

沪港通股票

西南证券

投行业务表现优异，但目前估值并不便宜

完成收购敦沛金融，海外业务进一步拓展

2015年1月27日西证国际完成敦沛金融股份认购，持股达到73.79%。敦沛金融旗下包括敦沛证券、敦沛期货、敦沛融资、敦沛资管等。敦沛金融业务范围全面，历史上期货、外汇业务实力较强，但最近3年亏损。我们认为收购敦沛金融有利于西南海外业务拓展，但考虑到敦沛金融盈利规模、资产规模较小，我们认为短期内业绩贡献相对有限。

投行业务表现优异，经纪、自营向上弹性较大

2014年投行业务成为公司一大亮点。1-3Q投行业务收入同比增长357%；全年股票主承销293亿元、位居行业第6位，债券主承销452亿元、位居行业第12位，均超越同类公司。公司业务结构仍相对传统，利润主要由经纪和自营贡献（2014.1H占比95%），我们预计市场环境持续活跃下公司经纪、自营向上弹性较大。

基于行业假设调整，上调公司2015-17年盈利预测

我们预计1) 2015年市场环境显著好于原先预期，2) 公司投行业务表现优异，经纪、自营向上弹性较大，因此上调2015-17年EPS预测至0.82/1.05/1.23元，上调幅度分别21%、26%和27%。同时根据公司业绩预告（14年净利润同比+80-100%），我们下调公司2014净利润预测至12.29亿元，下调11%。

估值：维持“中性”评级

基于分部估值法，我们将目标价由20.74元上调至27.85元，上调幅度34%，对应2015E P/E34.0x、P/B 4.20x。尽管我们的盈利预测中已考虑融资类业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO加快等乐观预期，但公司目前股价对应2015E P/B 3.9x已不便宜，维持“中性”评级。

Equities

中国

多样化金融服务

12个月评级 **中性**
 保持不变

12个月目标价 **Rmb27.85**
 之前: **Rmb20.74**
股价 **Rmb25.69**

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 Rmb25.79-8.36

市值 Rmb72.5十亿/US\$11.7十亿

已发行股本 2,823百万 (ORDA)

流通股比例 32%

日均成交量(千股) 63,795

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,327.5

普通股股东权益(12/14E) Rmb16.4十亿

市净率(12/14E) 4.4x

一级资本充足率 -

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.49	0.44	-10.51	0.42
12/15E	0.68	0.82	21.03	0.57
12/16E	0.84	1.05	25.94	0.87

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

潘洪文

分析师

S1460513090002

hongwen.pan@ubssecurities.com

+86-213-866 8845

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	1,040	1,268	1,964	3,601	6,221	7,907	9,072	10,370
税前利润	335	385	709	1,663	3,101	3,980	4,658	5,428
净利润(本地 GAAP)	263	342	630	1,229	2,314	2,973	3,480	4,055
净利润(UBS)	263	342	630	1,229	2,314	2,973	3,480	4,055
一级资本充足率%	-	-	-	-	-	-	-	-
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.11	0.15	0.27	0.44	0.82	1.05	1.23	1.44
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	9.0	13.2	14.8	15.0	15.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	52.4	25.7	41.7	23.4	18.2	15.6	13.4
市净率	2.6	2.1	2.0	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
市净率(UBS)	2.6	2.1	2.0	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
市盈率(UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	59.0	31.3	24.4	20.8	17.9
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	0.5	1.0	1.2	1.4	1.7

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 2015 年 04 月 10 日 22 时 43 分的股价(Rmb25.69)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。西南证券经纪业务率先达到低点，投行业务实力较强，尤其并购业务实力远超同类公司。公司投资业务加强量化投资、套期保值等创新型自营投入，未来投资收益有望实现稳定增长。公司创新业务布局全面，2014 年 2 月完成定向增发，资本实力进一步充实。充裕资金支持有望驱动公司资本中介业务、创新型自营、另类投资等业务快速发展，业绩持续高增长可期。但公司估值已不便宜，我们给予“中性”评级。

乐观情景

假设股市好转、交易量持续活跃，在 2015-17 年日均交易额分别为 9000 亿元/9356 亿元/9661 亿元以及综合投资收益率分别为 10.5%/10.0%/9.8% 的乐观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 1.49 元/2.78 元/2.00 元，每股估值为 30.90 元。

悲观情景

假设股市持续低迷，在 2015-17 年日均交易额分别为 6000 亿元/6238 亿元/6441 亿元以及综合投资收益率分别为 4.5%/4.0%/3.8% 的悲观假设下，我们预期公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.48 元/0.54 元/0.67 元，每股估值为 24.33 元。

