

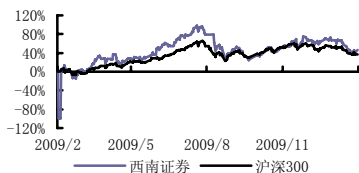
金融服务业 - 证券行业

Financial Service - Securities

2010 年 2 月 9 日

市场数据	2010 年 2 月 9 日
当前价格 (元)	16.60
52 周价格区间 (元)	9.43-22.08
总市值 (百万)	31603.99
流通市值 (百万)	4064.63
总股本 (百万股)	1903.85
流通股 (百万股)	244.86
日均成交额 (百万)	310.55
近一月换手 (%)	67.20%
Beta (2 年)	
第一大股东	重庆渝富资产管理经营管理有限公司
公司网址	http://www.swsc.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
西南证券	-11.09%	-2.70%	48.88%
沪深 300	-9.46%	-9.53%	40.84%

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

传统业务促进业绩爆发性增长

—西南证券 (600369.SH) 2009 年报点评

评级: 中性

预测指标	2009A	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	20.53	18.21	20.09
净利润 (亿元)	10.07	8.99	9.93
每股收益 (元)	0.54	0.47	0.52
净利润增长率%	608.96%	-10.77%	10.56%
每股净资产 (元)	2.51	3.63	4.51
市盈率	30.74	35.17	31.81
市净率	6.61	4.57	3.68

资料来源: 世纪证券研究所

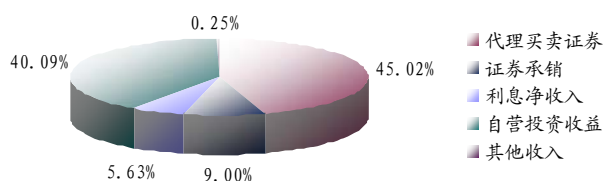
- 从收入结构上看, 经纪业务和自营业务收入之和占比高达 85.11%, 尤其是自营投资收益占比超过 40%, 表明公司业绩复苏主要得益于 2009 年资本市场的大幅反弹, 公司仍未摆脱“靠天吃饭”的局面, 这也是导致近年来营业收入和净利润剧烈波动的主要原因。
- 公司经纪业务收入增幅明显, 主要得益于股市复苏及其市场地位的提升, 但同样面临竞争激烈带来佣金率下滑的问题。公司在重庆地区的优势地位有所增强, 但估计受价格战影响不浅。
- 公司 2009 年在 IPO 上未能取得突破, 但公司在增发和债券发行方面的表现亮点频频。2009 年共完成增发 8 家, 债券发行 16 家, 承销金额达到 176.16 亿元, 累计实现营业收入 2.30 亿元、同比增长 307.94%, 营业利润 0.69 亿元、同比增加 1.47 亿元。公司年报还宣称, 2010 年有多个项目处于实施或者审核阶段。
- 公司自营投资并不十分激进。尽管公司交易性金融资产规模从年初的 3.16 亿元迅速扩大到 17.38 亿元, 但其中有 12.99 亿元为基金, 货币型基金又占了相当比重, 股票投资规模方面, 剔除中签新股后, 年底仅为 0.84 亿元。可供出售金融资产方面, 公司持有的京东方 A 定向增发股份, 浮盈高达 7.06 亿元, 能为 2010 年自营投资收益提供了“蓄水池”的作用。
- 我们预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.47 和 0.52 元, 每股净资产为 3.63 元和 4.51 元, 以 2010 年 2 月 9 日收盘价为基准, 折合 PE 为 35.17 和 31.81 倍, PB 为 4.57 倍和 3.68 倍。在创新业务逐渐成为 A 股券商投资主线的 2010 年, 公司目前的发展仍主要依靠经纪和自营业务, 因此在完成再融资补充净资本之前, 公司尚难以在创新业务方面有所作为, 在目前传统业务难以支持估值大幅向上的情况下, 给予西南证券“中性”投资评级, 但期待净资本的补充后公司面临的发展机遇。

业绩显著复苏，靠天吃饭程度依然较高

公司2009年表现堪称亮丽，全年总共实现营业收入20.53亿元，同比增长191.61%，实现归属上市公司股东的净利润10.07亿元，大幅增长608.96%，折合每股净利润0.54元。

