

承销业务全面获利 自营亏损拖累业绩

——西南证券（600369）2011 年报点评

2012 年 3 月 20 日

强烈推荐/维持

西南证券

财报点评

王明德	执业证书编号: S1480511100001	
联系人: 黄琳	电话: 010-66554013	msn: huanglin329@msn.cn

事件:

公司 3 月 19 日发布 2011 年报, 共实现营业收入 10.40 亿元, 同比下降 46.28%; 实现营业利润 2.19 亿元, 同比下降了 78.97%; 净利润为 2.63 亿元, 同比下降了 67.38%; 基本每股收益为 0.11 元。2011 年证券市场下跌以及市场成交额的大幅下降给公司经纪和自营业务造成了较大的冲击, 导致公司经营业绩不佳。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	212.18	536.81	830.79	573.93	247.36	-122.70	341.67
增长率 (%)	-50.54	45.21	1.74	60.90	16.58	-122.86	-58.87
销售净利率 (%)	28.33	36.49	41.59	51.85	40.79	28.86	25.25
净利润 (百万元)	30.62	242.30	401.79	297.58	37.46	-133.42	0.00
增长率 (%)	-85.46	41.55	-0.88	127.90	22.36	-155.07	-100.00
每股盈利 (季度, 元)	0.02	0.10	0.17	0.13	0.02	-0.06	0.03
资产负债率 (%)	65.57	41.92	51.17	46.66	43.94	42.13	44.28
净资产收益率 (%)	3.47	5.21	10.19	2.64	2.97	1.81	2.50
总资产收益率 (%)	1.14	2.40	4.27	1.35	1.55	0.96	1.30

评论:

积极因素:

- 承销业务多面开展, “大投行” 体系更趋成熟。** 公司 2011 年实现证券承销业务净收入 5.15 亿元, 同比上升了 45.69%, 连续三年实现快速增长。2011 年, 公司投行共完成 6 家 IPO 项目、5 家再融资项目、9 家债券融资项目以及由 7 家资产重组项目过会, 投行业务多方面开展。从公司历年投行业务开展情况看, 公司投行业务实现了较快发展, 在再融资以及债券融资领域具备了相对竞争优势, 同时 IPO 项目从 2010 年开始有了明显增长。当前, 公司股权承销、债券承销、并购等业务全面开展, 相互协同的“大投行”体系更趋成熟。截至 2012 年 3 月 15 日, 公司共有 8 个 IPO 项目在发行审核中。

表 2：2008-2011 年公司投行业务项目情况

	主承销数量	首发数量	增发数量	债券承销数量
2008	5	1	0	4
2009	18	0	8	10
2010	17	7	3	7
2011	20	6	6	9

资料来源：Wind 资讯 公司年报 东兴证券研究所

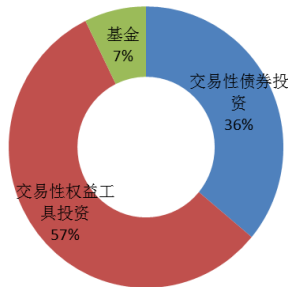
- **资管业务获得突破，有望继续快增长。**2011年，公司共实现受托资产管理业务净收入为3975万元，是2010年的13倍，公司在资产管理业务上实现了零的突破，公司2010发行的首支集合理财产品“珠峰1号”在2011年为公司带来了丰厚收入。截至2011年底，“珠峰1号”存续份额约为14.46亿份，资产净值为0.8219亿元，全年累计收益率在可比的125只产品中排名为第50位。目前，公司已申报了“珠峰2号”产品，资产管理业务有望继续快增长。
- **利息收入大幅提升，创新业务获得突破。**2011年，公司实现利息净收入为2.7亿元，同比上升了63.92%，其中首先融资融券业务利息收入为1530亿元。从收入结构上上看，存放同业利息收入以及买入返售金融资产的利息收入是收入提升的主要推动力；2011年紧缩的货币政策导致的资金收益率的提高是利息收入提升的主要原因。

另一方面，公司的创新业务在2011年获得突破。公司的直投子公司西证股权投资有限公司已完成1个投资项目，并与多个项目达成了投资项目；公司是第三批获得融资融券试点业务资格的券商之一，截至2011年底，公司的融资融券余额为2.52亿元，市场份额为0.67%；同时公司积极布局新三板业务，2010年公司“代办系统主办券商业务”新增签约企业13家，完成改制3家，并为3家企业提供财务顾问业务。

