



西南证券 (600369.SH)

中性 (下调)

所属行业：证券行业
行业评级：推荐

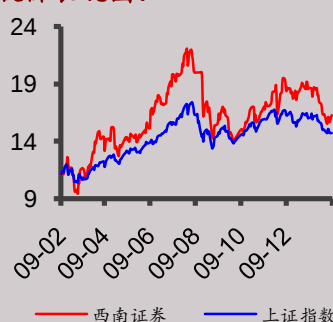
股价数据

12 个月区间 (元)	9.01—22.66
收益率	46.09%

股本结构

总市值 (亿元)	310.14
流通市值 (亿元)	39.89
总股本 (亿股)	19.04
流通 A 股 (亿股)	2.45
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图：



相关报告：

1.《浮盈可观的重庆市券商——西南证券投资价值分析报告》2009/11/26

齐鲁证券研究所

行业公司部

分析师

程彬彬

Tel: (021) 5830-3470

Fax: (021) 5831-8543

Email: chengbb@qlzq.com.cn

浮盈释放和成本控制使得业绩高于预期

——西南证券 2009 年报点评

报告起因：

西南证券 (600369) 今日发布 2009 年年报，公司 09 年全年实现净利润 10.07 亿元人民币，同比大幅增长 608.96%，基本每股收益 0.54 元，每股净资产 2.51 元，全面摊薄净资产收益率 21.53%。

投资要点：

- 公司业绩高于我们预期，收入结构仍以传统经纪、自营业务为主，投行业务占比高于行业平均水平。西南证券 2009 年营业收入 20.53 亿元，净利润 10.07 亿元，同比分别大幅增长 191.6%、609%。公司业绩超过我们预期主要由于自营投资收益超预期以及公司 09 年管理费低于我们预期。从收入结构上看，09 年，西南证券经纪、自营、投行业务占营业收入比例分别为 44.5%、36.9% 和 9.2%。可见，公司仍以传统经纪、自营业务为主，但值得注意的是其投行业务占比高于同业。
- 公司经纪业务市场份额 09 年持续提升，但佣金率下滑明显。受益于 09 年 A 股市场的活跃，西南证券全年股票基金权证交易额 7450 亿元，同比大幅提高 113.5%。公司经纪业务市场份额由 09 年一季度的 0.56% 持续提升至四季度的 0.70%，然而，随着市场份额的提高，其佣金率下滑明显，由 09 年一季度的 0.132% 下滑至 0.111%。公司佣金率下滑主要由于：1) 重庆市经纪业务市场较为开放，使得公司虽然作为地方性券商，但经纪业务不像其他区域性券商在当地有较强的垄断性。目前，重庆地区共有营业部 75 家，其中西南证券只占 17 家，而广发、国泰君安、申银万国、国信等全国性综合券商在该地区所设立的营业部总和为 27 家，均对公司经纪业务形成了较强的竞争压力。2) 重庆地区经纪业务散户占比较大，机构投资者较少，而散户对佣金率较为敏感，也使公司在争夺市场份额的同时佣金率出现下滑。对于未来，我们认为公司市场份额将保持稳定，而佣金率下滑空间有限。
- 公司自营业务操作稳健，但 09 年回报颇丰。09 年以来，西南证券把握市场趋势，深入挖掘有价值的投资品种，取得了不错的投资收益。然而，不同于其他中小券商较为激进的自营操作策略，公司自营业务操作稳健。从自有资产配置来看，公司 09 年下半年降低了债券资产配置比例，同时加大了基金配置，其中以货币型基金为主；而股票类资产配置比例则与 09 年上半年基本持平，为 31.1%，但考虑到其自有资产规模的扩大以及处理掉了参与定向增发时以较低成本获得的苏宁环球 3600 万股，我们认为公司 09 年下半年有新增



