

## 西南证券

### 创新业务利润贡献显著提升

#### 2013年净利润同比增长84%，与业绩预告相符

西南证券2013年营业收入19.64亿元，同比增长54.9%；净利润6.30亿元，同比增长84.09%，高于我们的盈利预测5.13%；综合收益6.47亿元，同比增长28%。2013年公司EPS、BVPS、ROE分别为0.27元、4.66元、5.8%。

#### 投行业务与另类投资业务超预期

西南业绩超预期主要由于投行和西证投资收入超预期。13年西南投行业务收入3.69亿元，在IPO暂停的情况下同比增长15%，其中并购收入同比增长27%。尽管西证创新13年4月成立、注册资本6亿元，但13年实现净利润1.45亿元、占比23%，超出预期。西证投资控股重庆西证渝富股权投资基金，搭建投融资平台，考虑到公司在重庆资源优势我们看好其持续的业绩增长。

#### 完成定增后资本实力显著增强，看好创新业务高增长

2013年公司信用业务（两融、股票质押、约定回购）收入合计2.95亿元，收入占比15.0%。2014年2月公司定增顺利完成，募资42.5亿元，净资产增厚39%。公司资本实力显著增强，有望驱动信用业务、另类投资等创新业务快速发展，目前创新业务对利润的贡献占比已超过38%，是公司一大亮点。

#### 估值：维持“买入”评级，小幅下调目标价至11.67元

考虑经纪业务竞争显著加剧，我们调低公司经纪佣金率假设，同时调高投行收入和另类投资收益，上调公司2014-16年EPS至0.32/0.39/0.44元（原0.30/0.37/0.43元）。考虑当前经营环境变化，我们将经济业务PE估值从14倍下调至10倍。根据分部估值法小幅下调目标价至11.67元，对应2014-16年P/E 36.0/29.9/26.2倍，对应2014年P/B 2.09倍，维持“买入”评级。

### Equities

中国

多样化金融服务

12个月评级 **买入**  
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb11.67**  
之前: **Rmb12.45**

股价 **Rmb8.80**

路透代码: 600369.SS 彭博代码 600369 CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb10.67-7.46

市值 Rmb20.4十亿/US\$3.34十亿

已发行股本 2,323百万 (ORDA)

流通股比例 32%

日均成交量(千股) 13,402

日均成交额(Rmb 百万) Rmb126.3

普通股股东权益(12/14E) Rmb15.7十亿

市净率(12/14E) 1.6x

一级资本充足率 -

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.30	0.32	8.23	0.36
12/15E	0.37	0.39	5.23	0.48
12/16E	0.43	0.44	2.70	0.76

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,084	1,140	1,713	2,302	2,660	3,036	3,297	3,550
税前利润	268	269	563	961	1,180	1,359	1,518	1,678
净利润(本地 GAAP)	263	342	630	915	1,103	1,256	1,391	1,526
净利润(UBS)	263	342	630	915	1,103	1,256	1,391	1,526
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.11	0.15	0.27	0.32	0.39	0.44	0.49	0.54
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	2.5	3.4	5.9	6.9	6.8	7.4	7.8	8.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	75.5	36.9	25.9	21.0	18.3	16.4	14.8
市净率	2.6	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
市净率(UBS)	2.7	2.2	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
市盈率(UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	27.1	22.5	19.8	17.9	16.3
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0	2.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 03 月 06 日 22 时 27 分的股价(Rmb8.80)得出。

# 投资主题

## 西南证券

### 投资理由

西南证券注册地重庆、国资背景，区域特征较为显著。公司借壳上市以来，两次定向增发均为公司大股东 100% 认购，彰显股东信心。

公司经纪业务率先见底，投行业务实力较强，其中并购业务远超同类公司。公司投资业务加强量化投资、套期保值等创新型自营投入，收益率趋于稳定。

创新方面，公司业务布局全面，2014 年 2 月定增完成，净资产增厚 39%。资本实力的进一步充实，有望驱动公司信用类业务、创新型自营、另类投资等业务快速发展，公司业绩持续高增长可期。