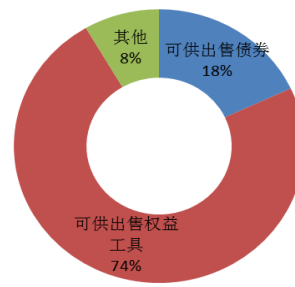
- **非经常性损益带来大量资金流入。**2006年的融资纠纷的延迟执行，使公司获得大量资金流入，表现为资产净值损失的1.06亿元的现金流入以及营业外收入1177万元，共计1.18亿元。

消极因素：

- **市场成交额及佣金率下降拉低代理买卖证券业务收入。**2011年，公司实现代理买卖证券业务收入5.08亿元，同比下降了35.39%。2011年市场成交额大幅下降，公司的市场份额虽小幅上升了0.04个百分点，整体成交额仍下降了20.51%；同时激烈的市场竞争使得公司的佣金率下降了约18%；两者共同拉低公司经纪业务收入。
- **自营较大亏损拖累整体业绩。**2011年公司自营业务收益（投资收益+公允价值变动收益）为-3.06亿元，相比去年的5.4亿元，大幅拖累业绩；公司自营业务收益率为-4.52%。自营资产在总资产中的高比重以及权益型资产在自营资产中的高比重是公司自营业务受到二级市场波动影响较大的主要原因。截至2011年底，公司自营资产（交易性金融资产+可供出售金融资产）总额为59.41亿元，占总资产的比重为33.44%；权益型金融资产占自营资产的比重高达65.5%。2011年沪深300指数大幅下跌25.66%，极大地冲击了公司的自营业务收入。

图 1: 2011 年公司交易性金融资产构成


资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

图 2: 2011 年公司可供出售金融资产构成


资料来源: 公司年报 东兴证券研究所

业务展望:

- **超常规发展带来较大发展空间。**从2009年的借壳上市、2010年的增发到2011年的资产重组、控股银华基金, 公司的发展思路明确, 致力于打造全方位的金融服务平台。2011年12月26日, 公司股东大会通过了《西南证券吸收合并国都证券报告书》, 在获得监管机构的审批之后, 公司即可开展业务整合。

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, 2011年的市场份额合计, 市场排名23位。证券公司实行以净资本为核的监管, 雄厚的资本实力是扩大业务规模和获取开展业务资格的重要前提, 因此重组极大地提升了公司%的综合实力。同时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。公司总部位于重庆, 业务主要面向大西南。在2011年的营业利润中, 70%的营业收入来自公司总部和重庆地区, 区域特性较为明显。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效补充, 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:

- 我们预计公司2012年和2013年营业收入分别为19.85亿元和25.53亿元, EPS分别为0.32元和0.47元, 对应的PE分别为31倍和21倍。我们认为公司承销和资产管理业务有望继续实现快速增长, 同时认为重组将给公司带来较大的发展空间, 我们看好公司未来的发展, 同时将继续关注公司重组及业务整合事项的进展, 仍维持公司“强烈推荐”的投资评级。

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继续下跌。如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌, 公司的自营业务收入有进一步下降

的可能。

- 公司重组事项仍需获得监管部门的审批，同时后续的业务整合进度也将影响公司业绩的释放，若监管部门审批或业务整合的进度延缓，则公司业绩有可能不达预期。

表 3：西南证券未来两年盈利预测

万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	205,285	193,647	104,025	198,566	255,361
(+/-)%	191.61%	-5.67%	-46.28%	90.88%	28.60%
营业利润 (EBIT)	124,820	104,373	21,946	95,021	141,446
(+/-)%	530.10%	-16.38%	-78.97%	332.98%	48.86%
净利润	100,716	80,528	26,268	74,013	109,761
(+/-)%	608.96%	-20.40%	-67.38%	181.76%	48.30%
每股净收益 (元)	0.54	0.39	0.11	0.32	0.47

资料来源：东兴证券研究所

表 4：西南证券 2011 年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 46.28%	承销与资管业务实现增长，自营业绩亏损拖累公司整体业绩
2	代理买卖证券收入同比下跌 35.39%	市场成交额的下降以及佣金率的下调
3	承销与保荐收入同比上涨 45.69%	公司在股权、再融资以及债券承销上多面发展
4	受托资产管理业务收入首次实现收入 3975 万元	公司首支集合理财产品“珠峰 1 号”带来管理费收入
5	利息净收入同比上涨 63.92%	去年完成的定向增发和 2011 年银行存款利率的走高
6	(投资收益+公允价值变动收益)亏损 3.06 亿元	自营资产占比较高以及权益性资产占比高，受市场下跌影响大
7	营业成本同比下降 8.06%	业务及管理费增加，资产减值损失有大量资金流入
8	净利润同比下跌 67.38%	自营业绩的亏损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

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

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。