

## 业务布局均衡，自营资管亮眼

■事件：2016年3月4日，西南证券发布2015年年报。根据年报，公司2015年实现营业收入84.97亿元，同比增长131.22%；净利润35.45亿元，同比增长163.22%。报告期内，公司经纪、自营、投行、资管收入占公司总收入的比例分别为31.58%、32.81%、16.24%和8.39%。

■传统业务高速发展，自营、资管业务收入增长迅速：根据2015年年报，2015年公司各项业务发展势头良好，经纪、资管、自营和投行业务的营业收入同比涨幅分别达到82.44%、545.61%、170.24%以及47.64%。

(1) 经纪业务保持高增长，重庆为本，布局全国。据2015年年报披露，2015年公司经纪业务收入达到26.8亿，同比增加82.44%。作为重庆唯一一家A股上市金融机构，公司在区域市场建立了相对领先的市场地位。截至报告期末，公司共拥有119家证券营业部，其中重庆地区有42家证券营业部，实现了对重庆区县的全覆盖，交易量排名区域首位。

(2) 把握市场机会，自营业务带来利润占比超60%。公司自营业务在市场行情巨幅震荡的情况下加大量化、固定收益产品配置，2015年年报显示，公司实现营业收入27.88亿元，同比增长170.24%；营业利润25.76亿元，同比增长215.05%。

(3) 投行业务稳健发展，仍为公司主要收入来源。根据公司年报，2015年投行业务实现收入13.8亿元，同比增长47.64%；营业利润11.49亿元，同比增长166.60%。报告期内，投行完成IPO项目5个，再融资项目21个，累计承销金额211.32亿元，再融资发行家数在行业继续保持领先地位；完成债券主承销发行项目33个，累计承销金额384.21亿元；公司担任财务顾问的重大资产项目24家，行业位列前三名，实现财务顾问收入6.29亿元。

(4) 加强主动管理，资管业务收入大幅增长。资产管理业务收入占公司总体营收的8.39%，远高于行业水平。根据公司年报，截至2015年末，公司主动管理规模达到66.74亿元，主动管理规模占比由2014年的2.73%大幅增至7.4%。

■整合升级全业务链体系，加大创新业务发展：公司通过控股、参股公司加大创新力度，优化业务结构，拓展业务边界。主要控股参股公司包括西证股权投资有限公司、西证创新投资公司、西南期货、西证国际投资有限公司、重庆股份转让中心有限责任公司、银华基金管理有限公司等，业务涉及股权托管转让、另类投资、小额贷款、期货经纪与咨询、基金募集销售等。

■立足香港，境外业务取得实质性突破：公司完成对香港本土上市券商敦沛金融的收购并将其更名为西证国际证券。以此为契机，公司将拓展海外业务发展机会，提升国际化水平并推进香港子平台与公司综合业务的良性互动。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价9.46元。我们预计公司2016年-2017年的EPS分别为0.58元、0.68元。

■风险提示：市场交易额大幅萎缩、自营业务投资亏损

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
主营收入	3675	8497	7,090	8,216
净利润	1,347	3,545	3,267	3,829
每股收益(元)	0.47	0.63	0.58	0.68
每股净资产(元)	5.93	3.37	3.23	3.36

盈利和估值	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	17	13	14	12
市净率(倍)	2.66	2.34	2.44	2.35
净利润率	36.65%	41.72%	46.08%	46.60%
净资产收益率	7.99%	18.69%	17.89%	20.21%

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：**9.46元**  
股价(2016-03-04) **7.88元**

### 交易数据

总市值(百万元)	44,483.46
流通市值(百万元)	36,603.46
总股本(百万股)	5,645.11
流通股本(百万股)	4,645.11
12个月价格区间	7.30/27.26元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.97	1.5	-8.98
绝对收益	-6.97	-16.97	-18.96

**赵湘怀** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-68766182

**贺明之** 报告联系人  
hemz@essence.com.cn  
021-68765175

### 相关报告

西南证券：中报点评：自营高速增长，国际布局铺开	2015-09-02
西南证券：年报和季报点评：受益于自营与两融，业绩大幅超预期	2015-04-27
西南证券：综合业务平台初显成效	2014-03-06
西南证券：投资业务显著改善	2013-10-28
西南证券：创新业务贡献提升	2013-08-26

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3675	8497	7090	8216	总资产	58203	71749	77025	87460
手续费及佣金 净收入	1924	4307	4285	5260	客户资金存款	9254	16870	27349	35896
其中:代理买 卖证券业务净 收入	805	2080	1703	1993	自有货币资金	2236	5335	7384	9692
证券承销业务 净收入	969	1469	1763	2366	交易性金融资产	14855	16377	18014	14972
资产管理业务 收入	101	683	819	901	可供出售金融资 产	7249	10170	1714	1890
利息净收入	198	214	206	210	持有至到期投资	0	294	294	294
投资净收益	1249	3948	2369	2606	长期股权投资	1656	1655	2069	2483
公允价值变动 收益	302	-65	161	66	投资性房地产	49	46	52	52
汇兑收益	-3	79	38	58	固定资产	394	557	612	521
其他业务收入	5	14	31	17	无形资产	171	176	176	176
营业支出	2029	4231	3298	3765	商誉	41	266	266	266
营业税金及附加	222	524	419	472	其他资产	1586	1584	2059	2265
管理费用	1719	3267	2613	2940	总负债	40983	52159	58080	67694
资产减值损失	82	433	258	346	代理买卖证券款	10691	19065	31695	41195
其他业务成本	6	7	8	7	应付职工薪酬	709	1477	752	846
营业利润	1646	4266	3792	4452	其他负债	802	878	840	859
加:营业外收入	19	88	39	63	所有者权益	17220	19590	18945	19766
减:营业外支出	1	11	6	9	股本	2823	5645	5645	5645
利润总额	1664	4343	3825	4507	归属于母公司所 有者权益合计	16750	19018	18258	18942
减:所得税费用	317	798	558	678	少数股东权益	470	572	687	824
净利润	1347	3545	3267	3829	每股及估值指标 (元)				
归属于母公司 所有者的净利润	1339	3555	3266	3822	每股盈利	0.47	0.63	0.58	0.68
减:少数股东 损益	8	-10	1	7	每股净资产	5.93	3.37	3.23	3.36
					市盈率	17	13	14	12
					市净率	2.66	2.34	2.44	2.35

资料来源: Wind,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

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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