

市价(人民币): 9.92元

## 承销资管高增长, 自营经纪拖业绩;

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,641.87
总市值(百万元)	23,039.74
年内股价最高最低(元)	11.37/7.82
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.53	0.35	0.11	0.27	0.35
每股净资产(元)	2.46	4.79	4.26	4.51	4.79
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	0.14	0.38	0.38
市盈率(倍)	18.76	28.61	87.71	36.30	28.74
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	30.37%	-42.47%	N/A	15.62%	-7.11%
净资产收益率(%)	21.95%	11.51%	-1.86%	-2.28%	-2.25%
总股本(百万股)	1,903.85	2,322.55	2,322.55	2,322.55	2,322.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 公司 11 年营业收入和净利润分别为 10.40 亿元和 2.63 亿元, 同比分别下滑 46.28% 和 67.38%, EPS 0.11 元。其中, 4 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 3.81 亿元和 0.61 亿元, 均扭亏为盈, EPS 0.03 元。公司业绩符合预期, 自营和经纪业务是拖累业绩的关键。

## 经营分析

- 自营亏损是 11 年业绩同比大幅下滑的主要原因。公司 11 年自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)-3.06 亿元, 其中 4 季度单季为-0.08 亿元, 较 3 季度亏损幅度大幅收窄。公司 11 年 4 季度的自营规模和配置结构均未有太大变化, 但截止 11 年底, 可供出售金融资产尚有 2.60 亿元的浮亏有待消化。
- 佣金率在 3 季度出现企稳后再次小幅下滑。公司 11 年实现证券经纪业务净收入 5.05 亿元, 同比下滑 35.77%。其中 4 季度单季实现经纪业务净收入 0.87 亿元, 环比下滑 27.56%。11 年的股票基金净佣金率为 0.075%, 较前 3 季度的 0.076% 略有下滑。
- 投行业绩持续增长。公司 11 年实现承销业务收入 5.16 亿元, 同比增长 45.69%。其中, 4 季度单季实现的承销业务收入为 2.37 亿元, 环比大幅增长 438.26%。公司全年承销业务市场份额有所提升。
- 集合理财正式起航, 收购银华增加贡献。公司 11 年全年实现的资产管理业务收入为 0.40 亿元, 同比大幅增长近 12 倍, 主要由于公司去年 4 季度才推出首只集合理财产品, 今年理财业务正式起航贡献业绩。此外, 目前公司收购 20% 银华基金股权已获证监会批准, 待办理完毕相关手续后公司将持有银华基金 49% 股份, 成为其第一大股东, 将进一步增加公司收入来源, 完善全面金融平台布局。

## 投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。在日均交易额为 1800/2000(2012/2013)的假设下, 预测公司 12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.27 元和 0.35 元。公司目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 为 36.30 倍和 2.20 倍。目前公司吸收合并国都证券交易仍需证监会的批复, 盈利预测尚未考虑, 合并后长期来看将有助于提升公司综合实力, 但短期仍存整合风险, 维持对公司的“持有”投资评级。

王琨

联系人

(8621)60753901  
wangkun@gjzq.com.cn

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021  
(8621)61038264  
chenjg@gjzq.com.cn

## 公司经营基本面分析

- 公司 11 年营业收入和净利润分别为 10.40 亿元和 2.63 亿元，同比分别下滑 46.28%和 67.38%，EPS 0.11 元。其中，4 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 3.81 亿元和 0.61 亿元，均扭亏为盈，EPS 0.03 元。公司业绩符合预期，自营和经纪业务是拖累业绩的关键，4 季度单季投行业绩大幅增长较为突出。
- 自营亏损是 11 年业绩同比大幅下滑的主要原因。公司 11 年自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）-3.06 亿元，其中 4 季度单季亏损 0.08 亿元，较 3 季度亏损幅度大幅收窄。
  - 公司 11 年 4 季度的自营规模和配置结构均未有太大变化。截止 11 年末，51 亿元的交易性金融资产中，权益配置规模为 27.29 亿元；8.41 亿元的可供出售金融资产中，权益配置规模为 5.73 亿元。
  - 浮亏较多。截止 11 年底，公司可供出售金融资产尚有 2.60 亿元的浮亏有待消化。
- 公司 11 年实现证券经纪业务净收入 5.05 亿元，同比下滑 35.77%。其中 4 季度单季实现经纪业务净收入 0.87 亿元，环比下滑 27.56%。
  - 公司股票基金交易市场份额在 11 年稳中有升。公司 11 年底股基权债代理交易市场份额为 0.63%，去年同期为 0.70%，11 年底股票基金代理交易市场份额为 0.79%，去年同期为 0.75%。
  - 佣金率在 3 季度出现企稳后再次小幅下滑。11 年的股票基金净佣金率为 0.075%，与 3 季度的 0.076%略有下滑。
- 投行业绩持续增长。公司 11 年实现承销业务收入 5.16 亿元，同比增长 45.69%。其中，4 季度单季实现的承销业务收入为 2.37 亿元，环比大幅增长 438.26%。公司全年承销业务市场份额有所提升，权益类承销市场份额由去年同期的 0.96%提升到 1.19%，核心债券类承销业务市场份额由去年同期的 2.37%提升到 2.50%。
- 集合理财正式起航，收购银华增加贡献。公司 11 年全年实现的资产管理业务收入为 0.40 亿元，同比大幅增长近 12 倍，主要由于公司去年 4 季度才推出首只集合理财产品，今年理财业务正式起航贡献业绩。截止 11 年底公司资产管理业务规模为 11.88 亿元。此外，目前公司收购 20%银华基金股权已获证监会批准，待办理完毕相关手续后公司将持有银华基金 49%股份，成为其第一大股东，将进一步增加公司收入来源，完善全面金融平台布局。
- 成本刚性，营业费用率大幅提升。公司 11 年的业务及管理费支出为 8.49 亿元，同比增长 8.68%，全年营业费用率为 78.64%，较去年的 40.35%大幅提升。4 季度单季的业务及管理费为 2.00 亿元，环比增长 8.66%。

