



## 承销资管高增长 自营波动拉低业绩

### ——西南证券（600369）2011 年三季度报点评

2011 年 10 月 25 日

强烈推荐/维持

西南证券

财报点评

刘家伟	执业证书编号：S1480510120001	
联系人：黄琳	电话：010-66554013	msn: huanglin329@msn.cn

#### 事件：

西南证券 10 月 24 日发布三季度报：前三季度公司实现营业收入 6.99 亿元，同比下跌了 36.82%；实现营业利润 9,044 万元，同比下跌了 82.5%；实现利润总额 2.4 亿元，同比下降了 53.66%；实现净利润 2.02 亿元，同比下跌了 50.03%；公司基本每股收益为 0.09 元，低于市场预期。

表 1：公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	356.70	212.18	536.81	830.79	573.93	247.36	-122.70
增长率（%）	-18.49	-50.54	45.21	1.74	60.90	16.58	-150.00
销售净利率（%）	36.61	28.33	36.49	41.59	51.85	40.79	28.86
净利润（百万元）	130.57	30.62	242.30	401.79	297.58	37.46	-133.42
增长率（%）	-40.68	-85.46	41.55	-0.88	127.90	22.36	-456.00
每股盈利（季度，元）	0.07	0.02	0.10	0.17	0.13	0.02	-0.05
资产负债率（%）	67.44	65.57	41.92	51.17	46.66	43.94	42.13
净资产收益率（%）	2.73	3.47	5.21	10.19	2.64	2.97	1.81
总资产收益率（%）	0.87	1.14	2.40	4.27	1.35	1.55	0.96

#### 评论：

##### 积极因素：

- **承销业务持续快速增长，在再融资及并购业务上确立一定的市场地位。**公司证券承销业务净收入为 2.78 亿，同比增长 56.78%。前三季度公司共完成主承销项目 13 家，行业排名第 16 位；其中，股票主承销 7 家，包括 4 家首发以及 3 家增发；债券主承销 6 家。公司主承销金额为 148 亿元，行业排名从 2010 年同期的 28 位上升到第 16 位。公司承销业务在 2010 年已同比增长的基础上再次实现快速增长，公司在再融资以及并购业务上已确定了一定的市场地位，前景依旧可期。
- **资管业务获得突破，前景可期。**2010 年末成立的集合理财产品“珠峰 1 号”为公司前三季度带来收入 3011 万元，实现资管项目上的突破。
- **利息收入的高增长是收入增长的有力推动。**前三季度公司实现利息净收入 2.01 亿元，同比上升了 119.72%。利息收入的增长主要来源于三方面：一是去年定向增发后资金规模的扩大导致了利息收入的增多；二是买入返售金融资产规模的增加也扩大了利息收入的来源；三是 2006 年的融资纠纷使公司在 7 月份获赔了月 3000 万元的利息收入。

- **非经常性损益的增长是公司当前利润的一个重要因素。**2006年，西南有限与上海农凯集团的一个融资纠纷，当时判决的结果是需归还4.63亿元，依法采取强制措施，农凯集团已向原西南有限偿付了3.52（含债务抵扣部分），尚余1.11亿元及利息、案件受理费等未能清偿。据此，2011年1月上海市第一中级人民法院裁定将农凯集团持有的部分“徐工机械”等股票按市价交付给西南证券。截至2011年2月底，上述股票已全部处置完毕。据初步估算，股票处理价值约为1.2亿元，除了冲销资产减值损失，剩下的部分计入了营业外收入。

#### 消极因素：

- **自营业务业绩波动拖累了公司整体的经营业绩。**公司前三季度实现自营业务收益-2.99亿元，去年同期收益为2.68亿元，其中第三季度自营业绩为-4.03亿元。三季度是自营业务亏损的主要原因，自营业绩的波动使拖累公司整体业绩的主要原因。三季度，沪深300指数下跌了15.42%，指数的下跌与公司较高的自营资产比重共同导致了公司自营业绩出现较大波动。

