

# 中报点评：自营高速增长，国际布局铺开

■事件：西南证券发布2015年半年度报告，营业收入达60.39亿元，同比增长300.89%；净利润达28.42亿元，同比增长424.54%，对应EPS为1.01元；总资产为956.04亿元，同比增长192.62%，对应BVPS为6.6元，ROAE(摊薄)为15.26%。营收结构上看来，证券自营业务贡献率显著提高，由年初的49.7%上升到58.2%，利润同比增速也为各项业务中最快的，达到412%。营业收入同比增速、净利润同比增速创历史新高。另外公司公布分红预案，进行资本公积金转增股本，全体股东每10股转增10股，每10股派发现金红利1.20元(含税)，占2015年半年度累计可供股东分配利润的12.19%。

■经纪业务份额提升，佣金率下滑压力减轻：公司股基交易市场份额较上一报告期上行4.94%，市场份额和排名均创历史新高。我们认为2015年上半年，由于“一人多户”的开闸，行业佣金率水平普遍下降，中小型券商市场份额受到挤压的大环境下，公司能够提升股基市场交易份额，实属不易。全年佣金率水平预计在万分之五点三的水平，与行业平均水平相比基本持平。■单季度自营同比增速达40倍：就二季度单季度数据来看，自营业务的净收入同比增速达到4168.61%，创公司成立以来的新高。我们认为公司通过传统投资和量化投资齐头并进的成功投资策略，积极把握住权益类和固定收益类量化套保套利机会。年化累计投资净收益增速有望保持150%以上。■兼并扩张能力强化，自港出发国际平台布局加深：公司是重庆唯一一家A股上市的金融机构，由于公司依然秉持深耕重庆，服务地方实体经济的经营方向不变，我们认为西部大开发和重庆长江上游区域金融中心建设的政策红利还将逐渐释放。另外，报告期内公司完成对西政国际(原香港本土上市券商敦沛金融)第二轮增资，其资本金由3亿港元增至10亿港元，“立足香港、布局全球”的国际化战略取得了实质突破。

■投资建议：我们认为公司经纪业务份额提升，业绩上升环境改善，国际业务平台加码，并且有高送转概念，给以买入-A评级，6个月目标价18.49元，相当于2015年约18倍市盈率。预计公司2015年-2016年的收入增速分别为128.5%、43.4%，净利润增速分别为200%、68%，成长性突出。

■风险提示：系统性风险

| 摘要(百万元)  | 2012     | 2013     | 2014     | 2015E    | 2016E     |
|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入     | 1,267.97 | 1,964.13 | 3,674.83 | 8,397.12 | 12,041.16 |
| 净利润      | 342.41   | 636.43   | 1,346.80 | 4,218.83 | 6,759.72  |
| 每股收益(元)  | 0.15     | 0.27     | 0.49     | 1.42     | 2.39      |
| 每股净资产(元) | 4.45     | 4.51     | 5.47     | 6.90     | 9.29      |
| 盈利和估值    | 2012     | 2013     | 2014     | 2015E    | 2016E     |
| 市盈率(倍)   | 169.06   | 93.92    | 51.75    | 17.83    | 10.60     |
| 市净率(倍)   | 5.70     | 5.62     | 4.63     | 3.68     | 2.73      |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

18.49元

股价(2015-09-01)

15.91元

交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 44,906.84   |
| 流通市值(百万元) | 36,951.84   |
| 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  | 9.75/27.26元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| %    | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 3.93  | -2.28  | 17.80 |
| 绝对收益 | -7.98 | -36.05 | 60.54 |

