



西南证券(600369.SH):

坐镇西南边陲, 展现创新实力

⑤ 核心观点

从宏观角度来看, 西南证券未来的发展有两大依托: 一是西部大开发和丝绸之路经济带为西部地区带来的发展机遇, 有望为以西部地区为主要服务对象的西南证券提供良好的业务机会; 二是证券行业创新改革的逐步推出, 有望引领整个行业走向高速发展时期。

从业务角度来看, 西南证券的业务亮点主要是新三板、并购重组以及创新业务。西南证券是首家控股股权交易中心的券商, 而场外市场的发展将为其提供良好的发展机会; 并购市场的客观前景也为投行业务去 IPO 化提供了补充性的业务机会; 同时, 西南证券通过收购西南期货、西证创新、西证股权等多家子公司, 已经打造金融全产业链, 未来有望迎来爆发性的增长, 依托西南边陲, 打造西南地区的金融航母。

⑤ 投资建议

我们看好西南证券的地域优势, 在西部大开发以及丝绸之路经济带的战略推动下, 西部地区有望迎来经济大发展, 而其中金融机构要发挥其服务于实体经济的本质作用, 将起到至关重要的作用。另外, 西南证券在新三板、并购业务、场外市场等创新业务方面已提前布局, 同时通过收购子公司打造金融全产业链, 我们看好其在创新业务方面的表现。

因此, 我们对西南证券(600369)给出首次**强烈推荐评级**, 14年目标价格11元。

⑤ 盈利预测

我们预计2014、2015、2016年公司净利润分别为8.23亿元、10.38亿元、13.29亿元; 预计2014、2015、2016年的EPS分别为0.29、0.37、0.47(考虑2014年定增影响)。

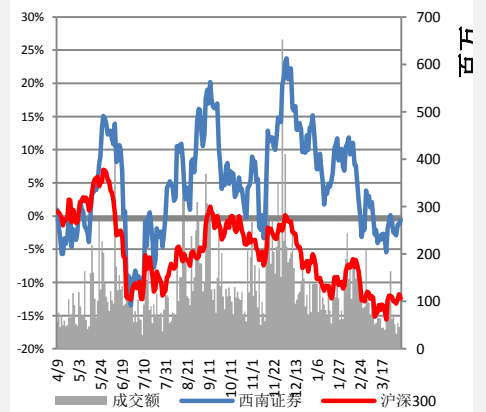
⑤ 风险提示

监管部门对创新业务的支持力度会影响到公司的利润情况
大盘走低可能压制股票表现

西南证券(600369.SH)

投资评级: **强烈推荐**

市场表现 截止 2014-04-08



市场数据 2014-04-08

收盘价	8.74
52周内高	11.05
52周内低	7.07
总市值(百万元)	24669.13
流通市值(百万元)	20299.13
总股本(百万股)	2822.55
流通股(百万股)	2322.55
每股净资产(元)	0.2700

分析师: 赵莎莎

证书编号: S1490514030002

联系人: 宋蕊

Tel: 010-58565126

Email: songrui@hrsec.com.cn

目 录

一、西部大开发+金融改革：双重利好	4
1、西部大开发新举措：丝绸之路经济带.....	4
2、金融改革催生行业发展良机.....	7
二、坐镇西南边陲，打造金融中心	9
1、依托渝富集团，实现金融控股集团协同效应.....	9
2、经纪业务表现平稳，占比逐年降低.....	11
3、地域性优势提升并购业务及再融资业务优势.....	12
4、量化投资和固收投资改善自营业务表现.....	14
5、以西证创新为首的子公司表现出色.....	15
三、定增拓宽公司实力，创新提升发展亮点	16
1、定向增发增强公司资本实力.....	16
2、控股重庆 OTC，分享新三板盛宴.....	17
3、投行去 IPO 化，并购业务成为主力军.....	18
四、盈利预测与估值	19
五、投资建议	19
六、风险提示	20
附表	20

图表目录

图表 1: 西部地区的 GDP 总值仍落后于中东部地区 (亿元)	4
图表 2: 06 年开始西部地区的 GDP 增长率快于中东部地区	4
图表 3: 西部地区的全社会固定资产投资总额在稳定增长 (亿元)	5
图表 4: 04 年开始西部地区的全社会固定资产投资增长率快于东部地区	6
图表 5: 券商的盈利状况正在进入上升周期	7
图表 6: 券商杠杆率基本上在 1.5 倍左右 (2013.Q3)	8
图表 7: 上市券商的净利润均出现明显增长 (亿元)	8
图表 8: 上市券商三季度净利润及营业收入同比增长率	9
图表 9: 西南证券的前十大股东 (2013 年底)	10
图表 10: 公司营业收入主要分布在西南地区	10
图表 11: 西南证券各业务占比变动趋势	11
图表 12: 西南证券营业部主要分布在重庆地区	12
图表 13: 经纪业务收入平稳增长, 占全行业比例 0.76% (亿元)	12
图表 14: 2013 年西南证券股权融资规模在上市券商中排名居前	13
图表 15: 2013 年西南证券股债承销家数排名居中	13
图表 16: 股权及债券融资市场份额表现平稳	14
图表 17: 西南证券风险指标变动	15
图表 18: 西南证券子公司一览表	16
图表 19: 西南证券定增情况	17
图表 20: 新三板挂牌股份总量排名第三	17
图表 21: 新三板挂牌企业数量增长迅猛	18
图表 22: 并购业务前景良好	19