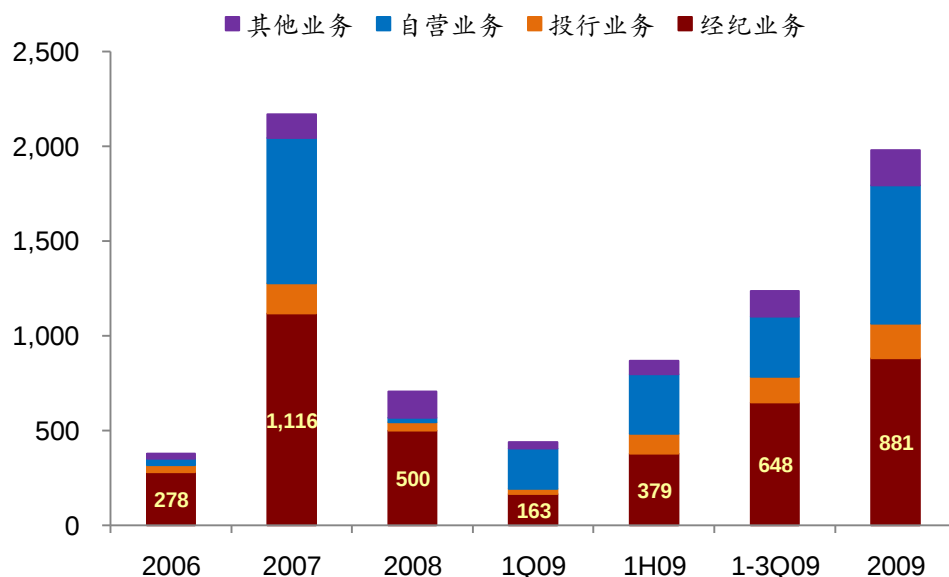
的股票类资产，我们预计其中大部分可能是参与打新股所获得的股票。2010年，我们认为公司自营投资收益仍有保障，主要是得益于其在09年以较低价格参与的京东方定向增发将于2010年6月解禁，目前该项目的浮盈约为6.3亿元。

- 投行业务09年发展良好，主要亮点来自于传统优势领域的再融资项目以及债券承销。2009年，公司承销业务净收入1.79亿元，同比大幅增长，主要是增发项目和债券承销项目贡献所致。全年公司完成增发项目8家，募集金额达64.48亿元，行业排名第8；完成债券发行项目16家，募集金额111.68亿元，在券商中排名第15。目前公司投行项目仍主要来自重庆外其他地区，而随着公司加大对重庆区域投行业务的投入，作为重庆市仅有的一家券商，政府对西南证券获取本地项目上将大力支持，因此，将来公司投行在重庆市的业务上将会有较大的发展潜力。
- 定向增发将为公司扩展传统业务并争取创新业务资格带来机遇。公司已于09年底提出了定向增发议案，拟募集金额不超过60亿元，并得到了股东大会的通过。如果定向增发能够顺利进行，公司净资本实力将得到大幅提升，有利于公司拓展传统业务规模，如优化营业部布局，加强网点建设以扩大经纪业务市场份额；提高承销准备金为公司获取大项目做准备等。同时，目前公司主要依赖于传统业务，盈利模式单一，增发完成后，公司将加大对创新业务投入，尽早取得各项业务资格，从而拓宽利润来源，保证公司快速发展。
- 下调公司评级至“中性”。我们预计公司2010-2011年净利润为10.49亿元和13.12亿元，每股收益分别为0.55元和0.69元，每股净资产分别为3.60元和4.29元；对应的2010-2011年PE分别为29.6倍和23.7倍，PB分别为4.53倍和3.80倍，PE估值仍属行业较高水平。我们下调公司评级至“中性”主要由于1)公司09年顺应市场趋势收获了苏宁环球的浮盈，而10年市场不确定性加大，使得在自营业务上公司业绩释放弹性有所减弱；2)随着融资融券和股指期货业务的推进，公司受净资本规模限制导致其暂时无法开展相关业务，而目前市场明显更加青睐有创新业务竞争优势且估值偏低的大型券商；3)尽管定向增发将是公司业务快速发展的重要催化剂，但仍存在监管层审批的不确定性；4)我们认为虽然公司各项业务有一定特色，09年业绩大幅增长，但未来仍缺乏支持股价持续上行的催化剂。但是，如果公司定向增发能顺利获批，催化剂则如期而至，我们认为那时公司将会有一定的投资机会。

