

金融、保险业/证券

估值相对较高 存在解禁压力

投资评级

 当前股价 16.22 元
 投资评级 **持有**
基础数据

 上证指数 3049
 总股本(百万) 1904
 流通 A 股(百万股) 245
 流通 B 股(百万股) 0
 流通 A 股市值(百万) 3974
 总市值(百万) 30883
 每股净资产(元) 2.51

近一年股价表现

 研究员: 郭懿
 电话: 010-84802074
 Email: yguo@scstocks.com
 报告日期: 2010.3.11

江南金融研究所:

 联系人: 邝野、毛艳琼
 联系电话: 0755-83778731
 地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室

相关报告:

1. 证券行业 3 月报 2010.2.25
2. 创新业务推出利好大券商 2010.1.10

事件:

西南证券 1.34 亿限售股将于 3 月 11 日起上市流通, 这部分股份为定向增发机构配售股份。目前, 西南证券总股本为 19.04 亿, 流通股本 2.45 亿, 11 日解禁的 1.34 亿股占总股本 7.04%, 占目前已流通股本的 54.69%。

投资要点:

- 2010 年 2 月日均股票交易额 1621 亿元, 环比下滑 32.4%。1-2 月累计日均股票交易额 2063 亿元。由于经纪业务收入仍是券商收入的主要来源, 因此市场成交的下滑对券商股股价产生较大压力。
- 按照 2010 年日均交易额 2100 亿元, 公司及时兑现京东方 A 浮盈的情况下, 保守的估算 2010 年公司将实现净利润 11.46 亿元, 对应的每股收益为 0.60 元。目前公司股价对应的 2009 年的静态和 2010 年的动态 PE 分别为 31 倍和 27 倍, 估值在券商板块处于较高水平。考虑到未来增发融资将增强公司的资本实力和加快新业务的开展, 我们维持“持有”的投资评级。但是从本次解禁股数量占流通股本的比例看, 对二级市场股价有一定的压力。
- 财务数据及估值数据

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,052.86	2,353.20	2,788.60	3,146.98
增长率(%)	192%	15%	19%	13%
每股收益(元)	0.53	0.60	0.76	0.89
增长率(%)	140%	14%	26%	18%
净利润(百万元)	1007.16	1145.73	1438.46	1691.46
增长率(%)	609%	14%	26%	18%
市盈率(倍)	31	27	21	18

一、自营收入大增和费用率大降使得业绩好于预期

西南证券 2009 年实现营业收入 20.5 亿元，同比增长 192%，净利润 10.1 亿元，同比增长 609%，每股收益 0.53 元。公司 4 季度实现营业收入 8.2 亿元，环比增加 121%，实现净利润 4.1 亿元，环比增加 137%。公司期末每股净资产 2.46 元，较 2008 年增长 40%，ROE21.5%。

公司于 4 季度出售所持苏宁环球全部股权，兑现浮盈 4.3 亿元，使得自营收益大幅超预期。公司 2009 年的业务及管理费支出为 6.97 亿元，同比增长 47%，当年的成本费用率为 34%，较 2008 年同期的 67%大幅下降。自营业绩的大幅增长和费用率大幅下滑的共同作用推动了公司 4 季度业绩环比大幅提升以及全年业绩高速增长。

图表 1: 各项业务收入变动 (单位: 百万元)

	2008 年	2009 年	同比变动
经纪业务收入	500.19	894.55	78.84%
投行业务收入	41.21	178.67	333.56%
自营业务收入	25.02	797.05	3085.65%
业务及管理费率	67%	34%	-33%
净利润	142.06	1007.16	608.97%

