

西南证券 (600369)

自营盈利模式独特，创新业务全面起步

梁静
021-38676850
liangjing@gjtas.com
S0880511010005

本报告导读：

市场份额可望继续增长，佣金率降幅趋缓，创新业务快速增长。

投资要点：

- **自营的增发模式日臻成熟，潜在收益高。**通过投行专业优势发掘公司，并通过增发大举介入，已成为自营的主要盈利模式。该模式在苏宁环球/京东方等项目上已获得成功，并已日臻成熟，并有望继续对业绩形成支撑。这在上市券商中颇具特色。
- **市场份额持续快速上升。**西南证券是去年经纪份额增速最快的上市公司，也是近两年来持续快速增长的唯一一家上市公司。上市、运营模式改革、人员队伍充实和基础建设加强是份额持续上升的主要原因。
- **佣金率降幅有望减缓。**由于佣金率下降更快，份额增长并未有效转化为佣金收入增长。短期供给继续增加、佣金监管相对宽松，将驱动佣金率继续下行，但佣金率已处于低位、全国性佣金新政逐步落实及营业部新设高峰期已过，都将有效延缓佣金率的下滑。
- **新业务全面起步，短期贡献有限，但长远利益可观。**2010年，不仅拿到直投、资管、融资融券、代办股份4张新业务牌照，且收购期货公司也取得关键进展。目前，公司对创新推动力度大，定增募集资金也将为创新提供强大支持，这些都将推动创新业务步入发展的快车道。
- **业绩恢复性增长。**在(日均交易额/上证综指)为(2500亿元/3000点)的假设下，我们预期2011-2013年公司的EPS分别为0.40元/0.46元/0.51元)，同比增速为14%/16%/12%。
- **暂维持中性评级。**我们判断，和国都证券重组将显著提升公司的综合竞争力；但短期对业绩的影响还取决于重组方式和估值定价，在重组尘埃落定之前，尚难以判断其对公司价值的影响。我们暂维持中性评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,936	2,146	2,455	2,737
(+/-)%	192%	-6%	11%	14%	11%
经营利润 (EBIT)	1,248	1,044	1,196	1,400	1,588
(+/-)%	530%	-16%	15%	17%	13%
净利润	1,007	805	921	1,064	1,191
(+/-)%	609%	-20%	14%	16%	12%
每股净收益 (元)	0.43	0.35	0.40	0.46	0.51
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.08	0.10	1.10

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	61%	54%	56%	57%	58%
净资产收益率 (%)	22%	7%	8%	8%	9%
总资产收益率 (%)	7%	4%	4%	4%	4%
市净率	4.83	2.48	2.32	2.18	2.05
市盈率	27.4	34.2	29.9	25.9	23.1
股息率 (%)	0%	0%	1%	1%	9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 13.20

上次预测: 15.00

当前价格: 11.87

2011.04.14

交易数据

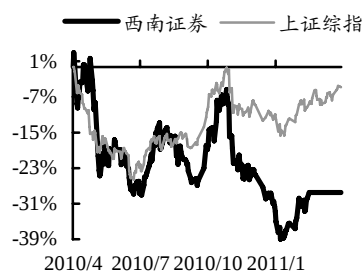
52周内股价区间 (元)	10.06-17.09
总市值 (百万元)	27,569
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,323/379
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	16%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	31

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	11,123
每股净资产	4.79
市净率	2.5
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.06	0.11
Q2	0.01	0.09
Q3	0.10	0.10
Q4	0.17	0.10
全年	0.35	0.40

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	5%	-29%
相对指数	-3%	-2%	-24%

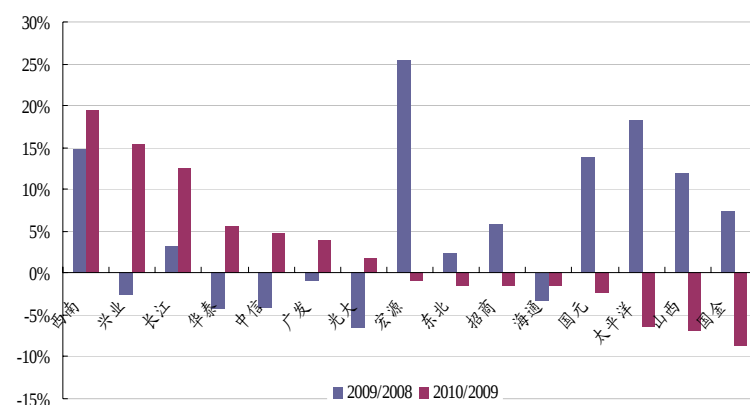
相关报告

- 《经纪份额上升较快，自营投资波动加大》
2011.03.22
- 《自营推动业绩环比倍增》
2010.10.26
- 《业务稳定发展，增发带来想象空间》
2010.09.06
- 《自营亏损、费用增加致业绩快速下滑》
2010.8.30