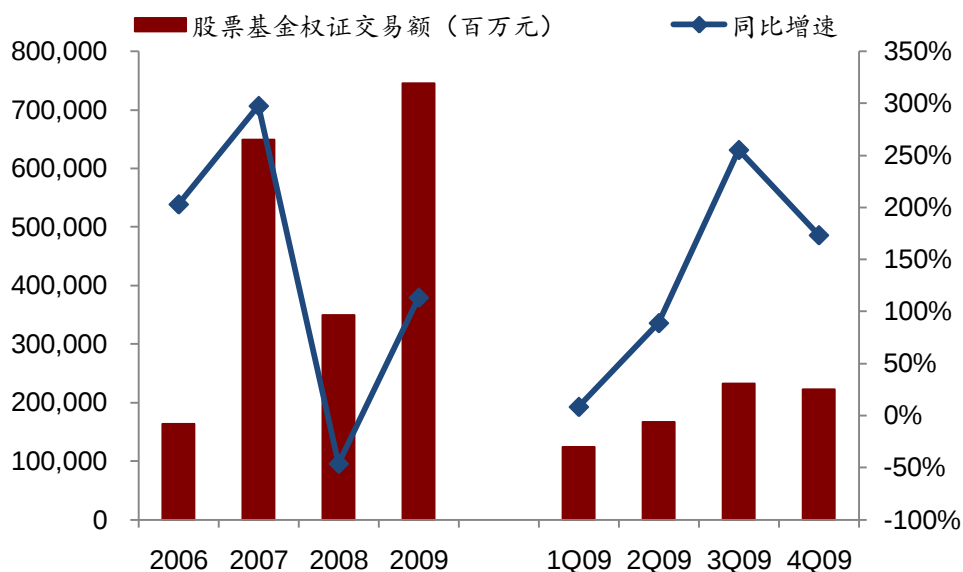

表 1： 西南证券 2008~2009 年业绩比较

(单位：百万元)	2008	2009	同比	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	环比
营业收入	704	2,053	191.61%	438	429	370	817	120.90%
手续费净收入	568	1,139	100.46%	199	300	334	307	-7.87%
代理买卖证券净收入	500	895	78.84%	163	216	269	246	-8.44%
承销业务净收入	41	179	333.54%	27	74	35	42	22.58%
受托资产管理净收入	0	0		0	0	0	0	
其他净收入	27	66	144.98%	8	10	30	18	-38.29%
净利息收入	109	112	2.77%	24	28	28	32	12.18%
自营投资收益	25	797	3086.14%	214	100	3	480	15520.03%
投资收益	64	752		106	178	48	420	
公允价值变动	-39	45		108	-77	-45	60	
其他业务收入	4	5	7.24%	1	1	5	-2	-140.56%
营业支出	506	805	59.06%	144	185	168	307	83.08%
营业税金及附加	31	102	233.47%	17	25	19	41	108.81%
业务及管理费	473	697	47.23%	127	160	146	264	80.22%
营业利润	198	1,248	530.10%	294	244	202	509	152.39%
营业外收入	14	39		0	0	1	38	
营业外支出	13	15		0	4	0	11	
利润总额	199	1,272	540.93%	294	240	202	536	165.42%
所得税	56	265	369.71%	73	30	31	131	323.99%
净利润	142	1,007	608.97%	220	211	171	405	136.79%