（注：由于券商代理交易额结构中债券交易的比例大幅提高，股基权债佣金率口径会导致计算结果远低于真实佣金率水平，此后口径均改为股票基金口径，即净佣金率=经纪业务净收入/股票基金交易额）

**图表1: 西南证券11年业绩增长情况**

单位: 百万元	单季 3Q11	单季 4Q11	环比增速	单位: 百万元	累计 10.00	累计 11.00	同比增速
手续费收入	120.37	87.20	-27.56%	手续费收入	785.71	504.67	-35.77%
承销收入	44.06	237.13	438.26%	承销收入	353.92	515.62	45.69%
资产管理收入	13.81	9.64	-30.19%	资产管理收入	3.06	39.75	1198.54%
基金管理业务收入				基金管理业务收入			
净利息收入	70.90	69.39	-2.13%	净利息收入	164.91	270.32	63.92%
投资收益	49.53	(40.96)	-182.70%	投资收益	645.76	178.05	-72.43%
公允价值变动收益	(453.17)	33.41	-107.37%	公允价值变动收益	(105.00)	(484.33)	361.26%
其他收入	31.80	(14.39)	-145.24%	其他收入	88.11	55.91	-36.54%
业务及管理费	184.04	199.97	8.66%	业务及管理费	781.42	849.26	8.68%
营业税金及附加	16.75	11.26	-32.75%	营业税金及附加	101.92	73.34	-28.04%
资产减值损失	(0.00)	0.15	-3162.33%	资产减值损失	0.94	(106.89)	-11425.29%
其他业务支出	1.08	1.28	19.30%	其他业务支出	8.46	5.08	-39.90%
营业外净收支	129.06	(33.89)	-126.26%	营业外净收支	1.59	115.72	7180.24%
税收	(62.08)	34.06	-154.86%	税收	240.04	72.50	-69.80%
少数股东权益	0.00	0.00		少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	(133.42)	61.06	-145.77%	净利润	805.28	262.68	-67.38%
股本	2,323.55	2,323.55	0.00%	股本	2,322.55	2,323.55	0.04%
每股收益	(0.06)	0.03	-145.77%	每股收益	0.35	0.11	-67.39%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表2: 西南证券单季业务收入金额和结构**

业务金额与占比 金额 (百万RMB)	单季 4Q10	单季 1Q11	单季 2Q11	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 4Q10	单季 1Q11	单季 2Q11	单季 3Q11	单季 4Q11
经纪业务收入	253.26	164.19	132.92	120.37	87.20	30.48%	28.61%	53.74%	-98.10%	22.86%
自营业务收入	272.59	143.67	(38.76)	(403.64)	(7.55)	32.81%	25.03%	-15.67%	328.95%	-1.98%
投行业务收入	176.28	172.12	62.31	44.06	237.13	21.22%	29.99%	25.19%	-35.90%	62.17%
资管业务收入	3.06	9.76	6.54	13.81	9.64	0.37%	1.70%	2.64%	-11.25%	2.53%
净利息收入	73.46	61.11	68.93	70.90	69.39	8.84%	10.65%	27.87%	-57.78%	18.19%
其他收入	52.13	23.08	15.41	31.80	(14.39)	6.27%	4.02%	6.23%	-25.92%	-3.77%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表3: 西南证券当年累计业务收入金额和结构**

业务金额与占比 金额 (百万RMB)	累计 10.00	累计 1Q11	累计 1H11	累计 3Q11	累计 11.00	累计 10.00	累计 1Q11	累计 1H11	累计 3Q11	累计 11.00
经纪业务收入	785.71	164.19	297.11	417.48	504.67	40.57%	28.61%	36.18%	59.76%	46.73%
自营业务收入	540.76	143.67	104.91	(298.73)	(306.28)	27.92%	25.03%	12.77%	-42.76%	-28.36%
投行业务收入	353.92	172.12	234.43	278.49	515.62	18.28%	29.99%	28.54%	39.87%	47.74%
资管业务收入 (含基金)	3.06	9.76	16.30	30.11	39.75	0.16%	1.70%	1.98%	4.31%	3.68%
净利息收入	164.91	61.11	130.04	200.94	270.32	8.52%	10.65%	15.83%	28.76%	25.03%
其他收入	88.11	23.08	38.50	70.30	55.91	4.55%	4.02%	4.69%	10.06%	5.18%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 西南证券单季度业务收入环比增速情况