数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

二、主营业务

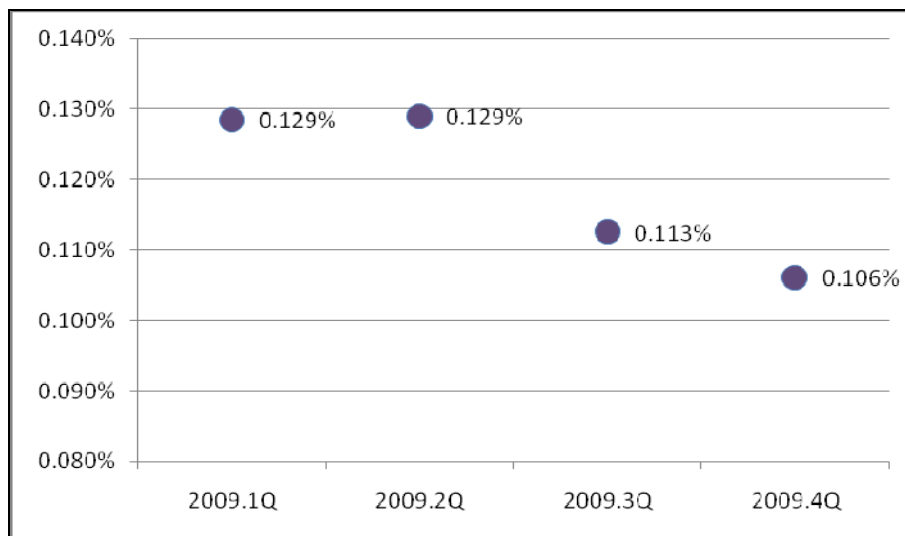
2.1 营业网点优化 市场份额上升

为适应证券市场的变化和行业发展，提升公司经纪业务的市场竞争力，公司在 2009 年对经纪业务进行了事业部制改革，从组织架构上明确了总部在运营管理、市场营销、客户服务三个方面的管理、引导和支撑职能，改变了以往营业部单兵作战的局面。目前拥有 29 家营业部、4 家服务部以及 4 家在建营业部。2009 年公司年完成 2 家营业部新设、4 家营业部迁址以及 2 家服务部升级工作。2010 年截至 2 月底，已经完成了 3 家营业部的迁

址工作，说明公司的网点优化工作仍将延续。数据显示，2009年公司经纪业务市场份额为0.61%，较2008年的0.54%，上升0.07个百分点。

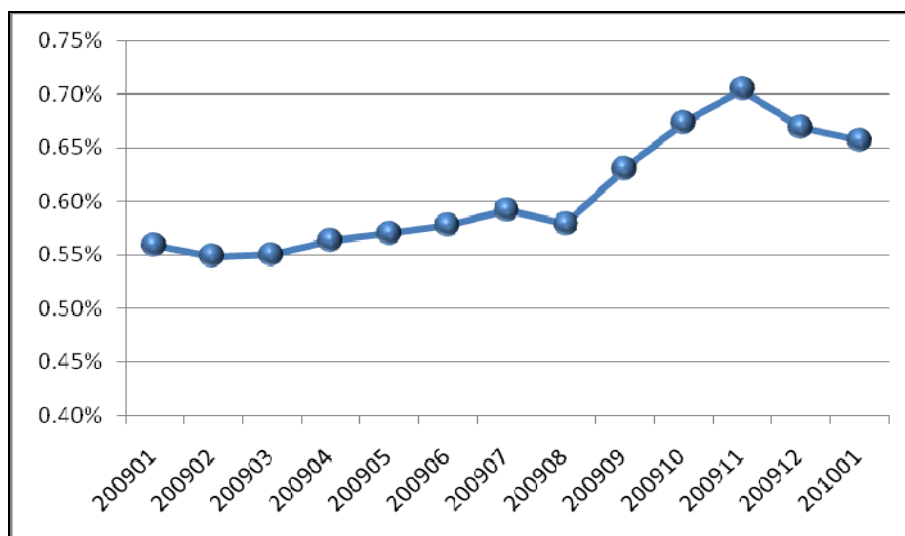
公司经纪业务在市场平均佣金水平同比明显下降的背景下，实现手续费及佣金净收入8.95亿元，较2008年增长了79%；全年累计实现股票基金成交金额6787.28亿元，较2008年增长139.63%。2009年净佣金费率为0.117%，由于交易额的增幅高于佣金收入增幅，因此净佣金费率比2008年有所下滑。

图表 2：单季净佣金费率下滑



数据来源：江南金融研究所 WIND 资讯

图表 3：单月市场份额变动



数据来源：江南金融研究所 WIND 资讯

2.2 自营规模增长 尚有较大浮盈

公司 2009 年实现自营业务收入 7.97 亿元，由于 2008 年较低的同比基数，使得公司的自营业绩大幅增长。4 季度公司交易性金融资产规模增加明显，从 3 季度末的 7.64 亿元增加到 17.38 亿元，其中股票配置规模为 2.26 亿元，债券配置规模为 2.13 亿元，基金配置规模为 12.99 亿元。公司持有的可供出售金融资产京东方定向增发限售股份在 2009 年底尚有 4.62 亿元的浮盈，约合 EPS0.24 元。