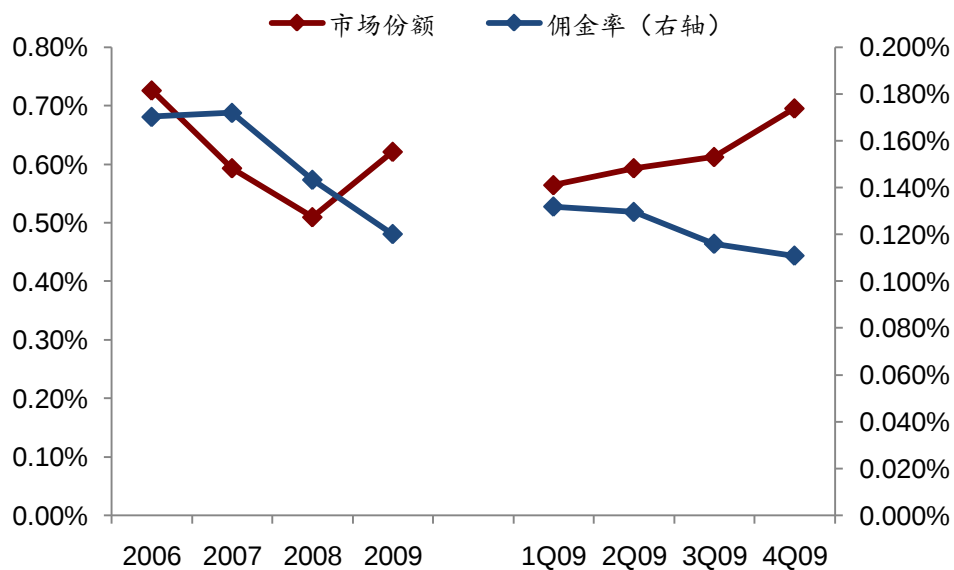
资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图1： 西南证券营业收入结构


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所


图2：西南证券股票基金权证交易额


资料来源：公司公告，Wind，齐鲁证券研究所

图3：西南证券经纪业务市场份额及佣金率


资料来源：公司公告，Wind，齐鲁证券研究所

表 2：西南证券 2004~2009 主承销项目情况

单位：家/万元	承销家数						募集金额合计（百万元）					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
2004	4	1	1	0	1	1	5,430	330	1,100	0	2,000	2,000
2005	2	0	1	0	0	1	986	0	786	0	0	200
2006	7	0	1	0	0	6	1,654	0	340	0	0	1,314
2007	18	2	6	2	2	6	11,808	415	4,330	987	2,538	3,538
2008	10	0	1	0	0	9	7,440	0	1,037	0	0	6,403
2009	24	0	8	0	0	16	17,616	0	6,448	0	0	11,168