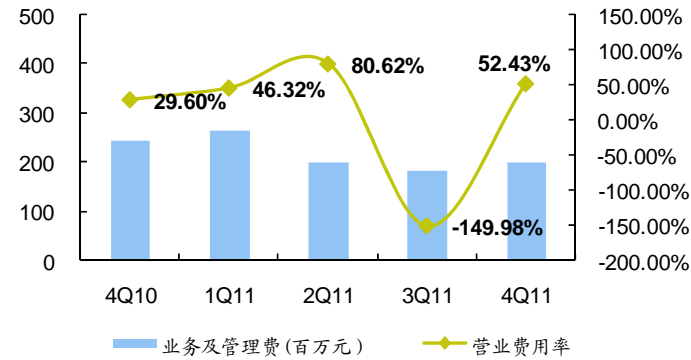
	环比增速	单季 1Q11	单季 2Q11	单季 3Q11	单季 4Q11
经纪业务收入	-35.17%	-19.04%	-9.44%	-27.56%	
自营业务收入	-47.30%	-126.98%	941.36%	-98.13%	
投行业务收入	-2.36%	-63.80%	-29.30%	438.26%	
资管业务收入	218.84%	-32.99%	111.14%	-30.19%	
净利息收入	-16.81%	12.79%	2.85%	-2.13%	
其他收入	-55.72%	-33.22%	106.32%	-145.24%	
营业收入	-30.92%	-56.90%	-149.61%	-410.84%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 西南证券当年累计业务收入同比增速情况

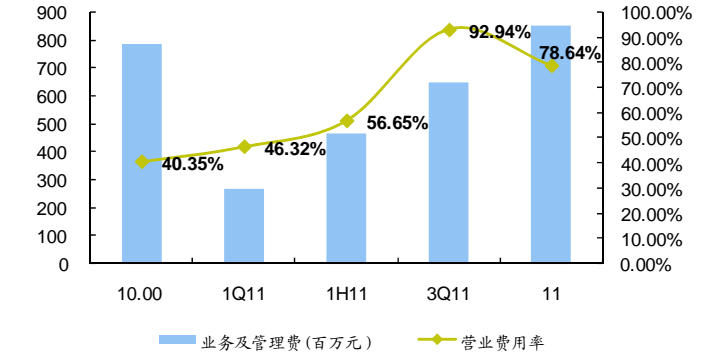
	同比增速	累计 1Q11	累计 1H11	累计 3Q11	累计 11.00
经纪业务收入	-10.01%	-17.14%	-21.59%	-35.77%	
自营业务收入	58.84%	381.69%	-211.40%	-156.64%	
投行业务收入	385.12%	125.26%	56.78%	45.69%	
资管业务收入(含基金)	na	na	na	1198.54%	
净利息收入	106.67%	119.97%	119.72%	63.92%	
其他收入	23.17%	52.02%	95.35%	-36.54%	
营业收入	60.90%	44.37%	-36.82%	-44.23%	

图表6: 西南证券单季度营业费用和营业费用率情况

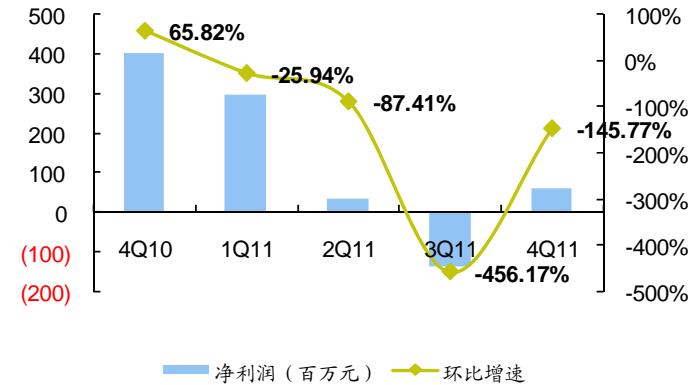


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 西南证券当年累计营业费用和营业费用率情况

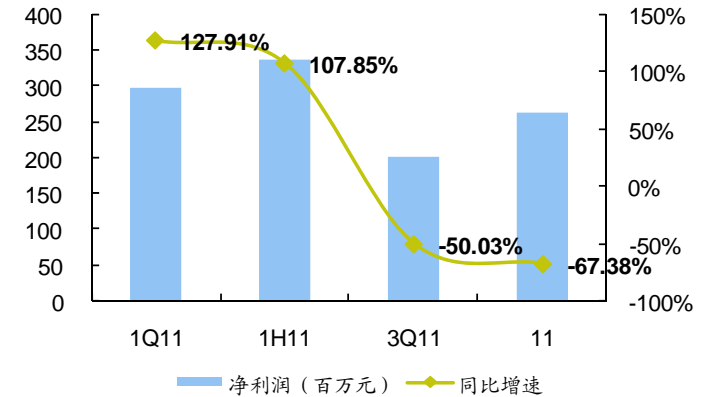


图表8: 西南证券单季度净利润环比增速情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9: 西南证券当年累计净利润同比增速情况



