

证券III

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 陈剑涛

执业证书编号: S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 13.96元

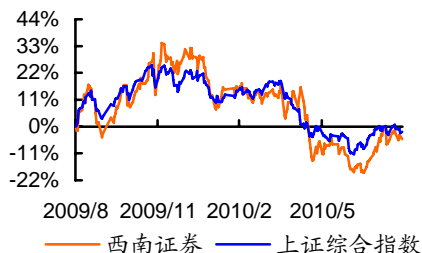
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2610.74
总股本(百万)	1904
流通股本(百万)	379
流通市值(亿)	52
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	2.46
资产负债率	68.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西南证券	6.01	1.25	-17.60
上证综合指数	1.37	-1.70	-14.46



相关报告

- 《西南证券-利润同比大幅下滑 40.68%》2010-4-29
- 《西南证券-公司业绩增长略高于我们之前预期!》2010-2-8
- 《西南证券-若增发成功,将迎来公司成长拐点!》2010-2-8

西南证券

600369

中性

自营业务亏损以及管理费用同比大幅上升
是公司业绩低于预期的主因

2010年8月31日,西南证券发布2010年半年报。根据披露,公司2010年上半年实现归属于母公司净利润1.61亿元,同比下滑62.57%,每股收益0.08元,同比下滑65.22%,公司业绩表现显著低于预期(我们之前预计公司上半年EPS 0.22元)。

投资要点:

- **自营业务亏损以及管理费用同比大幅上升是公司业绩低于预期的主因。**截至2010年6月底止,公司实现经纪业务收入3.59亿元,同比下滑5.35%,实现承销业务收入1.04亿元,同比上升2.48%,自营业务收入相对于去年同期的正收益,录得0.24亿元的亏损;此外,公司管理费用支出3.38亿元,同比上升17.96%,公司管理费用率从2009年同期的33.1%,大幅飙升至2010年6月底止的59.48%。整体看,公司自营业务亏损以及管理费用同比大幅上升是公司业绩低于预期的主因。
- **经纪业务市场份额持续攀升,佣金率逐季下滑。**公司2007-2010年1季度经纪业务市场份额呈现显著的稳中有升态势,2007-2010年1季度公司经纪业务市场份额分别为0.58%、0.54%、0.61%和0.68%,2010年2季度公司经纪业务市场份额录得数据0.69%,公司经纪业务市场份额持续攀升;2009年3季度-2010年2季度,公司股基权综合佣金率分别为0.1159%、0.1095%、0.1029%和0.1007%,公司佣金率呈逐季下滑态势。
- **股票承销市场份额出现大幅下滑,债券承销市场份额有所上升。**截至2010年6月底止,公司股票承销额和债券承销额分别为30.33亿和40.52亿元,市场份额分别为0.81%和1.51%,与2009年的1.73%和1.26%相比,公司股票承销的市场份额下滑趋势明显,债券承销的市场份额则有所上升。2010年上半年公司承销总额70.85亿元,行业排名第24位,与2009年第16位排名相比,退步明显。
- **自营业务风格激进,以权益类资产为主,自营亏损局面可望在三季度得到一定程度的缓解。**截至2010年6月底止,公司各类自营资产23.09亿,比1季末的27.75亿,下降4.66亿,降幅16.79%。公司自营资产以权益类资产为主,权益类资产/自营资产占比为76.9%,债券类资产/自营资产占比仅为23.10%,公司自营风格相对激进,鉴于资本市场已于7月份开始反弹,预计公司自营业务亏损局面可望在三季度得到一定程度的缓解。
- **盈利预测:**在股票日均交易额分别为2050、2150、2250亿元的假设下,我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.23、0.25和0.26元,对应10年动态PE 60.69倍(2010年8月30日公司股票收盘价13.96元)。

主要财务指标

	2009	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	2,052.86	1,370.29	1,490.15	1,572.18
增长率(%)		-33.25%	8.75%	5.50%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1,007.16	434.13	472.12	498.17
增长率(%)		-56.90%	8.75%	5.52%
EPS	0.54	0.23	0.25	0.26
增长率(%)		-57.77%	8.75%	5.52%

资料来源:中投证券研究所

- **投资建议：**公司系证券市场中典型的中小型券商，由于资本实力的限制其业务范围仅能覆盖行业复苏路径的前半程，行业复苏中后期的业绩爆发点并不多，截至 2010 年 8 月 30 日止，公司动态 PE 60.69 倍，其大幅下滑的盈利预期已无法支撑其目前的高估值，维持公司“中性”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境和资本市场运行趋势是证券行业生存与发展的基本土壤，2010 年中国宏观经济环境和资本市场运行趋势具有较大的不确定性，券商业绩存在同比大幅下滑的可能。

表 1: 公司经营情况同比数据

利润表 (单位: 百万元)	2009 中报	2010 中报	同比
一、营业收入	866.57	568.87	-34.35%
手续费及佣金净收入	498.73	486.93	-2.37%
经纪业务	378.86	358.58	-5.35%
承销	101.55	104.07	2.48%
资产管理			
利息净收入	51.47	59.12	14.86%
投资+公允	280.33	-23.97	—
汇兑净收益	0.01	-0.18	—
其他业务收入	1.93	1.22	-36.52%
二、营业支出	329.23	370.87	12.65%
营业税金及附加	42.13	30.14	-28.46%
管理费用	286.85	338.38	17.96%
资产减值损失	0.00	0.67	—
三、营业利润	537.34	198.01	-63.15%
四、利润总额	533.88	197.64	-62.98%
减: 所得税	103.25	36.45	-64.70%
五、净利润	430.63	161.19	-62.57%
归属于母公司所有者的净利润	430.63	161.19	-62.57%
六、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.23	0.08	-65.22%

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

表2 西南证券2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	2,052.86	1,370.29	1,490.15	1,572.18
手续费及佣金净收入	1,139.49	1,111.34	1,244.18	1,321.12
其中: 代理买卖证券业务净收入	894.55	790.26	828.81	867.35
证券承销业务净收入	178.67	218.29	304.37	334.81
受托客户资产管理业务净收入	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	111.56	130.29	103.36	108.17
投资+公允	713.32	127.68	141.57	141.78
汇兑净收益	-0.02	0.09	0.11	0.13
其他业务收入	4.78	0.89	0.94	0.98
二、营业支出	804.66	823.10	895.11	944.43
营业税金及附加	102.04	68.51	74.51	78.61
管理费用	696.96	753.66	819.58	864.70
资产减值损失	2.28	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	1,248.20	547.19	595.04	627.75
加: 营业外收入	39.22	2.35	2.58	2.84
减: 营业外支出	15.10	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	1,272.33	549.54	597.62	630.59
减: 所得税	265.16	115.40	125.50	132.42
五、净利润	1,007.16	434.13	472.12	498.17
归属于母公司所有者的净利润	1,007.16	434.13	472.12	498.17
六、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.54	0.23	0.25	0.26

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所首席行业分析师。

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434