

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

## 净利下滑两成，业绩仍超预期

### ——西南证券（600369）2010年年报点评

## 研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2011年3月22日

### 报告关键要素:

2010年，受券商佣金战及证券市场震荡下行等因素影响，公司经纪业务和自营两大主要业务收入出现下滑，但整体业绩仍超出我们预期。考虑到公司并购国都证券将实现营业网点等多方面的优势互补，提升公司整体实力，维持公司“增持”评级。

### 事件:

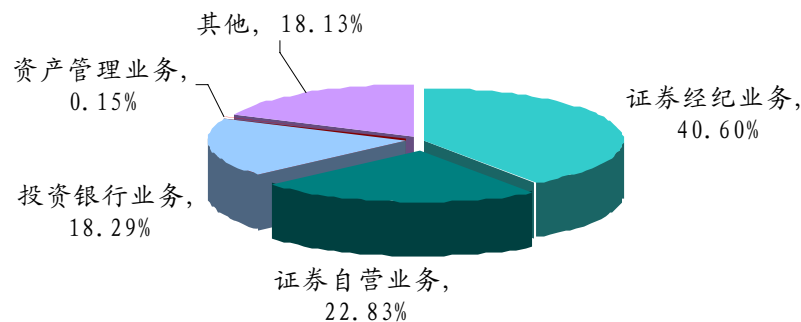
- **西南证券公布2010年年报。**2010年，公司实现营业收入19.36亿元，同比减少5.67%；归属于上市公司股东的净利润8.05亿元，同比减少20.04%；基本每股收益0.39元。

### 点评:

- **净利下滑两成，业绩仍超预期。**公司净利润同比下滑两成，主要原因是2010年，证券市场震荡下行、经纪业务价格战激烈，自营投资收益和经纪业务收入均出现下滑。但公司整体业绩仍超出我们此前预期，主要是公司4季度自营业务取得较好的投资收益所致。

从收入结构看，2010年，证券经纪业务仍是公司的主要收入来源，但占比趋于下滑，经纪业务收入占营业收入比重由上年的43.59%下降至40.60%，下滑3个百分点；自营业务收入占比也由上年的34.73%下降至22.83%，下滑11.9个百分点；而投行业务占比则有所提升，由上年的8.72%提升至18.29%，增加9.57个百分点。

图1: 各项业务在营业收入中的占比情况



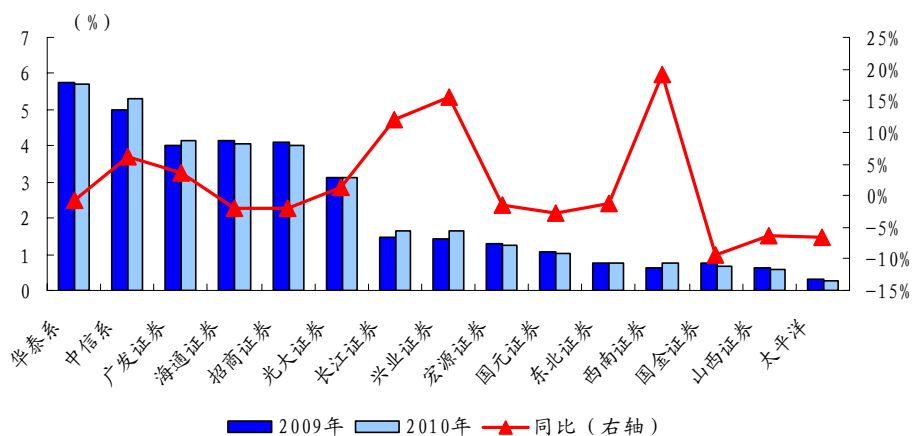
资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务市场份额提升、佣金率却大幅下滑:**2010年，公司经纪业务实现净收入7.86亿元，较之去

年同期减少12.18%，主要是由于公司佣金率的大幅下滑。数据显示，以股票、基金交易额衡量，2010年，公司实现股基交易额8231.68亿元、较之去年同期增加20.83%，增幅远超市场同期1.52%的增幅；经纪业务市场份额0.75%，较之09年底的0.63%增加0.12个百分点，增幅19.05%、上市券商中排名第一，经纪业务市场份额在上市券商中居第11，在全行业中排名第40、较之09年上升9位。

虽然公司经纪业务市场份额大幅增长，但佣金率下滑明显。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.0955%，较之09年底的0.1313%下滑0.0358个百分点，大幅下滑27.28%。

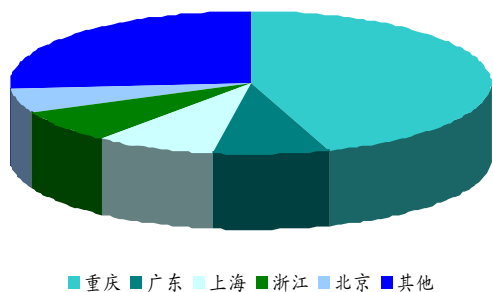
图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；  
资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

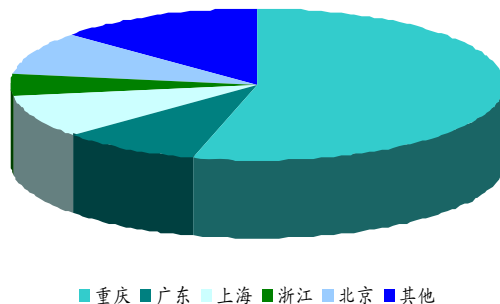
**网点布局情况。**2010年，公司新增营业网点7家，其中重庆市内新增5家。截至2010年底，公司共设有38家营业部，其中，重庆市内有17家，占44.74%。

