3%	2.0%	3.1%	3.2%	3.2%
						ROE	2.5%	3.4%	6.0%	8.1%	9.6%
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.11	0.15	0.28	0.40	0.51
						每股净资产	4.26	4.48	4.76	5.09	5.48
						每股经纪业务交易额	288.12	216.58	299.28	347.16	392.30
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	76.0	58.3	30.8	21.6	17.0
						市净率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: 东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)