**图表 10: 西南证券 11 年股基权债代理交易市场份额有所下滑**

按照股基权债交易额计算	2010年12月	2011年1月	2011年2月	2011年3月	2011年4月	2011年5月	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月
中信证券合并	5.20%	5.34%	5.27%	5.27%	5.30%	5.40%	5.45%	5.49%	5.55%	5.61%	5.67%	5.73%	5.80%
中信证券母公司	2.70%	3.22%	3.05%	2.99%	3.02%	3.13%	3.19%	3.25%	3.34%	3.43%	3.51%	3.59%	3.68%
中信万通	0.68%	0.56%	0.59%	0.61%	0.62%	0.63%	0.63%	0.63%	0.62%	0.62%	0.61%	0.61%	0.60%
中信金通	1.82%	1.56%	1.63%	1.67%	1.66%	1.64%	1.63%	1.60%	1.59%	1.56%	1.55%	1.53%	1.52%
海通证券合并	4.31%	4.38%	4.44%	4.37%	4.35%	4.38%	4.37%	4.37%	4.40%	4.47%	4.51%	4.52%	4.57%
长江证券	1.76%	2.06%	2.04%	1.97%	1.97%	2.04%	2.08%	2.07%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%
东北证券	0.69%	0.64%	0.65%	0.65%	0.67%	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%	0.62%	0.62%	0.62%
国元证券	1.17%	1.27%	1.21%	1.20%	1.21%	1.24%	1.23%	1.25%	1.26%	1.26%	1.24%	1.23%	1.21%
宏源证券	1.21%	1.04%	1.11%	1.17%	1.18%	1.20%	1.22%	1.22%	1.21%	1.21%	1.22%	1.23%	1.25%
太平洋证券	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.24%	0.23%	0.23%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
国金证券	0.74%	0.75%	0.73%	0.70%	0.68%	0.67%	0.66%	0.66%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%
光大证券	3.08%	3.06%	3.04%	3.01%	3.05%	3.06%	3.04%	3.01%	2.98%	2.96%	2.95%	2.93%	2.89%
招商证券	3.96%	4.45%	4.38%	4.29%	4.25%	4.23%	4.23%	4.20%	4.21%	4.23%	4.24%	4.23%	4.23%
华泰证券合并	5.48%	4.96%	5.06%	5.10%	5.07%	5.05%	5.01%	4.99%	4.99%	4.97%	4.94%	4.92%	4.89%
西南证券	0.70%	0.73%	0.72%	0.73%	0.72%	0.71%	0.70%	0.69%	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%
广发证券	3.92%	3.90%	3.91%	3.95%	3.93%	3.88%	3.84%	3.84%	3.85%	3.83%	3.84%	3.84%	3.83%
兴业证券	1.59%	1.97%	1.92%	1.86%	1.82%	1.80%	1.80%	1.79%	1.78%	1.77%	1.76%	1.76%	1.75%
山西证券	0.62%	0.55%	0.56%	0.58%	0.59%	0.59%	0.58%	0.58%	0.57%	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%
方正证券	1.59%	1.35%	1.41%	1.46%	1.47%	1.47%	1.45%	1.44%	1.42%	1.41%	1.40%	1.39%	1.38%
国海证券	0.64%	0.58%	0.61%	0.62%	0.62%	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%	0.60%	0.60%	0.59%
东吴证券	0.81%	0.75%	0.79%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%