我们看好公司投行业务和创新业务快速增长的潜力，维持“买入”评级。

### 乐观情景

假设股市好转，交易量持续活跃，在 2014-16 年日均交易额分别为 2,489 亿元/2,748 亿元/2,929 亿元以及综合投资收益率分别为 7%/7%/7% 的乐观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.36 元/0.42 元/0.46 元，对应每股估值 13.32 元。

### 悲观情景

假设股市下跌或持续低迷，在 2014-16 年日均交易额分别为 1,800 亿元/2,036 亿元/2,249 亿元以及综合投资收益率分别为 2%/3%/3% 的悲观假设下，我们预期公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.29 元/0.34 元/0.39 元，对应每股估值 8.70 元。

### 近期催化剂

中国资本市场改革力度超预期，迎来一轮大发展；中国证券行业创新政策的推出进度、力度超市场预期。

A 股市场出现较大涨幅，交易持续活跃，公司各类业务大幅提升，业绩贡献超预期。

公司定向增发已完成，资本实力大幅充实，创新业务如融资融券、约定式购回、股票质押等快速发展，业绩贡献超预期。

重庆国有企业改革，作为唯一注册地在重庆且拥有重庆国资背景的西南证券有望受益。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb11.67

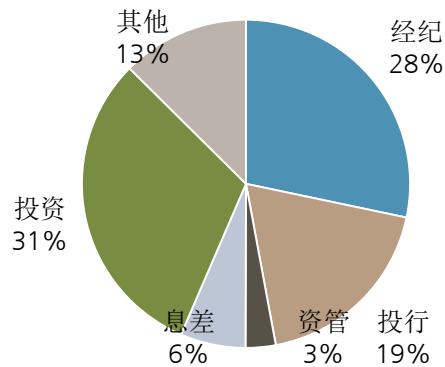
### 公司简介

西南证券是唯一一家注册地在重庆的综合性证券公司，也是重庆唯一一家 A 股上市金融机构。公司经营范围包括：证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、证券投资基金代销、代销金融产品。

### 行业展望

中国证券行业的盈利模式正处于快速变化中，盈利模式由传统的“通道服务”为主的模式逐渐演变为“杠杆+资产负债表业务”模式。新的盈利模式下预期行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，证券行业传统业务好坏参半，经纪业务在佣金率较快下滑下面临一定的下滑风险，但承销业务正在逐渐恢复；我们预计证券行业创新业务正迎来一轮新的快速发展，短期看好信用交易类业务的快速成长。

### 西南证券收入结构（2013）



来源：公司数据

### 西南证券简要损益表（亿元）

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	12.68	19.64	24.76	28.37
营业支出	8.84	11.98	13.89	15.28
营业利润	3.84	7.66	10.86	13.08
所得税	0.43	0.73	1.63	1.96
净利润	3.42	6.36	9.23	11.12
归属母公司净利润	3.42	6.30	9.15	11.03

来源：公司数据、瑞银证券估算

## 2013 年净利润同比增长 84%，与业绩预告相符

2013 西南证券净利润同比增长 84%。西南证券 2013 年营业收入 19.64 亿元，同比增长 54.9%；净利润 6.30 亿元，同比增长 84.09%，对应 EPS、BVPS、ROE 分别为 0.27 元、4.66 元、5.88%。2013 年 4 季度，公司营业收入 7.18 亿元，同比增长 52%；净利润 1.25 亿元，同比减少 38%。

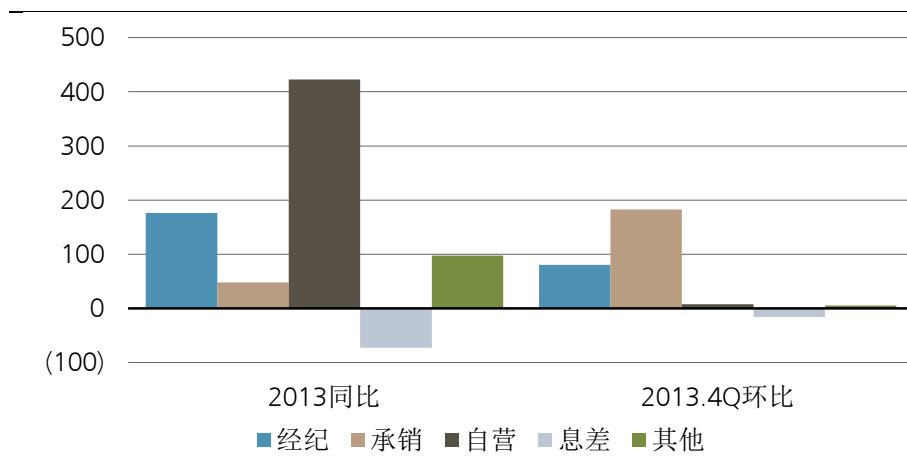
图片 1: 西南证券主要指标(百万元)