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-68766182

报告联系人

贺明之

021-68765175

hemz@essence.com.cn

曾梦雅

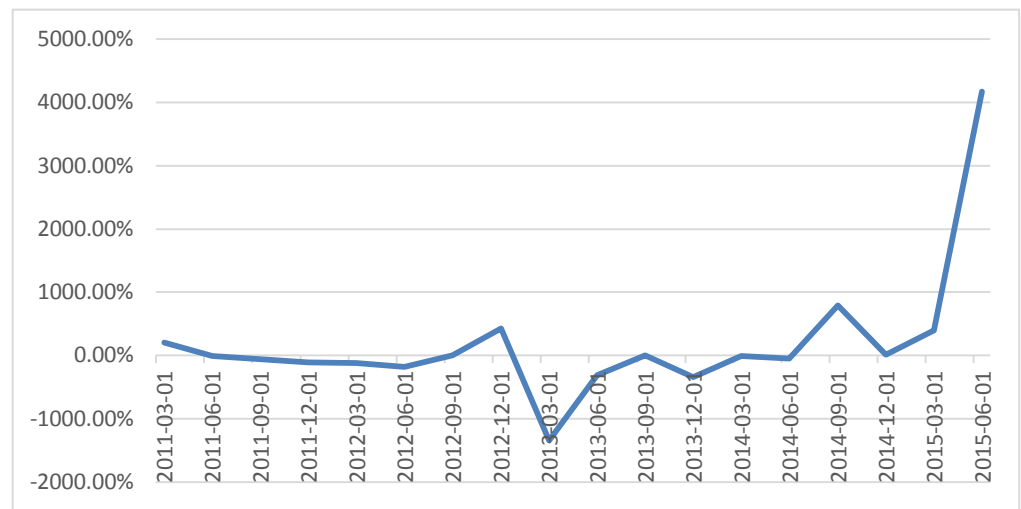
021-68765163

zengmy@essence.com.cn

相关报告

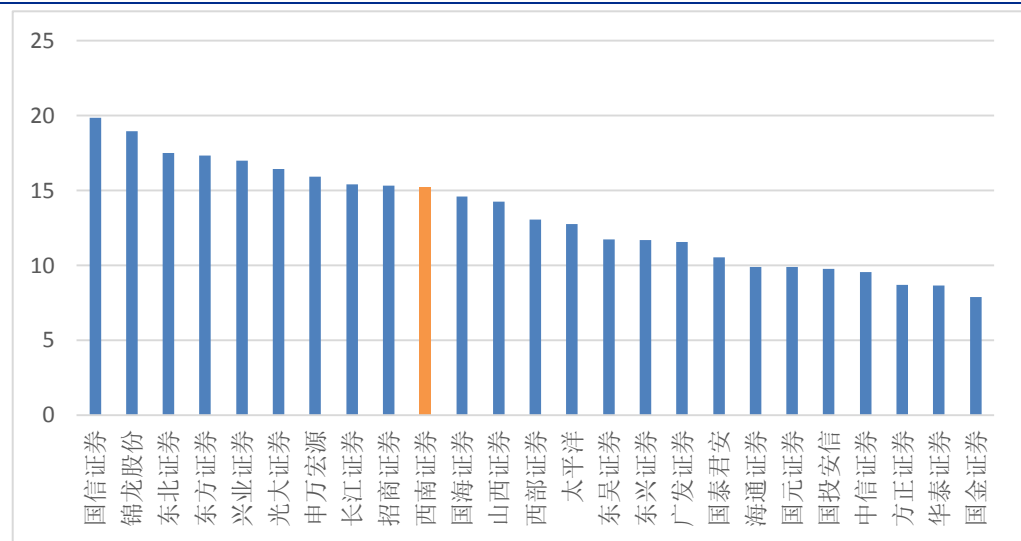
|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 年报和季报点评：受益于自营与两融，业绩大幅超预期 | 2015-04-28 |
| 综合业务平台初显成效               | 2014-03-06 |
| 投资业务显著改善                 | 2013-10-29 |