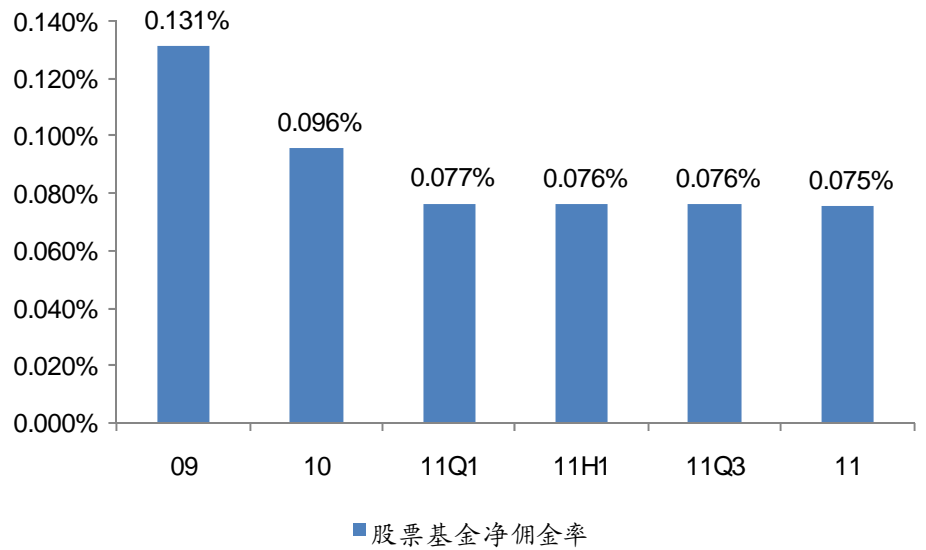
来源: 国金证券研究所

**图表 11: 西南证券 11 年股票基金代理交易市场份额稳步提升**

按照股票基金交易额计算	2010年12月	2011年1月	2011年2月	2011年3月	2011年4月	2011年5月	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月
中信证券合并	5.30%	5.61%	5.47%	5.40%	5.40%	5.41%	5.44%	5.45%	5.47%	5.49%	5.50%	5.49%	5.50%
中信证券母公司	2.55%	3.03%	2.84%	2.76%	2.76%	2.74%	2.75%	2.75%	2.76%	2.78%	2.79%	2.79%	2.80%
中信万通	0.76%	0.68%	0.70%	0.70%	0.71%	0.72%	0.73%	0.73%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
中信金通	1.99%	1.90%	1.93%	1.93%	1.93%	1.95%	1.96%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
海通证券合并	4.06%	4.19%	4.18%	4.12%	4.12%	4.11%	4.12%	4.11%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.13%
长江证券	1.67%	1.73%	1.75%	1.73%	1.72%	1.72%	1.72%	1.73%	1.74%	1.74%	1.74%	1.75%	1.74%
东北证券	0.75%	0.73%	0.73%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.73%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
国元证券	1.04%	1.05%	1.04%	1.05%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.08%	1.08%	1.09%	1.09%	1.08%
宏源证券	1.26%	1.19%	1.26%	1.28%	1.29%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.29%	1.29%	1.29%
太平洋证券	0.28%	0.26%	0.26%	0.27%	0.28%	0.28%	0.28%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
国金证券	0.67%	0.67%	0.68%	0.66%	0.66%	0.67%	0.66%	0.66%	0.65%	0.65%	0.66%	0.66%	0.66%
光大证券	3.14%	3.15%	3.13%	3.09%	3.11%	3.10%	3.08%	3.07%	3.06%	3.05%	3.04%	3.03%	3.03%
招商证券	4.00%	4.11%	4.01%	4.01%	4.01%	4.00%	4.00%	3.98%	3.99%	3.98%	3.98%	3.97%	3.97%
华泰证券合并	5.72%	5.51%	5.52%	5.52%	5.50%	5.52%	5.52%	5.51%	5.50%	5.50%	5.49%	5.48%	5.47%
西南证券	0.75%	0.76%	0.75%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%
广发证券	4.16%	4.29%	4.22%	4.22%	4.22%	4.19%	4.17%	4.16%	4.14%	4.13%	4.13%	4.12%	4.11%
兴业证券	1.64%	1.76%	1.76%	1.74%	1.73%	1.72%	1.72%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%
平安证券	1.15%	1.26%	1.22%	1.19%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.17%	1.17%	1.17%	1.16%	1.16%
山西证券	0.60%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.58%	0.57%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%
方正证券	1.72%	1.61%	1.64%	1.69%	1.70%	1.71%	1.72%	1.73%	1.74%	1.74%	1.75%	1.76%	1.75%
国海证券	0.67%	0.65%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
东吴证券	0.89%	0.85%	0.89%	0.91%	0.91%	0.92%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%

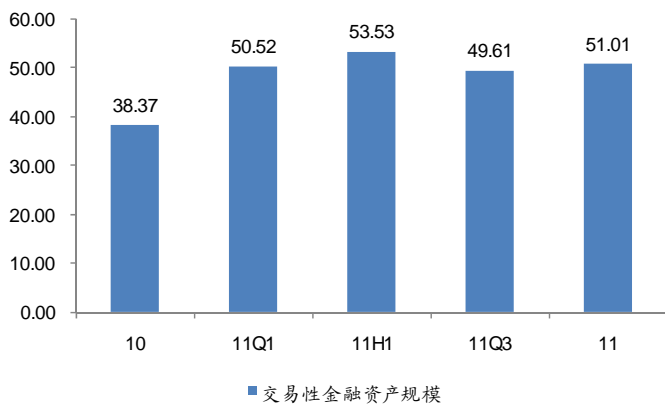
来源: 国金证券研究所

图表 12: 西南证券股票基金净佣金率变化趋势



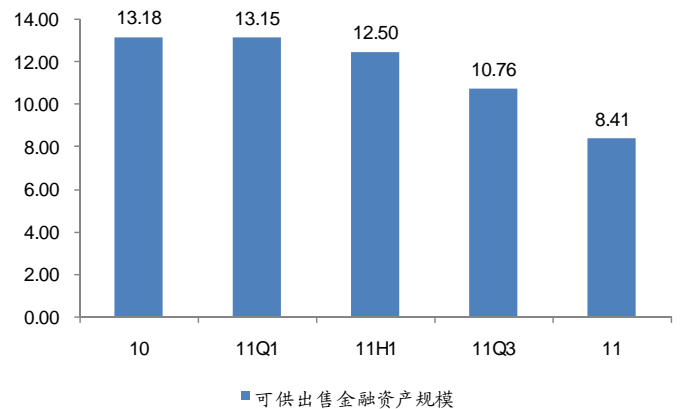
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 公司交易性金融资产规模的变化趋势 (亿元)

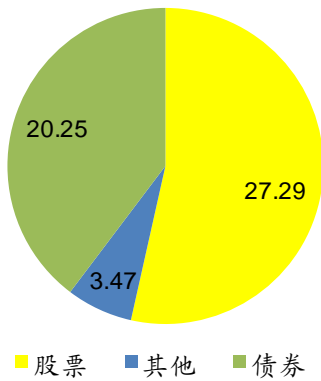


来源: 公司公告, 国金证券研究所

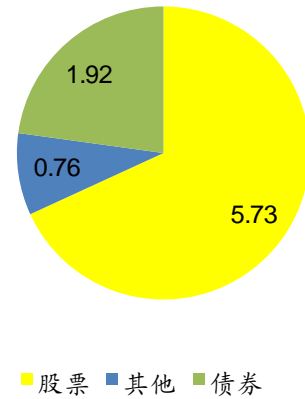
图表 14: 公司可供出售金融资产规模的变化趋势 (亿元)



