

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

投行、自营支撑业绩大幅增长

——西南证券（600369）2011年中报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2011年7月26日

报告关键要素:

上半年,在全行业盈利同比有所下滑的环境下,公司自营、投行业务取得较好成绩,再加上利息净收入同比翻番,促使公司业绩大幅增长。考虑到公司并购国都证券将实现营业网点等多方面的优势互补,提升公司整体实力,维持公司“增持”评级。

事件:

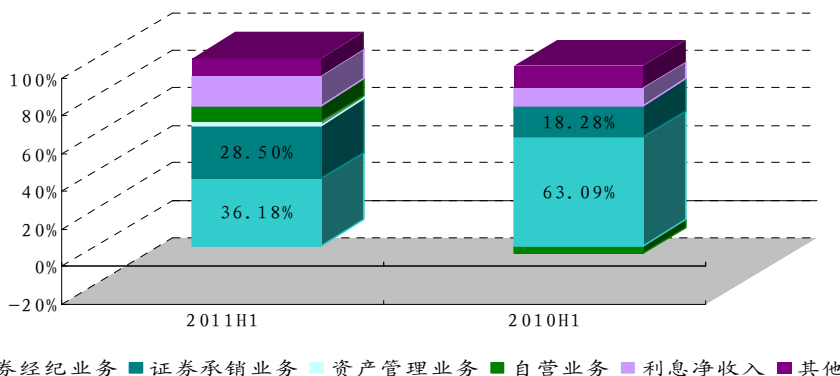
- **西南证券公布2011年半年报。**2011年1-6月,公司实现营业收入8.21亿元,同比增加44.29%;归属于上市公司股东的净利润3.35亿元,同比大幅增加108.07%;基本每股收益0.14元。
- 中报还披露了公司2011年中报利润分配预案:拟每10股派发现金红利5.5元(含税)。

点评:

- **净利大幅增长、但业绩仍略低于预期。**上半年,虽然全行业整体盈利水平同比有所下滑,但公司自营、投行业务取得较好成绩,再加上资金规模扩大和融出资金规模增加致使公司利息净收入同比翻倍,使得公司业绩大幅增长。但公司业绩仍略低于预期,主要是二季度市场环境的低迷,市场成交量有所萎缩,公司经纪和投行业务收入均有所下滑,再加上自营业务亏损0.68亿元,使得公司二季度仅盈利0.37亿元。

从收入结构(见图1)看,2011年上半年,证券经纪业务和投资银行业务是公司的主要收入来源,收入占比合计达64.68%。具体来看,除经纪业务外,其余业务收入占比均有所提升:经纪业务收入占比由上年的63.09%下降至36.18%、大幅下滑26.91个百分点,我们认为主要是自营、投行业务收入较之去年大幅改善,使得经纪业务收入占比有所减少;自营业务收入占比由上年的-4.22%提升至8.53%;资管业务收入占比1.95%,去年同期无该项业务收入;投行业务收入占比由上年的18.28%提升至28.50%、增加10.22个百分点,利息收入占比由上年的10.37%提升至15.83%。

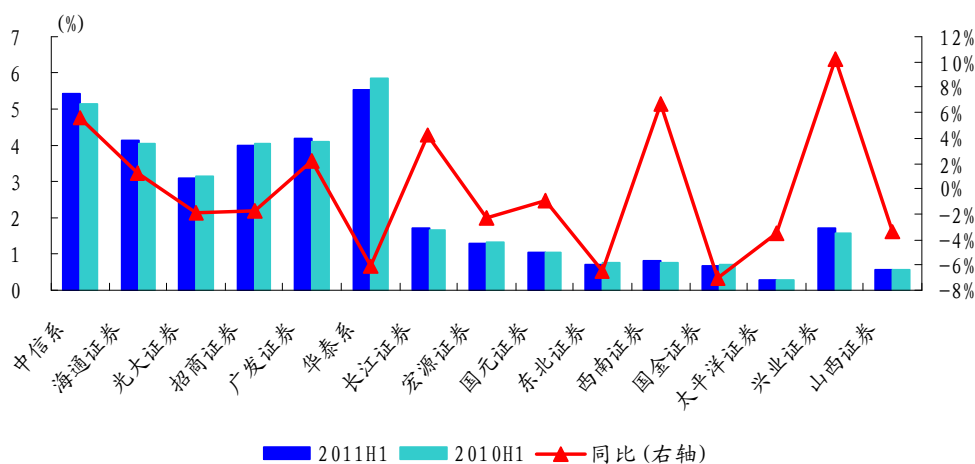
图1:西南证券收入结构(2010H1和2011H1)



资料来源:中原证券研究所,公司财务报表

- **经纪业务市场份额提升、佣金率却大幅下滑：**2011年上半年，公司经纪业务实现净收入2.97亿元、同比下滑17.27%，主要是佣金率大幅下滑所致。数据显示，以股基交易额为衡量标准，上半年，公司实现经纪业务市场份额0.79%，较之去年同期0.74%增加0.05个百分点，增幅6.76%、增长幅度位居上市券商第二位。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36、较之2010年底上升4位。虽然公司经纪业务市场份额有所增长，但佣金率却下滑明显。据测算，公司上半年平均佣金率水平0.076%，同比大幅下滑28.32%，较之2010年平均水平0.0955%也下滑了20.38%。

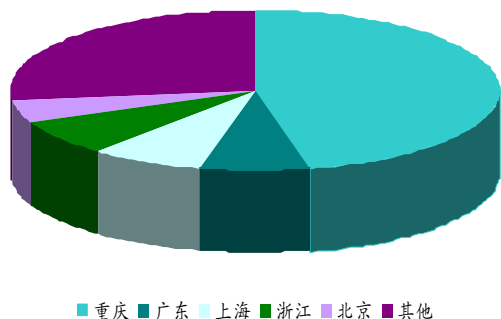
图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；
资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