	2013	2012	同比	2013.4Q	2013.3Q	环比
营业收入	1,964	1,268	55%	718	472	52%
经纪净佣金	556	379	47%	211	131	61%
承销收入	369	321	15%	214	31	587%
投资收益	608	185	229%	213	205	4%
资管收入	58	34	71%	18	31	-43%
息差收入	127	199	-36%	8	24	-67%
管理费用	1,025	783	31%	443	193	129%
净利润	630	342	84%	125	201	-38%
其他综合收益	16	163	-90%	0	17	-101%
营业费用率	52%	62%	-15%	62%	41%	
净利润率	32%	27%	19%	17%	43%	
EPS(元/股)	0.27	0.15	84%			
ROE(%)	5.83%	3.29%	77%	1.15%	1.88%	
BVPS(元/股)	4.66	4.48	4%	4.66	4.60	

来源: 公司公告, 瑞银证券

经纪和投资收益是西南 2013 年净利润同比大幅增长的主要原因。西南证券 2013 年净利润同比大幅增长 84%，其中营业收入同比增长 55%，营业收入增长主要源自经纪和投资收益的大幅增长。经纪佣金收入增长受益于 2013 年股票市场的持续活跃，而投资收益大幅增长则主要在于公司另类投资子公司——西证创新。西证创新 2013 年 4 月设立，注册资本 6 亿元，2013 年实现营业收入 1.99 亿元、净利润 1.45 亿元，大幅超出市场预期。西证创新收入、利润大幅超预期的原因在于西证创新作为有限合伙人与重庆城建集团和重庆水务共同设立重庆西证渝富壹号股权投资基金合伙企业，并于 2013 年末取得合伙企业分回的投资收益 1.82 亿元。