图表 15: 公司的交易性金融资产规模和机构 (亿元)



图表 16: 公司的可供出售金融资产规模和结构 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 西南证券 11 年权益类 (IPO、增发和配股) 承销业务市场份额略有提升

权益类承销市场份额	2010年12月	2011年1月	2011年2月	2011年3月	2011年4月	2011年5月	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月
中信证券合并	10.61%	3.89%	6.14%	3.17%	4.82%	4.85%	6.48%	6.97%	6.76%	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%
中信证券母公司	8.53%	3.89%	6.14%	3.17%	4.82%	4.85%	6.48%	6.97%	6.76%	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	6.10%	3.27%	3.42%	3.14%	2.78%	2.37%	2.34%	2.85%	2.72%	2.48%	2.53%	2.38%	2.20%
长江证券	0.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.26%	0.22%	0.20%	0.17%	0.23%	0.21%	0.25%	0.23%	0.21%
东北证券	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.13%	0.12%
国元证券	0.53%	0.00%	2.46%	1.51%	1.15%	1.24%	1.10%	0.92%	0.83%	0.76%	0.94%	0.87%	0.79%
宏源证券	1.37%	0.80%	0.41%	0.19%	0.52%	0.72%	0.69%	0.58%	0.68%	0.62%	0.59%	0.54%	0.49%
太平洋证券	0.46%	0.00%	0.36%	0.34%	0.26%	0.65%	0.58%	0.48%	0.44%	0.50%	0.48%	0.44%	0.40%
国金证券	1.68%	5.16%	5.01%	2.27%	1.73%	1.60%	1.42%	1.27%	1.15%	1.05%	1.00%	0.92%	0.83%
西南证券	1.02%	5.55%	2.86%	1.48%	1.58%	1.44%	1.44%	1.21%	1.09%	1.00%	1.09%	1.00%	1.19%
光大证券	1.39%	5.52%	4.11%	1.86%	1.55%	2.41%	2.14%	1.88%	1.94%	1.77%	1.68%	1.68%	1.64%
招商证券	2.83%	3.16%	4.49%	2.81%	3.31%	5.92%	5.48%	4.76%	4.38%	4.00%	3.94%	3.68%	3.39%
华泰证券合并	3.18%	6.91%	3.57%	1.99%	2.00%	1.70%	1.51%	1.27%	1.14%	1.16%	1.24%	1.26%	1.19%
广发证券	2.63%	1.94%	1.00%	4.74%	3.76%	3.30%	3.03%	3.21%	3.24%	3.09%	2.94%	2.70%	2.75%
兴业证券	1.68%	1.39%	0.72%	0.80%	0.75%	0.70%	0.62%	0.80%	0.85%	0.77%	0.74%	0.73%	0.71%
山西证券 (中德证券)	1.19%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	1.88%	1.67%	1.40%	1.26%	1.23%	1.17%	1.13%	1.07%
方正证券 (瑞信方正)	1.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.26%	0.24%	0.23%	0.21%	0.19%
国海证券	0.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.45%	0.40%	0.33%	0.30%	0.27%	0.26%	0.33%	0.30%
东吴证券	0.36%	3.66%	2.29%	1.04%	1.19%	1.01%	1.03%	0.87%	0.78%	0.71%	0.68%	0.63%	0.57%

来源: 国金证券研究所



图表 18: 西南证券 11 年核心债券类 (企业债、公司债和可转债) 承销业务市场份额稳中有增

核心债券承销市场份额	2010年12月	2011年1月	2011年2月	2011年3月	2011年4月	2011年5月	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月
中信证券合并	9.13%	2.73%	6.52%	4.20%	3.27%	3.43%	3.00%	3.66%	5.12%	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%
中信证券母公司	5.24%	2.73%	6.52%	4.20%	3.27%	3.43%	3.00%	3.66%	5.12%	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.06%	0.00%	1.41%	0.91%	2.13%	1.78%	1.87%	1.66%	1.45%	1.41%	1.34%	1.19%	1.11%
长江证券	0.50%	3.65%	2.25%	1.45%	1.50%	1.25%	1.10%	0.97%	0.85%	0.82%	0.79%	0.70%	0.77%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.09%
国元证券	0.00%	0.00%	0.35%	0.22%	0.17%	0.15%	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%
宏源证券	2.52%	17.91%	9.14%	6.91%	6.62%	5.54%	6.29%	5.97%	5.23%	5.07%	4.84%	4.27%	3.94%
太平洋证券	0.65%	0.00%	3.43%	3.48%	2.71%	2.27%	2.89%	2.56%	2.24%	2.17%	2.07%	1.83%	1.89%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	2.37%	0.00%	2.45%	1.58%	1.23%	1.03%	2.28%	2.74%	2.64%	2.56%	2.45%	2.27%	2.50%
光大证券	2.09%	0.00%	1.23%	1.38%	1.08%	0.90%	0.79%	0.70%	1.14%	1.10%	1.05%	1.53%	1.88%
招商证券	3.36%	1.92%	2.09%	2.53%	2.40%	2.01%	1.76%	2.07%	3.67%	3.56%	3.40%	3.00%	2.52%
华泰证券合并	1.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.31%	0.26%	0.23%	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%	0.59%	0.49%
广发证券	1.51%	8.89%	3.99%	3.04%	3.11%	5.18%	5.66%	5.18%	4.81%	5.07%	4.84%	6.19%	6.09%
兴业证券	0.52%	6.93%	3.11%	2.00%	1.56%	1.31%	1.59%	1.41%	1.23%	1.20%	1.66%	1.47%	1.23%
平安证券	2.85%	0.00%	0.00%	2.61%	2.96%	7.37%	7.80%	7.27%	7.34%	7.46%	7.78%	6.86%	5.75%
山西证券 (中德证券)	1.42%	0.00%	0.00%	0.59%	0.46%	0.39%	0.34%	0.30%	0.26%	0.25%	0.24%	0.21%	0.18%
方正证券 (瑞信方正)	2.10%	0.00%	4.68%	3.61%	2.81%	2.35%	2.06%	1.82%	1.60%	1.55%	1.48%	1.30%	1.45%
国海证券	0.71%	0.00%	0.00%	0.70%	1.96%	1.64%	1.43%	1.27%	1.11%	1.08%	1.03%	0.91%	1.00%
东吴证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	0.31%	0.26%	0.23%	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%	0.29%	0.60%

