

自营浮亏兑现 投行全年仍将下滑

——西南证券（600369）2012 中报点评

2012 年 8 月 21 日

推荐/调低

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 8 月 20 日晚发布 2012 中报, 共实现营业收入 7.05 亿元, 同比下降 14.11%; 实现营业利润 3.54 亿元, 同比下降了 14.62%; 净利润为 2.82 亿元, 同比下降了 15.72%; 基本每股收益为 0.12 元。经纪和承销业务的大幅下滑是公司业绩下滑的主要原因。

表 1: 公司分季度财务指标

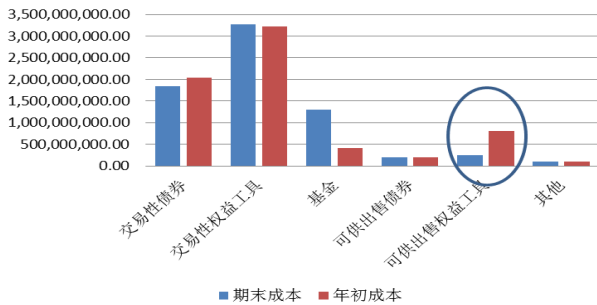
指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入 (百万元)	830.79	573.93	247.36	-122.70	341.67	353.09	352.34
增长率 (%)	1.74	60.90	16.58	-122.86	-58.87	-38.48	42.44
销售净利率 (%)	41.59	51.85	40.79	28.86	25.25	45.45	40.03
净利润 (百万元)	401.79	297.58	37.46	-133.42	61.06	160.46	121.92
增长率 (%)	-0.88	127.90	22.36	-155.07	-84.80	-46.08	225.47
每股盈利 (季度, 元)	0.17	0.13	0.02	-0.06	0.03	0.07	0.05
资产负债率 (%)	51.17	46.66	43.94	42.13	44.28	42.84	37.69
净资产收益率 (%)	10.19	2.64	2.97	1.81	2.50	1.61	2.79
总资产收益率 (%)	4.27	1.35	1.55	0.96	1.30	0.91	1.64

评论:**积极因素:**

- **自营浮亏兑现, 下半年业绩趋向扎实, 但整体风格仍较为激进。**上半年公司实现自营业务收入为 2.8 亿元, 是公司上半年第一大业务收入来源, 同比上升 167.51%, 其中投资收益为亏损 7538 万元, 公允价值变动收益为 3.56 亿元。

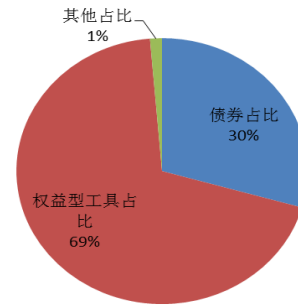
从自营资产变动上看, 公司大幅减少了浮亏明显的可供出售的权益工具, 由年初的 8.09 亿元大幅削减到 2.41 亿元。从自营业绩及资产构成变化上看, 上半年公司将部分浮亏兑现, 下半年自营业绩将趋向扎实。但另一方面, 公司目前的自营资产中权益型资产的占比仍然达到 70% 左右, 因此受到二级市场波动的影响仍然较大, 整体风格仍较为激进。

图 1：公司自营资产变化（截至 6 月 30 日）



资料来源：公司中报 东兴证券研究所

图 2：公司自营资产结构（截至 6 月 30 日）



资料来源：公司中报 东兴证券研究所

- **融资融券业务市场份额上升明显，收益贡献显著。**公司是第三批融资融券试点券商，业务的市场份额在 2012 年大幅提升，从 2011 年的平均 0.54% 大幅上升至前七月的平均 0.89% 的水平。截至 6 月底，公司融资融券余额为 4.71 亿元，公司上半年共实现业务收入 3185.17 万元，较 2011 年全年增长 29.64%，占营业收入的比重达到 5%，收益贡献明显。

消极因素：

- **市场成交量低迷带动公司经纪业务收入下滑。**公司下半年经纪业务收入为 1.95 亿元，同比下降了 34.49%，与市场股票成交额下降 29.12% 的整体趋势一致，市场成交量的低迷是公司经纪业务收入下滑的主要原因。
- **投行业务受制于 IPO 审核放缓，全年业务收入下滑是大概率事件。**公司上半年共实现证券承销业务净收入为 8730 万元，较上年同期大幅下降 62.76%，收入的主要来源为 2 单定增项目，上半年公司没有 IPO 项目。从当前证监会公布的拟发行企业上市的情况来看，公司有 3 单 IPO 项目已通过发审会，1 单 IPO 项目已预披露，若下半年 IPO 审核继续放缓，则公司可能投行业务中只有上述 4 个项目上市的可能性比较大，相比较于去年全年的 6 单 IPO 项目，再考虑到今年以来首发市盈率的下降，因此公司承销业务收入下滑是大概率事件。

业务展望：

- **公司重组事件终止，新领导入主，未来战略仍值得关注。**公司 8 月 7 日发布公告，公司董事会已经通过了《关于终止吸收合并国都证券有限责任公司之重大资产重组的议案》，我们判断认为，估值水平下降以及创新大会指出证券行业发展的新方向以及包括营业部设立等在内的政策松绑，促使公司重新衡量发展战略及重组事件的未来预期。同时，4 月 28 日，公司正式公布了任命余维佳为公司总裁，并在原董事长辞职后正式代理董事长的职务，新领导的入主有望给公司带来战略上的转变，因此我们仍积极关注公司未来的发展。

盈利预测与投资建议：

- 从中报上看，经纪业务和承销业务的下滑是公司业绩下降的主要原因，这两项业务全年仍将维持下行趋势；另一方面公司自营浮亏的兑现进一步夯实了下半年的业绩，但整体风格仍较为激进，融资融券业务对公司的收益贡献明显。我们预计公司 2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.29 元，对应的 PE 为 40 倍和 29 倍，考虑到公司重组的终止、公司新领导入主可能带来的战略变换的不确定性以及公司当前的估

值水平，我们暂时下调公司的评级至“推荐”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。
- 公司自营资产中权益型工具占比较大，整体风格较为激进，若市场指数大幅下跌，则公司自营业务收入有可能出现亏损。

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	146,177	178,283
(+/-)%	191.61%	-5.67%	-46.28%	40.52%	21.96%
营业利润（EBIT）	124,820	104,373	21,946	62,289	86,643
(+/-)%	530.10%	-16.38%	-78.97%	183.83%	39.10%
净利润	100,716	80,528	26,268	48,810	67,562
(+/-)%	608.96%	-20.40%	-67.38%	85.81%	38.42%
每股净收益（元）	0.54	0.39	0.11	0.21	0.29

资料来源：东兴证券研究所

表 4：西南证券 2012 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 14.11%	经纪业务和承销业务的大幅下滑，自营增长提升业绩
2	代理买卖证券收入同比下跌 34.49%	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下降 62.76%	审核速度的放缓导致公司上半年没有 IPO 项目
4	受托资产管理业务下降 4.38%	集合理财规模的下降
5	利息净收入同比下降 26.68%	客户保证金利息支出的大幅增加
6	（投资收益+公允价值变动收益）收入同比上升 167.51%	浮亏的兑现以及公允价值变动收益的增加
7	营业成本同比下降 13.58%	营业税金及附加、业务及管理费的减少
8	净利润同比下跌 15.72%	经纪业务和承销业务的大幅下滑

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。