2.3 投行和资管业务稳步快速发展

西南证券虽然在 2009 年无 IPO 项目，但是承担了 8 项定向增发业务，承销金额 66.6 亿元，行业排名第 13 位；债券承销方面，承销 8 家企业债、4 期国网债和 4 期铁道债，承销金额 111.7 亿元，其中 2 家企业债独立承销，其他均为联席承销，总计实现投行业务净收入 1.79 亿元，同比实现增长 334%。

2010 年截至 3 月 2 日，已经完成 2 项 IPO 项目，承销金额 9.3 亿元；2 期国网债项目，承销金额 23 亿元。目前已过会尚未发行的还有 1 项创业板的 IPO 项目。

集合理财业务正在筹备，未来业务的启动将有助于增加公司的盈利来源。公司目前正在筹备珠峰 1 号集合资产管理计划，未来有助于增加公司的盈利来源。

直接投资业务试点资格已获证监会批准。公司出资 2 亿元人民币，设立全资控股子公司西证股权投资有限公司，开展直接投资业务。

三、估值及投资建议

2009 年 11 月 17 日，公司发布公告表示公司股东大会已经通过了以不低于 14.33 亿元的价格，定向增发不超过 5 亿股，募集资金不超过 60 亿元的再融资方案。如果增发成功，将大幅提升公司资本实力，为公司提升业务规模，获得新业务牌照奠定基础。

2010 年 2 月日均股票交易额 1621 亿元，环比下滑 32.4%。1-2 月累计日均股票交易额 2063 亿元。由于经纪业务收入仍是券商收入的主要来源，因此市场成交的下滑对券商股股价产生较大压力。

按照 2010 年日均交易额 2100 亿元，公司及时兑现京东方浮盈的情况下，保守的估

算 2010 年公司将实现净利润 11.46 亿元，对应的每股收益为 0.60 元。目前公司股价对应的 2009 年的静态和 2010 年的动态 PE 分别为 31 倍和 27 倍，估值在券商板块处于较高水平。考虑到未来增发融资将增强公司的资本实力和加快新业务的开展，我们维持公司“持有”的投资评级。但是从本次解禁股数量占流通股本的比例看，对二级市场股价有一定的压力。

图表 4：利润表（单位：百万元）

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	2,052.86	2353.20	2788.60	3146.98
手续费及佣金净收入	1,139.49	1397.83	1760.42	2039.76
其中：代理买卖证券业务净收入	894.55	849.82	934.80	981.54
证券承销业务净收入	178.67	536.01	804.02	1045.22
受托客户资产管理业务净收入	0.00	12.00	21.60	13.00
利息净收入	111.56	117.14	122.99	129.14
投资净收益	797.05	836.90	903.85	976.16
二、营业支出	804.66	884.32	944.42	978.44
营业税金及附加	102.04	117.66	139.43	157.35
业务及管理费	696.96	766.66	804.99	821.09
三、营业利润	1,248.20	1468.89	1844.18	2168.54
四、利润总额	1,272.33	1468.89	1844.18	2168.54
减：所得税	265.16	323.15	405.72	477.08
五、净利润	1,007.16	1145.73	1438.46	1691.46

图表 5: 资产负债表 (单位: 百万元)

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
总资产	14,970.34	16167.97	17461.40	18858.32
客户存款	9,641.15	10412.44	11245.44	12145.07
自有存款	1,585.6	1633.14	1682.13	1732.60
交易性金融资产	1,738.41	1825.33	1916.60	2012.43
可供出售金融资产	1164.99	1106.74	1051.40	998.83
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	236.69	236.69	236.69	236.69
固定资产	285.36	271.09	257.54	244.66
无形资产	11.11	10.55	10.03	9.53
其他资产	307.06	671.98	1,061.58	1,478.51
总负债	10,292.65	11116.06	12005.35	12965.77
代买卖证券款	9,641.15	10412.44	11245.44	12145.07
其他负债	651.50	703.62	759.91	820.70
所有者权益	4,677.69	5051.91	5456.06	5892.54
总股本	1,903.85	1903.85	1903.85	1903.85
少数股东权益	0	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益	4,677.69	5051.91	5456.06	5892.54

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003