

西南证券(600369)中报点评

谨慎推荐

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010 年 8 月 31 日

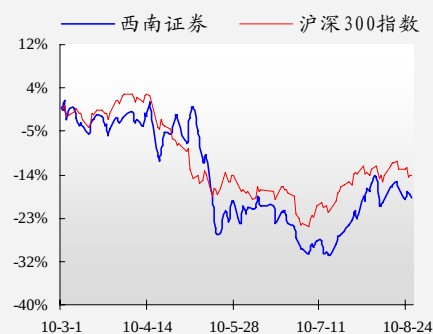
投资要点:

- 2010 年上半年,西南证券归属于母公司所有者的净利润为 1.61 亿元,较去年同期减少 62.6%。从各项业务来看,经纪业务收入同比减少 5%,投资收益同比减少 93.1%,投资收益下滑是拖累业绩下降的主要原因。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务构成营业收入的主要成分。其中经纪业务收入占比为 63%,承销业务占比为 18%。公司的资产管理业务还没有开展,没有贡献业务收入。
- 从交易额上来看,2010 年上半年西南证券股基权交易额为 3384 亿元,同比增长 29%,市场份额为 0.74%,同比提高 0.15 个百分点。2010 年上半年佣金率为 0.12%,与去年底相比有所下降,因此,交易量虽有所上升,但佣金收入却在下降。佣金率虽有所下降,但西南证券在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势。
- 2010 年,西南证券投资净收益加公允价值变动净收益为 0.22 亿元,同比减少 93.1%。权益资产占净资产的比重为 38.5%。公司将大部分资金都参与了京东方 A、南山铝业的定向增发,投资风格谨慎,主动投资规模小。
- 2010 年,股市以震荡为主,将影响证券公司业务增长,预期 2010 年、2011 年西南证券的每股收益分别为 0.23 元和 0.35 元,对应 PE 分别为 60 倍和 40 倍,估值较高。由于业务收入结构简单,创新业务还没有开展,预期业务收入增长空间不大,我们给予中性评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	205,286		100,716		0.54		25.9	
2010E	132,335	-35.5%	43,587	-56.7%	0.23		60.7	
2011E	160,040	20.9%	66,129	51.7%	0.35		39.9	
2012E	189,889	18.7%	94,180	42.4%	0.49		28.5	

走势图



市场数据

2010-8-30

收盘价:	13.96 元
52 周最高价:	20.25 元
52 周最低价:	11.50 元
平均持仓成本:	13.89 元

基本数据

2010Q2

总股本(万股):	190,385
流通 A 股(万股):	190,385
每股收益(元):	0.08
每股净资产(元):	2.42
每股经营现金流(元):	(0.82)
市净率:	5.77

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、经营状况分析

2010 年上半年，西南证券归属于母公司所有者的净利润为 1.61 亿元，较去年同期减少 62.6%。从各项业务来看，经纪业务收入同比减少 5%，投资收益同比减少 93.1%，投资收益下滑是拖累业绩下降的主要原因。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务构成营业收入的主要成分。其中经纪业务收入占比为 63%，承销业务占比为 18%。公司的资产管理业务还没有开展，没有贡献业务收入。