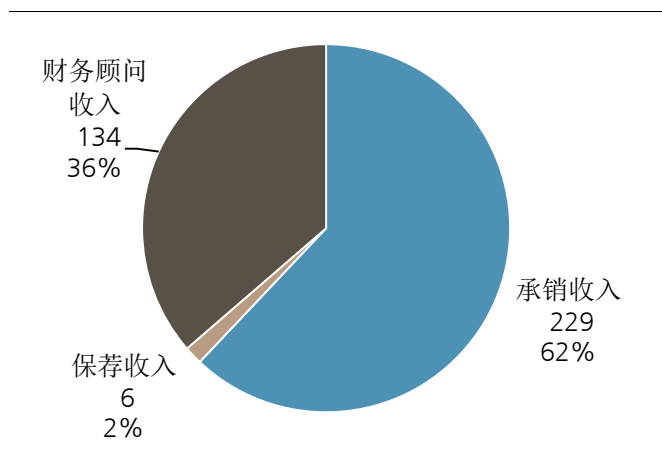
图片 2: 西南证券营业收入同比、环比变动原因



来源: 公司公告, 瑞银证券

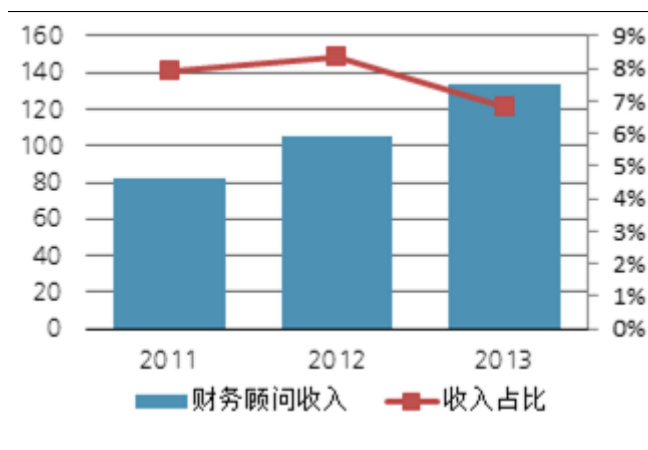
**投行和另类投资表现超预期。**西南证券 2013 年净利润 6.30 亿元，高于我们的盈利预测 5.13%。西南净利润超出我们预期的主要原因在于公司投资业务和投行业务收入超预期。投资收入超预期主要源自另类投资子公司西证创新。西南投行业务 2013 收入 3.69 亿元，在 IPO 暂停的情况下实现同比增长 15%。从公司投行业务收入构成看，承销收入占比 62%、财务顾问收入占比 36%、保荐收入占比 2%。2013 年 4 季度西南证券集中完成 6 个增发项目，推动公司 2013 年承销收入达到 2.29 亿元，成为投行收入超预期的主因。此外，公司并购业务完成项目数量上升至行业第 2 位，收入贡献 1.34 亿元，同比增长 27%，占公司投行业务收入的 36%。

图片 3: 2013 年西南投行收入中财务顾问收入占比 36%



来源: 公司公告, 瑞银证券

图片 4: 西南证券财务顾问收入持续增长, 2013 年收入占比 6.8%



来源: 公司公告, 瑞银证券

## 创新收入利润贡献显著提升

**2013 年西南证券创新业务净利润贡献或超 38%。**2013 年西南证券创新收入 5.68 亿元，其中信用类业务收入 2.95 亿元，收入占比 15%；另类投资子公司——西证创新收入 1.99 亿元，收入占比 10%；直投和资管业务贡献 0.74 亿元。更值得一提的是西证创新净利润 1.45 亿元，占公司净利润总额的 23%；考虑信用类业务净利润率高于公司平均水平，信用类业务利润占比应高于收入占比的 15%，则西南创新业务利润贡献占比已超过 38%。我们认为，公司定增已于 2014 年 2 月份完成，公司资金更加充裕，信用类业务及另类投资业务有望持续快速增长，有望推动公司创新收入及利润进一步提升。

图片 5: 西南证券创新收入快速提升 (百万元)

新业务	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>信用类</b>								
融资融券	0	25	71	218	397	572	759	897
股票质押/约定购回				77	221	357	459	549
<b>投资类</b>								