来源: 国金证券研究所

图表 19: 西南证券 11 年基金管理业务 (参股基金公司) 情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模 (亿元)				基金公司市场份额			
			09	10	11	增长率	09	10	11	份额增减
中信证券	华夏基金	49.00%	2,657.59	2,247.13	1,790.88	-20.30%	9.93%	9.04%	8.17%	-0.87%
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	468.98	324.88	-30.73%	1.71%	1.89%	1.48%	-0.40%
	富国基金	27.78%	653.62	621.73	607.33	-2.32%	2.44%	2.50%	2.77%	0.27%
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	206.02	180.81	-12.23%	1.03%	0.83%	0.82%	0.00%
	诺德基金	30.00%	44.73	39.06	33.78	-13.53%	0.17%	0.16%	0.15%	0.00%
国元证券	长盛基金	41.00%	484.75	412.24	403.45	-2.13%	1.81%	1.66%	1.84%	0.18%
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	91.16	82.25	-9.77%	0.39%	0.37%	0.38%	0.01%
	银华基金	21.00%	747.10	855.46	651.23	-23.87%	2.79%	3.44%	2.97%	-0.47%
宏源证券										
太平洋证券										
国金证券	国金通用	49.00%								
西南证券	银华基金	49.00%	747.10	855.46	651.23	-23.87%	2.79%	3.44%	2.97%	-0.47%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	398.26	295.79	229.53	-22.40%	1.49%	1.19%	1.05%	-0.14%
	大成基金	25.00%	1,060.46	962.94	743.14	-22.83%	3.96%	3.87%	3.39%	-0.48%
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	1,036.28	983.80	-5.06%	4.13%	4.17%	4.49%	0.32%
	易方达基金	25.00%	1,595.23	1,453.35	1,433.11	-1.39%	5.96%	5.85%	6.54%	0.69%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,222.71	1,158.77	1,152.91	-0.51%	4.57%	4.66%	5.26%	0.60%
	华泰柏瑞基金	49.00%	220.68	195.31	134.65	-31.06%	0.82%	0.79%	0.84%	0.06%
招商证券	博时基金	49.00%	1,504.56	1,162.25	1,094.17	-5.86%	5.62%	4.67%	4.99%	0.31%
	招商基金	33.30%	355.56	382.58	388.69	1.60%	1.33%	1.54%	1.77%	0.23%
兴业证券	兴业全球基金	51.00%	434.57	440.99	316.52	-28.22%	1.62%	1.77%	1.44%	-0.33%
	南方基金	10.00%	1,222.71	1,158.77	1,152.91	-0.51%	4.57%	4.66%	5.26%	0.60%
山西证券										
方正证券	方正富邦									
国海证券	海富兰克林基金	51.00%	183.48	192.42	147.48	-23.35%	0.69%	0.77%	0.67%	-0.10%
东吴证券	东吴基金	49.00%	70.26	126.03	115.31	-8.51%	0.26%	0.51%	0.53%	0.02%

来源: 国金证券研究所



### 盈利预测及投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。**在日均交易额为 1800/2000(2012/2013)的假设下，预测公司 12 年和 13 年的 EPS 分别为 0.27 元和 0.35 元。公司目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 为 36.30 倍和 2.20 倍。目前公司吸收合并国都证券交易仍需证券会的批复，盈利预测尚未考虑，合并后长期来看将有助于提升公司综合实力，但短期仍存整合风险，维持对公司的“持有”投资评级。

图表 20: 西南证券 12 年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额						
EPS		1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,200	2,400
市 场 份 额	0.35%	0.23	0.23	0.24	0.24	0.24	0.25	0.25
	0.55%	0.25	0.25	0.25	0.26	0.26	0.27	0.27
	0.75%	0.26	0.27	0.27	0.27	0.28	0.29	0.30
	0.95%	0.28	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32
	1.15%	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33	0.34

