

分析师：
曾素芬
zengsf@xyzq.com.cn
S0190512070006

增持 (维持)

西南证券 (600369) 2014 年三季度报点评:

投行业务大放异彩

2014 年 10 月 25 日

事件:

西南证券公布 2014 年三季度报, 实现营业收入 25.83 亿元, 同比增加 107.24%, 第三季度营业收入 10.76 亿元, 同比增长 127.77%; 实现归属上市公司股东净利润 8.91 亿元, 同比增加 76.23%, 第三季度归属上市公司股东净利润 3.49 亿元, 同比增长 73.92%。本期期末总资产 407.94 亿元, 较年初增长 35.99%, 期末归属上市公司股东净资产为 158.74 亿元, 较年初增长 46.72%。

点评:

- **公司投行、自营业务突出, 带动整体业绩同比翻番。**2014 年前三季度, 西南证券经纪业务收入、投行、资管(含基金子公司)、自营、净利息收入分别为 4.64 亿元、7.11 亿元、1.49 亿元、8.18 亿元和 2.63 亿元, 业务占比分别为 18%、27.5%、5.8%、31.7%、10.2%。其中, 公司投行、自营及净利息收入同比大幅增长, 增幅分别为 358.71%、107.09%、121.01%; 经纪业务收入同比增 13.73%, 公司自有资产管理业务收入同比增长近 70%。

- **营业收入分析**

(1) **经纪业务: 交易量大增推动收入增长**

2014 年前三季度西南证券实现经纪业务收入 4.64 亿元, 同比增 13.73%; 其中第三季度实现经纪业务收入 2.08 亿元, 同比增 34.19%。截至 2014 年 9 月 30 日, 公司股基交易量为 7014 亿元, 市场份额为 0.82%, 较上年同期提升 0.07 个百分点, 第三季度股基交易量为 3383 亿, 市场份额为 0.83%, 同比提升 0.11 个百分点。从佣金率来看, 前三季度西南证券平均交易佣金率为 0.66%, 较 2013 年平均佣金率 0.77% 显著下降, 环比二季度亦呈现出进一步下降(其中要考虑到 2014 年前三季度佣金率按照经纪业务业务收入/股基交易量确定, 所得值略有虚高), 交易量的大增有效缓解佣金率下滑, 推动收入增长。

(2) **自营业务: 受益于二级市场活跃度的提升, 规模、收益双增**

截至 2014 年三季度末, 公司自营业务规模为 182.43 亿元, 较年初增加 15.27%。受益于二级市场活跃度的提升及债市的逐步回暖, 公司三季度实现投资收益 8.18 亿元, 与上年同期相比增加 107.09%, 业务占比高达 31.7%; 实现投资收益率为 5.08%, 较上年同期提升 0.71 个百分点。

(3) **投行业务: 定增斩获多个项目, 收入爆发式增长**

2014 年前三季度, 西南证券共完成股票首发 2 家, 发行金额 12.07 亿元; 12 个增发项目, 金额 191.63 亿元, 定增项目数量排行行业第 5 位, 承销金额排名第 4 位; 债券主承销 25 家, 承销金额 402.02 亿元;

请阅读最后一页信息披露和重要声明

总承销金额达 605.72 亿元，同比扩增 3.8 倍，其中第三季度完成 4 个定增项目，承销金额为 311.83 亿元，与上半年承销额基本持平，定增业务发力带来公司投行业务收入爆发式增长，2014 年前三季度公司共实现投行业务收入 7.11 亿元，同比增加 358.71%。

(4) 资管业务：业务收入同比略降

2014 年前三季度西南证券资产管理业务收入为 1.49 亿元，其中自有资管业务收入 0.68 亿元，同比增长近 70%。

(5) 信用业务：继续保持高增长状态

截至 2014 年三季度末，西南证券两融业务余额为 51.9 亿元，较年初增长 132.63%，市场份额为 0.85%，环比 2014 年中期 0.827% 的市场份额略有提升。

- **投资建议：**从公司 2014 年前三季度主要业务收入来看，公司投行发力，经纪及两融借助活跃的二级市场持续放量，自营收益随着二级市场转暖呈现高增长，带动公司整体业绩水平提升。假设 2014、2015 年市场日均交易量分别为 2100 亿和 2300 亿，两融余额分别为 4500 亿和 6500 亿，预计 2014、2015 年 EPS 分别为 0.41 元和 0.52 元，维持公司增持评级。
- **风险因素：**资本市场波动

表格 1 历年收入及盈利数据比较

单位: 亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014 1H	2014 3Q
营业收入	20.53	19.36	10.40	12.68	19.64	15.06	25.82
营业利润	12.48	10.44	2.19	3.84	7.66	7.29	12.07
净利润	10.07	8.05	2.63	3.42	6.3	5.48	9.01
净利润率	49.05%	41.58%	25.29%	26.97%	32.08%	36.39%	34.90%