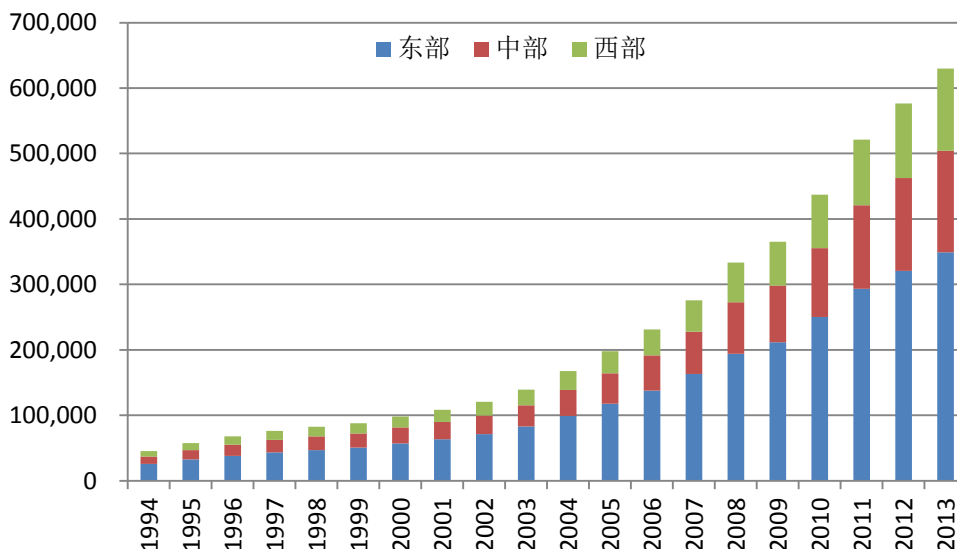
一、西部大开发+金融改革：双重利好

1、西部大开发新举措：丝绸之路经济带

西部大开发是加快中西部的确发展的重要战略。2000年1月，国务院西部地区开发领导小组召开西部地区开发会议，研究加快西部地区发展的基本思路 and 战略任务，部署实施西部大开发的重点工作。2000年10月，中共十五届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》，把实施西部大开发、促进地区协调发展作为一项战略任务，强调：“实施西部大开发战略、加快中西部地区发展，关系经济发展、民族团结、社会稳定，关系地区协调发展和最终实现共同富裕，是实现第三步战略目标的重大举措。”

西部地区正在拉近与中东部地区的差距。2000年时，东部地区的GDP总值为5.74万亿人民币，中部地区为2.40万亿人民币，而西部地区仅为1.71万亿人民币，为东部地区的29.8%，中部地区的71.25%。到2013年，东部地区的GDP总值达到34.93万亿人民币，中部地区达到15.47万亿人民币，西部地区达到12.6万亿人民币，为东部地区的36.07%，西部地区的81.44%，西部地区正在迅速拉近与中东部地区的差距。从增长速度来看，13年间，东部地区增长了508.53%，年均增长14.9%；中部地区增长了544.58%，年均增长15.4%；西部地区增长了636.84%，年均增长16.6%。

图表 1：西部地区的GDP总值仍落后于中东部地区（亿元）



数据来源：国家统计局，华融证券整理

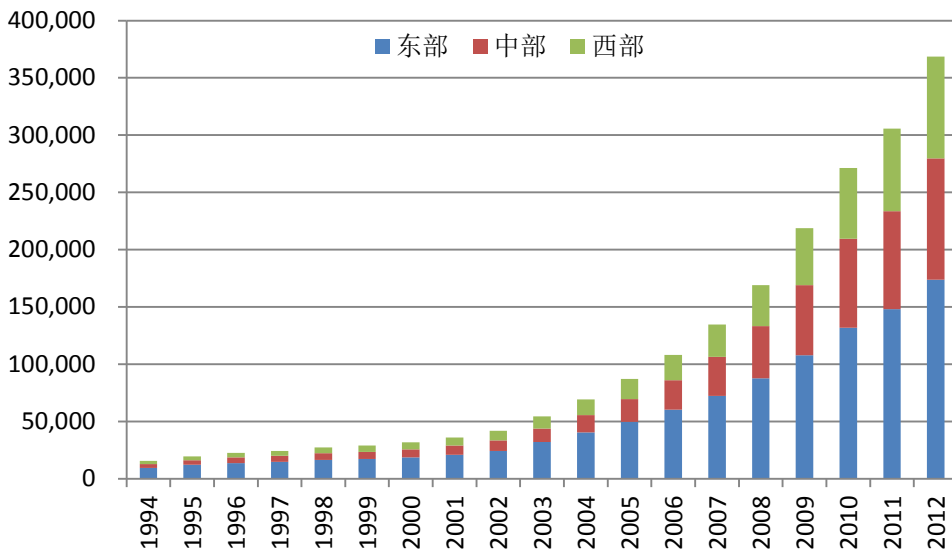
图表 2：06年开始西部地区的GDP增长率快于中东部地区



数据来源：国家统计局，华融证券整理

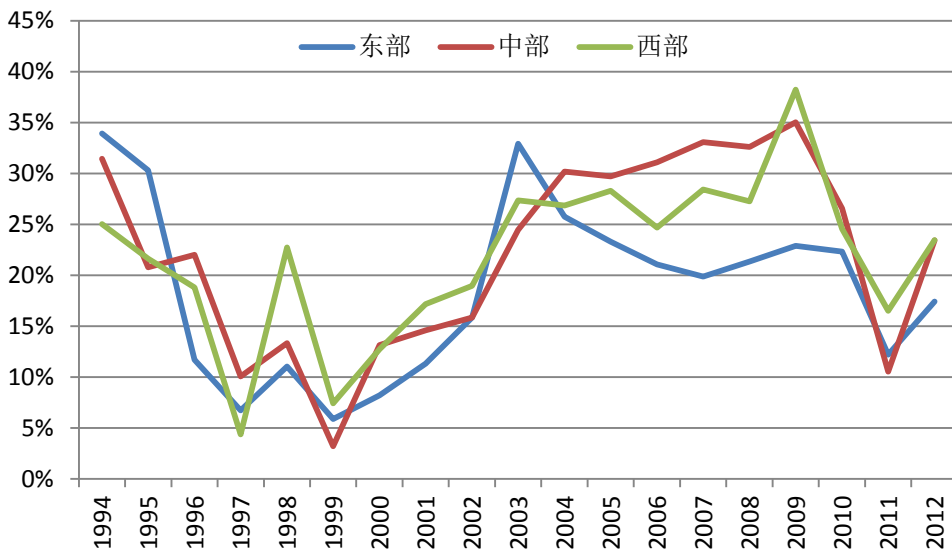
2013年是西部大开发攻坚克难的一年。2014年2月，发改委表示，2014年将全力推进西部大开发不断迈向深入，稳步推进城镇化建设。促进农村人口就近转移就业。2013年是西部地区经济社会发展“赶与转”和“爬坡过坎”、攻坚克难的关键一年，2014年，要继续深入落实党中央、国务院推进新一轮西部大开发的各项政策措施，积极推动解决落实事关西部大开发长远发展的大事、制约西部地区经济社会发展的难事、惠及各族群众特别是老少边穷地区老百姓的实事，重点抓好政策完善、规划指导、资金落实、项目推进等关键问题，努力推动西部地区经济社会持续健康发展。具体措施包括，坚定不移把西部大开发摆在区域发展优先位置，切实完善和落实差别化的经济政策；继续推进基础设施建设；推进生态环境保护修复和生态文明试点示范；大力发展特色优势产业；稳步推进城镇化建设；全面深化改革扩大开放等等。