近期催化剂

2014 年中国并购管制开始放松且展开国有企业改革和混合所有制探索，西南证券并购业务表现突出，2015 年公司投行有望受益于并购业务增长，业绩贡献超市场预期，成为正面催化剂；
作为唯一注册在重庆且拥有重庆国资背景的证券公司，西南证券 2015 年有望受益重庆国有企业改革；
随着经纪业务竞争加剧，2015 年佣金率降幅可能超预期，拖累公司业绩，成为公司股价的负面催化剂。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb27.85

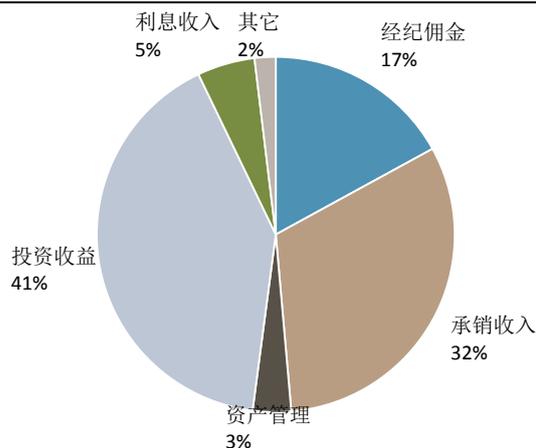
公司简介

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。我们预计新的盈利模式下行业杠杆率将逐步提升，从而推动行业 ROE 持续增长。目前，一方面行业发展的空间已经全面打开；另一方面行业竞争日趋激烈，行业竞争格局可能根本性改变。我们认为随着业务范围扩大和净资本管制的进一步放松，证券行业创新正迎来一轮新的快速发展，短期看好资本中介业务的快速成长。

西南证券收入结构 (2014.1H)



来源：公司数据

西南证券简要损益表 (亿元)

损益表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	12.7	19.6	36.0	62.2	79.1
营业支出	8.8	12.0	19.4	31.2	39.3
所得税	0.4	0.7	4.3	7.8	10.0
净利润	3.4	6.4	12.4	23.3	29.9
归属母公司净利润	3.4	6.3	12.3	23.1	29.7

来源：公司数据，瑞银证券估算

盈利预测调整概要

基于行业核心假设大幅上调以及公司投行业务表现优异，经纪、自营向上弹性较大，我们将公司 2015-17 年 EPS 预测由 0.68/0.84/0.97 元上调至 0.82/1.05/1.23 元，上调幅度分别 21%、26%和 27%。

图表 25: 盈利预测调整概要

	2015E	2016E	2017E
净利润（百万元）			
调整后	2,314	2,973	3,480
调整前	1,912	2,360	2,739
调整%	21%	26%	27%
营业收入（百万元）			
调整后	6,221	7,907	9,072
调整前	4,991	6,040	6,875
调整%	25%	31%	32%
融资融券余额（亿元）			
调整后	212.5	272.0	320.2
调整前	135.0	164.2	191.3
调整%	57%	66%	67%

来源: 瑞银证券估算

估值：上调目标价至 27.85 元

基于分部估值法，我们将目标价由 20.74 元上调至 27.85 元，上调幅度 34%。最新目标价对应 2015E P/E34.0x，对应 2015E P/B 4.20x，估值调整主要包括：

- **传统业务：**考虑到 A 股市场交易量持续超我们原先预期（日均成交额最高突破 14000 亿元），因此我们上调了公司经纪业务收入预测。考虑到公司投行业务表现优异，我们上调传统业务估值，PE 倍数由 15x 上调至 17x（仍低于大型优质券商）。我们估算公司传统业务价值由 110 亿元提升至 160 亿元。
- **资本中介业务：**股市显著回暖下，考虑到整个行业融资融券业务规模增长大幅超出市场预期（截至 2015 年 3 月末融资融券余额突破 1.5 万亿元），且公司融资渠道进一步拓展、资产负债表扩张速度有望加快，我们大幅上调融资融券业务规模假设，我们上调资本中介业务 P/E 估值由 48x 至 50x（与东吴、兴业保持一致、长江 40x）。我们估算公司资本中介业务价值由 312 亿元提升至 431 亿元。
- **资本投资业务：**考虑到公司资产规模快速扩张，投资规模有所增加以及市场活跃环境可能持续，我们上调公司投资收益预测，维持估值倍数 12x 不变。我们估算公司资本投资业务价值由 67 亿元提升至 86 亿元。

图表 26: 西南证券分部估值比较表 (亿元)