图3：公司各地区营业部分布情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图4：各地区营业部收入贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **自营风格较激进:** 2010年, 公司证券自营业务实现净收入4.42亿元, 较之去年同期大幅减少38.01%。

从投资规模看, 截至2010年12月底, 交易性金融资产规模38.37亿元, 较09年底17.38亿元增加120.77%; 可供出售金融资产规模13.18亿元, 较之09年底11.65亿元增加13.13%。从投资品种来看, 股票和基金在公司自营投资规模占比达82.31%, 较激进的自营风格既给公司在回暖的市场环境中带来较好的投资收益, 也会导致投资收益的波动性较大。

表1: 公司证券自营业务投资情况

单位: 亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010	占比	2009	占比	2010	占比	2009	占比
债券	6.25	16.29%	2.13	12.26%	1.94	14.72%	/	/
股票	22.02	57.39%	2.26	13.00%	10.31	78.22%	11.62	99.74%
基金	10.1	26.32%	12.99	74.74%	/	/	/	/
其他	/	/	/	/	0.93	7.06%	0.03	0.26%
合计	38.37		17.38		13.18		11.65	

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **证券承销业务稳健发展:** 2010年, 公司投行业务全面、稳健发展, 全年共完成7家IPO、3家增发和6家企业债的主承销项目, 募集资金162.90亿元、市场份额1.08%。此外, 公司还有多个IPO、再融资、债券融资及财务顾问项目处于实施或审核阶段。报告期内, 证券承销业务实现净收入3.54亿元, 较之去年同期1.79亿元大幅增长97.77%。
- **资产管理业务成功起步:** 2010年, 公司资产管理业务成功起步, 成立了第1只集合理财产品——“珠峰1号”, 募集资金18.52亿元(远高于2010年平均8.38亿的产品规模)、市场份额0.8%, 填补了公司资产管理业务的空白。报告期内, 公司资产管理业务实现净收入0.03亿元。

此外, 公司还持有银华基金29%的股权, 截至2010年底, 银华基金管理资产规模855.46亿元, 在61家基金管理公司排名第8。2010年实现营业收入10.76亿元, 净利润3.41亿元。

- **投资评级:** 公司2010年6月成功再融资60亿元, 大幅提升公司资本实力, 创新业务也稳步推进, 我们预计公司2011年每股收益0.4元, 对应市盈率30倍, 估值相对较高。但考虑到公司并购国都证券将实现营业网点、业务等多方面的优势互补, 提升公司整体实力, 我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大; 并购重组存在较大不确定性。



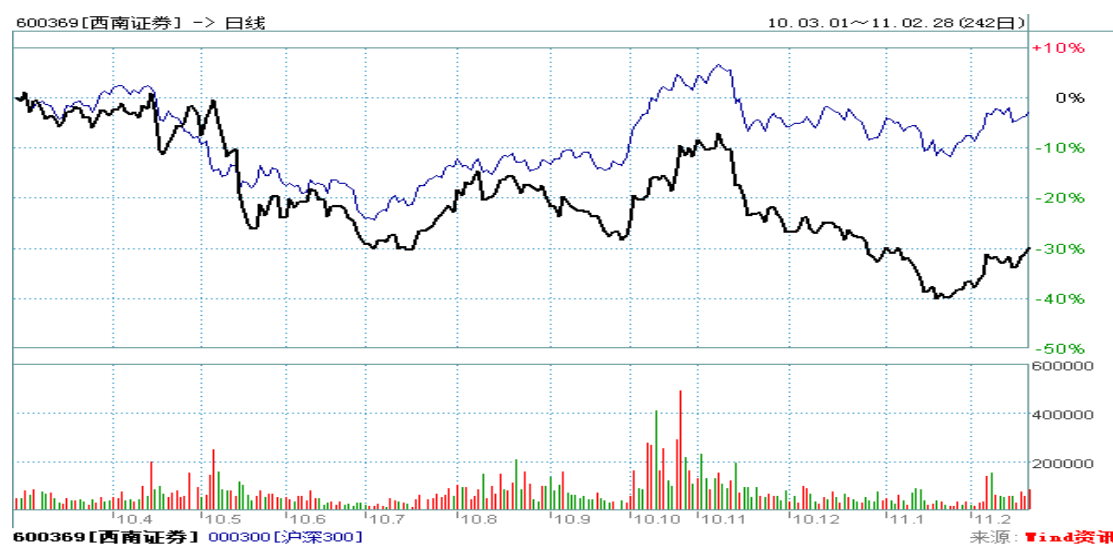
市场数据 (截至2010年3月21日)

收盘价 (元)	11.87
一年内最高/最低 (元)	17.19/10.06
上证指数	2909.14
市净率 (倍)	2.48
流通市值 (亿元)	44.99

基础数据 (2010年12月31日)

每股净资产 (元)	4.79
每股经营现金流 (元)	-2.04
净资产收益率 (扣除摊薄, %)	11.64
资产负债率 (%)	51.17
总股本/流通股 (亿股)	23.23/3.79

西南证券相对于沪深300指数走势 (近一年)



资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

行业投资评级

- 强于大势: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;
- 同步大势: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;
- 弱于大势: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;
- 增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;
- 观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;
- 卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。



### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。