来源: 公司财报、兴业证券研究所

表格 2 西南证券营业收入结构

单位: 亿元	2014 3Q		
	金额	占比	同比增速
经纪业务	4.64	18.0%	13.73%
证券投资	8.18	31.7%	107.09%
投资银行	7.11	27.5%	358.71%
资产管理(包括基金公司)	1.49	5.8%	-1.32%
利息收入	2.63	10.2%	121.01%
其他	1.77	6.9%	118.52%
合计	25.82	100%	107.24%

来源: 公司财报、兴业证券研究所

表格 3 西南证券经纪业务数据

	单季度					
	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q		
市场份额	0.79%	0.76%	0.72%	0.77%		
佣金率(‰)	0.64	0.64	0.67	1.09		
	累计值					
	2013 1Q	2013 1H	2013 3Q	2013	2014 1H	2014 3Q
市场份额	0.79%	0.77%	0.75%	0.76%	0.80%	0.82%
佣金率(‰)	0.64	0.64	0.65	0.77	0.70	0.66

注: 2014 年前三季度佣金率按照(经纪业务业务收入/股基交易量)确定, 由于经纪业务收入中包含代销基金等收入, 导致佣金率水平略有虚高

来源: 公司财报, Wind, 兴业证券研究所

表格 4 西南证券自营业务收益率及资产配置

单位: 亿元	2010	2011 1H	2011	2012 1H	2012	2013 1H	2013	2014 1H	2014 3Q
投资收益+公允价值变动	3.29	-0.56	2.80	5.37	6.66	4.90	-3.19	-2.08	8.18
投资收益+公允价值变动+资本公积变动部分	1.85	-3.79	-11.71	9.72	12.56	-0.40	1.05	3.41	11.55
总规模	103.65	133.16	127.16	189.84	214.12	162.91	102.28	200.39	182.43
确认收益率	4.86%	-0.48%	2.22%	3.31%	3.62%	2.58%	-2.09%	-1.45%	5.08%
总收益率	2.7%	-3.3%	-9.3%	6.00%	6.83%	-0.21%	0.69%	0.93%	7.17%
交易性金融资产									
股票	0.97	4.11	3.30	24.82	6.48	10.58	30.39	29.76	0.00
占比	0.9%	3.1%	2.6%	13.1%	3.0%	6.5%	29.7%	14.85%	0.0%
债券	39.55	56.5	38.78	71.28	79.13	70.68	21.58	32.28	0.00
占比	38.2%	42.4%	30.5%	37.5%	37.0%	43.4%	21.1%	16.11%	0.0%
基金	20.67	5.82	1.16	4.86	18.31	3.63	12.69	54.61	0.00
占比	19.9%	4.4%	0.9%	2.6%	8.6%	2.2%	12.4%	27.25%	0.0%
可供出售金融资产									

股票	23.08	50.86	45.88	51.07	47.24	28.88	17.55	12.93	0.00
占比	22.3%	38.2%	36.1%	26.9%	22.1%	17.7%	17.2%	6.45%	0.0%
债券	12.62	10.85	33.50	32.66	23.59	20.70	7.34	54.47	0.00
占比	12.2%	8.1%	26.3%	17.2%	11.0%	12.7%	7.2%	27.18%	0.0%
基金	6.76	4.94	4.54	4.80	1.86	2.37	3.78	5.41	0.00
占比	6.5%	3.7%	3.6%	2.5%	0.9%	1.5%	3.7%	2.70%	0.0%

来源：公司财报，兴业证券研究所

注：确认收益率=（投资收益+公允价值变动）/ 期初期末平均规模

总收益率=（投资收益+公允价值变动+资本公积变动部分）/ 期初期末平均规模

表格5 盈利预测

单位：亿元	2010	2011	2012	2013A	2014E	2015E
营业收入	19.36	10.40	12.68	19.64	30.74	37.81
代理买卖证券业务净收入	7.86	5.08	3.79	5.58	5.43	4.76
证券承销业务净收入	3.54	5.16	3.21	3.69	9.50	11.88
资产管理及入股基金公司合计	1.02	1.06	1.50	2.04	2.04	2.39
利息净收入	1.65	2.70	1.99	1.27	3.22	5.29
投资收益+公允价值变动	4.42	-3.73	1.84	5.94	10.34	13.20
营业支出	8.93	8.21	8.84	11.98	15.37	18.15
营业利润	10.44	2.19	3.84	7.66	15.37	19.66
净利润	8.05	2.63	3.42	6.36	11.53	14.74
归属于母公司的净利润	8.05	2.63	3.42	6.30	11.43	14.64
EPS（元）	0.347	0.110	0.150	0.274	0.405	0.519
BVPS（元）	4.789	4.262	4.479	4.703	5.668	6.022

来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033)				传真: 010-66290200	
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035)				传真: 0755-23826017	
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)				传真: 021-38565955	

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。