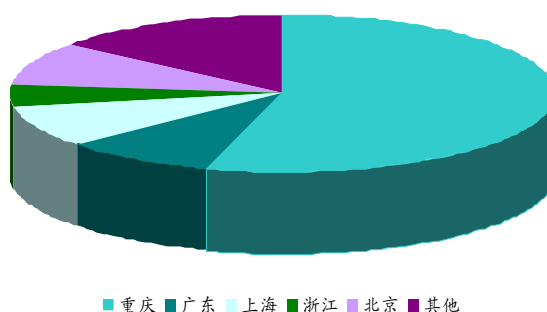
网点布局情况。上半年，公司新增营业网点3家，其中重庆市内新增2家。截至2011年6月底，公司共设有41家营业部，其中，重庆市内有19家，占46.34%。

图3：公司各地区营业部分布情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图4：各地区营业部收入贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表



- **自营风格仍较激进:** 2011年上半年, 公司证券自营业务实现净收入0.7亿元, 而去年同期自营业务亏损0.24亿元。从投资规模看, 截至2011年6月底, 交易性金融资产规模53.53亿元, 较2010年底38.37亿元增加39.50%; 可供出售金融资产规模12.5亿元, 较之2010年底13.18亿元减少5.16%。

从投资品种来看, 截至2011年6月底, 股票和基金在公司自营投资规模占比达69.17%、占比仍较高, 但已较之2010年底的82.31%有所减少。在上半年来跌宕起伏的市场环境下, 公司加大了对债券的投资, 一定程度上保证自营业务投资收益, 而相对较激进的自营风格既给公司在回暖的市场环境中带来较好的投资收益, 也会导致投资收益的波动性较大, 这从公司自营投资收益一季度盈利1.38亿元、二季度亏损0.68亿元可以得到验证。

表1: 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			
	2011H1	占比	2010	占比	2011H1	占比	2010	占比
债券	18.41	34.39%	6.25	16.29%	1.95	15.60%	1.94	14.72%
股票	28.88	53.95%	22.02	57.39%	9.64	77.12%	10.31	78.22%
基金	6.24	11.66%	10.1	26.32%	0.91	7.28%	/	/
其他	/	/	/	/	/	/	0.93	7.06%
合计	53.53		38.37		12.5		13.18	

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **证券承销业务稳步发展:** 2011年上半年, 证券承销业务实现净收入2.34亿元、同比大幅增长125%。上半年公司投行保持着IPO、再融资及固定收益业务齐头并进的格局, 共完成9家股权和2家债券的主承销项目, 募集资金分别为88亿元和35亿元。此外, 据中报显示, 公司还有多家项目在会审核中, 随着投行项目的陆续审核过会, 公司投行业绩有望得到保障。
- **资产管理业务无新产品发行:** 2011年上半年, 公司资产管理业务实现净收入0.16亿元, 而去年同期该项业务尚未开展。公司资产管理业务于2010年底成功起步, 2011年上半年没有新的集合理财产品成立。截至2011年6月底, 公司管理1只集合理财产品, 受托资金规模16.55亿元、占全行业集合理财产品净值的1.05%。

此外, 公司还持有银华基金29%的股权, 2011年上半年, 银华基金实现营业收入5.22亿元, 净利润1.2亿元。

- **投资评级:** 下半年行业政策向好预期不变, 各项创新业务扩容均有望在下半年启动, 公司直投、融资融券、新三板等创新业务均已开展, 虽目前业绩贡献较有限, 长期将改善公司收入结构。我们预计公司2011年每股收益0.4元, 对应市盈率29.68倍, 估值相对较高, 但考虑到公司并购国都证券将实现营业网点、业务等多方面的优势互补, 提升公司整体实力, 我们维持公司“增持”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; 并购重组存在较大不确定性。

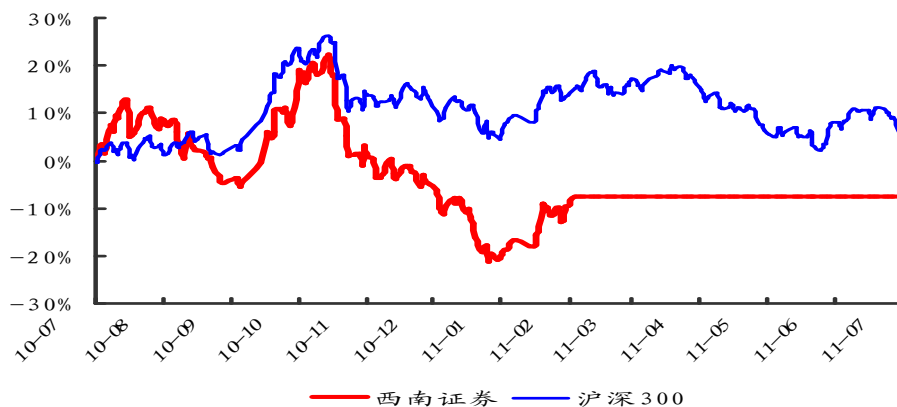
市场数据 (截至2011年7月26日)

收盘价 (元)	11.87
一年内最高/最低 (元)	16.05/10.06
上证指数	2703.03
市净率 (倍)	2.41
流通市值 (亿元)	44.99

基础数据 (2011年6月30日)

每股净资产 (元)	4.93
每股经营现金流 (元)	-0.98
净资产收益率 (扣除摊薄, %)	2.12
资产负债率 (%)	43.94
总股本/流通股 (亿股)	23.23/3.79

西南证券相对于沪深300指数走势 (近一年)



资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

行业投资评级

- 强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;
- 同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;
- 弱于大市: 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。



重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

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。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。