

证券Ⅲ

陈剑涛 证券行业分析师

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

西南证券

600369

中性

公司业绩增长略高于我们之前预期!

2010年2月9日,西南证券发布2009年年报。根据披露,公司2009年实现归属于母公司净利润10.07亿元,同比增长608.96%,每股收益0.54元,同比增长500%,公司业绩增长略高于我们之前预期(我们之前预期公司EPS 0.51元)。

投资要点:

- **盈利增长主要来自公司传统优势业务的全面爆发和管理费用率的显著下滑。**其中,公司经纪业务同比增长78.84%,承销业务同比增长333.54%,自营业务同比增长3086.15%;此外,公司管理费用率下降明显,公司管理费用率从2008年的67.24%,大幅下降到2009年末的33.95%,中小券商在牛市中的高业绩弹性,显露无遗。
- **公司经纪业务自2008年出现下滑后,2009年市场份额开始出现触底回升,但佣金率则逐季下滑。**2009年公司经纪业务市场份额开始出现触底回升,市场份额从2008年的0.54%回升到2009年底的0.61%,升幅13%;佣金率方面,公司佣金率自2009年1季度开始,出现显著的逐季下滑态势,下降趋势高于行业平均水平。2009年1-4季度,公司佣金率分别为0.15%、0.14%、0.13%和0.12%,从四季度的佣金率运行态势看,公司目前佣金率下降趋势尚未停止。
- **公司承销业务喜获长足发展,2009年收获颇丰,已成为公司核心竞争优势之一。**截至2009年底止,公司承销业务总数24笔,其中,股票承销8笔,位于行业的第7位;债券承销16笔,位于行业的第17位;承销金额方面,2009年,公司承销总额176.16亿元,位于行业的第16位,其中股票承销额64.48亿元,位于行业的第15位;债券承销额111.68亿元,位于行业的第15位。
- **公司自营业务增势喜人,参与增发的浮盈释放对公司2009年业绩提升明显。**公司2009年自营收益增长,主要来自参与苏宁环球定向增发的浮盈释放,经测算,浮盈释放约为2.75亿元,增厚2009年EPS 0.11元。此外,公司还将适时在2010年释放参与京东方定向增发的浮盈,预计浮盈释放将对公司2010年的业绩具有一定程度的提升。
- **投资建议:若增发成功,将迎来公司成长拐点!**公司目前计划定向增发募资60亿元。根据近期调研的情况,我们判断,参与公司定向增发的投资者已落实,公司成功定向增发应无悬念,增发成功将为公司提升业务规模,获得新业务牌照扫清资本障碍。我们看好公司增发成功后的发展前景。暂维持公司“中性”评级。

6-12个月目标价:

当前股价: 15.68元

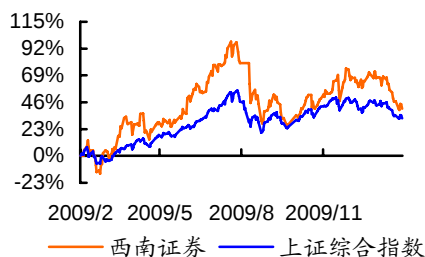
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2939.40
总股本(百万)	1904
流通股本(百万)	245
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	0.04
资产负债率	81.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西南证券	-18.29	-5.54	-25.65
上证综合指数	-10.44	-6.84	-14.27



相关报告

主要财务指标

	2009e	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	2,052.86	1,665.54	1,838.05	1,922.77
增长率(%)		-18.87%	10.36%	4.61%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1,007.16	823.73	923.45	968.04
增长率(%)		-18.21%	12.11%	4.83%
EPS	0.54	0.43	0.49	0.51
增长率(%)		-19.88%	12.11%	4.83%

资料来源:中投证券研究所

表 1: 公司经营情况同比数据

利润表 (单位: 百万元)	2009	2008	同比增长率
一、营业收入	2,052.86	703.98	191.61%
手续费及佣金净收入	1,139.49	568.45	100.46%
经纪业务	894.55	500.19	78.84%
承销	178.67	41.21	333.54%
资产管理			
利息净收入	111.56	108.55	2.77%
投资+公允	797.05	25.02	3086.15%
汇兑净收益	-0.02	-2.50	-99.16%
其他业务收入	4.78	4.46	7.24%
二、营业支出	804.66	505.88	59.06%
营业税金及附加	102.04	30.60	233.48%
管理费用	696.96	473.36	47.23%
资产减值损失	2.28	1.19	92.16%
三、营业利润	1,248.20	198.10	530.10%
四、利润总额	1,272.33	198.51	540.92%
减: 所得税	265.16	56.45	369.71%
五、净利润	1,007.16	142.06	608.96%
归属于母公司所有者的净利润	1,007.16	142.06	608.96%
六、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.54	0.09	500.00%

资料来源: WIND 中投证券研究所

表 2 西南证券 2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	2,052.86	1,665.54	1,838.05	1,922.77
手续费及佣金净收入	1,139.49	1,278.83	1,411.08	1,490.20
其中: 代理买卖证券业务净收入	894.55	943.83	984.86	1,025.90
证券承销业务净收入	178.67	216.86	296.92	326.61
受托客户资产管理业务净收入	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	111.56	117.70	122.82	127.94
投资+公允	713.32	263.76	298.65	298.86
汇兑净收益	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04
其他业务收入	4.78	5.27	5.54	5.81
二、营业支出	804.66	670.31	721.34	754.83
营业税金及附加	102.04	83.28	91.90	96.14
管理费用	696.96	582.94	624.94	653.74
资产减值损失	2.28	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	1,248.20	995.24	1,116.71	1,167.94
加: 营业外收入	39.22	47.46	52.21	57.43
减: 营业外支出	15.10	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	1,272.33	1,042.70	1,168.92	1,225.37

	减：所得税	265.16	218.97	245.47	257.33
五、净利润		1,007.16	823.73	923.45	968.04
	归属于母公司所有者的净利润	1,007.16	823.73	923.45	968.04
六、每股收益：					
	(一) 基本每股收益(元)	0.54	0.43	0.49	0.51

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师, 产业经济学博士、工商管理硕士, 高级经济师, 2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434