1. 经纪业务份额快速增长

市场份额持续快速上升。西南证券是 2010 年经纪份额最快的上市证券公司、也是近两年来持续快速增长的唯一一家上市公司。2010 年市场份额为 0.74%，较两年前增长 35.6%，排名由 50 位上升到 41 位（单个法人口径）。份额持续上升的主要原因为：**(1)上市带来的影响：**上市后运作更规范、客户信任度和品牌影响力提升；**(2)运营模式改革：**2008 年开始改革，经纪业务按照准事业部制运作；**(3)人员队伍充实：**目前有营销人员 2000 人，投顾有 100 多人；**(4)基础建设大幅度加强：**包括呼叫中心改扩建，营销服务一体化系统，各种手机证券等。

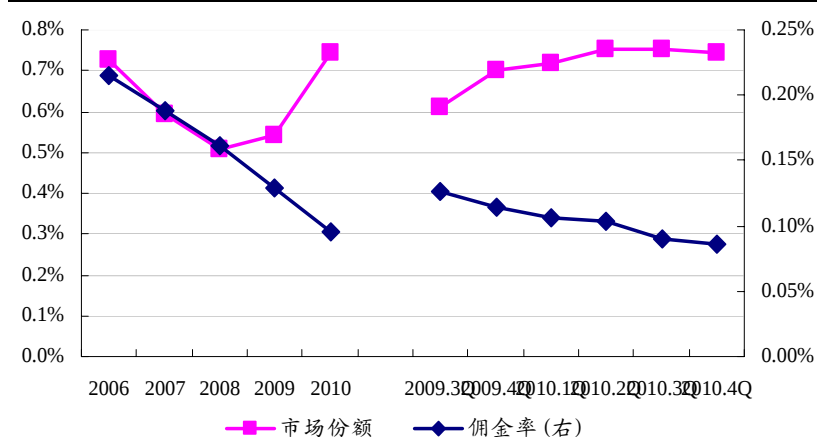
图 1 西南证券经纪份额连续两年实现快速增长



数据来源：国泰君安证券研究

佣金率显著下降。尽管份额快速增长，但佣金率下降更快，份额增长并未有效转化为佣金收入增长。2010 年全年佣金率 0.095%、同比下降 23%；4 季度为 0.086%、环比降幅为 5.3%。虽然早在中国证券业协会出台相关通知以前，重庆地区就开始实施佣金自律，但后续的监管力度并不强、再加之区内营业部新设较多，佣金率并无止跌企稳迹象。我们判断，短期来看，供给继续增加、佣金监管相对宽松，都将驱动佣金率继续下行，但佣金率已处于低位、全国性的佣金新政逐步落实以及营业部新设的高峰期已过，都将有效延缓佣金率的下滑。

图 2 西南证券经纪份额及佣金率变化



数据来源：国泰君安证券研究

经纪业务的转型已经开始。这包括：考核模式由份额转向利润；对营销团

队的配置由数量转向质量；加强投资顾问队伍建设和理财产品服务。

2. 创新业务有突破

2010 年，公司的创新业务取得长足进步，不仅拿到了直接投资、资产管理、融资融券、代办股份 4 张创新业务牌照，而且收购期货公司也取得关键进展。目前，公司对创新业务的推动力度较大，定向增发所募集的 60 亿元资金也将为创新提供充足的资金支持，这些都将推动创新业务步入发展的快车道。从绝对额来看，由于刚刚起步，创新业务短期贡献仍有限，但长远利益应可观。

- **资产管理：**2010 年 12 月，成功发行珠峰 1 号，发行份额 18.5 亿元，居同期同类产品发行额前列。
- **直接投资：**2010 年 3 月成立西证股权投资有限公司，注册资本 4 亿元，目前处于考察项目阶段，已考察 20 多个项目、投入 1 个项目。
- **融资融券：**2010 年 11 月拿到资格，目前已有 30 家营业部上线。公司融资融券的额度为 20 亿元，但由于起步晚，目前尚未形成规模；
- **新三板：**2010 年 9 月获得代办系统主办券商资格，已在投行事业部下成立场外市场交易部；
- **期货业务：**2010 年 12 月，出资 9863 万元、持有西南期货 7000 万股权、持股 70%，已报批。

