



承销快增长 自营高收益 共同提升业绩 ——西南证券（600369）2011 年中报点评

2011 年 7 月 28 日

推荐/首次

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:

西南证券中报显示: 2011 年上半年公司实现营业收入 8.21 亿元, 同比增长 44.37%; 其中净利润为 3.35 亿元, 同比增长 107.85%; 公司基本每股收益为 0.14 元。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入 (百万元)	2,052.86	356.70	568.87	1,105.68	1,936.47	573.93	821.29
增长率 (%)	6248.04	-18.49	-34.35	-10.56	-5.67	60.90	44.37
销售净利率 (%)	49.06	36.61	28.33	36.49	41.59	51.85	40.79
净利润 (百万元)	1,007.16	130.57	161.19	403.49	805.28	297.58	335.04
增长率 (%)	2,222.58	-40.68	-62.57	-32.95	-20.04	127.90	107.85
每股盈利 (季度, 元)	0.22	0.07	0.01	0.12	0.19	0.13	0.01
资产负债率 (%)	68.75	67.44	65.57	41.92	51.17	46.66	43.94
净资产收益率 (%)	42.51	2.73	3.47	5.21	10.19	2.64	2.97
总资产收益率 (%)	13.12	0.87	1.14	2.4	4.27	1.35	1.55

评论:

积极因素:

- 从收入构成来看, 承销业务净收入、自营业务收入、受托客户资产管理业务净收入以及利息收入是营业收入的主要增长点。

公司证券承销业务净收入为 2.34 亿, 同比增长 125%; 上半年共完成股权融资项目 9 家, 募集资金 88 亿元, 完成债券承销项目 2 家, 募集资金 35 亿元, 目前还有多家项目在会审核。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。

同时, 公司的自营业务较为稳健。在上半年证券市场低迷的情况下, 公司自营业务实现收益 (投资收益+公允价值变动收益) 1.05 亿元, 是 2010 年同期的 4.8 倍。

2010 年末成立的集合理财产品“珠峰 1 号”为公司上半年带来收入 1670 万元, 实现资管项目上的突破。公司实现利息收入 1.3 亿, 同比增长 119%; 主要是由于资金规模的增加和拆出资金的增多。

- **非经常性损益的增长是公司利润高速增长的另一主因。**中报显示，公司非经常性损益主要体现在资产减值损失费用和营业外收入两项。资产减值损失一项为资金流入1.07亿元；营业外收入为2082万元，是2010年上半年的10倍。这两项科目的资金流入是公司2006年的融资纠纷的延迟执行的结果。

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。鉴于当时未发现可供本案执行的其他财产，故上海市第一中级人民法院决定对本案中止执行。经查，农凯集团持有的“徐工机械”等股票可用于清偿上述部分债务。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。上述2,266,481股“徐工机械”股票和9,738股“科华生物”股票实际于2011年1月20日已完成过户登记，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。若将非经常性损益刨除，暂不考虑税收因素，则公司上半年的净利润为2.15亿，同比增长33.5%，扣除非经常性损益的EPS为0.1元。

消极因素：

- **佣金率的持续下滑限制公司经纪业务的增长。**公司累计实现交易量3,906.83亿元，同比增长了15.42%，市场份额同比增长了6.21%；同时公司实现代理买卖证券业务净收入为2.97亿元，同比下降了17.14%，佣金率的持续下滑成了经纪业务下滑的主要原因。2010年全年佣金率为0.89%，上半年佣金率下降为0.76%，降幅为14.6%。当前，市场对经纪业务的竞争仍然激烈，佣金率继续下降的可能性仍较大，对公司经纪业务仍将造成一定的压力。

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。2011年3月5日，公司发布《关于重大重组事项进展暨股票继续停牌公告》，确定了和国都证券采取吸收合并方式进行资产重组的事项，并于4月6日停牌至今。我们认为，从公司的角度而言，此次重组事项有两大关注点：

- **一是经营区域的整合。**西南证券注册地位于重庆，业务主要面向大西南。在2010年的营业利润中，95%来自于西南地区，区域优势明显。同时，国都证券注册地在北京，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、华东地区。从经营区域整合的角度来看，公司和国都证券的重组对于构建以区域为核心，面向全国的经营布局意义重大。
- **二是业务的补充和推进。**目前公司的业务核心集中在经纪业务、投行业务以及自营业务，资管业务刚刚起步，创新业务的发展相对缓慢。国都证券是第二批获得融资融券业务试点资格的券商之一，业务开展较早，同时IB业务、资管业务等发展相对较为成熟，更为重要的是，国都证券的国际化进程在中小型券商中可谓走在前列。2009年，国都证券（香港）已于2009年获得香港交易所交易权；2010年6月28日，国都资产管理（香港）有限公司于2010年6月28日获得在香港“提供资产管理”活动的权限。国都证券在创新业务以及国际化进程上的优势，将成为重组后公司强有力的业务补充，并极大推进其国际化进程。

当前，西南证券仍处于重组事项的进程中，仍然存在着一一定的不确定性，我们将持续关注这一进程。

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。综合公司在证券承销业务和资产管理业务的快速增长以及在自营业务上的较为稳健的投资风格，给予公司2011和2012年EPS分别为0.42和0.48元，以停牌前的收盘价11.87元计算，对应的动态PE为28倍和25倍。
- 综合公司各项业务的盈利预期，我们给予公司推荐的评级，并持续关注其资产重组事项的进程。

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 1：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	232,255	265,434
(+/-)%	191.61%	-5.67%	19.94%	14.29%
营业利润（EBIT）	124,820	104,373	123,095	145,988
(+/-)%	530.1%	-16.38%	17.93%	18.6%
净利润	100,716	80,528	97,547	111,482
(+/-)%	608.96%	-20.4%	21.5%	14.29%
每股净收益（元）	0.54	0.39	0.42	0.48

资料来源：东兴证券研究所

表 2：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	营业收入同比上涨 44.37%	承销与保荐业务、受托资产管理业务收入以及利息收入的增长拉动
2	代理买卖证券收入同比下跌 17.14%	佣金率的下调
3	承销与保荐收入同比上涨 125%	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 1670 万元	资管业务的起步
5	利息税收入同比上涨 119%	资去年完成的定向增发导致资金规模的增加和拆出资金的增多
6	（投资收益+公允价值变动收益）同比上涨 381.69%	自营规模的大幅增加以及较高的收益率
7	营业成本同比上涨 9.5%	业务及管理费用上涨 50%，同时收回已冲销资产减值损失拉低了营业成本增长率
8	净利润同比上涨 107.85%	营业收入的增长以及非经常性损益的大幅增加

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，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。

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。