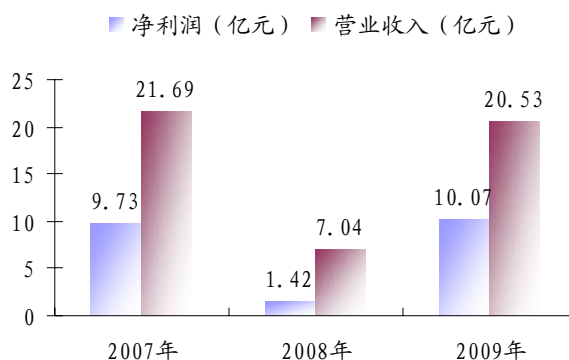
从收入结构上看，经纪业务和自营业务收入之和占比高达85.11%，尤其是自营投资收益占比超过40%，表明公司业绩复苏主要得益于2009年资本市场的大幅反弹，公司仍未摆脱“靠天吃饭”的局面，这也是导致近年来营业收入和净利润剧烈波动的主要原因。

Figure 1 2009年公司营业收入结构



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 公司近3年来收入业绩波动剧烈



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

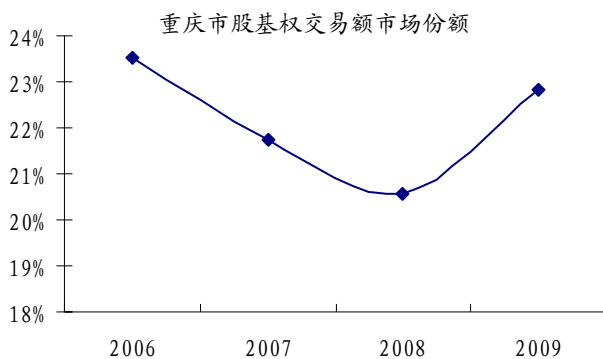
经纪业务进步显著

公司在2009年对经纪业务实施了事业部制改革，加强了营销力度，取得了一定的成效，2009年，公司经纪业务在市场平均佣金水平同比明显下降的背景下，实现手续费及佣金净收入8.95亿元，较2008年增长了78.84%。2009年全年累计实现股票基金权证成交金额7476.15亿元，较2008年增长114.21%，其增幅超过市场同期76.09%的增长比例；股基权交易量市场份额从2008年的0.52%上升到0.63%，市场排名也较2008年的52位提升了1位，部均交易额排名52位，同样与其市场中游的定位相当。

2009年经纪业务领域价格战异常激烈，公司同样面临竞争激烈带来佣金率下滑的问题。2009年公司平均佣金率从年初的0.128%下滑为0.117%，已经滑落到行业平均水平线以下。主要原因是公司是一家典型的地区性券商，在重点业务地域的重庆市集中了其29家营业部中的14家，长期保持该地区市场占有率第一的位置，2009年占据了22.82%的

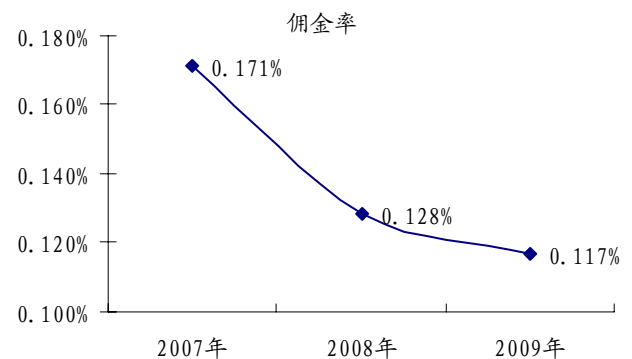
股基交易份额，一举扭转了2006-2008年地区市场占有率一路下滑的趋势。但该份额仍不足以实现垄断性优势，相反，由于该地区集中了包括数家全国性大型券商在内的71家营业部，公司与那些经纪业务老牌优势券商相比，无论是服务、品牌还是资本实力都无明显优势，因此在抢占市场份额时，难免陷入价格战泥潭。

Figure 3 2009年公司在重庆市的市场份额有所回升



资料来源：伟海证券网

Figure 4 公司佣金率连年下滑



资料来源：伟海证券网、公司报告、世纪证券研究所

投行业务以再融资和债券发行为主

公司2009年在IPO上未能取得突破，全年没有一家首发项目，但公司在增发和债券发行方面的表现亮点频频。2009年共完成增发8家，债券发行16家，承销金额达到176.16亿元，累计实现营业收入2.30亿元、同比增长307.94%，营业利润0.69亿元、同比增加1.47亿元。公司年报还宣称，2010年有多个IPO、再融资、债券融资、财务顾问项目处于实施或者审核阶段。

Figure 5 西南证券2009年承销保荐业务统计

机构名称	西南证券股份有限公司
承销家数	
总计	24
首发	0
增发	8
配股	0
可转债	0
债券发行	16
募资金额/发行规模(万元)	
总计	1,761,619.05
首发	0