直投	0	0	7	16	17	17	18	19
另类投资				199	209	219	230	242
<b>其他</b>								
资管	3	43	36	58	79	88	94	98
期货公司					2	2	2	3
<b>创新收入合计</b>	<b>3</b>	<b>68</b>	<b>115</b>	<b>568</b>	<b>924</b>	<b>1,255</b>	<b>1,563</b>	<b>1,808</b>
<b>Y/Y (+/-)%</b>		2156%	70%	230%	85%	37%	21%	15%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 盈利预测调整概要

**经纪业务：**证券行业经纪业务竞争显著加剧，我们调低公司经纪佣金率假设，2014-16 年净佣金率由 0.064%/0.064%/0.064% 下调至 0.062%/0.056%/0.053%。

**投行：**考虑公司投行业务 IPO 储备项目较多以及并购业务方面的优势，我们调高了 2014-16 年的承销收入。

**自营投资：**公司自营投资规模 2013 年持续快速扩大，年末总规模达到 158.7 亿元，占公司总资产的 53%，同比增长 175%，其中债券投资占比 71%。考虑信用债投资风险加大，我们调低公司债券投资收益率。

**另类投资：**考虑公司在重庆的资源优势，我们看好西证创新持续的业绩增长，调高西证创新营业收入。

基于上述调整，上调公司 2014-16 年 EPS 由 0.30/0.37/0.43 元至 0.32/0.39/0.44 元。

图片 6: 盈利预测调整概要

净利润（百万元）	2014E	2015E	2016E
调整前	845	1,048	1,223
调整后	915	1,103	1,256
调整%	8%	5%	3%
经纪佣金率			
调整前	0.064%	0.064%	0.064%
调整后	0.062%	0.056%	0.053%
调整%	-3%	-12%	-16%
投行收入（百万元）			
调整前	433	478	542
调整后	621	615	692
调整%	44%	29%	28%
证券投资收益（百万元）			
调整前	560	658	804
调整后	500	636	751
调整%	-11%	-3%	-7%
西证创新收入（百万元）			
调整前	30	33	36.3
调整后	209	219	230
调整%	597%	565%	535%

