

西南证券 (600369)

投行业务大爆发，业绩增速远超同业

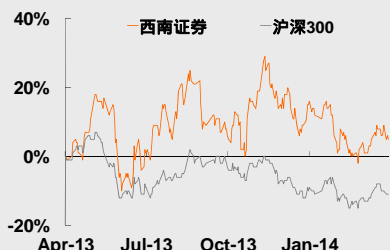
推荐 (维持)

现价：8.63 元

主要数据

行业	平安非银金融
公司网址	www.swsc.com.cn
大股东/持股	重庆渝富资产经营管理集团有限公司/40.45%
实际控制人/持股	重庆市国有资产监督管理委员会/40.45%
总股本(百万股)	2,823
流通 A 股(百万股)	2,323
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	243.59
流通 A 股市值(亿元)	200.44
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	63.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号
S1060513080002
01059730729
jiaowenchao233@pingan.com.cn

研究助理

刘欣琦 一般证券从业资格编号
S1060113090035
01059730725
Liuxinqi871@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：西南证券发布 2014 年一季报，营业收入 7.87 亿元，同比增长 91.53%，归属母公司净利润 2.72 亿元，同比增长 104.21%，EPS0.11 元，期末每股净资产 5.31 元。

平安观点：

■ 经纪业务市场份额和佣金率均保持平稳

西南证券 2014 年一季度经纪业务收入 1.39 亿，同比增长 12.2%。其中股基市场份额维持在 0.788%，佣金率维持在万七，同比保持平稳，经纪业务收入的同比增长来自市场整体交易量的提升。

■ 自营业务年化收益率同比略有提升

西南证券 2014 年一季度自营收入 2.66 亿，同比增长 159%，自营业务年化收益率从 2013 年一季度的 6%增长至 2014 年一季度的 7%。自营收入的同比大幅增长主要来自自营资产规模的同比大幅提升。

■ 投行业务收入同比的大幅提升推动整体收入高速增长

西南证券 2014 年一季度投行业务收入 3.56 亿，同比增长 263%。西南证券一季度共发行 2 单 IPO 项目，3 单定增项目，股权类承销收入的大幅增长是投行收入提升的主要原因之一。此外，预计重组并购业务和财务顾问收入同比也有较大幅度增长。

■ 管理费用随收入增长有较大幅度提升

2014 年一季度西南证券营业支出 4.21 亿，同比增长 76%，主要原因是管理费用达到 3.73 亿同比增长 79%，预计收入增长导致的人工成本提升是管理费用和营业支出同比大幅提升的主要原因。

■ 投资建议

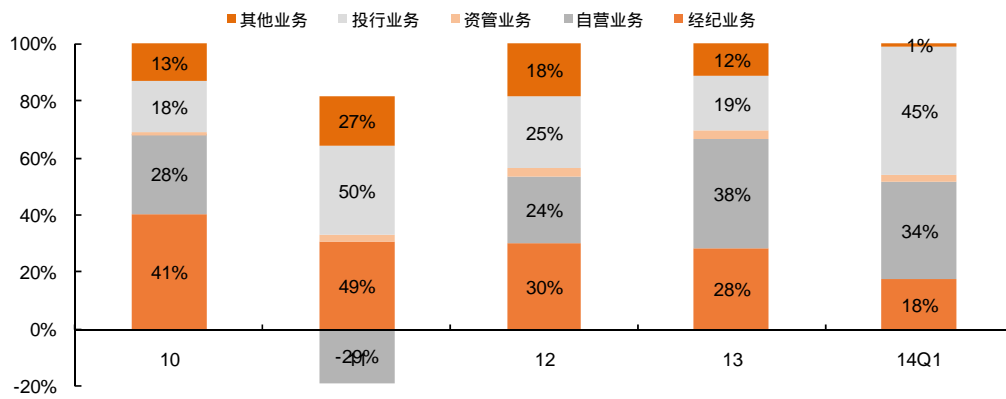
西南证券的地域和项目资源优势已经逐步体现在业绩中；定增解决资本瓶颈，有利于未来公司创新业务的进一步发展。预计公司 14/15 年 EPS 分别为 0.35 元和 0.42 元，同比增长 55%和 22%。业绩有望持续保持较高速增长。维持“推荐”评级。

■ 风险提示：

IPO 开闸影响二级市场交易量，流动性持续收紧，佣金率政策放松。

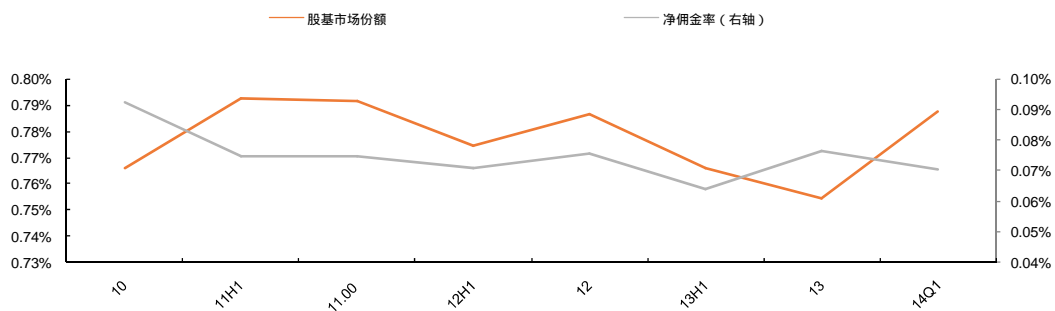
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,040	1,268	1,964	2,718	3,204
YoY(%)	-46.3	21.9	54.9	38.4	17.9
净利润(百万元)	263	342	630	977	1,188
YoY(%)	-67.4	30.4	84.1	55.0	21.6
ROE(%)	2.7	3.3	5.8	7.3	7.3
EPS(摊薄/元)	0.09	0.12	0.22	0.35	0.42
P/E(倍)	92.7	71.1	38.6	24.9	20.5
P/B(倍)	2.5	2.3	2.3	1.5	1.5