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-8%	-5%	-2%	1%	4%	7%	10%	13%
投 资 成 本 / 净 资 产	49.65%	0.17	0.19	0.22	0.24	0.26	0.29	0.31	0.34
	54.65%	0.16	0.19	0.21	0.24	0.27	0.29	0.32	0.35
	59.65%	0.16	0.18	0.21	0.24	0.27	0.30	0.33	0.36
	64.65%	0.15	0.18	0.21	0.24	0.27	0.30	0.34	0.37
	69.65%	0.14	0.18	0.21	0.24	0.28	0.31	0.34	0.38
	74.65%	0.14	0.17	0.21	0.24	0.28	0.32	0.35	0.39
	79.65%	0.13	0.17	0.21	0.24	0.28	0.32	0.36	0.40
	84.65%	0.12	0.16	0.20	0.25	0.29	0.33	0.37	0.41

		股票基金日均交易额						
EPS		1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,200	2,400
营 业 费 率	55.00%	0.23	0.23	0.23	0.24	0.24	0.25	0.26
	52.00%	0.25	0.25	0.25	0.26	0.26	0.27	0.28
	49.00%	0.26	0.27	0.27	0.27	0.28	0.29	0.30
	46.00%	0.28	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.31
	43.00%	0.30	0.30	0.31	0.31	0.32	0.33	0.33

来源：国金证券研究所

**图表 21: 西南证券盈利预测表 (单位: 百万元, 每股数据均为元)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2,168.96	703.98	2,052.86	1,936.47	1,040.25	1,808.77	2,056.82	2,226.48
手续费净收入	1,115.94	500.19	894.55	785.71	504.67	520.27	568.15	657.44
手续费收入	1,167.85	528.66	917.08	803.88	519.83	536.36	585.72	677.77
手续费支出	51.91	28.47	22.53	18.17	15.15	16.09	17.57	20.33
承销收入	159.70	41.21	178.67	353.92	515.62	522.45	555.30	570.15
受托管理收入	-	-	-	3.06	39.75	43.60	50.32	58.38
净利息收入	89.35	108.55	111.56	164.91	270.32	293.94	309.13	329.29
利息收入	147.24	155.54	139.56	207.36	335.88	340.48	360.42	386.29
利息支出	57.89	46.99	28.00	42.45	65.55	46.55	51.29	56.99
投资收益	756.22	63.79	751.88	645.76	178.05	226.21	313.20	333.77
公允价值变动	12.21	-38.77	45.17	-105.00	-484.33	135.21	186.91	196.26
其他业务收入	35.54	29.01	71.03	91.18	55.91	67.10	73.81	81.19
<b>营业支出</b>	676.63	505.88	804.66	892.74	820.80	986.23	1,017.39	1,033.78
业务及管理费	587.84	473.36	696.96	781.42	849.26	886.30	905.00	912.86
营业税金及附加	93.06	30.60	102.04	101.92	73.34	90.44	102.84	111.32
资产减值损失	-5.14	1.19	2.28	0.94	-106.89	1.04	1.09	1.14
其他业务支出	0.87	0.73	3.38	8.46	5.08	8.46	8.46	8.46
<b>营业利润</b>	1,492.33	198.10	1,248.20	1,043.73	219.46	822.54	1,039.43	1,192.70
营业外收入	4.41	13.63	39.22	4.30	118.66	5.00	5.25	5.51
营业外支出	56.36	13.21	15.10	2.71	2.94	3.24	3.56	3.92
<b>利润总额</b>	1,440.38	198.52	1,272.32	1,045.32	335.18	824.30	1,041.12	1,194.29
所得税	467.38	56.45	265.16	240.04	72.50	189.59	239.46	274.69
所得税率	32.45%	28.44%	20.84%	22.96%	21.63%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>净利润</b>	973.00	142.07	1,007.16	805.28	262.68	634.71	801.66	919.61
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-
归属母公司所有者的净利润	973.00	142.07	1,007.16	805.28	262.68	634.71	801.66	919.61
<b>Per share data</b>								
股本, 期末(mn)	2,336.62	2,336.62	1,903.85	2,322.55	2,322.55	2,322.55	2,322.55	2,322.55
EPS(basic)	0.42	0.06	0.53	0.35	0.11	0.27	0.35	0.40
EPS(Diluted)	0.42	0.06	0.53	0.35	0.11	0.27	0.35	0.40
BVPS	1.38	1.42	2.46	4.79	4.26	4.51	4.79	5.11
BVPS(Diluted)	1.38	1.42	2.46	4.79	4.26	4.51	4.79	5.11

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	2	4
买入	0	0	0	2	4
持有	0	0	0	4	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.25	2.14

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-30	持有	15.41	N/A
2 2010-06-02	持有	12.74	12.30 ~ 15.00
3 2010-08-30	持有	13.17	N/A
4 2010-10-25	持有	13.70	N/A

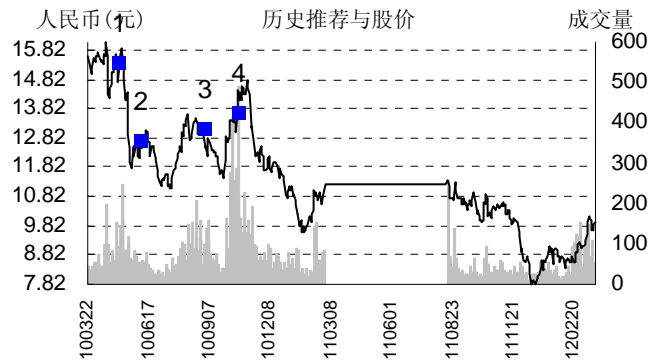
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B