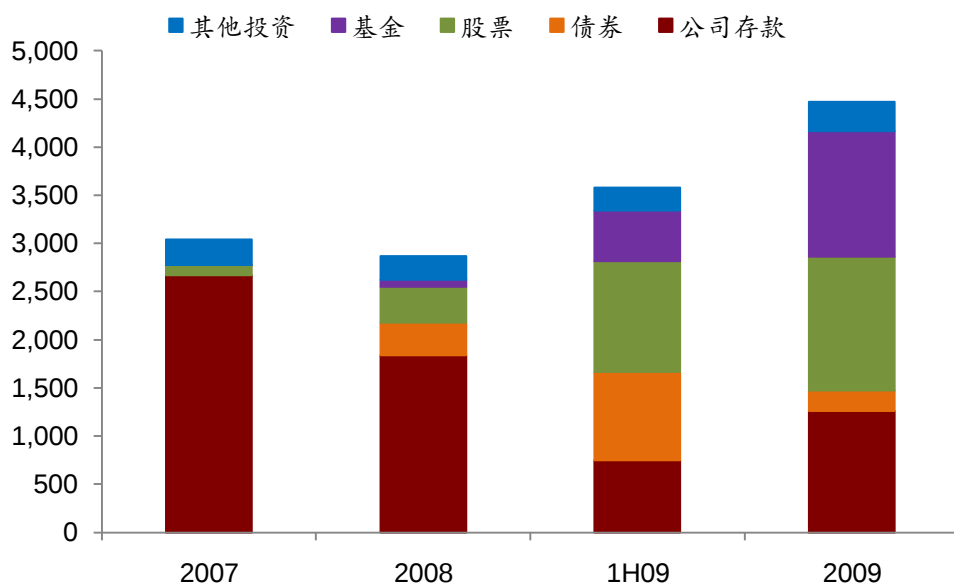
资料来源：Wind，齐鲁证券研究所



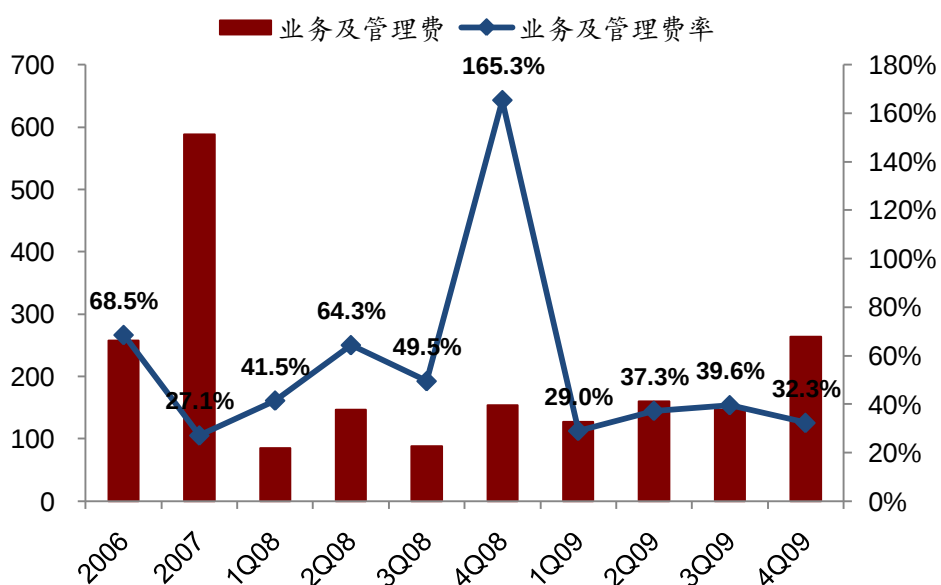

表 3： 西南证券增发排名

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
按承销金额排名	3	2	23	14	25	8
按承销项目数排名	3	1	13	9	24	2
承销家数	1	1	1	6	1	8
承销金额（亿元）	11	8	3	43	10	64

资料来源：Wind，齐鲁证券研究所

图4： 西南证券自有资产配置结构


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图5： 西南证券业务及管理费


资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所


表 4： 西南证券盈利预测

(单位：RMB 百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	704	2,053	2,295	2,869
手续费净收入	568	1,139	1,321	1,653
代理买卖证券净收入	500	895	1,015	1,259
承销业务净收入	41	179	236	307
受托投资净收入	0	0	0	10
其他净收入	27	66	70	77
净利息收入	109	112	126	138
自营投资收益	25	797	838	1,068
其他业务收入	4	5	9	10
营业支出	506	805	896	1,120
营业税金及附加	31	102	115	143
业务及管理费	473	697	780	975
营业利润	198	1,248	1,399	1,749
营业外收入	14	39	0	0
营业外支出	13	15	0	0
利润总额	199	1,272	1,399	1,749
所得税	56	265	350	437
净利润	142	1,007	1,049	1,312
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者	142	1,007	1,049	1,312
EPS	0.07	0.54	0.55	0.69
BVPS	1.74	2.51	3.60	4.29

资料来源：齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

