2011 年 03 月 22 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实精用深 特民色族

分析师： 宋健
执业证书编号： S0050200010034
Tel： 010-59355925
Email： songj@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

西南证券(600369.SH)

有望实现质的飞跃

投资要点

● **公司业绩低于我们的预期。**公司 2010 年实现营业收入 19.36 亿元，下降 5.67%，净利润 8.04 亿元，下降 18.7%，基本每股收益 0.39 元。低于我们之前预计的每股收益 0.42 元。业绩低于预期的主要原因是投资业务收益低于预期。投资净收益和公允价值变动损失合计比上年下降 30%。

●**经纪业务逆势扩张。**经纪业务方面，公司整体表现强于行业平均水平，经纪业务营业收入仅比上年下降 6.46%，在行业性降佣的趋势下，公司市场份额提升 0.74%，同比增长 19.15%，增幅名列上市券商第一位。佣金率维持在 0.095%，与行业平均佣金率持平。公司在佣金率未显著下降的情况下实现了市场占有率的成功扩张。

●**投资银行业务结构变化。**2010年公司投资银行业务转向以利润率高的新股发行为主，全年完成7家IPO，全面超过2009年没有参与IPO的业务状况。

●**与国都证券重组后，各项业务将实现质的飞跃。**目前公司现有营业部41家，市场份额0.74%，国都证券有23家营业部，市场份额0.503%，合并之后营业部将达到64家，市场占有率1.243%，排名行业22，经纪业务进入行业第二梯队。除此之外，国都证券融资融券、代办转让、期货IB等业务资格齐全，集合理财和债券承销也是公司强项。西南证券本身具有直投业务资格，公司地处成渝经济区，重庆未来的一系列发展上升为国家战略。同时是重庆市唯一一家金融上市公司，将承载重庆金融支持平台重任，地域优势对公司未来业务发展十分有利。

金融服务

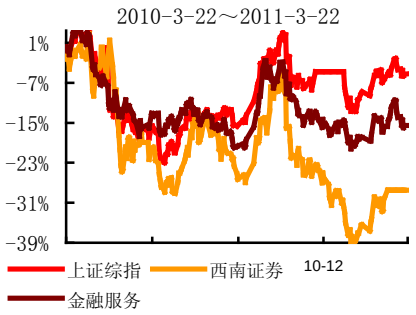
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调高
目□价格：	15.8

市场数据

市价(元)	11.87
上市的流通 A 股(亿股)	3.79
总股本(亿股)	23.23
52 周股价最高最低(元)	10.06-17.09
上证指数/深证成指	2909.14/12643.73
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1936.47	3292	3621	4164
增长率(%)	-5.66	70	9	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	805	1406	1546	1779
增长率(%)	-20.04	75	10	15
毛利率(%)	53.89	54.76	54.75	54.78
净资产收益率(%)	8.35	9.11	10.28	8.35
EPS(元)	0.39	0.61	0.67	0.77
P/E(倍)	34.23	19.71	17.90	15.55
P/B(倍)	0.00	1.64	1.62	1.59

来源：公司年报、民族证券

●**调高公司投资评级至“谨慎推荐”**。公司完成了增资扩股和并购重组，规模显著扩大。资本和规模是未来公司有力的竞争保障。预计公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 0.61 元、0.67 元和 0.77 元，调高公司投资评级至“谨慎推荐”。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元人民币	2010	2011E	2012E	2013E
资产：				
货币资金	9421	18,966	20,115	20,563
其中：客户资金存款	8287	16,500	17,500	17,890
结算备付金	2392	4,125	4,375	4,473
其中：客户备付金	2678	4,125	4,375	4,473
交易性金融资产	3837	4,650	4,400	4,600
存出保证金	158	350	360	380
其他流动资产	4513	5123	5100	5033
流动资产合计	**20321**	**33,214**	**34,350**	**35,049**
可供出售金融资产	1318	2,521	2,601	2,867
固定资产及其他	901	1,500	1,770	1,805
递延所得税资产	111	210	250	250
其他资产	124	320	350	350
非流动资产合计	**2453**	**4,551**	**4,971**	**5,272**
资产总计	22778	**37,765**	**39,321**	**40,321**
负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
卖出回购金融资产款	50	50	50	50
代理证券款	10950	19,800	21,000	21,468
应付款项	553	900	1,100	1,300
流动负债合计	**11553**	**20,750**	**22,150**	**22,818**
长期借款				
递延所得税负债	29	50	55	60
预计负债				
其他负债	72	135	140	140
非流动负债合计	**101**	**185**	**195**	**200**
负债合计	11655	**20,935**	**22,345**	**23,018**
所有者权益(或股东权益)：				
股本	2323	2323	2323	2323
少数股东权益				
归属于母公司所有者权益	11123	16,830	16,976	17,303
所有者权益合计	11123	**16,830**	**16,976**	**17,303**
负债及股东权益总计	22778	**37,765**	**39,321**	**40,321**

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1936	3292	3621	4164
手续费及佣金净收入	1227	1975	2173	2173
代理买卖证券业务净收	786	1284	1412	2260
证券承销业务净收入	354	500	750	900
受托客户资产管理业务	3	8	12	16
利息净收入	165	80	82	86
投资净收益	646	1164	1276	1276
公允价值变动净收益	(105)	65	80	98
其他业务收入	3	8	10	10
营业支出	893	1494	1644	1888
营业税金及附加	102	165	181	208
管理费用	781	1317	1448	1666
资产减值损失	1	3	4	4
其他业务成本	8	10	10	10
营业利润	1044	1798	1978	2276
加：营业外收支	2	5	5	5
利润总额	1045	1803	1983	2281
减：所得税	240	397	436	502
净利润	805	1406	1546	1779
每股指标：				
股本（百万股）	2323	2323	2323	2323
基本每股收益（元）	0.39	0.61	0.67	0.77

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入增长率	-5.67%	70.00%	10.00%	15.00%
营业利润增长率	-16.38%	72.23%	10.02%	15.11%
归属母公司净利润增长率	-20.04%	74.60%	9.99%	15.07%
获利能力				
毛利率	53.98%	54.76%	54.75%	54.78%
净利率	41.58%	42.71%	42.71%	42.73%
ROE	8.14%	8.35%	9.11%	10.28%
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.61	0.67	0.77
每股净资产	4.79	7.25	7.31	7.45
估值比率				
P/E	30.44	19.71	17.90	15.55
P/B	2.48	1.64	1.62	1.59

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

供职于研究发展中心，现职务为行业研究员，主要负责证券行业研究工作。研究特长：定量分析、财务分析。在《中国证券报》、《上海证券报》、《中国证券》等重要期刊杂志发表数十篇文章。2007 年获公司优秀研发成果奖，2007 年度在《上海证券报》举办的“顶级券商盈利预测”中对上市公司盈利预测准确率排名第八。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推　荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中　性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推　荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中　性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010－59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010－59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010－59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010－59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010－59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn