



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业务亮点不突出，净利同比降幅达六成

——西南证券（600369）中报点评

研究报告-公司点评

观望（首次）

发布日期: 2010年8月31日

报告关键要素:

上半年，受证券市场持续下跌的影响，公司风格相对激进的自营投资业务出现亏损，最终拖累公司整体业绩大幅下滑，实现净利较去年同期下滑62.65%。考虑到公司业务结构相对单一以及下半年行业经营环境的不甚乐观，我们给予公司“观望”评级。

事件:

- **西南证券公布2010年中报。**2010年1-6月份，公司实现营业收入5.69亿元，同比减少34.37%；归属于上市公司股东的净利润1.61亿元，同比减少62.65%；基本每股收益0.08元。

点评:

- **业绩大幅下滑源于市场环境的不利：**公司净利润大幅下滑的主要原因是上半年特别是二季度以来，证券市场持续下跌，公司自营投资出现亏损；与此同时，公司经纪业务在份额提升的同时，佣金率却呈下滑态势，最终导致经纪业务收入较之去年同期有所下降。

从单季度收入来看，第二季度，公司实现代理买卖证券净收入1.77亿元，较之一季度减少0.05亿元；证券承销业务实现净收入0.69亿元，较之一季度增加0.34亿元；证券自营业务由一季度盈利0.80亿元转为亏损1.04亿元。从收入结构来看，由于自营投资的亏损，使得公司经纪业务收入贡献在上半年大幅提升至81.78%，较2009年全年提升30个百分点。

表1: 公司各项业务收入情况

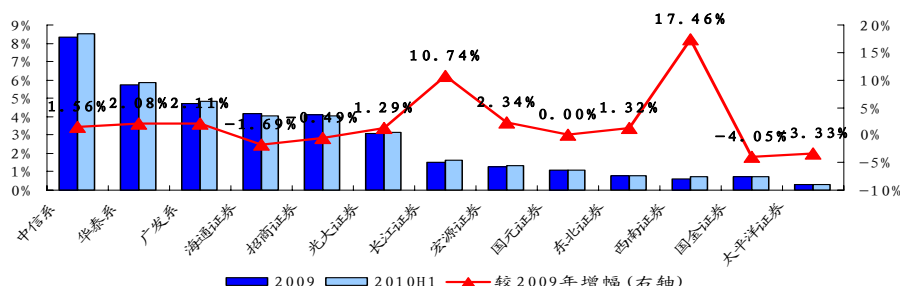
单位: 亿元

	营业收入			营业收入构成	
	2010H1	2010Q1	2010Q2	2010H1	2009
代理买卖证券净收入	3.59	1.82	1.77	81.78%	50.08%
证券承销净收入	1.04	0.35	0.69	23.69%	10.02%
证券自营净收入	-0.24	0.80	-1.04	/	39.90%
合计	4.39	2.97	1.42		

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务收入小幅下滑：**2010年上半年，公司经纪业务实现净收入3.59亿元，较之去年同期3.79亿元减少5.28%，主要原因是佣金率的大幅下滑。数据显示，以股票、基金交易额衡量基准，上半年公司实现经纪业务市场份额0.74%，较之09年底的0.63%增加0.11个百分点，大幅增长17.46%，经纪业务市场份额在上市券商中居第11，在全行业中排名第41。经纪业务市场份额大幅增长的同时，公司平均佣金率水平却出现大幅下滑。据粗略测算，上半年公司平均佣金率水平0.1061%，较之09年底的0.1314%下滑0.0253个百分点，大幅下滑19.25%。

图1：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通和中信建投；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；广发系含广发证券、广发华福证券

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。上半年，公司完成2家营业部新设、5家营业部迁址、4家服务部升级。截至2010年6月底，公司共有37家营业部正常运营，其中，重庆有18家，占48.65%。

图2：公司各地区营业部情况

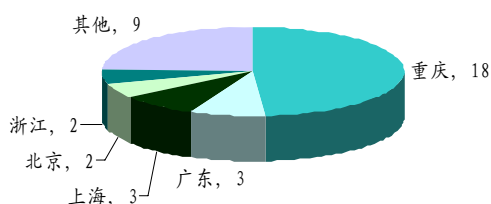
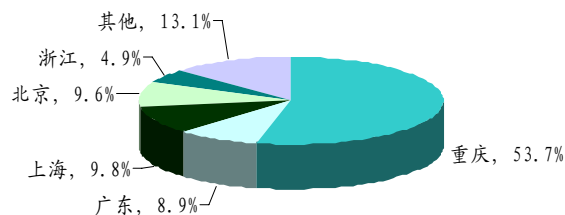


