

信用业务发展迅猛, 投行、自营是业绩增长的主要推动力

——西南证券（600369）2014 半年财报点评

2014 年 08 月 26 日

强烈推荐/维持

西南证券

财报点评

黄琳	分析师	执业证书编号: S1480514070001
	huanglin@dxzq.net.cn	010-66554013
刘湘宁	联系人	
	liu-xn@dxzq.net.cn	010-66554027

事件:

公司发布了 2014 年中报, 14 年上半年, 公司实现营业收入 15.06 亿元, 同比增长 94.73%, 营业利润 7.29 亿元, 同比增长 117.74%, 扣非后净利润 5.42 亿元, 同比增长 78.06%。公司 14 年业绩高速增长主要受益于自营、投行和资产管理业务的快速发展, 信用业务发展迅猛。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入 (百万元)	456.15	411.13	362.47	472.07	718.46	787.44	719.03
增长率 (%)	33.51%	16.44%	2.88%	343.68%	57.51%	91.53%	98.37%
毛利率 (%)	30.72%	41.77%	44.94%	54.66%	24.15%	46.58%	50.33%
营业利润率 (%)	30.72%	41.77%	44.94%	54.66%	24.15%	46.58%	50.33%
净利润 (百万元)	140.15	134.08	174.16	201.86	126.33	275.63	271.96
增长率 (%)	129.51%	-16.44%	42.84%	-351.93%	-09.86%	105.57%	56.15%
每股盈利 (季度, 元)	0.06	0.06	0.07	0.09	0.05	0.10	0.10
资产负债率 (%)	39.71%	49.17%	50.23%	58.13%	63.59%	51.05%	52.04%
净资产收益率 (%)	1.35%	1.26%	1.65%	1.87%	1.16%	1.82%	1.74%
总资产收益率 (%)	0.81%	0.64%	0.82%	0.78%	0.42%	0.89%	0.83%

观点:

➤ 上半年投行、自营收入高增长; 资管持续发力, 收入占比实现逐步提升。

上半年, 投行实现营收 4.76 亿元, 同比增长 282.98%。上半年共完成 2 单首发, 融资额达到 10.2 亿元, 增发项目 8 单, 金额 154 亿元, 承销数量和金额均位列行业第三位, 行业领先地位较明确。新三板部分, 挂牌企业 4 家, 数目虽然不多, 但挂牌企业股份数量市场占比额达到了 8.31%, 位列行业第 5 位, 市场具有一定的先发优势。资产管理业务部分, 报告期内, 公司存续运行资产管理产品 80 只, 受托资金 1381 亿元, 较去年同期增长 375%, 同时, 资管净收入占比营收达到了 3.46%, 较 1 季度上升了 1.04%, 二季度单季度资管业务净收入占比达到了 4.6%, 均高于今年 1 季度和去年同期二季度资管净收入占比。资产管理业务持续发力增长。

- 利息收入来源多样化，信用业务发力，两融市场占比稳步提升，股票质押交易活跃。

截至报告期末，公司利息净收入达到了0.78亿元，占比营收达到了5.21%。报告期内，公司利息收入来源较去年同期多样化。两融余额稳步扩大，市场份额稳步提升，报告期末占比达到0.83%，位列行业第27位，较13年底提升7位，提升幅度很大；融资融券利息收入达到1.21亿元，占比总利息收入29.7%，较去年同期占比扩大9.95%。股票质押业务交易23次，业务市场份额排名由去年末的15名上升至10名，进入业内前十，信用业务发展速率较快。

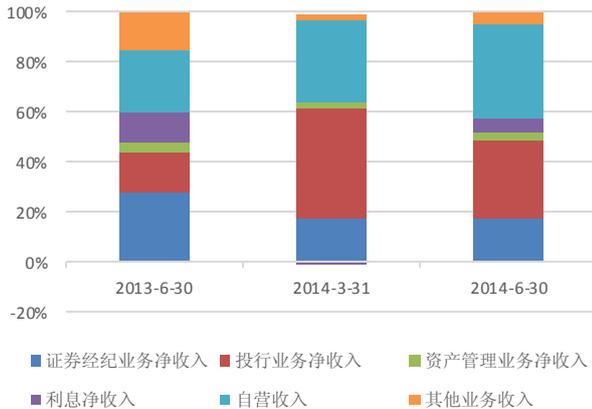
- 国际市场收购敦沛金融进程稳步推进，沪港通中优势逐步奠定。

公司全资子公司西证国际收购敦沛金融进程稳步推进，公司国际化进程加快。敦沛金融是香港较为成熟的上市券商，沪港通渐行渐近，我们认为公司将在此环境下享受更多的便利，并获得更多的业务机遇。