图表 3：西部地区的全社会固定资产投资总额在稳定增长（亿元）



数据来源：国家统计局，华融证券整理

图表 4：04 年开始西部地区的全社会固定资产投资增长率快于东部地区



数据来源：国家统计局，华融证券整理

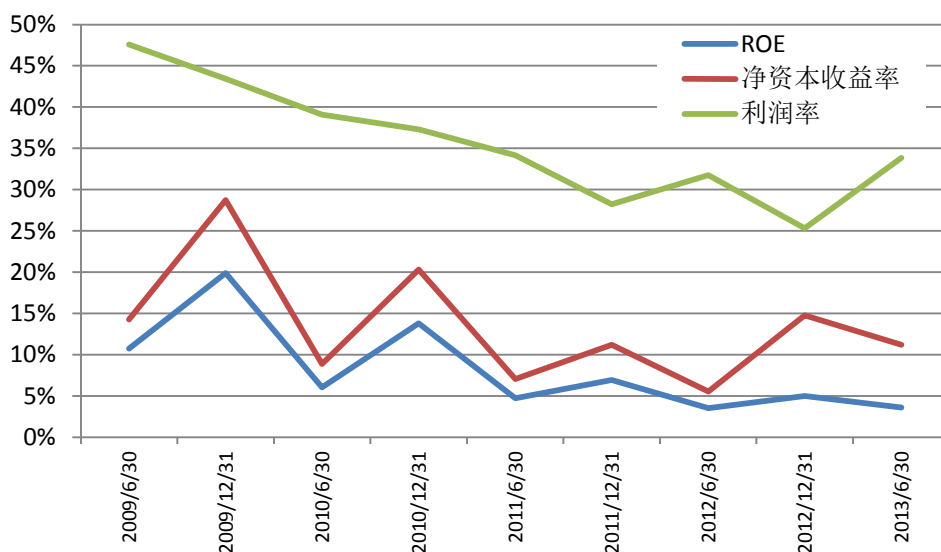
丝绸之路经济带有望推动证券行业飞速发展。2013年，习近平主席提出了“丝绸之路经济带”的构想，这是中国政府首次就洲际经济合作一体化进程提出的具体构想。丝绸之路经济带，是在古丝绸之路概念基础上形成的一个新的经济发展区域，包括西北五省区（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆）和西南四省区（重庆、四川、云南、广西）。丝绸之路经济带可以叠加欧盟和环太平洋经济带的经济需求，带动我国经济实力较薄弱的西部地区，有望成为新的开放前沿。而西南证券作为注册在

重庆、布局在西南地区的 A 类券商，有望借助西部大开发的良好契机，在国企改革、新三板、场外市场等热点业务方面实现跨越式发展。

2、金融改革催生行业发展良机

三中全会为金融改革奠定理论基础。中共十八届三中全会上发布了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，《决定》的总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化，重点是经济体制改革，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。其中，关于金融层面，《决定》提出，要推动金融领域全面深化改革，推动建立更为开放、更为市场化的高效金融体系，这将为金融业和集团带来新的发展机遇。我们认为，金融改革将伴随着经济转型和结构调整，成为未来 3-5 年内的主要发展方向。市场正在逐步对新一届政府的改革力度形成共识，我国经济在未来继续增长的潜力依旧很大。《决定》已经为我们勾画了一副金融改革的路线图，从支持资本市场改革和国家产业转型的角度看，3-5 年内将是证券行业跨越式发展的转型期，金融改革将为券商提供一个优秀的发展平台，新三板、场外市场、创新式衍生品、结构化产品等等，都将为券商提供非常好的发展机遇。而在市场环境整体转好的基础下，券商 ROE 有望整体步入上升新周期。

图表 5：券商的盈利状况正在进入上升周期



数据来源：Wind，华融证券整理

利率市场化助推券商多元化金融产品创新。目前我国已经实现了贷款利率市场化，但是对金融机构而言，影响最大的仍然是存款利率市场化。存款利率市场化将对银行、信托等以筹资为主要资金来源的金融机构产生较大的负面影响，也会在一定程度上提高券商的筹资成本，收窄券商利差收入。但整体而言，券商受到的冲击

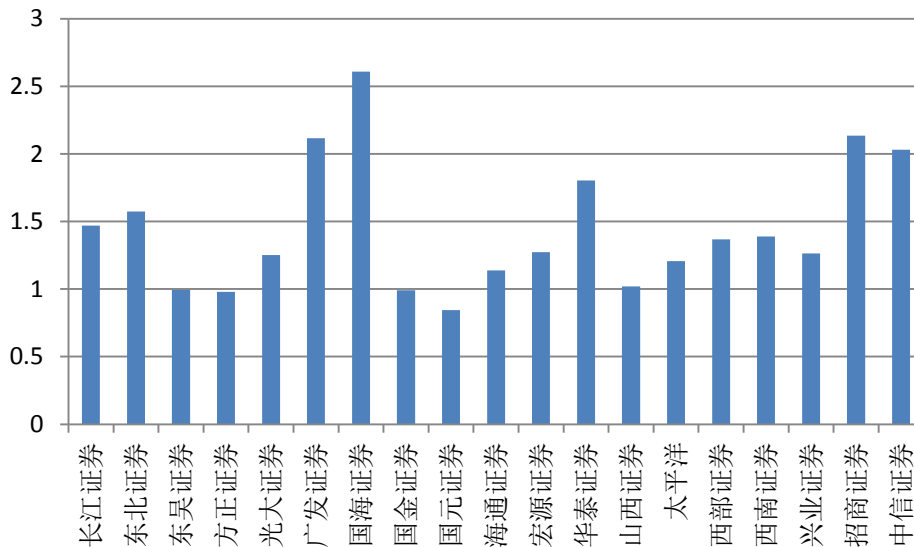
较小，同时，会带动券商多元化金融产品创新的步伐，为券商提供新的利润空间。

多层次资本市场体系的建设提升券商投行收入。目前，企业主要的筹资方式还是通过主板及中小板市场，三板及场外市场相对较弱。但随着多层次资本市场体系的完善，新三板及区域性股权交易市场将获得飞速发展的机遇。虽然新三板目前保荐收入与成本不相上下，并未给券商带来直接收益。但随着做市商制度的推出，新三板可以为券商提供全业务链的发展机会。

金融领域的对内对外开放扩展券商的发展空间。对内开放方面，长期以来，金融业准入门槛较高，民间资本难以进入，金融业的对内开放主要强调降低金融业准入门槛，允许具备条件的民间资本依法设立中小型银行等金融机构，给予民间资本平等的空间。对外开放则主要强调资本金融项目下的可兑换程度、资本市场的双向开放、人民币资本项目可兑换。这些将为券商提供更广阔的发展空间。

