

## 定增大幅提升杠杆率空间，投行业务实现全方位增长

核心观点：

### 1. 事件

公司发布了2014年一季度报告。

### 2. 我们的分析与判断

#### 1) 业绩增幅符合预期，净资本增加大幅提升杠杆率空间。

2014Q1，公司实现营业收入7.87亿元，同比增加91.53%；归属于上市公司股东净利润2.72亿元，同比增加104.12%；EPS0.11元，同比增加83.33%，符合市场预期。公司ROE同比稳步上升1.22个百分点，达到2.49%。今年2月公司完成非公开增发，募集资金净额41.5亿元，大幅增加了公司净资本。目前，公司总资产杠杆率为2.06，剔除客户资产后的杠杆率为1.75，较年初大幅下降24.8%，存在明显提升空间。

#### 2) 投行业务收入同比增长2.63倍是业绩增长的主要因素

公司一季度投行业务净收入达到3.56亿元，同比增幅达到2.63倍，占一季度营业收入的比例高达45.19%，是业绩增长的最主要因素。据Wind统计数据，公司报告期内共完成IPO2单，增发3单，债券主承销4单（联主1单），合计保荐承销收入约为1.27亿元，由此判断公司一季度财务顾问业务净收入约在2.3亿元左右，表现同样优异。目前公司有效IPO在会项目22个，其中预披露2家。

#### 3) 经纪业务市占率稳中有升，公允价值变动收益扭亏为盈

公司一季度股基交易市占率约为0.80%，较上年底的0.73%稳步提升。此外受益于今年以来市场交易活跃度的同比进一步提升，公司一季度经纪业务净收入同比增长12.15%。自营业务方面，公允价值变动收益同比扭亏为盈，达到0.79亿元，我们判断主要是一季度利率回落导致固定收益类资产公允价值回升。

#### 4) 利息净收入大幅减少但无需过虑，资本中介型业务潜力待释放

公司一季度利息净收入为-0.08亿元，同比大幅度减少。这主要是由于报告期内公司累计发行了30亿元短期融资券，同时兑付4期短期融资券，累计兑付本息34.51亿元。我们判断，公司在完成增发之后净资本实力明显提升，因此在快速增加杠杆率的短期内利息支出大幅攀升是正常现象。此外公司两融余额较年初稳步增长28.4%，达到28.6亿元。预计随着公司在未来一段时间内杠杆率的稳步增加，两融、约定购回及股票质押回购业务规模及收入将有较大幅度增长。

### 3. 投资建议

我们认为，公司在定增之后目前存在明显的加杠杆空间，资本中介型业务具有较大潜力。此外，公司投行业务有望持续回暖，经纪及自营业务表现稳定。首次评级为“推荐”，给予2014/2015年EPS0.33/0.43元。

西南证券（600369.SH）

推荐 首次评级

### 分析师

黄斌辉

☎：(8610) 8357 4031

✉：[huangbinhui@chinastock.com.cn](mailto:huangbinhui@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130513030001

### 特别鸣谢：

白舟

☎：(8610) 8357 4080

✉：[baizhou@chinastock.com.cn](mailto:baizhou@chinastock.com.cn)

从业证书编号：S0130113090032

对本报告的贡献

### 市场数据 时间 2014.04.24

A股收盘价(元)	8.63
A股一年内最高价(元)	11.05
A股一年内最低价(元)	7.07
上证指数	2057.03
市净率	1.64
总股本(万股)	282255.46
实际流通A股(万股)	232255.46
限售的流通A股(万股)	50000
流通A股市值(亿元)	200.43646

### 相关研究

附表：西南证券盈利预测及估值简表（单位：百万元）

	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1,268	1,964	2,893	3,760
其中：手续费及佣金净收入	734	1,015	1,446	1,880
<b>营业支出</b>	884	1,198	1,797	2,333
其中：业务及管理费	783	1,025	1,491	1,866
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	342	630	931	1,214
EPS（元）	0.15	0.27	0.33	0.43
PE	57.53	31.96	26.15	20.07
PB	1.93	1.85	1.56	1.44

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**黄斌辉，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)