	调整前 基于 2015E	调整后 基于 2015E	调整%	备注
传统业务				
净收入	23	30	27%	市场成交显著放大, 上调经纪收入假设
净利润	7	9	29%	
P/E 倍数	15	17	13%	
业务价值	110	160	46%	
资本中介业务				
净收入	13	17	30%	上调融资融券、股权质押业务规模假设, 公司资本中介业务收入预测增加
净利润	7	9	32%	
P/E 倍数	48	50	4%	
业务价值	312	431	38%	
资本投资业务				
净投资收益	11	13	26%	考虑到股票市场投资收益有望提升, 上调公司投资收益
净利润	6	7	28%	
P/E 倍数	12	12	0%	
业务价值	67	86	28%	
子公司				
银华基金	35	45	27%	
西证股权	20	21	4%	
西证创新	29	30	6%	
西南期货	7	8	10%	
西证国际	0.34	0.34	1%	
股权交易中心	4	4	1%	
子公司价值小计	96	109	14%	
估值	585	786	34%	
目标价 (元)	20.74	27.85	34%	

来源: 瑞银证券估算

投资建议: 估值不便宜, 维持“中性”评级

基于分部估值法, 我们将目标价由 20.74 元上调至 27.85 元, 上调幅度 34%, 对应 2015E P/E34.0x、P/B 4.20x。尽管我们的盈利预测中已考虑融资类业务收入高增长、日均成交额维持高位、IPO 加快等乐观预期, 但公司目前股价对应 2015E P/B 4.02x 已不便宜, 维持“中性”评级。

西南证券 (600369.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	270	199	127	383	202.8	682	78.0	1,081	1,170	1,240
非利息收入总额	770	1,069	1,838	3,218	75.1	5,539	72.1	6,826	7,901	9,130
总盈利	1,040	1,268	1,964	3,601	83.3	6,221	72.8	7,907	9,072	10,370
现金支出总额	(887)	(815)	(1,102)	(1,825)	-65.7	(3,086)	-69.1	(3,892)	(4,380)	(4,907)
折旧前营业利润	154	452	862	1,775	105.9	3,135	76.6	4,015	4,692	5,462
折旧和摊销(除商誉)	(36)	(33)	(34)	(35)	-0.5	(34)	1.4	(34)	(34)	(34)
拨备前营业利润	118	419	828	1,741	110.3	3,101	78.1	3,980	4,658	5,428
总拨备	107	(22)	(14)	(79)	NM	0	-	0	0	0
拨备后营业利润	225	398	814	1,662	104.0	3,101	86.6	3,980	4,658	5,428
来自联营及合资公司的利润(税前)	44	(128)	(251)	(92)	63.3	(156)	-68.8	(179)	(187)	(187)
其他税前项目	67	116	146	93	-36.2	156	67.0	179	187	187
税前利润(UBS)	335	385	709	1,663	134.5	3,101	86.5	3,980	4,658	5,428
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	335	385	709	1,663	134.5	3,101	86.5	3,980	4,658	5,428
税项	(73)	(43)	(73)	(425)	NM	(775)	-82.2	(995)	(1,164)	(1,357)
税后利润	263	342	636	1,237	94.4	2,326	88.0	2,985	3,493	4,071
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	0	0	(6)	(8)	-35.2	(11)	-35.0	(12)	(13)	(16)
净利润(本地 GAAP)	263	342	630	1,229	95.0	2,314	88.3	2,973	3,480	4,055
净利润(不计优先股股息)	263	342	630	1,229	95.0	2,314	88.3	2,973	3,480	4,055
净利润(UBS)	263	342	630	1,229	95.0	2,314	88.3	2,973	3,480	4,055
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.11	0.15	0.27	0.44	60.4	0.82	88.3	1.05	1.23	1.44
每股收益(UBS 稀释后)	0.11	0.15	0.27	0.44	60.4	0.82	88.3	1.05	1.23	1.44
拨备前营业利润(稀释后)	0.05	0.18	0.36	0.62	73.0	1.10	78.1	1.41	1.65	1.92
每股股息净值	0.55	0.10	0.10	0.14	40.0	0.25	78.6	0.32	0.37	0.44
每股账面价值	4.26	4.48	4.66	5.80	24.5	6.64	14.4	7.64	8.81	10.19
每股账面价值(UBS)	4.26	4.48	4.66	5.80	24.5	6.64	14.4	7.64	8.81	10.19
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	17,768	17,257	29,998	67,102	123.7	94,078	40.2	123,691	155,662	189,515
银行资产(平均)	20,273	17,512	23,627	48,550	105.5	80,590	66.0	108,884	139,676	172,589
总资产(年底)	17,768	17,257	29,998	67,102	123.7	94,078	40.2	123,691	155,662	189,515
风险加权资产(RWA)(年底)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
风险加权资产(RWA)(平均)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
客户贷款	0	0	1,487	4,081	174.5	8,676	112.6	11,271	14,309	16,804
客户贷款(平均)	0	0	743	2,784	274.5	6,379	129.1	9,974	12,790	15,557
生息资产(平均)	11,357	11,648	22,718	51,134	125.1	71,828	40.5	95,343	120,119	147,071
客户存款	5,536	4,725	4,887	10,486	114.6	12,069	15.1	15,461	19,494	23,765
普通股权益(年底)	9,899	10,405	10,819	16,368	51.3	18,731	14.4	21,577	24,876	28,770
普通股权益(平均)	10,511	10,152	10,612	13,594	28.1	17,550	29.1	20,154	23,227	26,823
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	9,899	10,405	10,924	16,481	50.9	18,855	14.4	21,713	25,026	28,928
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	10,511	10,152	10,664	13,702	28.5	17,668	28.9	20,284	23,369	26,977
有形资产净值	9,899	10,405	10,924	16,481	50.9	18,855	14.4	21,713	25,026	28,928
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	0.0	0.0	5.0	6.1	22.7	9.2	51.6	9.1	9.2	8.9
存款/银行资产(年底)	31.2	27.4	16.3	15.6	-4.1	12.8	-17.9	12.5	12.5	12.5
存贷比	0.0	0.0	30.4	38.9	27.9	71.9	84.7	72.9	73.4	70.7
股东资金总额/银行资产(年底)	55.7	60.3	36.4	24.6	-32.6	20.0	-18.4	17.6	16.1	15.3

