

# 西南证券：市场份额上升明显

## 西南证券 2010 年中报点评

### 报告关键点：

- 📖 自营亏损导致业绩低于预期
- 📖 市场份额上升较多
- 📖 权益类资产的敞口仍然较高

### 报告摘要：

- **自营亏损导致业绩低于预期。**2010年上半年，西南证券实现营业收入6亿元，同比下降34%；实现净利润1.6亿元，同比下降63%；每股收益为0.08元；我们在《2010年中报前瞻》中预计公司的营业收入为9亿元，净利润为3.5亿元。公司业绩低于预期的原因在于自营业务亏损超出预期。期末公司净资产为46亿元，每股净资产为2.42元。
- **市场份额上升明显。**公司2010年上半年实现经纪业务收入3.6亿元，同比下降5%。上半年的股票交易额市场份额为0.74%，与2009年末（0.64%）相比上升了16%，是上市券商中市场份额上升最多的。2010年上半年公司的股票交易佣金率为1.08%，与2009年相比下降了18%，与行业平均17%的降幅相当；公司1季度、2季度的股票交易佣金率均为1.08%，环比没有出现下降。与去年同期相比，营业部的数目增加10家至37家，其中重庆地区增加了6家。
- **权益类资产的敞口较高。**公司上半年自营业务亏损2000万元。由于公司2009年末尚有大量浮盈，因此我们此前预期其自营收入为3亿元，自营亏损超出预期导致业绩低于我们之前的预期。期末，公司交易性金融资产与可供出售金融资产的浮盈由2009年末的4.4亿元下降至0.4亿元；公司权益类资产占净资产的比例由2009年末的50%进一步上升至54%。
- **费用率提高。**去年同期及整个2009年，由于自营在营业收入中的占比大约在30%左右，使得公司的费用率非常具有优势，控制在40%以内。今年上半年，由于自营业务的萎缩以及经纪、投行等费用率较高的业务占比的上升，费用率达到了65%，在上市券商中仅低于东北证券（75%）。
- **给予公司增持-A的投资评级，目标价18元。**公司经纪业务市场份额上升，佣金率季度环比没有下降，另外我们预计公司在增发完成后可能会加大对直接投资等创新业务的投资力度，因此给予公司增持-A的评级，目标价18元。

**评级： 增持-A**

上次评级： 中性-A

**目标价格： 18.00 元**

期限： 3 个月 上次预测： 18.00 元

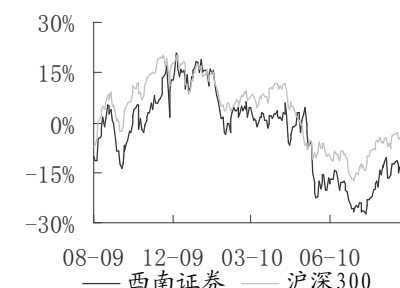
现价： 13.96 元

**报告日期： 2010-08-31**

### 市场数据

总市值(百万元)	26,577.81
流通市值(百万元)	5,296.43
总股本(百万股)	1,903.85
流通股本(百万股)	379.40
12个月最高/最低	11.50/20.25 元
十大流通股东(%)	41.85%
股东户数	

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.38	0.17	(9.14)
绝对收益	6.99	2.44	(13.46)

### 研究员

**杨建海** 首席行业分析师  
 021-68765375 yangjh@essence.com.cn  
 证书编号 S1450209100294

### 财务和估值数据摘要

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	704	2,053	962	1,157	1,288
<b>Growth(%)</b>		191.61%	-53.13%	20.29%	11.27%
净利润	142	1,007	482	579	645
<b>Growth(%)</b>		608.96%	-52.19%	20.29%	11.27%
每股收益(元)	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3
每股净资产(元)	1.7	2.5	2.7	2.9	3.2
市盈率	184	25	54	45	41
市净率	7.9	5.6	5.2	4.7	4.3
净资产收益率(%)	4.34%	25.20%	9.86%	10.86%	11.01%

敬请参阅报告结尾处免责声明

### 前期研究成果

西南证券：经纪业务快速上升

2010-04-30

## 财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2010-08-31

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	保费收入(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>704</b>	<b>2,053</b>	<b>962</b>	<b>1,157</b>	<b>1,288</b>	货币资金	5,210	10,170	11,187	12,306	13,536
手续费净收入	568	1,139	713	834	933	结算备付与保证金	1,347	1,057	3,537	3,639	3,752
代理买卖证券业务净收入	500	895	629	725	791	交易性金融资产	317	1,738	1,912	2,103	2,314
证券承销业务净收入	41	179	84	109	142	买入返售金融资产	0	0	480	480	480
资产管理业务净收入	0	0	1	2	3	可供出售金融资产	474	1,165	1,281	1,410	1,551
利息净收入	109	112	123	135	148	其他资产	680	840	671	632	607
投资收益及公允价值变动	25	797	126	188	206	<b>资产总计</b>	<b>8,027</b>	<b>14,970</b>	<b>19,069</b>	<b>20,570</b>	<b>22,240</b>
其他业务收入	2	5	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
<b>营业支出</b>	<b>-506</b>	<b>-805</b>	<b>337</b>	<b>405</b>	<b>451</b>	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-31	-102	43	52	58	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-473	-697	293	353	393	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>198</b>	<b>1,248</b>	<b>625</b>	<b>752</b>	<b>837</b>	代理买卖证券款	4,435	9,641	11,805	12,985	14,284
营业外收支	0	24	0	0	0	其他负债	276	651	2,177	2,005	1,828
<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>1,272</b>	<b>625</b>	<b>752</b>	<b>837</b>	<b>负债合计</b>	<b>4,712</b>	<b>10,293</b>	<b>13,982</b>	<b>14,991</b>	<b>16,112</b>
所得税	-56	-265	144	173	193	股本	2,337	1,904	1,904	1,904	1,904
<b>净利润</b>	<b>142</b>	<b>1,007</b>	<b>482</b>	<b>579</b>	<b>645</b>	归属母公司所有者权益	3,316	4,678	5,087	5,579	6,127
归属母公司所有者净利润	142	1,007	482	579	645	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>所有者权益合计</b>	<b>3,316</b>	<b>4,678</b>	<b>5,087</b>	<b>5,579</b>	<b>6,127</b>
<b>经营指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>风险指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2011E</b>
平均总资产收益率	1.51%	8.76%	2.83%	2.92%	3.01%	净资本					
平均净资产收益率	4.34%	25.20%	9.86%	10.86%	11.01%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-67.24%	-33.95%	30.50%	30.50%	30.50%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	7.50%	17.85%	5.65%	5.84%	6.02%	权益自营规模/净资本					
<b>每股数据(元)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>估值</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2011E</b>
每股收益	0.1	0.5	0.3	0.3	0.3	市盈率	184	25	54	45	41
每股净资产	1.7	2.5	2.7	2.9	3.2	市净率	7.9	5.6	5.2	4.7	4.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034