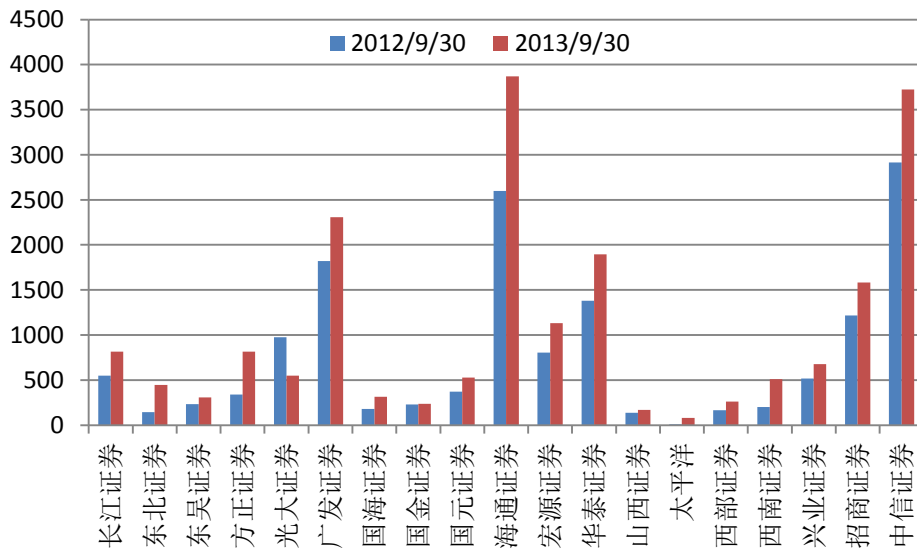
杠杆率的提升将推动 ROE 进入上升周期。目前，我国证券行业正处于从传统业务模式向资本中介业务模式转型时期，而资本中介型业务如融资融券业务、股权质押业务等，大多是资本消耗型，因此，证券公司的融资需求越加强烈。同时，监管部门重新启动了券商短期融资券、公司债、次级债等融资工具，拓宽了券商的融资渠道，券商将通过多种外部融资方式改善资金需求，提升杠杆率，从而推动 ROE 提升。

图表 6：券商杠杆率基本上在 1.5 倍左右 (2013.Q3)



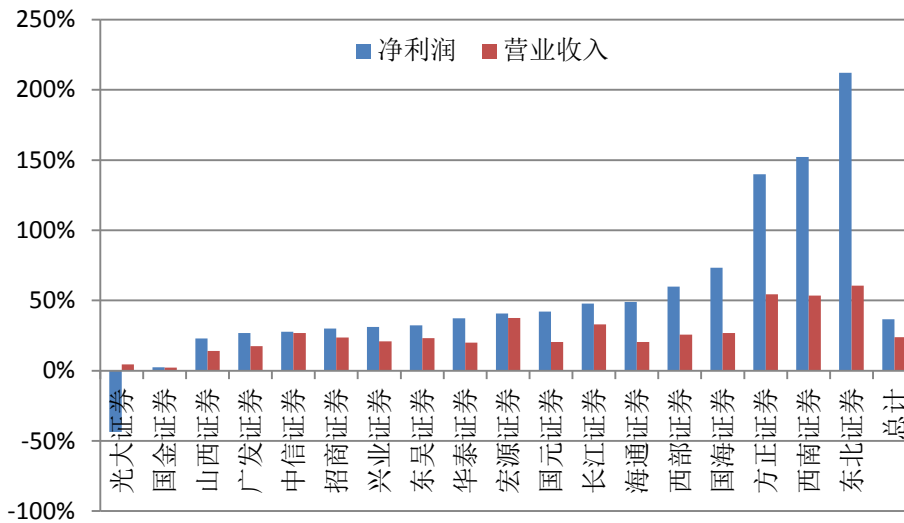
数据来源：Wind，华融证券整理

图表 7：上市券商的净利润均出现明显增长 (亿元)



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 8：上市券商三季度净利润及营业收入同比增长率



数据来源：Wind，华融证券整理

二、坐镇西南边陲，打造金融中心

1、依托渝富集团，实现金融控股集团协同效应

西南证券的大股东是重庆渝富资产管理集团有限公司，渝富集团成立于 2004 年，是经重庆市人民政府批准组建的国有独资公司，主要经营市政府授权范围内的

资产收购、处置相关产业投资、企业重组兼并顾问代理等等。截至 2013 年底，公司注册资本 100 亿元，资产总额 813 亿元，参控股企业 48 家，土地储备 4 万余亩。渝富集团旗下的全资子公司有渝富地产公司、渝富投资公司、重庆工业博物馆、重庆红池投资和渝富城市新区公司；同时还参股重庆银行、重庆农业商业银行、西南证券、安诚保险、银海租赁、重庆股份转让中心、重庆渝富（香港）等多家金融公司。

图表 9：西南证券的前十大股东（2013 年底）

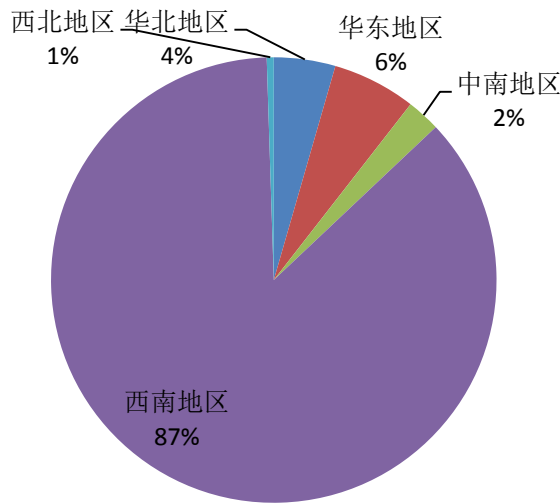
公司名称	持有股数	占比	股东性质
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	939,536,796	40.45	国有法人
中国建银投资有限责任公司	164,213,506	7.07	国有法人
重庆国际信托有限公司	116,398,087	5.01	境内非国有法人
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	101,785,800	4.38	国有法人
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	100,000,000	4.31	国有法人
重庆国创投资管理有限公司	88,000,000	3.79	国有法人
重庆高速公路集团有限公司	50,000,000	2.15	国有法人
重庆市水利投资(集团)有限公司	50,000,000	2.15	国有法人
重庆市水务资产经营有限公司	49,929,382	2.15	国有法人
重庆市涪陵区城乡资产管理有限公司	26,972,900	1.16	国有法人

数据来源：公司年报，华融证券整理

2014 年 3 月，渝富集团与四川航空集团、两江开发集团、江北嘴投资公司等企业或区县敲定 12 项战略合作协议，向“打造以金融控股为主要特征的国有资本投资运营公司”目标迈出实质性步伐。其中，主要涉及到创新发展、承接川渝合作、助推五大功能区域建设、混合所有制经济发展四个方面，比如渝富集团与西南证券、水务集团预计合作设立香港基金管理公司，吸引国际资本进入西南地区，计划首期募集资金金额不低于 10 亿元人民币。

而作为唯一一家注册地在重庆的证券公司，也是重庆唯一一家 A 股上市的金融机构，西南证券有望借助西部大开发和长江上游区域性金融中心建设的历史机遇，充分发挥在业务拓展、兼并扩张等方面的区域优势，全力提升综合实力，从而将地域优势发展成为自身的核心竞争力，进入加速发展的快车道。

图表 10：公司营业收入主要分布在西南地区

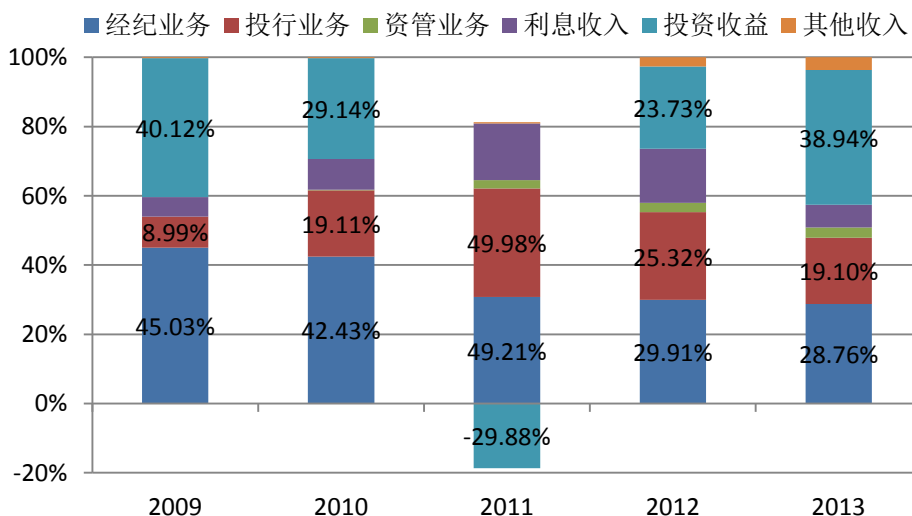


数据来源：公司年报，华融证券整理

2、经纪业务表现平稳，占比逐年降低

从 2013 年年报来看，西南证券的三大支柱型业务是经纪业务、自营业务和投行业务。其中，经纪业务实现收入 5.55 亿元人民币，同比增长 46.52%；自营业务表现出色，实现收入 7.52 亿元，同比大增 149.91%；投行业务在 IPO 暂停、全行业投行业务普遍不景气的状况下，依然实现收入 3.69 亿元，同比增长 14.87%。

图表 11：西南证券各业务占比变动趋势



数据来源：Wind，华融证券整理

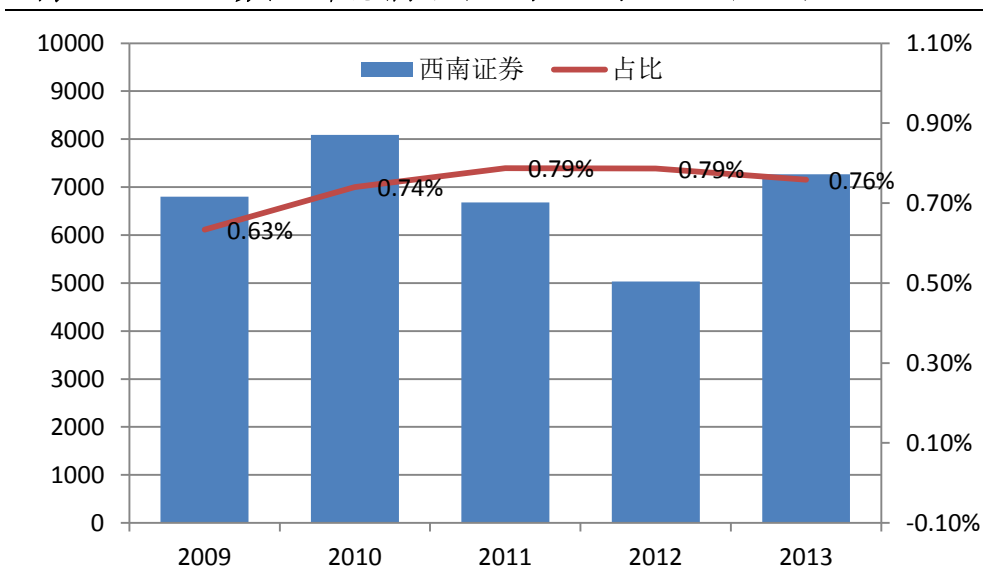
经纪业务正在稳定发展。2013 年，西南证券共获批设立 45 家证券营业部，其中，10 家证券营业部已经建成开业，35 家正在筹建中。目前西南证券共有 86 家证券营业部（含获得核准批复正在筹建中的营业部），其中重庆地区有 42 家证券营业部，实现了对重庆区县的全覆盖，其他 44 家证券营业部分布在北京、上海、天津、广东、浙江等全国 24 个省、直辖市及自治区。从股基成交额来看，2013 年，西南证券实现股基成交额 7268.47 亿元，占全行业股基成交额比例为 0.76%，在证券公司中排名第 32 位。

图表 12：西南证券营业部主要分布在重庆地区

省份	营业部家数
重庆	42 家
北京、江苏	4 家
上海、广东、浙江、山西、四川、云南	3 家
福建、河北、宁夏	2 家
天津、山东、河南、湖北、湖南、甘肃、安徽、青海、辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古	1 家

数据来源：公司公告，华融证券整理

图表 13：经纪业务收入平稳增长，占全行业比例 0.76%（亿元）



数据来源：Wind，华融证券整理

3、地域性优势提升并购业务及再融资业务优势

并购业务表现出色，拉升投行业务收入。2013 年，西南证券股权融资及债券融资均表现平稳，市场份额比往年略有萎缩，但投行业务净收入同比大增 19.1%，主要来源于并购业务的出色表现。2013 年西南证券完成境内并购重组财务顾问业务 38 家，其他财务顾问业务 43 家，总营业收入达到 15848.34 万元，并购业务家数在全行业排名第二，同时，还获得了并购重组财务顾问业务 A 类评级(仅 10 家)。西南证券的地域和项目资源优势正在逐步显现，我们认为，随着与地方政府合作的进一步加深，其并购和再融资业务有望继续爆发。