增发	644,839.57
配股	0
可转债	0
债券发行	1,116,779.49

资料来源: Wind 资讯

Figure 6 西南证券 2009 年承销保荐业务明细

名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模(万元)	发行费用(万元)	联席保荐
青岛软控	增发	2009-4-28	60,795.0000	1,920.7000	False
中兵光电	增发	2009-7-31	82,883.0665	2,667.0665	False
宏图高科	增发	2009-1-14	89,250.0000	1,756.5000	False
西部材料	增发	2009-5-13	50,475.0000	1,980.8000	False
云南城投	增发	2009-4-10	199,996.5000	2,510.0000	False
银鸽投资	增发	2009-5-27	65,249.9997	1,425.0000	False
09 华能水电债	债券发行	2009-6-29	32,933.3333		True
09 晋交投债	债券发行	2009-8-5	66,666.6667		True
09 滇投债	债券发行	2009-4-27	80,000.0000		False
09 国网债 01	债券发行	2009-9-9	115,384.6154		True
09 国网债 02	债券发行	2009-9-9	38,461.5385		True
09 合肥鑫城债	债券发行	2009-9-7	20,000.0000		True
09 福田债	债券发行	2009-9-23	100,000.0000	1,800.0000	False
09 渝高速债	债券发行	2009-11-12	93,333.3333		True
09 衡城投债	债券发行	2009-11-16	30,000.0000		True
09 铁道 03	债券发行	2009-10-21	125,000.0000		True
09 铁道 04	债券发行	2009-10-21	41,666.6667		True
09 铁道 07	债券发行	2009-11-17	125,000.0000		True
09 铁道 08	债券发行	2009-11-17	41,666.6667		True
高鸿股份	增发	2009-12-10	48,910.0000	2,560.2000	False
09 九城投债	债券发行	2009-12-18	40,000.0000		True
综艺股份	增发	2009-12-17	47,280.0000	2,099.0000	False
09 国网债 03	债券发行	2009-12-24	135,833.3333		True
09 国网债 04	债券发行	2009-12-24	30,833.3333		True

资料来源: Wind 资讯

自营收入同比大增

2009 年,得益于 A 股市场复苏,公司实现自营业务收入 7.14 亿元,同比暴增 2756%,但从其自营结构看,公司自营投资并不十分激进。尽管公司交易性金融资产规模从年初的 3.16 亿元迅速扩大到 17.38 亿元,但其中有 12.99 亿元为基金,货币型基金又占了相当比重,股票投资规模方面,剔除中签新股后,年底仅为 0.84 亿元。可供出售金融资产方面,公司持有的 291,666,666.00 股京东方 A 定向增发股份,限售期

截至2010年2月9日，增发价为2.4元/股，目前4.82元，浮盈高达7.06亿元，未来逐步释放，能为2010年自营投资收益提供了“蓄水池”的作用。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2010-2011年EPS为0.47和0.52元，每股净资产为3.63元和4.51元，以2010年2月9日收盘价为基准，折合PE为35.17和31.81倍，PB为4.57倍和3.68倍。在创新业务逐渐成为A股券商投资主线的2010年，公司目前的发展仍主要依靠经纪和自营业务，因此在完成再融资补充净资本之前，公司尚难以在创新业务方面有较大作为，在目前传统业务难以支持估值大幅向上的情况下，给予西南证券“中性”投资评级，但期待净资本的补充后公司面临的发展机遇。

Figure 7 西南证券盈利预测表

	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	20.53	18.21	20.09
手续费及佣金净收入	11.39	11.30	12.36
代理买卖证券业务净收入	8.95	9.16	9.79
证券承销业务净收入	1.79	2.15	2.58
受托客户资产管理业务净收入			
利息净收入	1.12	1.34	1.61
自营收益	7.97	5.50	6.05
其他业务收入	0.05	0.06	0.07
二、营业支出	8.05	7.15	7.89
营业税金及附加	1.02	0.90	1.00
管理费用	6.97	6.18	6.82
资产减值损失	0.02	0.01	0.01
其他业务成本	0.03	0.05	0.06
三、营业利润	12.48	11.06	12.20
加：营业外收入	0.39	0.47	0.56
减：营业外支出	0.15	0.18	0.22
四、利润总额	12.72	11.35	12.55
减：所得税	2.65	2.36	2.61
五、净利润	10.07	8.99	9.93
六、每股收益：	0.54	0.47	0.52

资料来源：世纪证券研究所

风险提示

- 1、市场成交量大幅萎缩，佣金率下滑超预期。
- 2、京东方股价大幅下跌，浮盈缩水。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.