3. 自营业务的增发模式已日臻成熟，资本实力增强提升自营潜力

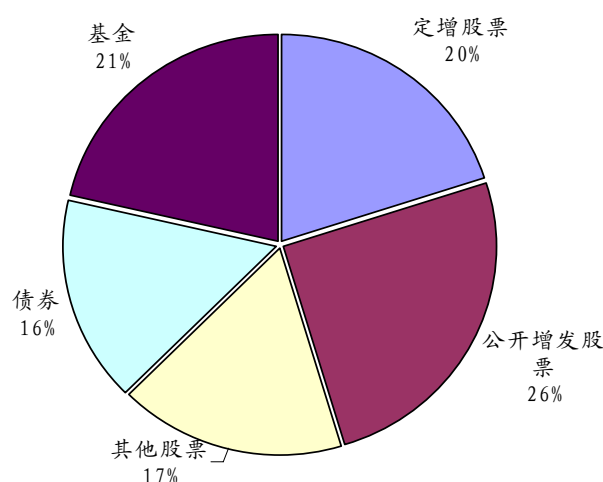
自营业务。通过投行专业优势带动自营发展已成为公司自营业务的一大特色，近期公司通过定向增发参与的苏宁环球、京东方等都获得成功。2010 年末自营规模大幅增加也主要是因为参与了京东方、广东鸿图和大秦铁路的增发。目前，公司通过增发持有的京东方、南山铝业和广东鸿图浮盈为 1.6 亿元、1 季度可释放 0.8 亿元；1 季度大秦铁路的公允价值变动近 1.2 亿元。

表 1 参与增发已成为自营投资的主要方式

股票	资产类别	来源	持有股数	发行价	公允价值变动	浮盈	解禁期
京东方	可供出售	定向增发	20,000	2.40		60	2011/12/12
南山铝业	可供出售	定向增发	3,500	8.82		83	2011/3/21
广东鸿图	可供出售	定向增发	160	24.00		19	2011/10/31
大秦铁路	交易性	公开增发	16,682	8.73	118		已解禁
合计					118	162	

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究

图 3 西南证券的自营投资中增发股票占据主要地位



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

投行业务。投行业务一直是西南证券的优势业务，2010 年承销项目 16 家（7 家 IPO/3 家再融资/6 家企业债），筹资额 134.85 亿元、净收入 4.37 亿元，均创出历史新高。股票债券发行家数和发行额份额分别为 1.96% 和 0.95%，排名分别列第 18 位和 26 位。2011 年投行业务“重新定位、二次创业”，在确保快速发展的基础上，强化项目储备。

4. 公司的业绩和估值讨论

我们判断，2011 年，市场规模继续扩张，经纪业务的竞争环境有所好转，而新业务的管制有显著放松，这些将推动公司业绩恢复性增长。在（日均交易额/上证综指）为（2500 亿元/3000 点）的假设下，我们预期 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.40 元/0.46 元/0.51 元），同比增速为 14%/16%/12%。

公司由于在和国都证券商谈重大重组而停牌。国都证券是一家经营区域集中于北京的券商，营业网点少（23 家营业部），但颇具资本实力（净资产 61 亿元，A 类评级）。我们认为，和国都证券重组将显著提升公司的综合竞争力；但对短期公司业绩的影响还要取决于重组方式和国都证券的估值，在重组尘埃落定之前，我们尚难以判断其对公司价值的影响。因此，我们暂时维持之前的评级，待重组方案明确之后再做重新评估。

表 2 西南证券盈利预测表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,936	2,146	2,455	2,737
手续费及佣金净收入	1,139	1,227	1,355	1,476	1,539
其中：代理买卖证券业务	895	786	848	932	978
证券承销业务	179	354	485	516	528
受托客户资产管理	0	3	22	28	33
利息净收入	112	165	201	246	258
投资收益+公允价值	797	541	531	610	710
其他业务收入	5	5	60	124	229
营业支出	805	893	950	1,055	1,149
营业税金及附加	102	102	113	122	136
业务及管理费	697	781	837	933	1,013

营业利润	1,248	1,044	1,196	1,400	1,588
利润总额	1,272	1,045	1,196	1,400	1,588
所得税费用	265	240	275	336	397
归属于母公司净利润	1,007	805	921	1,064	1,191
业绩增速	609%	-20%	14%	16%	12%
EPS(元)	0.43	0.35	0.40	0.46	0.51
BPS(元)	2.46	4.79	5.12	5.44	5.78
ROE	7.2%	7.8%	8.4%	8.9%	9.5%
净利润率	42%	43%	43%	44%	45%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

分部估值		2009	2010	2011E	2012E	2013E
经纪业务	净利润(亿元)	5	4	4	4	4
	PE 倍数	25	25	25	25	25
	价值(亿元)	116	94	96	102	106
自营业务	规模(亿元)	29	52	55	59	62
	PB 倍数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	价值(亿元)	35	62	66	70	75
承销业务	规模(亿元)	0.8	1.8	1.9	1.9	1.9
	PE 倍数	25	25	25	25	26
	价值	21	44	47	47	50
资产管理	集合理财规模(亿元)	0	19	26	31	36
	基金管理规模(亿元)	217	248	312	351	395
	Price/Aum	8%	8%	8%	8%	8%
	价值(亿元)	17	21	27	31	34
现金价值(亿元)		13	53	57	60	64
创新溢价		0%	2%	5%	10%	15%
合计(亿元)		202	279	307	342	378
每股价值		10.63	12.03	13.22	14.72	16.29

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		