图表 14：2013 年西南证券股权融资规模在上市券商中排名居前

机构名称	家数	金额(万元)	占比(%)
中信证券	12	2,432,477.15	9.04
华泰证券	10	1,076,158.33	4.00
国海证券	6	817,545.45	3.04
方正证券	3	783,081.14	2.91
海通证券	9	660,082.22	2.45
兴业证券	6	575,856.81	2.14
西南证券	11	556,123.52	2.07
山西证券	4	386,843.73	1.44
广发证券	6	316,774.10	1.18
光大证券	4	301,113.00	1.12
宏源证券	3	280,711.05	1.04
国元证券	2	209,027.43	0.78
国金证券	2	137,789.79	0.51
东北证券	2	84,547.87	0.31
长江证券	4	153,089.67	0.57
东吴证券	1	22,911.06	0.09

数据来源：Wind，华融证券整理

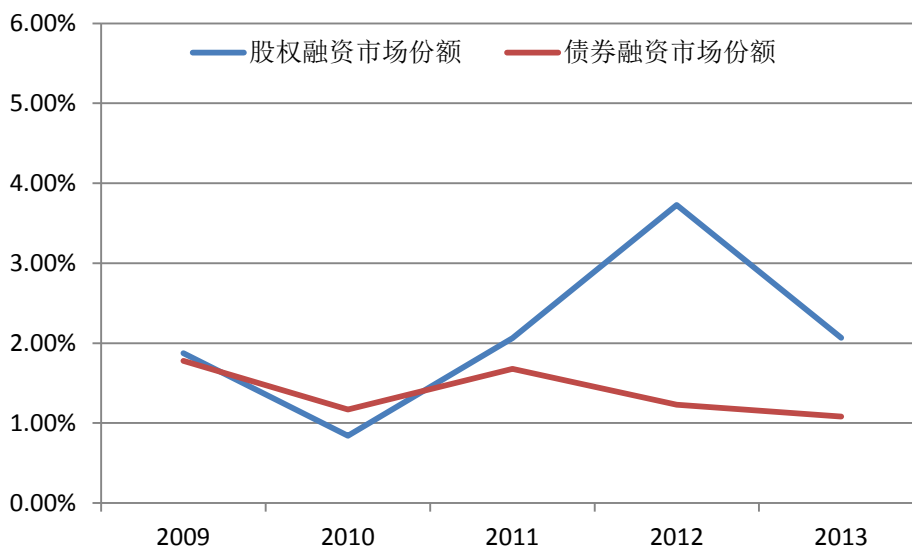
图表 15：2013 年西南证券股债承销家数排名居中

机构名称	总计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信证券	154	1	11	0	0	142
海通证券	39	0	9	0	1	29
广发证券	35	0	5	1	0	29
宏源证券	34	0	3	0	0	31
华泰证券	34	0	10	0	1	23
兴业证券	31	0	4	2	0	25
招商证券	27	0	9	0	0	18
光大证券	24	0	4	0	0	20
西南证券	20	0	11	0	0	9

东吴证券	18	0	1	0	0	17
国海证券	17	0	6	0	0	11
方正证券	15	0	3	0	1	11
山西证券	13	0	4	0	0	9
长江证券	10	0	1	0	0	9
国金证券	9	0	1	1	0	7
东北证券	9	0	2	0	0	7
太平洋	6	0	0	0	0	6
西部证券	6	0	0	0	0	6
国元证券	4	0	2	0	0	2

数据来源：Wind，华融证券整理

图表 16：股权及债券融资市场份额表现平稳



数据来源：Wind，华融证券整理

4、量化投资和固收投资改善自营业务表现

固定收益类证券规模显著增长。2013 年上证综指全年累计下跌 6.75%，在股票市场和债券市场大幅震荡的不利情形下，西南证券优化传统方向性投资、量化投资和固定收益投资三块业务的资金配置，适当降低传统方向性投资的规模，加大量化投资投入，减小证券投资业务对公司整体业绩造成的大幅波动，同时通过股指期货、国债期货和利率互换等金融衍生工具，对股票和固定收益类证券实施套期保值，充分改善了自营业务的表现，全年自营业务实现营业收入 2.65 亿元，同比增长 44.22%；营业利润 1.88 亿元，同比增长 45.45%。而从风险指标来看，2013 年公司的自营权益类证券及证券衍生品规模、固定收益类证券规模都出现了显著增长，

主要是由于公司对国债期货、利率互换等业务投资的增加，以及按照监管要求将约定购回式证券交易持有的证券计入了自营权益类证券及证券衍生品规模所致。

图表 17: 西南证券风险指标变动

项目名称	2013/12/31	2012/12/31	增减百分比
净资本（亿元）	61.29	74.05	-17.23%
净资本/各项风险资本准备之和	526.06%	1307.62%	-59.77%
净资本/净资产	57.42%	71.18%	-19.33%
净资本/负债	41.82%	350.62%	-88.07%
净资产/负债	72.83%	492.60%	-85.22%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	70.66%	12.90%	447.75%
自营固定收益类证券/净资本	199.85%	66.06%	202.53%

数据来源：公司年报，华融证券整理

5、以西证创新为首的子公司表现出色

2013 年，西南证券成功新设西证创新公司，通过控股重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司，搭建投融资平台，以产业基金投资的形式支持地方经济和实体企业的发展；收购西南期货公司，完善了产业链条；成功在香港特别行政区新设西证国际公司，加快了国际化步伐；控股重庆股份转让中心，成为全国首家券商控股区域股权交易中心，着手实施活跃交易商制度，并成功获得私募债备案资格，服务中小企业融资。

西证股权投资有限公司：西证股权投资有限公司成立于 2010 年 3 月，经营范围为股权投资。2013 年，西证投资公司持续加强项目的考察、投资和维护，已有前期投资项目实现主板上市，将为公司提供新的利润贡献。年内重点研究和考察项目 53 个，完成重庆 2 家项目共 1.135 亿元的投资，实现营业收入 1,585.90 万元，同比增长 122.15%，净利润-299.68 万元，同比下降 238.89%。

西证创新投资有限公司：西证创新投资有限公司成立于 2013 年 4 月，经营范围为从事投资业务及相关资产管理；投资咨询服务；企业财务顾问服务。西证创新公司通过收购方式控股了重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司，从事股权投资管理业务，2013 实现营业收入 19,853.17 万元，营业利润 19,302.08 万元，净利润 14,486.71 万元。

西证国际投资有限公司：西证国际投资有限公司系公司在香港特别行政区注册设立的全资子公司，成立于 2013 年 11 月，

西南期货有限公司：西南期货有限公司于 2013 年 10 月被西南证券全资收购；2014 年 1 月，西南期货经纪有限公司经核准更名为西南期货有限公司。2013 年实现营业收入 96.10 万元，净利润-149.60 万元。