图 1：单季度净投资收益同比增速



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

图 2：上市券商 2015 年中报摊薄 ROE 排名



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表           |               |                |                |                |                | 资产负债表         |                 |                 |                 |                 |                 |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:人民币百万元     | 2012          | 2013           | 2014           | 2015E          | 2016E          | 单位:人民币百万元     | 2012            | 2013            | 2014            | 2015E           | 2016E           |
| 营业收入          | 1267.97       | 1964.13        | 3674.83        | 8397.12        | 12041.16       | 总资产           | 16592.26        | 21245.05        | 32671.86        | 49321.77        | 66241.45        |
| 手续费净收入        | 734.14        | 1014.90        | 1923.55        | 5216.56        | 8357.80        | 客户存款          | 4811.44         | 4882.08         | 5469.61         | 6563.54         | 7876.24         |
| 经纪业务净收入       | 379.34        | 555.80         | 805.07         | 1899.25        | 2871.66        | 自有存款          | 971.18          | 1798.85         | 1767.15         | 1448.88         | 1749.73         |
| 投资银行业务净收入     | 321.23        | 368.99         | 968.59         | 1745.46        | 5376.01        | 融资融券          | 0.00            | 4102.00         | 9685.00         | 19370.00        | 15496.00        |
| 资产管理业务净收入     | 34.06         | 58.23          | 101.31         | 1513.56        | 22.70          | 交易性金融资产       | 6892.79         | 8704.17         | 13034.26        | 12053.74        | 14556.58        |
| 财务顾问业务和其他     | -0.49         | 31.88          | 48.57          | 58.28          | 87.43          | 可供出售金融资产      | -329.88         | -996.36         | -5984.14        | -5533.98        | -6683.06        |
| 利息净收入         | 198.96        | 126.50         | 198.29         | 242.07         | 518.56         | 持有至到期投资       | 0.00            | 50.01           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益         | -242.32       | 887.81         | 1248.56        | 2362.25        | 2535.78        | 长期股权投资        | <b>1808.42</b>  | <b>1794.93</b>  | <b>1542.27</b>  | <b>2004.95</b>  | <b>2606.43</b>  |
| 公允价值变动净收益     | <b>542.99</b> | <b>-134.12</b> | <b>302.14</b>  | <b>571.64</b>  | <b>622.03</b>  | 固定资产          | 1808.42         | 1794.93         | 1542.27         | 2004.95         | 2205.44         |
| 汇兑净收益         | 0.40          | -1.30          | -3.10          | -1.33          | -1.91          | 无形资产和商誉       | <b>299.60</b>   | <b>283.14</b>   | <b>318.28</b>   | <b>334.20</b>   | <b>350.91</b>   |
| 其他业务收入        | <b>33.82</b>  | <b>70.33</b>   | <b>5.39</b>    | <b>5.93</b>    | <b>8.90</b>    | 其他资产          | <b>330.29</b>   | <b>-1168.69</b> | <b>5297.17</b>  | <b>5562.03</b>  | <b>5840.13</b>  |
| 营业支出          | <b>884.28</b> | <b>1197.90</b> | <b>2028.86</b> | <b>4134.94</b> | <b>4651.98</b> | 总负债           | <b>6253.49</b>  | <b>10671.18</b> | <b>17003.17</b> | <b>29630.65</b> | <b>39790.61</b> |
| 营业税金及附加       | 65.66         | 111.15         | 221.54         | 1450.95        | 1144.34        | 代买卖证券款        | 4811.44         | 4882.08         | 5469.61         | 6563.54         | 7876.24         |
| 业务及管理费        | 783.07        | 1025.03        | 1719.26        | 2578.89        | 3352.55        | 应付债券+短融       | 0.00            | 2.72            | 58.81           | 117.61          | 176.42          |
| 资产减值损失        | 21.63         | 13.52          | 82.26          | 98.71          | 148.06         | 卖出回购金融资产      | 1052.56         | 4767.77         | 8788.45         | 17576.89        | 26365.34        |
| 其他业务成本        | <b>13.92</b>  | <b>48.20</b>   | <b>5.81</b>    | <b>6.39</b>    | <b>7.03</b>    | 其他负债          | 389.49          | 1018.61         | 2686.31         | 5372.61         | 5372.61         |
| 营业利润          | 383.69        | 766.23         | 1645.96        | 4262.18        | 7389.18        | 所有者权益         | 10338.77        | 10573.88        | 15668.69        | 19691.12        | 26450.84        |
| 营业外收入         | 668.48        | 903.75         | 1702.01        | 1787.11        | 1876.47        | 总股本           | 2322.55         | 2322.55         | 2822.55         | 2822.55         | 2822.55         |
| 营业外支出         | -403.73       | -469.23        | -914.18        | -959.89        | -1007.89       | 少数股东权益        | 0.00            | 97.71           | 218.78          | 227.31          | 236.68          |
| 利润总额          | <b>648.44</b> | <b>1200.74</b> | <b>2433.79</b> | <b>5089.40</b> | <b>8257.76</b> | 归属于母公司所有者权益   | <b>10338.77</b> | <b>10476.17</b> | <b>15449.91</b> | <b>19463.81</b> | <b>26214.15</b> |
| 所得税费用         | 42.77         | 72.70          | 317.49         | 870.57         | 1498.04        | <b>主要财务指标</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
| 净利润           | 342.41        | 636.43         | 1346.80        | 4218.83        | 6759.72        | 增长率           | 2012            | 2013            | 2014            | 2015E           | 2016E           |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 342.41        | 630.33         | 1339.05        | 4013.91        | 6750.34        | 营业收入(%)       | 4.75%           | 54.90%          | 87.10%          | 128.50%         | 43.40%          |
| 少数股东权益        | <b>0.00</b>   | <b>6.10</b>    | <b>7.75</b>    | <b>8.52</b>    | <b>9.38</b>    | 营业利润(%)       | -8.83%          | 99.70%          | 114.81%         | 158.95%         | 73.37%          |
|               |               |                |                |                |                | 归母净利润(%)      | <b>-8.08%</b>   | <b>84.09%</b>   | <b>112.44%</b>  | <b>199.76%</b>  | <b>68.17%</b>   |
|               |               |                |                |                |                | 回报率           | 30.26%          | 39.01%          | 44.79%          | 50.76%          | 61.37%          |
|               |               |                |                |                |                | 全面摊薄ROE(%)    | 27.00%          | 32.40%          | 36.65%          | 50.24%          | 56.14%          |
|               |               |                |                |                |                | 全面摊薄ROA(%)    | <b>3.31%</b>    | <b>6.02%</b>    | <b>8.67%</b>    | <b>20.62%</b>   | <b>25.75%</b>   |
|               |               |                |                |                |                | 主动杠杆率(倍)      | <b>2.06%</b>    | <b>3.00%</b>    | <b>4.12%</b>    | <b>8.55%</b>    | <b>10.20%</b>   |

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 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

赵湘怀声明, 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 | 孟硕丰 | 021-68766287  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 021-68763563  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 梁涛  | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn   |
|       | 潘艳  | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 朱贤  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn    |
| 北京联系人 | 许敏  | 021-68762965  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 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 | 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     |
|       | 张青  |               | zhangqing2@essence.com.cn |
|       | 邓欣  |               | dengxin@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