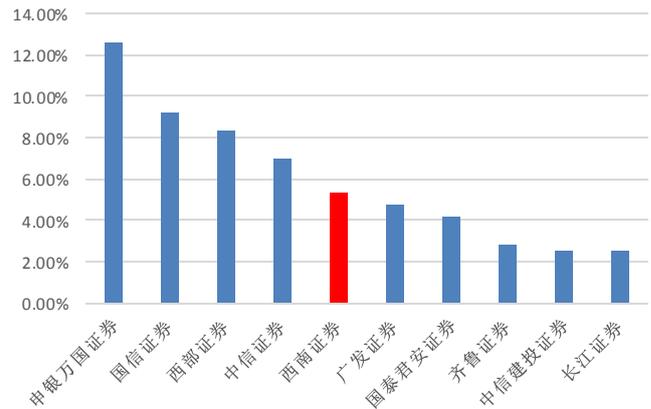
总结：

财报数据显示公司报告期末ROE为3.49%，杠杆率也仅有2.09，依然处于行业较低的水平，但受益于信用业务的大力发展，公司资产周转率显著提升。公司业务范围逐步扩大，国际化进程加快，在未来行业业务多元化的发展背景下，公司将更易把握机遇，实现快速发展。我们预计公司14年和15年EPS分别为0.36元和0.56元，对应的PE为24.1X和15.3X，维持“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：创新业务开展效果不达预期

图 1：公司营收占比情况


资料来源：公司财务，东兴证券研究所

图 2：新三板挂牌企业股份数量市场占比情况


资料来源：wind，东兴证券研究所

表 1：利息收入构成变化

单位：元	2014 (1-6)	占比(2014H)	2013 (1-6)	占比(2013H)
利息收入	407,276,850.00		237,547,514.18	
存放金融同业利息收入	173,762,811.23	42.66%	169,203,091.79	71.23%
其中：自有资金存款利息收入	32,552,530.96	7.99%	-	-
客户资金存款利息收入	141,210,280.27	34.67%	-	-
融资融券利息收入	121,172,490.00	29.75%	47,024,497.10	19.80%
买入返售金融资产利息收入	110,517,097.11	27.14%	21,319,925.29	8.98%
其中：约定购回利息收入	8,780,836.96	2.16%	20,550,667.85	8.65%
股权质押回购利息收入	75,609,273.37	18.56%	-	-
其他	1,824,451.66	0.45%	-	-

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 2：公司两融业务市场开展情况

时间	行业水平	融资融券余额 (亿元)	市场占比 (%)
2013-06	38 位	12.34	0.56
2013-12	34 位	22.31	0.64
2014-06	27 位	33.60	0.83

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 3：公司杜邦分析

	2012-12-31	2013-06-30	2013-12-31	2014-03-30	2014-06-30
ROE	3.29%	2.92%	5.83%	1.82%	3.49%
销售净利率	27.00%	39.84%	32.40%	35.00%	36.35%
资产周转率	7.35%	3.64%	6.55%	2.55%	4.61%
权益乘数	1.66	2.01	2.75	2.04	2.09

资料来源：东兴证券研究所

表 4：公司估值情况

万元	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	126,797.08	196,412.65	314,260.23	494,807.65
(+/-)%	21.89%	54.90%	60.00%	57.45%
营业利润 (EBIT)	38,368.95	76,622.73	119,418.89	190,528.40
(+/-)%	74.84%	99.70%	55.85%	59.55%
净利润	34,240.75	63,642.83	101,506.06	160,101.01
(+/-)%	30.35%	85.87%	59.49%	57.73%
每股净收益(元)	0.15	0.27	0.36	0.56

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

黄琳

中国人民大学金融学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

联系人简介

刘湘宁

数量经济学硕士，2013年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。