

年报和季报点评：受益于自营与两融，业绩大幅超预期

■**业绩概述：**西南证券2014年实现营业收入36.75亿元，同比增长87.12%；归属于母公司的净利润13.39亿元，同比增长112.54%。2015年一季度实现营业收入20.19亿元，同比增长156.54%；归属于母公司的净利润9.65亿元，同比增长254.78%。年报和一季度业绩均超预期，主要是自营和融资融券业务快速增长。

■**经纪业务份额有望稳步提升，融资融券延续高增长。**2014年股基业务份额为0.81%，比2013年提升0.06个百分点；2014年底融资融券余额为83.98亿元，同比增长276.42%，增速快于行业平均水平；另外，公司还加速拓展小额贷款、P2P业务等新业务链条。多种融资渠道打开后融资融券业务高成长可期，互联网金融布局启动后将持续推动经纪业务份额稳步提升。

■**依托区域优势和并购顾问业务投行业务领先同业。**2014年投行业务完成IPO项目2个，再融资项目17个，承销金额338.85亿元，再融资发行家数在行业继续保持领先地位；累计完成债券主承销项目22个，累计承销金额276.60亿元；担任财务顾问的并购重组项目20家，行业排名第一，实现财务顾问收入2.58亿元。未来将持续受益于注册制推出以及经济转型期的企业并购潮。

■**自营业务有望持续为公司释放业绩。**2014年自营业务实现营业净收入10.32亿元，同比增长289.46%，创造近5年以来的最佳投资业绩；实现营业利润8.18亿元，同比增长335.67%。另外，公司将子公司西政股权投资作为直投业务孵化平台，有望逐步贡献投资收益。

■**未来将持续受益于重庆国企改革。**未来重庆作为西南经济重镇，有望成为国企改革的先行军，西南证券作为重庆市重要的国资企业，有望成为本区域国企改革标杆。

■**投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价36元。我们预计公司2015年-2016年的收入增速分别为87%，34%，净利润增速分别为94%，40%，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为36元。

■**风险提示：**交易量大幅萎缩；重庆国企改革低于预期。

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

36.00元

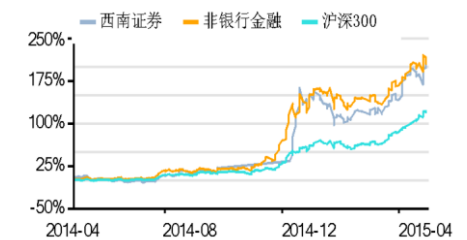
股价 (2015-04-27)

26.31元

交易数据

总市值 (百万元)	74,261.41
流通市值 (百万元)	61,106.41
总股本 (百万股)	2,822.55
流通股本 (百万股)	2,322.55
12个月价格区间	8.36/26.41元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.59	6.37	83.10
绝对收益	25.64	40.85	204.87

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

相关报告

摘要(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	1,268	1,964	3,675	6,874	9,200
净利润	342	630	1,339	2,430	3,348
每股收益(元)	0.15	0.27	0.49	0.86	1.18
每股净资产(元)	4.5	4.7	5.9	4.8	6.0

盈利和估值	2012	2013	2014	2015E	2016E
市盈率(倍)	88.2	96.2	90.4	42.8	31.1
市净率(倍)	2.9	2.4	5.7	7.6	6.1
净资产收益率	3.37%	5.91%	9.52%	15.30%	20.53%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表						资产负债表					
(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	1,268	1,964	3,675	6,874	9,200	货币资金	5,616	4,855	11,490	18,880	30,138
手续费净收入	734	1,015	1,924	3,195	3,913	结算备付与保证金	789	1,044	2,696	3,494	5,251
代理买卖证券业务净收入	379	556	805	1,647	1,837	交易性金融资产	5,504	13,274	14,855	38,331	53,494
证券承销业务净收入	321	369	969	1,365	1,775	买入返售金融资产	1,729	1,958	8,467	6,892	10,583
资产管理业务净收入	34	58	101	182	301	可供出售金融资产	267	2,553	7,249	6,304	7,966
利息净收入	199	127	198	337	506	其他资产	3,351	6,315	13,445	19,223	27,598
投资收益及公允价值变动	301	754	1,551	3,337	4,774	资产总计	17,257	29,998	58,203	93,124	135,030
其他业务收入	34	69	2	6	7	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	884	1,198	2,029	3,643	4,692	交易性金融负债	0	0	979	0	0
营业税金及附加	66	111	222	344	460	衍生金融负债	0	0	6	0	0
业务及管理费	783	1,025	1,719	3,231	4,140	卖出回购金融资产款	1,570	9,068	20,955	32,524	44,798
营业利润	384	766	1,646	3,231	4,508	代理买卖证券款	4,738	4,332	10,691	26,974	46,929
营业外收支	1	-57	18	0	0	其他负债	544	5,674	8,352	19,091	25,222
利润总额	385	709	1,664	3,231	4,508	负债合计	6,852	19,074	40,983	78,589	116,949
所得税	43	73	317	646	947	股本	2,323	2,323	2,823	2,829	2,829
净利润	342	636	1,347	2,585	3,561	归属母公司所有者权益	10,405	10,819	16,750	13,663	16,996
归属母公司所有者净利润	342	630	1,339	2,430	3,348	少数股东权益	0	104	470	872	1,085
少数股东损益	0	6	8	155	214	所有者权益合计	10,405	10,924	17,220	14,535	18,081

每股数据						估值					
(元)	2012	2013	2014	2015E	2016E		2012	2013	2014	2015E	2016E
每股收益	0.15	0.27	0.49	0.86	1.18	市盈率	88.2	96.2	90.4	42.8	31.1
每股净资产	4.5	4.7	5.9	4.8	6.0	市净率	2.9	2.4	5.7	7.6	6.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