来源: 瑞银证券估算

图片 7: 西南证券主要财务指标及预测 (百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,040	1,268	1,964	2,476	2,837	3,214	3,476	3,729
Y/Y(+/-)%	-46%	22%	55%	26%	15%	13%	8%	7%
其中:经纪佣金	508	379	556	616	629	700	731	666
承销收入	516	321	369	621	615	692	778	851
自营投资	-373	185	608	709	855	981	1,012	1,120
(经纪+承销+自营)/营业收入	63%	70%	78%	79%	74%	74%	73%	71%
营业支出	821	884	1,198	1,389	1,528	1,725	1,827	1,919
其中:业务及管理费	849	783	1,025	1,213	1,333	1,511	1,599	1,678
业务及管理费率	82%	62%	52%	49%	47%	47%	46%	45%
净利润	263	342	636	923	1,112	1,266	1,402	1,538
少数股东权益	-	-	6	8	9	10	11	12
归属母公司净利润	263	342	630	915	1,103	1,256	1,391	1,526
Y/Y(+/-)%	-67%	30%	84%	45%	21%	14%	11%	10%
净利润率	25%	27%	32%	37%	39%	39%	40%	41%
ROE	2.5%	3.4%	5.9%	6.9%	6.8%	7.4%	7.8%	8.1%
EPS (元)	0.11	0.15	0.27	0.32	0.39	0.44	0.49	0.54
BVPS (元)	4.26	4.48	4.66	5.58	5.85	6.16	6.50	6.84

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 估值

基于分部估值法推导得出新目标价 11.67 元, 对应 2014-16 年 P/E 36.0/29.9/26.2 倍, 对应 2014 年 P/B2.09 倍, 维持“买入”评级。

其中: 1) 考虑经纪业务佣金率下滑幅度可能较大, 可能超预期, 我们调低经纪业务估值水平, 由 14 倍 P/E 下调至 10 倍。传统业务中其他业务, 如承销、资管、传统息差等业务估值不变。

2) 西证创新估值时对于自有资金使用 P/B 估值法, 管理重庆西证渝富壹号股权投资基金规模 35 亿元 (公司占比 11.43%), 我们使用管理资产规模\* Price/AuM 法, 假设 10% 的 Price/AuM, 调整后西证创新估值提升 40%, 达到 15.3 亿元。

3) 信用类业务中的股票质押、约定购回 2013 年收入略低于预期, 2014 年略有下调; 银华基金历史成交价格较高, 导致 Price/AuM 较高, 本次根据其他基金近期成交价格, 重新计算 Price/AuM, 由 8% 下调至 7%。

图片 8: 西南证券分部估值表 (亿元)

	2014E 调整前	2014E 调整后	调整%	备注
<b>传统业务</b>				
净收入	12	13	16%	经纪佣金+投行收入+资管收入+传统息差+买入返售利息收入
净利润	5	5	-10%	
P/E 倍数	14.0	13	-6%	考虑证券行业佣金率下滑风险, 经纪业务估值使用 10 倍 P/E, 其他传统业务不变
业务价值	72	61	-16%	净利润*P/E
<b>信用类业务</b>				
净收入	4.4	4.3	-3%	(融资融券+股票质押+约定购回) 利息收入-短融公司债等利息成本
净利润	3.1	3.0	-3%	
P/E 倍数	60	60		看好信用类业务成长性, 给予较高的估值
业务价值	184	179	-3%	净利润*P/E
<b>资本投资业务</b>				
净投资收益	6	5	-15%	投资收益-联营合营+公允价值变动-直投收益-出售子公司收益
净利润	2	2	-25%	
P/E 倍数	10	10	0%	
<b>出售子公司</b>				
业务价值	25	19	-25%	净利润*P/E+出售子公司
<b>子公司</b>				
银华基金	31	27	-13%	参考其他基金公司近期成交价, 采用 Price/AuM 法
西证股权	20	20		采用净资产*P/B
西证创新	11	15	40%	采用净资产*P/B+管理资产规模*Price/AuM
西南期货	7	7		采用净利润*P/E
西证国际	0	0		采用净利润*P/E
股权交易中心	2	2		采用净利润*P/E
子公司价值小计	71	71	0%	各子公司价值之和
合理市值	351	329	-6%	传统业务+信用业务+投资业务+子公司
每股价值 (元)	12.45	11.67	-6%	合理市值/总股本