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。

西南证券 (600369.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	0	0	0	0	0	0	0	0
总资本	0	0	0	0	0	0	0	0
风险加权资产 (RWA) (年底)	0	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	9,899	10,405	10,819	16,368	18,731	21,577	24,876	28,770
权益对资产比率%	55.7	60.3	36.1	24.4	19.9	17.4	16.0	15.2
有形权益对有形资产比率%	55.7	60.3	36.1	24.4	19.9	17.4	16.0	15.2
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	0	0	0	0	0	0	0	0
风险准备金总额	0	0	0	0	0	0	0	0
不良贷款率	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
拨备覆盖率	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-
拨备: 平均贷款余额	-	-	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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力								
净息差(平均资产)	1.33	1.14	0.54	0.79	0.85	0.99	0.84	0.72
拨备与营业利润率	(90.9)	5.2	1.6	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	2.5	3.4	5.9	9.0	13.2	14.8	15.0	15.1
经调整的资产收益率	2.5	3.4	5.9	9.0	13.2	14.8	15.0	15.1
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	-	-	-	-	-	-	-	-
资产收益率	1.30	1.96	2.69	2.55	2.89	2.74	2.50	2.36
生产率								
成本收入比	88.7	66.9	57.8	51.7	50.2	49.7	48.7	47.7
成本与平均资产比率	4.55	4.85	4.81	3.83	3.87	3.61	3.16	2.86
薪酬费用比	83.6	55.4	46.8	26.1	16.7	14.1	11.9	10.5
增长率(%)								
营业收入	-46.3	21.9	54.9	83.3	72.8	27.1	14.7	14.3
拨备前营业利润	-88.8	256.3	97.5	110.3	78.1	28.4	17.0	16.5
净利润(UBS)	-67.4	30.4	84.1	95.0	88.3	28.5	17.0	16.5
每股股息净值	-	-81.8	0.0	40.0	78.6	28.0	15.6	18.9
总资产(年底)	-22.0	-2.9	73.8	123.7	40.2	31.5	25.8	21.7
客户贷款	-	-	-	174.5	112.6	29.9	27.0	17.4
客户存款	-49.5	-14.6	3.4	114.6	15.1	28.1	26.1	21.9
Value (x)								
市值/收入	25.0	17.3	10.8	20.1	11.7	9.2	8.0	7.0
市值/存款	4.7	4.6	4.4	6.9	6.0	4.7	3.7	3.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	NM	52.4	25.7	41.7	23.4	18.2	15.6	13.4
市盈率(本地 GAAP, 基本)	98.9	64.2	33.8	59.0	31.3	24.4	20.8	17.9
市盈率(UBS, 稀释后)	98.9	64.2	33.8	59.0	31.3	24.4	20.8	17.9
净股息收益率(%)	4.9	1.1	1.1	0.5	1.0	1.2	1.4	1.7
市净率	2.6	2.1	2.0	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
市净率(UBS)	2.6	2.1	2.0	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5

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。