图3：上半年营业收入中，各地区营业部贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **自营业务亏损：**2010年上半年，公司证券自营业务由去年同期盈利2.81亿元转为亏损0.24亿元。还值得关注的是，其他综合收益中可供出售金融资产浮亏达2.55亿元，该部分尚未在净利润中体现。

分季度来看，公司一季度自营业务盈利0.80亿元，二季度自营业务亏损1.04亿元。从投资规模看，截至6月底，交易性金融资产规模11.90亿元，较09年底17.38亿元减少31.53%；可供出售金融资产规模11.19亿元，较之09年底11.65亿元小幅减少3.95%。从投资品种来看，公司上半年在加大对债券投资规模的同时，也加大了对股票的投资，这一定程度上反映公司自营较为激进的投资风格。

表2：公司证券自营业务投资情况

单位：亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010H1	占比	2009	占比	2010H1	占比	2009	占比
债券	5.33	44.79%	2.13	12.26%	/	/	/	/
股票	4.40	36.97%	2.26	13%	11.19	100%	11.62	99.74%
其他	2.17	18.24%	12.99	74.74%	/	/	0.03	0.26%
合计	11.90		17.38		11.19		11.65	

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表



- **投行业务：**2010年上半年，公司投行业务实现净收入（含证券承销、财务顾问、保荐收入）1.27亿元，较之去年同期1.18亿元小幅增长7.63%。报告期内，公司共完成3家IPO和2家增发的主承销项目，募集资金达30.33亿元，在上市券商中居第9、在全行业排名第29；1家债券的主承销项目，募集资金16.35亿元。此外，公司还储备多个IPO、再融资、债券等项目。
- **基金管理：**公司持有银华基金29%的股权，报告期内银华基金实现营业收入4.99亿元，净利润1.57亿元，对公司投资收益贡献0.46亿元。截至6月底，银华基金资产规模646.29亿元，在60家基金公司中排名第9。
- **创新业务。**作为规模中等的区域性券商，公司创新业务的开展不免会滞后于全国性大券商，截至目前，公司直投业务资格获批，第三批融资融券试点资格正在申请中，收购西南期货的工作也正在推进中。
- **投资评级：**公司收入结构的不均衡更为明显，并且主要依赖于受行情影响较大的经纪业务和自营业务。在目前行业内竞争激烈、A股市场波动加大的经营环境中，公司业绩的稳定性难以维持且难以有较好表现，给予公司“观望”的投资评级。
- **风险提示：**证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

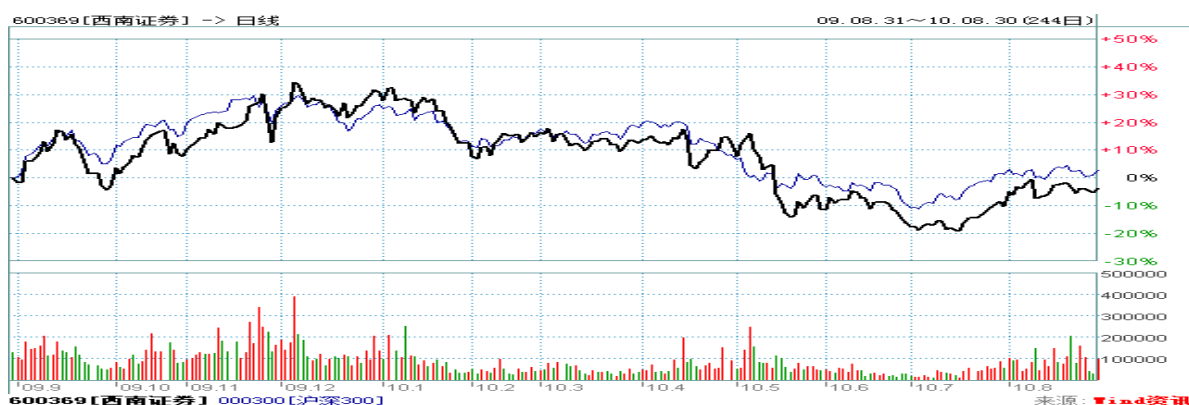
市场数据（截至2010年8月30日）

收盘价（元）	13.96
上市以来最高/最低 （元）	20.25/ 11.50
上证指数	2652.66
市净率（倍）	5.42
流通市值（亿元）	52.89

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	2.42
每股经营现金流（元）	-0.82
净资产收益率（扣除摊 薄，%）	3.50
资产负债率（%）	65.57
总股本/流通股（亿股）	19.04/3.79

西南证券相对于沪深300指数走势（最近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。



免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。