来源: 瑞银证券估算



## 西南证券 (600369.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
净利息收入	270	199	146	236	62.3	423	79.2	509	607	730
非利息收入总额	814	941	1,567	2,066	31.8	2,237	8.3	2,527	2,689	2,819
<b>总盈利</b>	<b>1,084</b>	<b>1,140</b>	<b>1,713</b>	<b>2,302</b>	<b>34.4</b>	<b>2,660</b>	<b>15.6</b>	<b>3,036</b>	<b>3,297</b>	<b>3,550</b>
现金支出总额	(887)	(815)	(1,100)	(1,306)	-18.6	(1,444)	-10.6	(1,641)	(1,743)	(1,834)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>198</b>	<b>324</b>	<b>612</b>	<b>996</b>	<b>62.7</b>	<b>1,216</b>	<b>22.0</b>	<b>1,394</b>	<b>1,553</b>	<b>1,715</b>
折旧和摊销(除商誉)	(36)	(33)	(36)	(36)	0.0	(36)	0.0	(36)	(36)	(36)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>162</b>	<b>291</b>	<b>577</b>	<b>961</b>	<b>66.6</b>	<b>1,180</b>	<b>22.9</b>	<b>1,359</b>	<b>1,518</b>	<b>1,678</b>
总拨备	107	(22)	(14)	0	-	0	-	0	0	0
<b>拨备后营业利润</b>	<b>268</b>	<b>269</b>	<b>563</b>	<b>961</b>	<b>70.6</b>	<b>1,180</b>	<b>22.9</b>	<b>1,359</b>	<b>1,518</b>	<b>1,678</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润(UBS)</b>	<b>268</b>	<b>269</b>	<b>563</b>	<b>961</b>	<b>70.6</b>	<b>1,180</b>	<b>22.9</b>	<b>1,359</b>	<b>1,518</b>	<b>1,678</b>
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>268</b>	<b>269</b>	<b>563</b>	<b>961</b>	<b>70.6</b>	<b>1,180</b>	<b>22.9</b>	<b>1,359</b>	<b>1,518</b>	<b>1,678</b>
税项	(73)	(43)	(73)	(163)	-124.1	(196)	-20.5	(223)	(247)	(271)
<b>税后利润</b>	<b>196</b>	<b>227</b>	<b>490</b>	<b>798</b>	<b>62.6</b>	<b>984</b>	<b>23.3</b>	<b>1,135</b>	<b>1,270</b>	<b>1,407</b>
股息(优先)	67	116	146	126	-14.0	128	2.1	130	131	131
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	0	0	(6)	(8)	-35.6	(9)	-10.0	(10)	(11)	(12)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>915</b>	<b>45.2</b>	<b>1,103</b>	<b>20.6</b>	<b>1,256</b>	<b>1,391</b>	<b>1,526</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>915</b>	<b>45.2</b>	<b>1,103</b>	<b>20.6</b>	<b>1,256</b>	<b>1,391</b>	<b>1,526</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>263</b>	<b>342</b>	<b>630</b>	<b>915</b>	<b>45.2</b>	<b>1,103</b>	<b>20.6</b>	<b>1,256</b>	<b>1,391</b>	<b>1,526</b>
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.11	0.15	0.27	0.32	19.4	0.39	20.6	0.44	0.49	0.54
每股收益(UBS 稀释后)	0.11	0.15	0.27	0.32	19.4	0.39	20.6	0.44	0.49	0.54
拨备前营业利润(稀释后)	0.07	0.13	0.25	0.34	37.1	0.42	22.9	0.48	0.54	0.59
每股股息净值	0.55	0.10	0.10	0.12	20.0	0.14	16.7	0.16	0.18	0.22
每股账面价值	4.26	4.48	4.67	5.58	19.6	5.85	4.9	6.16	6.50	6.84
每股账面价值(UBS)	4.19	4.33	4.53	5.46	20.6	5.73	4.9	6.03	6.36	6.70
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
银行资产(年底)	17,768	17,257	27,935	32,911	17.8	38,330	16.5	42,131	47,348	50,992
银行资产(平均)	20,273	17,512	22,596	30,423	34.6	35,621	17.1	40,231	44,740	49,170
总资产(年底)	17,768	17,257	27,935	32,911	17.8	38,330	16.5	42,131	47,348	50,992
风险加权资产(RWA)(年底)	12,977	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产(RWA)(平均)	13,172	6,488	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	253	552	2,739	6,057	121.1	9,494	56.8	11,838	14,887	17,114
客户贷款(平均)	127	403	1,645	4,398	167.3	7,775	76.8	10,666	13,362	16,000
生息资产(平均)	11,104	11,119	19,330	20,987	8.6	22,624	7.8	23,709	25,477	43,574
客户存款	5,486	4,725	4,999	4,913	-1.7	5,159	5.0	5,417	5,688	5,972
普通股权益(年底)	9,899	10,405	10,837	15,747	45.3	16,523	4.9	17,400	18,353	19,319
普通股权益(平均)	10,511	10,152	10,621	13,292	25.2	16,135	21.4	16,962	17,877	18,836
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	9,899	10,405	10,935	15,846	44.9	16,622	4.9	17,499	18,452	19,417
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	10,511	10,152	10,670	13,390	25.5	16,234	21.2	17,060	17,975	18,934
有形资产净值	9,736	10,062	10,618	15,513	46.1	16,273	4.9	17,131	18,064	19,007
<b>Balance sheet structure (%)</b>										
贷款/银行资产(年底)	1.4	3.2	9.8	18.4	87.7	24.8	34.6	28.1	31.4	33.6
存款/银行资产(年底)	30.9	27.4	17.9	14.9	-16.6	13.5	-9.8	12.9	12.0	11.7
存贷比	4.6	11.7	54.8	123.3	125.0	184.0	49.3	218.5	261.7	286.6
股东资金总额/银行资产(年底)	55.7	60.3	39.1	48.1	23.0	43.4	-9.9	41.5	39.0	38.1

