安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告 西南证券(600369)

维持评级

证券Ⅲ/证券

西南证券：投行挑大梁

2011 年中报点评

报告关键点：

- 净利润同比实现翻番
- 投行业务收入大幅增长
- 维持公司增持-A的投资评级和15元的目标价

报告摘要：

- **净利润同比实现翻番。**2011年上半年，西南证券实现营业收入8.2亿元，同比增长44%；实现净利润3.4亿元，同比增长108%；每股收益为0.14元。西南证券上半年业绩同比增长较多的原因在于投行业务及自营业务收入的大幅增长。
- **佣金率下滑致使经纪业务收入减少。**公司2011年上半年实现经纪业务收入3亿元，同比下降17%。上半年公司的经纪业务交易量同比增长15%,市场份额同比增长了6.21%，收入的下滑主要由于佣金率同比下降超过30%。2011年中期末，公司营业部数量达41家，和去年同期比增加4家。
- **投行业务挑大梁。**公司上半年实现投行业务收入2.3亿元，同比增长125%，这是公司上半年业绩同比增长的重要原因。公司上半年主承销金额为123亿元，主承销金额的市场份额为0.81%，排名行业第17名，而去年同期的主承销金额市场份额只有0.24%，排名行业第36名。
- **自营实现盈利。**公司上半年实现自营业务收入0.7亿元，而去年同期自营业务亏损0.2亿元，自营业务的好转也是公司上半年利润同比增长的重要原因。需要指出的是，公司在今年1季度自营实现收入1.4亿元，由此可知公司2季度自营业务亏损约0.7亿元。期末公司权益类资产占净资本的比例为48%。
- **费用率大幅下降。**去年同期由于自营业务的萎缩以及经纪、投行等费用率较高的业务占比的上升，公司的费用率达到了65%；今年上半年公司的费用率出现了较为明显的下降，为49%。
- **下调盈利预测，维持公司增持-A的投资评级和15元的目标价。**基于半年报数据，我们下调了公司下调了自营业务收入，下调公司2011年、2012年的盈利预测至每股收益0.37元和0.36元。看好公司与国都证券重组事宜，维持公司增持-A的投资评级和15元的目标价。
- 风险提示：公司与国都证券重组出现障碍；市场环境发生大的改变。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,936	1,884	1,813	1,860
Growth(%)		-5.67%	-2.73%	-3.76%	2.61%
净利润	1,007	805	870	837	859
Growth(%)		-20.04%	8.06%	-3.76%	2.61%
每股收益(元)	0.53	0.35	0.37	0.36	0.37
每股净资产(元)	2.5	4.8	5.1	5.4	5.7
市盈率	22	34	32	33	32
市净率	4.8	2.5	2.3	2.2	2.1
净资产收益率(%)	25.20%	10.19%	7.57%	6.85%	6.64%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 15.00 元

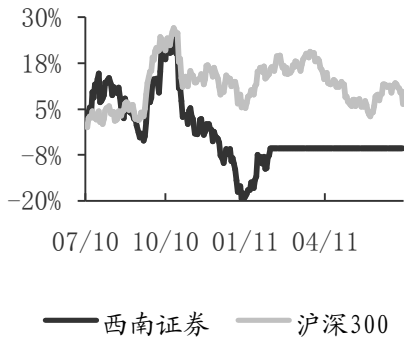
期限： 6 个月 上次预测： 15.00 元

现价（2011 年 07 月 25 日）： 11.87 元

报告日期： 2011-07-26

总市值(百万元)	27,568.72
流通市值(百万元)	4,503.48
总股本(百万股)	2,322.55
流通股本(百万股)	379.40
12 个月最低/最高	10.06/16.05 元
十大流通股东(%)	32.26%
股东户数	68,073

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.95	8.66	(12.05)
绝对收益	0.00	0.00	(5.78)

杨建海 首席行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

执业证书编号 S1450511020022

报告联系人

贺立 021-68767803 heli@essence.com.cn

前期研究成果

西南证券：业绩表现突出 2011-05-03

西南证券：静待重组 2011-03-22

西南证券：网点分布具备互补性 2011-03-08

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间 2011-07-25

利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,936	1,884	1,813	1,860	货币资金	10,170	9,421	10,363	11,399	12,539
手续费净收入	1,139	1,227	1,279	1,174	1,174	结算备付与保证金	1,057	2,550	5,143	5,406	5,696
代理买卖证券业务净收入	895	786	667	697	697	交易性金融资产	1,738	3,837	4,221	4,643	5,107
证券承销业务净收入	179	354	613	477	477	买入返售金融资产	0	4,509	480	480	481
资产管理业务净收入	0	3	2	3	4	可供出售金融资产	1,165	1,318	1,449	1,594	1,754
利息净收入	112	165	181	200	220	其他资产	840	1,144	3,673	41,265	611,791
投资收益及公允价值变动	797	541	423	439	466	**资产总计**	14,970	22,778	25,328	64,788	637,367
其他业务收入	5	3	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-805	-893	-753	-725	-744	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-102	-102	-94	-91	-93	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-697	-781	-659	-634	-651	卖出回购金融资产款	0	50	0	0	0
营业利润	1,248	1,044	1,130	1,088	1,116	代理买卖证券款	9,641	10,950	13,268	14,595	16,055
营业外收支	24	2	0	0	0	其他负债	651	655	197	37,617	608,007
利润总额	1,272	1,045	1,130	1,088	1,116	**负债合计**	10,293	11,655	13,465	52,213	624,062
所得税	-265	-240	-260	-250	-257	股本	1,904	2,323	2,323	2,323	2,323
净利润	1,007	805	870	837	859	归属母公司所有者权益	4,678	11,123	11,863	12,575	13,305
归属母公司所有者净利润	1,007	805	870	837	859	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	**所有者权益合计**	4,678	11,123	11,863	12,575	13,305
经营指标	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**风险指标**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2011E**	**2012E**
平均总资产收益率	8.76%	4.27%	3.62%	1.86%	0.24%	净资本					
平均净资产收益率	25.20%	10.19%	7.57%	6.85%	6.64%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-33.95%	-40.35%	-35.00%	-35.00%	-35.00%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	17.85%	10.26%	7.83%	4.02%	0.53%	权益自营规模/净资本					
每股数据（元）	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**估值**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2011E**	**2012E**
每股收益	0.53	0.35	0.37	0.36	0.37	市盈率	22	34	32	33	32
每股净资产	2.5	4.8	5.1	5.4	5.7	市净率	4.8	2.5	2.3	2.2	2.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

行业收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034