图表1：西南证券历史收入结构



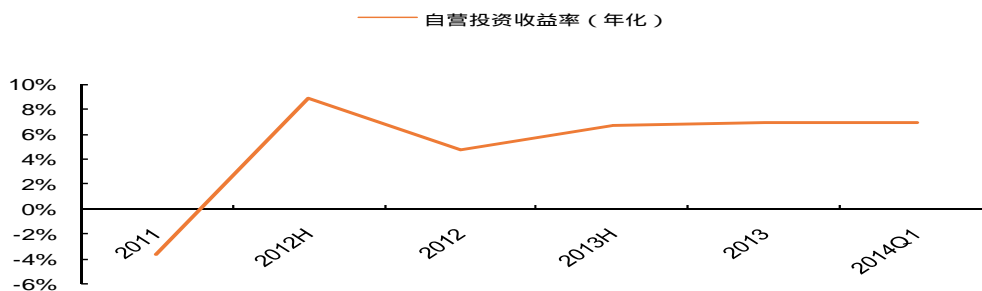
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表2：西南证券经纪业务市场份额及佣金率变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3：西南证券自营收益率



资料来源：公司年报，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
货币资金及结算备付金	5,616	4,855	6,180	6,988	
其中:客户资金存款	4,053	4,078	5,192	5,870	
客户保证金及备付金	746	1,389	1,768	1,999	
其中:客户备付金	672	808	1,029	1,164	
交易性金融资产	5,504	13,274	16,898	19,107	
可供出售金融资产	267	2,553	3,250	3,674	
持有至到期金融资产	0	0	0	0	
买入返售金融资产	1,729	1,958	2,492	2,818	
长期股权投资	1,782	2,365	3,011	3,404	
固定资产	294	304	387	437	
无形资产	171	165	210	238	
递延所得税资产	172	152	193	219	
投资性房地产	82	45	57	65	
其他资产	893	2,939	3,742	4,231	
资产总计	17,257	29,998	38,187	43,180	
短期借款	0	0	0	0	
拆入资金	200	1260	1638	2129.4	
交易性金融负债	0	0	0	0	
衍生金融负债	0	0	0	0	
卖出回购金融资产款	1,570	9,068	11,789	15,326	
代理买卖证券款	4,738	4,332	4,332	4,332	
其他负债	344	4,414	4,508	4,616	
负债合计	6,852	19,074	22,268	26,403	
少数股东权益	0	104	152	160	
股本	2,323	2,323	2,823	2,823	
资本公积	6,893	6,909	10,659	10,659	
留存收益	322	371	469	588	
归属母公司股东权益	10,405	10,819	15,767	16,616	
负债和股东权益	17,257	29,998	38,187	43,180	

每股指标				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
每股净利润	0.12	0.22	0.35	0.42
每股净资产	3.69	3.83	5.59	5.89
每股股利	0.10	0.12	0.12	0.12
股息派发率(%)	82.4	53.7	34.7	28.5

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	1268	1964	2718	3204	
经纪业务收入	379	556	501	551	
投行业务收入	321	369	814	951	
资产管理业务收入	34	58	77	97	
利息收入	199	127	101	167	
投资收益	-242	888	1095	1268	
其他业务收入	577	-33	131	171	
营业支出	884	1198	1488	1713	
营业税金及附加	66	111	154	181	
管理费用	783	1025	1281	1474	
资产减值损失	22	14	0	0	
其他业务成本	1	48	53	58	
营业利润	384	766	1230	1490	
营业外净收入	2	-57	-70	-80	
利润总额	385	709	1160	1411	
所得税	43	73	174	212	
归属母公司净利润	342	630	977	1188	

主要财务比率				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	21.9	54.9	38.4	17.9
归母净利润(%)	30.4	84.1	55.0	21.6
收入结构				
手续费净收入(%)	29.9	28.3	18.4	17.2
利息净收入(%)	15.7	6.4	3.7	5.2
承销收入(%)	25.3	18.8	29.9	29.7
投资收益(%)	23.7	38.4	40.3	39.6
资产管理收入(%)	2.7	3.0	2.8	3.0
其他业务收入(%)	2.7	5.1	4.8	5.3
获利能力				
代理买卖手续费率(%)	0.08	0.08	0.06	0.06
自营投资收益率(%)	5.1	7.0	6.1	5.9
杠杆率	1.7	2.8	2.4	2.6
ROE(%)	3.4	5.9	7.3	7.3
ROA(%)	2.0	2.7	2.9	2.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	