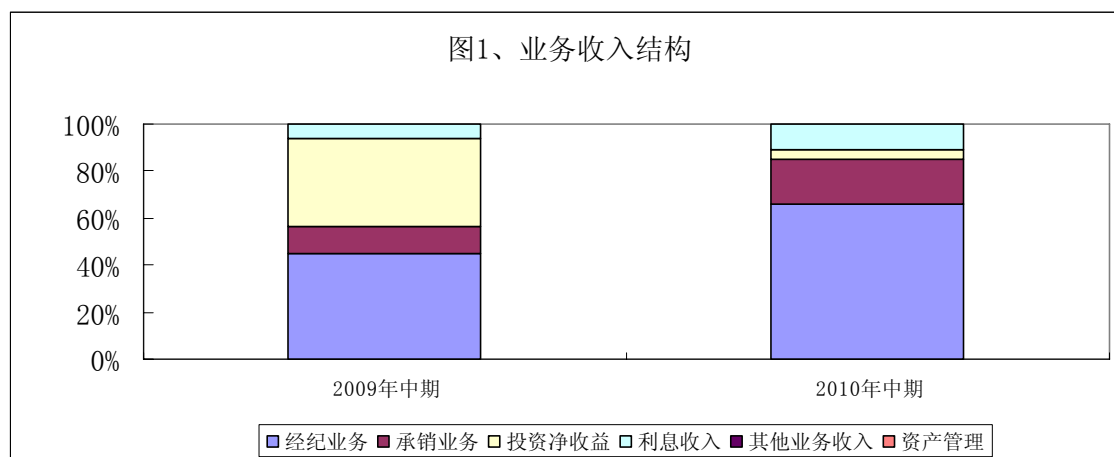
表 1、经营业绩对比

单位：元

证券公司一利润表（单位：元）	2009-06-30	2010-06-30	同比
一、营业收入	866,569,872	568,874,281	-34.4%
经纪业务	378,855,398	358,582,117	-5.4%
承销业务	101,550,481	104,071,127	2.5%
利息净收入	51,471,138	59,118,684	14.9%
投资净收益	283,515,611	113,257,061	-60.1%
公允价值变动净收益	30,916,193	-91,477,827	-395.9%
其他业务收入	1,926,479	1,222,959	-36.5%
二、营业支出	329,234,209	370,868,835	12.6%
营业税金及附加	42,125,990	30,136,857	-28.5%
管理费用	286,854,881	338,375,689	18.0%
其他业务成本	253,339	1,687,151	566.0%
三、营业利润	537,335,663	198,005,446	-63.2%
加：营业外收入	57,528	2,065,711	3490.8%
减：营业外支出	3,517,621	2,435,680	-30.8%
四、利润总额	533,875,569	197,635,477	-63.0%
减：所得税	103,245,248	36,447,027	-64.7%
五、净利润	430,630,321	161,188,450	-62.6%
归属母公司所有者净利润	430,630,321	161,188,450	-62.6%
六、每股收益：	0.23	0.08	

资料来源：公司公告

图1、业务收入结构



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看, 2010 年上半年西南证券股基权交易额为 3384 亿元, 同比增长 29%, 市场份额为 0.74%, 同比提高 0.15 个百分点。2010 年上半年佣金率为 0.12%, 与去年底相比有所下降, 因此, 交易量虽有所上升, 但佣金收入却在下降。佣金率虽有所下降, 但西南证券在省内的经纪业务还能处于相对垄断优势。

市场份额提升, 主要是西南证券营业部重新布局的结果。随着证券公司服务部改营业部及营业部新设, 西南证券将营业部的布局做了进一步调整, 主要是从偏远地区迁往发达地区、从小城市迁往中心城市。营业部向中心城市和发达地区涌入, 以中心城市为根据地的大券商被迫让出了一定的市场份额, 而迁出地区的客户资源由于没有新的竞争者进入依然留给了原来的公司, 因此, 西南证券营业部迁址的过程中市场份额在上升。

表 2、交易额同比

单位: 百万元

	股基交易额	市场份额
2009 年中期	262180.5	0.59%
2010 年中期	338484.3	0.74%

资料来源: 东北证券研究所

表 3、佣金率变动趋势

单位: 万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
经纪收入	28186.5	111593.5847	50018.66	89454.94	40658.9
交易额	12108181	57644079	29640076	68125598	33848425
佣金率	0.23%	0.19%	0.17%	0.13%	0.12%

资料来源: 东北证券研究所

表 4、省内外佣金率变动

单位: 万元

		经纪收入	交易额	佣金率
2009 年	省内	501,672,453	229,729,000,000	0.22%
	省外	443,398,182	328,263,000,000	0.14%
2010 年中期	省内	209,653,537	141,790,000,000	0.15%
	省外	180,867,967	194,401,000,000	0.09%