#### 业务展望：

2010年公司完成60亿元的定向增发，极大地补充了公司的资本金，并完成了直投子公司——西证股权投资有限公司的设立；同时随着资产管理业务、融资融券业务的开展，公司全方位的金融服务格局展开。

从2009年的借壳上市、2010年的增发到2011年的资产重组，公司在转型的道路上稳扎稳打。8月15日晚间，公司董事会通过了《关于西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司的议案》。重组进一步明确了公司的发展思路，有利于提升公司综合实力、公司经营区域的整合以及业务的补充和推进。

- **重组提升公司综合实力，增强市场竞争力。**重组之后公司净资产超过170亿元，在上市券商中排名第六；合并之后公司共有营业网点64家，2010年的市场份额合计1.203%，市场排名24位。重组极大地提升了公司的综合实力，营业网点的增多进一步增强了公司经纪业务的市场竞争力，弥补当前营业网点数量过少的不足。
- **重组有利经营区域整合。**业务主要面向大西南。在2010年的营业利润中，95%来自西南地区，区域优势明显。国都证券注册地位于北京，从经纪业务分布来看，国都证券的经纪业务主要集中在华北、华东等地区。从经营区域的角度看，重组双方经营区域几乎不重叠，因此重组之后公司实力的增强对于市场份额的扩大十分有利。从总体上来说，此次重组优化了公司的经营布局，使公司形成了立足西南地区，面向全国的经营布局。
- **重组有利于业务的补充和推进。**从业务构成来看，国都证券在资管业务以及创新业务上的优势将成为公司业务的有利补充，同时国都证券在国际化布局上的进展将推动公司国际化发展实现大步跨越。

#### 盈利预测与投资建议：

- 由于重组国都证券一事尚在推进中，对公司盈利的影响尚未明朗，因此这里暂不考虑资产重组对公司业绩的影响。综合考虑公司在承销、资管等业务上的快速发展以及自营业绩波动带来的不确定性，我们调低公司的业绩预期。我们预计公司2011和2012年EPS分别为0.21元和0.37元，对应的动态PE为50倍和28倍。公司业绩虽然出现暂时性的波动，我们仍然看好公司超常规发展路线带来的良好成长性，因此维持公司“强烈推荐”的评级。

**风险提示:**

- 受国内外经济形势或心理预期的影响，若二级市场交易量持续低迷，公司经纪业务收入有可能因成交额的减少出现下跌。
- 如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

**表 2: 西南证券未来两年盈利预测**

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	205,285	193,647	152,417	209,596
(+/-)%	191.61%	-5.67%	-21.29%	37.51%
营业利润 (EBIT)	124,820	104,373	33,532	98,510
(+/-)%	530.10%	-16.38%	-67.87%	193.78%
净利润	100,716	80,528	48,774	85,934
(+/-)%	608.96%	-20.40%	-39.43%	76.19%
每股净收益 (元)	0.54	0.39	0.21	0.37

资料来源: 东兴证券研究所

**表 3: 西南证券 2011 年中报主要指标变动情况**

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入同比下降 36.82%	承销与资管业务实现增长，自营业绩波动拖累公司整体业绩
2	代理买卖证券收入同比下跌 21.59%	佣金率的下调
3	承销与保荐收入同比上涨 56.78%	受益于融资市场繁荣以及公司在再融资及并购业务上的品牌优势
4	受托资产管理业务收入首次实现收入 3011 万元	资管业务的起步
5	利息净收入同比上涨 119.72%	资去年完成的定向增发和可供出售金融资产带来的利息收入
6	(投资收益+公允价值变动收益) 同比下跌 211.40%	自营规模的增加以及市场下跌的影响
7	营业成本同比上涨 3.26%	业务及管理费用上涨，同时收回已冲销资产减值损失拉低了营业成本增长率
8	净利润同比下跌 50.03%	自营业绩的波动是业绩下滑的主要原因

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

---

### 黄琳

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。