重庆股份转让中心有限责任公司：2013 年 2 月，西南证券收购了重庆股份转让中心有限责任公司 53% 的股权，进一步明确了其战略定位，通过创新合作方式，强化对市场资源的整合，打造差异化竞争力，强化服务实体经济能力。2013 年实现营业收入 2,970.05 万元，净利润 942.06 万元。

银华基金管理有限公司：西南证券持有银华基金管理有限公司 49% 股权，为其第一大股东，经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理等。2013 年，在行业竞争激烈、收入利润整体下滑的背景下，银华基金抓住机遇发展业务，经营业绩继续提升，有效资产份额位居行业第八。2013 年，银华基金公司实现营业收入 10.41 亿元，同比增长 12.54%；其中西南证券在银华基金公司实现投资收益 1.46 亿元，同比增长 48.98%。

图表 18：西南证券子公司一览表

名称	成立时间	注册资本	持股比例
西证股权投资有限公司	2010-3-29	6亿元人民币	100%
西证创新投资有限公司	2013-4-15	6亿元人民币	100%
西南期货有限公司	1995-6-26	0.5亿元人民币	100%
西证国际投资有限公司	2013-11-29	0.2亿港元	100%
重庆股份转让中心有限责任公司	2012-12-4	1.5625亿元人民币	53%

数据来源：公司年报，华融证券整理

三、定增拓宽公司实力，创新提升发展亮点

1、定向增发增强公司资本实力

从证券业协会发布的 2013 年证券公司经营数据来看，115 家证券公司实现营业收入 1592.41 亿元，其中融资融券业务收入达到 184.62 亿元，比 2012 年的 52.6 亿元增长 2.51 倍；资产管理业务收入达到 70.3 亿元，比 2012 年的 26.76 亿元增长 1.63 倍。资本中介业务的发展对券商净资本规模提出了更高的要求。2012 年 5 月，券商短期融资券悄然重启，至今已有 34 家券商发行了 188 只短期融资券，融资规模达到 4228 亿元。而随着资本中介业务的发展，券商的净资本瓶颈将进一步凸显，迫切需要通过增资、并购、发债等多种方式提升公司开展资本中介业务的能力。

券商资本中介业务的发展主要考验三个方面的竞争力。一是对于资金消耗型业

务要有定价能力，从而提升利差水平；二是要有负债（或者资本补充）的能力，比如顺畅的资金来源渠道，低成本的资金来源等；三是要有完善的风险管理能力，在杠杆水平增加的同时，能够有效控制流动性风险和项目风险。

2014 年 2 月，西南完成 2013 年度非公开发行股票事宜，发行数量 5 亿股，总股本相应由 23.22 亿股变更为 28.22 股；发行价格为 8.62 元/股；募集资金净额为 42.5 亿元。发行后，新增重庆城建、江北嘴集团、重庆高速、重庆水务资产为持有或控制公司 5% 股份以上的股东。

图表 19：西南证券定增情况

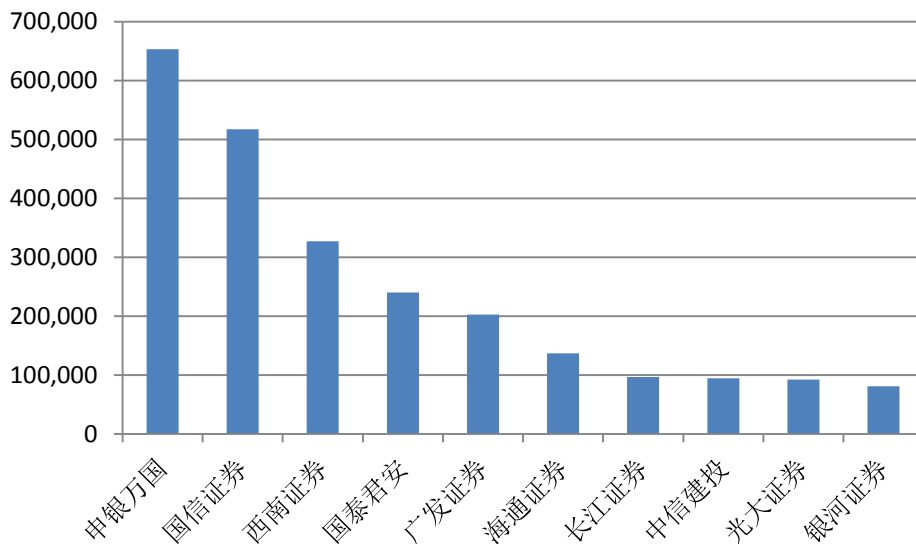
发行对象	认购数量（股）	限售期（月）
重庆市城市建设投资（集团）有限公司	150,000,000	36
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	150,000,000	36
重庆高速公路集团有限公司	150,000,000	36
重庆市水务资产经营有限公司	50,000,000	36

数据来源：公司公告，华融证券整理

2、控股重庆 OTC，分享新三板盛宴

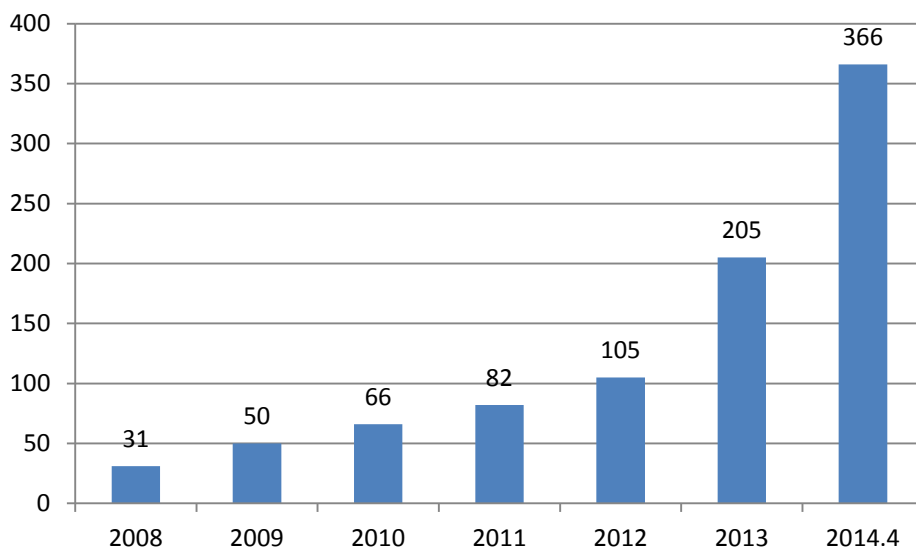
随着新三板的推出，多家券商都开始参股股权交易中心，比如财通证券、浙商证券参股浙江股权交易中心，广发、国信和中信证券参股深圳前海股权交易中心，宏源证券参股新疆股权交易市场等，西南证券则成为首家控股股权交易中心的券商。完成重庆 OTC 控股后，西南证券正积极推动其各项创新业务快速发展，着手实施活跃交易商制度，进一步加强新三板和重庆 OTC 项目的调研、储备和开发，2013 年新增签约企业 31 家，成功完成 2 单重庆股份转让中心挂牌项目。目前新三板共有挂牌企业 721 家，我们认为，新三板扩容刚刚起步，在未来 5 年内，新三板仍将保持快速发展的阶段，5 年后进入稳定发展期。西南证券一方面拥有西南地区的区域性优势，利于开展当地的新三板业务，另一方面，控股重庆 OTC 将从中介服务商的角度为西南证券提供新的利润增长点。