资料来源: 东北证券研究所

2、承销业务

2010 年上半年, 西南证券承销业务收入同比增长 2%。承销业务为公司贡献 1.04 亿元的业务收入, 占比 18%。

表 5、各上市券商承销业务同比

单位：百万元

	承销额	市场份额	家数
2009 年中期	23442.18	0.36%	4
2010 年中期	1,620.08	2.33%	11

资料来源：东北证券研究所

3、自营业务

2010 年，西南证券投资净收益加公允价值变动净收益为 0.22 亿元，同比减少 93.1%。权益资产占净资产的比重为 38.5%。公司将大部分资金都参与了京东方 A、南山铝业的定向增发，投资风格谨慎，主动投资规模小。

表 6、投资收益来源

单位：元

产生投资收益的来源	2010 年 1—6 月	2009 年 1—6 月
以权益法核算年末按被投资单位实现净损益调整的金额	45,745,382.19	34,100,005.46
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	1,831,020.05	127,363.19
处置交易性金融资产取得的投资收益	56,886,906.75	239,193,923.40
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益	3,500,000.00	
处置可供出售金融资产取得的投资收益	6,013,501.03	10,094,319.17
其他投资收益	-719,749.27	
合计	113,257,060.75	283,515,611.22

资料来源：公司公告

表 7、持仓比重

单位：元

		2010 年 6 月	2009 年 12 月	2010 年 6 月	2009 年 12 月
		公允价值		成本	
交易性资产	债券	533,307,542	212,993,681	527,998,113	206,954,271
	股票	439,748,555	225,978,968	472,738,768	215,656,870
	基金	216,923,936	1,299,435,891	267,681,655	1,297,358,882
	合计	1,189,980,033	1,738,408,540	1,268,418,535	1,719,970,023
可供出售资产	股票	1,118,920,665	1,162,449,797	996,699,998	699,999,998
	其他		2,543,255		2,525,000
	合计	1,118,920,665	1,164,993,052	996,699,998	702,524,998
合计	股票	1,558,669,220			
	基金	216,923,936.00			
	权益/净资产	38.5%			

资料来源：公司公告

三、盈利预测和投资评级

2010 年，股市以震荡为主，将影响证券公司业务增长，预期 2010 年、2011 年西南证券的每股收益分别为 0.23 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 60 倍和 40 倍，估值较高。由于业务收入结构简单，创新业务还没有开展，预期业务收入增长空间不大，我们给予中性评级。

表8、赢利预测

单位：元

证券公司一利润表（单位：元）	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	2,052,855,588	1,323,349,654	1,600,395,848	1,898,893,798
其中：代理买卖证券业务净收入	894,549,356	849,821,888	1,019,786,266	1,223,743,519
证券承销业务净收入	178,674,174	169,740,465	195,201,535	224,481,765
托客户资产管理业务净收入	0	0	15,000,000	15,000,001
利息净收入	111,558,424	105,980,502	121,877,578	140,159,215
投资净收益	751,880,433	150,376,087	193,985,152	232,782,182
公允价值变动净收益	45,165,092	42,906,837	49,342,863	56,744,292
汇兑净收益	-21,047	-19,995	-22,994	-26,443
其他业务收入	4,783,020	4,543,869	5,225,449	6,009,267
二、营业支出	804,656,474	796,609,910	788,643,811	732,552,970
营业税金及附加	102,040,090	101,019,689	100,009,492	99,009,397
管理费用	696,955,187	689,985,635	683,085,779	628,438,916
资产减值损失	2,281,992	2,259,172	2,236,580	2,057,654
其他业务成本	3,379,206	3,345,413	3,311,959	3,047,003
三、营业利润	1,248,199,114	526,739,744	811,752,038	1,166,340,827
加：营业外收入	39,223,836	38,831,598	38,443,282	38,058,849
减：营业外支出	15,097,860	14,946,881	14,797,412	14,649,438
四、利润总额	1,272,325,090	550,624,460	835,397,907	1,189,750,238
减：所得税	265,162,466	114,754,429	174,103,435	247,953,223
五、净利润	1,007,162,624	435,870,031	661,294,472	941,797,015
六、每股收益：	0.54	0.23	0.35	0.49

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。