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。



## 西南证券 (600369.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
一级资本	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本	-	-	-	-	-	-	-	-
风险加权资产 (RWA) (年底)	12,977	0	0	0	0	0	0	0
核心资本(一级资本)充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
总资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
有形权益	9,736	10,062	10,520	15,415	16,174	17,033	17,966	18,909
权益对资产比率%	55.7	60.3	38.8	47.8	43.1	41.3	38.8	37.9
有形权益对有形资产比率%	55.3	59.5	38.1	47.3	42.6	40.8	38.3	37.4
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
不良资产	3	2	2	2	2	2	2	2
风险准备金总额	26	2	2	2	2	2	2	2
不良贷款率	-	-	-	-	-	-	-	0.0
拨备覆盖率	99.3	133.3	133.3	133.3	133.3	133.3	133.3	133.3
拨备: 平均贷款余额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
不良资产净值与股东资金比率	(0.2)	(.0)	(.0)	(.0)	(.0)	(.0)	(.0)	(.0)
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	1.33	1.14	0.64	0.78	1.19	1.26	1.36	1.49
拨备与营业利润率	(66.2)	7.4	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	2.5	3.4	5.9	6.9	6.8	7.4	7.8	8.1
经调整的资产收益率	2.5	3.5	6.1	7.1	7.0	7.6	7.9	8.3
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	1.99	5.28	-	-	-	-	-	-
资产收益率	0.97	1.29	2.17	2.62	2.76	2.82	2.84	2.86
<b>生产率</b>								
成本收入比	85.1	74.5	66.3	58.3	55.6	55.2	54.0	52.7
成本与平均资产比率	4.55	4.85	5.03	4.41	4.16	4.17	3.98	3.80
薪酬费用比	78.7	64.1	48.5	36.6	31.4	28.7	26.5	24.5
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	-41.1	5.1	50.3	34.4	15.6	14.1	8.6	7.7
拨备前营业利润	-83.0	80.2	98.1	66.6	22.9	15.1	11.7	10.6
净利润 (UBS)	-67.4	30.4	84.1	45.2	20.6	13.8	10.8	9.7
每股股息净值	-	-81.8	0.0	20.0	16.7	14.3	12.5	22.2
总资产(年底)	-22.0	-2.9	61.9	17.8	16.5	9.9	12.4	7.7
客户贷款	-	118.2	396.1	121.1	56.8	24.7	25.8	15.0
客户存款	-49.9	-13.9	5.8	-1.7	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	24.0	19.3	12.4	8.9	7.7	6.7	6.2	5.8
市值/存款	4.7	4.6	4.3	4.2	4.0	3.8	3.6	3.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	75.5	36.9	25.9	21.0	18.3	16.4	14.8
市盈率(本地 GAAP, 基本)	98.9	64.2	33.8	27.1	22.5	19.8	17.9	16.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	27.1	22.5	19.8	17.9	16.3
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0	2.5
市净率	2.6	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
市净率(UBS)	2.7	2.2	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+32.6%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+32.6%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+23.0%

---

## 风险声明

我们认为，公司股价下行的风险主要包括：

（1）市场波动风险：股票市场大幅或持续低迷，传统业务盈利减少；固定收益市场继续下跌，公司投资收益多来自债券，存在投资业绩下滑风险；

（2）创新风险：创新进程低于预期或业绩贡献低于预期，或创新失败导致声誉受损、客户流失、诉讼、监管处罚等风险；

（3）竞争加剧，佣金率下滑风险：我国证券公司同质化严重，西南经纪业务面临激烈竞争，尤其互联网公司进入证券业可能带来很大冲击，公司佣金率有可能进一步下降的风险。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）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直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：潘 洪文；崔 晓雁。

### 涉及报告中提及的公司的披露

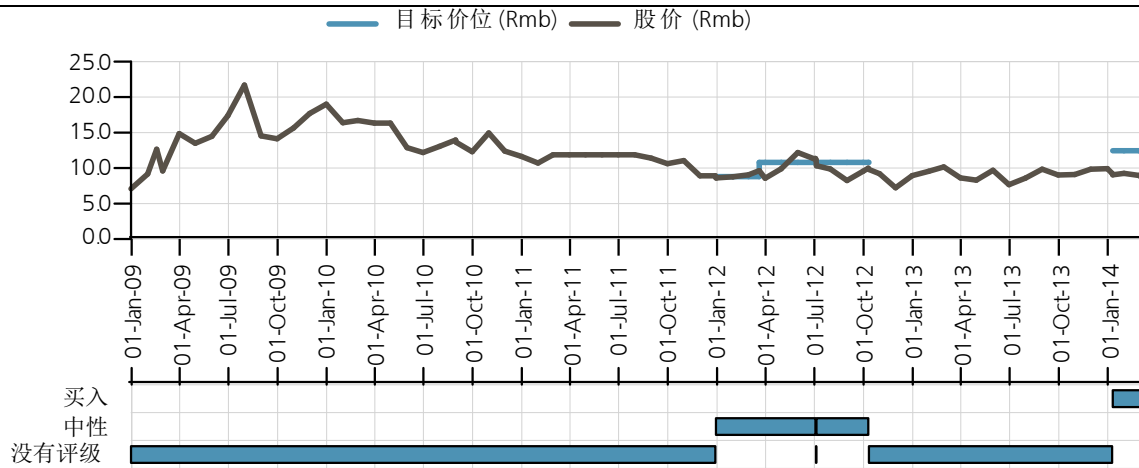
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
西南证券	600369.SS	买入	不适用	Rmb8.73	2014 年 03 月 05 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 西南证券 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 5 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：**除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