图表 20：新三板挂牌股份总量排名第三



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 21：新三板挂牌企业数量增长迅猛



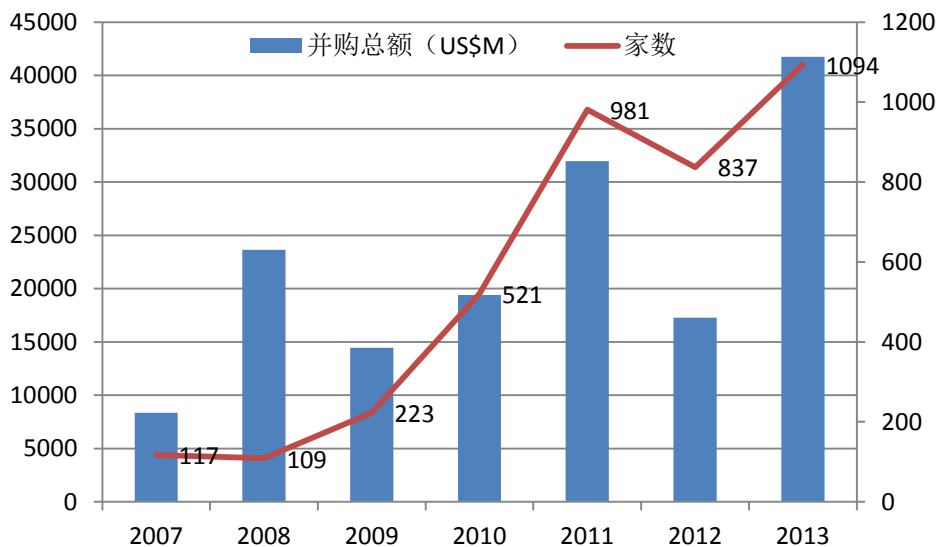
数据来源：Wind，华融证券整理

3、投行去 IPO 化，并购业务成为主力军

根据资料显示，2006年，西南证券就开始组建专业化团队从事并购重组业务，至今已有七年，积累了丰富的项目资源和业务经验。目前，西南证券的并购业务部有44名员工，在“以客户为中心”的倡导下，已经拥有一批稳定客户，并为其提供持续的、专业化的服务。同时，按照中证协公布的《2013年度证券公司从事上

市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价结果》，10 家券商被评为 A 类（分别为：东海证券、广发证券、国泰君安、华泰联合、齐鲁证券、西南证券、中金公司、中信建投、中信证券、中银国际），24 家获评 B 类，38 家公司被评为 C 类。这意味着西南证券的并购项目有可能进入快速/豁免审核通道。我们预计 2014 年有望迎来并购热潮年，西南证券在并购业务中的表现值得期待。

图表 22：并购业务前景良好



数据来源：清科研究中心，华融证券整理

四、盈利预测与估值

截至 2014 年 4 月 8 日，渤海租赁 EPS (TTM) 0.22 元/股，市盈率 (TTM) 39.8 倍，市净率 1.66 倍。

我们认为接下来 3-5 年间，创新业务将推动证券行业进入高速发展期，而西南证券地处西南边陲，拥有良好的西南区域优势，在丝绸之路经济带的战略推动下，有望借此迅速发展壮大。我们预计 2014、2015、2016 年公司净利润分别为 8.23 亿元、10.38 亿元、13.29 亿元；预计 2014、2015、2016 年的 EPS 分别为 0.29、0.37、0.47（考虑 2014 年定增影响）。

五、投资建议

我们看好西南证券的地域优势，在西部大开发以及丝绸之路经济带的战略推动下，西部地区有望迎来经济大发展，而其中金融机构要发挥其服务于实体经济的本

质作用，将起到至关重要的作用。另外，西南证券在新三板、并购业务、场外市场等创新业务方面已提前布局，同时通过收购子公司打造金融全产业链，我们看好其在创新业务方面的表现。

因此，我们对西南证券（600369）给出首次**强烈推荐**评级，14年目标价格11元。

六、风险提示

监管部门对创新业务的支持力度会影响到公司的利润情况

大盘走低可能压制股票表现

附表

利润表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,267.97	1,964.13	2,337.51	2,688.95	3,140.56
手续费及佣金净收入	734.14	1,014.90	1,288.44	1,546.67	1,850.90
其中：代理买卖证券业务净收入	379.34	555.80	722.54	867.04	1,040.45
证券承销业务净收入	321.23	368.99	442.79	531.34	637.61
受托客户资产管理业务净收入	34.06	58.23	75.70	98.41	127.93
利息净收入	198.96	126.50	164.45	213.79	277.93
投资净收益	-242.32	887.81	888.47	943.10	1,008.94
公允价值变动净收益	542.99	-134.12	-27.06	-41.51	-28.81
汇兑净收益	0.40	-1.30	-0.82	-0.98	-0.94
其他业务收入	33.82	70.33	24.02	27.87	32.54
二、营业支出	884.28	1,197.90	1,257.79	1,320.68	1,386.72
营业税金及附加	65.66	111.15	116.71	122.54	128.67
管理费用	783.07	1,025.03	1,076.28	1,130.10	1,186.60
资产减值损失	21.63	13.52	14.20	14.90	15.65
其他业务成本	13.92	48.20	50.61	53.14	55.80
三、营业利润	383.69	766.23	1,079.72	1,368.27	1,753.84
加：营业外收入	2.95	9.30	34.89	34.02	39.96
减：营业外支出	1.46	66.40	17.72	18.25	21.35
四、利润总额	385.18	709.13	1,096.88	1,384.04	1,772.45
减：所得税	42.77	72.70	274.22	346.01	443.11
五、净利润	342.41	636.43	822.66	1,038.03	1,329.34

归属于母公司所有者的净利润	342.41	630.33	822.66	1,038.03	1,329.34
六、每股收益	0.15	0.27	0.29	0.37	0.47

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

赵莎莎，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn