

综合业务平台初显成效

■ **业绩显著增长，符合预期：**西南证券 2013 年合计实现营业收入 20 亿元，同比增长 55%；合计实现净利润 6.3 亿元，同比增长 84%，每股收益为 0.27 元，业绩符合预期。全年业绩显著增长得益于投资收益的显著改善和经纪业务收入的增长。

■ **投资收益显著增长：**公司 2013 年实现投资损益及公允价值变动之和 7.5 亿元，同比增长 151%，是 2013 年业绩增长的最大贡献因素。细分来看，公司在降低了传统方向性自营的配置，加大了量化投资等低风险工具的运用，金融工具的投资收益获得了显著增长；此外，西证创新公司亦贡献了 1.8 亿元的分红收益。

■ **综合业务平台初显成效：**2013 年公司的经纪、投行、资管、自营收入占公司总收入的比例分别为 45%、16%、3%和 13%。经纪业务收入的增长主要来自全市场成交量的增长，公司股基份额 0.75%，股基佣金率为 7.7BP，均与上年基本持平；经纪业务中融资融券规模在低基数上快速增长，2013 年两融的利息和佣金收入分别为 1.2 亿元和 0.9 亿元，同比均增长 200%以上。投行业务方面，利用重庆地区的资源，公司 2013 年的并购和再融资领先同业，分别实现收入 2.7 亿元和 1.6 亿元。2013 年，公司在全牌照基础上打造的综合业务平台初显成效，其中西证创新已经为公司贡献了 1.4 亿元的利润，占公司利润的 20% 以上，成为新的利润增长点。

■ **维持公司增持-A 的投资评级，目标价 11 元：**公司打造的综合业务平台有利于其充分利用区域资源，且增发后公司目前股价对应 2014 年 1.6 倍 PB 且在增发价附近，我们给予其增持-A 的投资评级，目标价 11 元。

■ **风险提示：**行业性佣金水平的下调；投资环境的恶化。

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,268	1,964	2,128	2,289	2,454
Growth(%)	21.89%	54.89%	8.34%	7.55%	7.23%
净利润	342	630	814	934	1,043
Growth(%)	30.35%	83.99%	29.26%	14.66%	11.70%
每股收益(元)	0.15	0.27	0.29	0.33	0.37
每股净资产(元)	4.5	4.7	5.6	5.9	6.2
市盈率	60	32	30	27	24
市净率	2.0	1.9	1.6	1.5	1.4

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

11.00 元

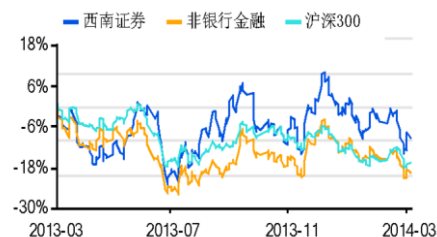
股价 (2014-03-05)

8.73 元

交易数据

总市值 (百万元)	25,064.28
流通市值 (百万元)	20,624.28
总股本 (百万股)	2,822.55
流通股本 (百万股)	2,322.55
12 个月价格区间	7.46/10.67 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.27	-4.63	8.87
绝对收益	-4.10	-16.38	-5.33

贺立

分析师

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

杨建海

分析师

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

相关报告

投资业务显著改善	2013-10-29
创新业务贡献提升	2013-08-27
费用率明显提升	2013-05-01

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元)) 2014-3-4

利润表						资产负债表					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,268	1,964	2,128	2,284	2,445	货币资金	5,616	4,855	5,341	5,875	6,462
手续费净收入	734	1,015	1,004	924	953	结算备付与保证金	863	1,624	1,786	1,965	2,162
代理买卖证券业务净收入	379	556	456	349	349	交易性金融资产	5,504	13,274	14,601	16,062	17,668
证券承销业务净收入	321	369	548	575	604	买入返售金融资产	1,729	1,958	2,154	2,369	2,606
资产管理业务净收入	34	58	64	70	77	可供出售金融资产	267	2,553	2,808	3,089	3,398
利息净收入	199	127	381	457	549	其他资产	3,276	5,734	3,273	3,585	3,928
投资收益及公允价值变动	301	754	743	902	944	资产总计	17,257	29,998	29,963	32,945	36,224
其他业务收入	34	69	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-884	-1,198	-1,213	-1,188	-1,223	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-66	-111	-106	-114	-122	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-783	-1,025	-1,106	-1,073	-1,100	卖出回购金融资产款	1,570	9,068	10,000	11,000	12,000
营业利润	384	766	915	1,096	1,223	代理买卖证券款	4,738	4,332	5,912	6,503	7,154
营业外收支	1	-57	0	0	0	其他负债	544	5,674	-1,780	-1,116	-298
利润总额	385	709	915	1,099	1,227	负债合计	6,852	19,074	14,132	16,387	18,856
所得税	-43	-73	-101	-165	-184	股本	2,323	2,323	2,823	2,823	2,823
净利润	342	636	814	934	1,043	归属母公司所有者权益	10,405	10,819	15,916	16,710	17,596
归属母公司所有者净利润	342	630	814	934	1,043	少数股东权益	0	104	0	0	0
少数股东损益	0	6	0	0	0	所有者权益合计	10,405	10,924	15,916	16,710	17,596

经营指标						风险指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
平均总资产收益率	1.96%	2.67%	2.38%	2.72%	2.76%	净资本					
平均净资产收益率	3.37%	5.94%	5.36%	5.28%	5.62%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-61.76%	-52.19%	-52.00%	-47.00%	-45.00%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	7.24%	8.31%	7.10%	7.26%	7.07%	权益自营规模/净资本					

每股数据						估值					
(元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.15	0.27	0.29	0.33	0.37	市盈率	60	32	30	27	24
每股净资产	4.5	4.7	5.6	5.9	6.2	市净率	2.0	1.9	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

贺立、杨建海分别声明, 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

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@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
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

