

西南证券（600369）

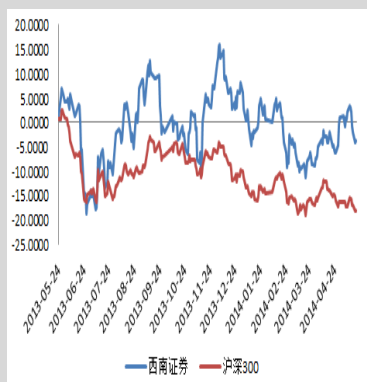
2014年05月22日

投资评级：买入（维持）

市场数据

2014年05月21日

当前股价（元）	8.93
52周最高/最低（元）	10.67/7.46
市盈率	32.77
市净率	1.68
总市值（百万元）	25,205.41
总股本（百万股）	2,822.55
流通股本（百万股）	2,322.55



分析师：田渭东

SAC 执业证书编号：

S0790512030001

联系电话：029-87303020

 Email: tianweidong@kysec.cn

联系人：张月慧

联系电话：029-88447618

 Email: zhangyuehui@kysec.cn

开源证券有限责任公司

地址：西安市高新区锦业路1号

都市之门B座5层

<http://www.kysec.cn>

深耕重庆：服务地方经济特色鲜明

- 目前，公司主要业务经营良好，经纪业务佣金市场化充分，处于上市券商低位，后续受互联网金融等冲击相对较小；投行业务将依托重庆市鼓励企业上市的政策发掘当地企业上市机会，促进区域内企业并购，服务地方政府发债以及搭建中小企业融资平台等多途径做大做强；资管业务将受益于“深耕重庆”战略，有望在资产证券化、收益权凭证等新业务中分得较大蛋糕；自营业务加大债券投资规模，丰富投资品种，风险敞口降低，投资收益波动趋缓；信用中介业务规模处在上市券商后列，扩展空间大，2014年有望爆发。各创新子公司已经开始通过产业基金、综合投融资平台对接实体企业。重庆OTC已经定位于做中小企业融资的核心渠道和投资者私募投资的重要场所，并将打通新三板、主板形成畅通融资通道。
- 崔坚董事长上任后，公司“深耕重庆”战略思维更加清晰，向服务实体经济转型导向明确。作为重庆国资委旗下重要的金融平台之一，公司一方面将受益于重庆经济快速发展带来的增量资源，另一方面也将在董事长带来的资源和总经理市场化运作的双重效应下快速发展壮大。这也是我们看好公司最主要的逻辑之一。
- 公司已经完成了向重庆城市建设、重庆江北嘴投资集团、重庆高速公路集团以及重庆水务资产经营有限公司四大股东的非公开发行，募集资金43亿元。将为公司信用中介业务、投资业务提供资金支持。公司股东大会也通过了西南证券发行公司债的决议，总规模按不超过发行前最近一期末净资产额的40%的规定上限申请，按照2013年年报公布的数据计算，公司债发行规模大约为44亿元。发债申请获批后还将为公司开展新业务提供支撑。
- 预计公司2014年EPS为0.35元，2015年EPS为0.39元，维持公司买入评级。
- **风险提示：市场下行风险 新业务推进受阻**

目 录

一、扎根重庆，盈利能力稳步提升	4
（一）公司业务牌照齐全	4
（二）经营结构优化，盈利能力提升	5
（三）财务杠杆提升 ROE	7
二、传统业务强化优势	8
（一）经纪业务：市场化程度高，未来面临冲击小	8
（二）投行业务：融资并购业务多方发力	9
三、创新业务另辟蹊径	12
（一）信用交易业务将迎来爆发期	12
（二）创新子公司打通实体经济投资渠道	13
（三）新三板与重庆 OTC 产生联动效应	14
四、深耕重庆战略：服务实体经济	15
（一）重庆市经济保持高速发展	15
（二）公司国资背景明显	17
（三）董事长崔坚将带来丰富的地区资源	18
五、投资策略	19

图表目录

图 1: 西南证券子公司.....	5
图 2: 西南证券各项指标排名.....	5
图 3: 西南证券主要业务收入结构.....	6
图 4: 西南证券主要业务业绩增速.....	6
图 5: 西南证券单季度 ROE.....	6
图 6: 西南证券与同类型券商 ROE 对比.....	7
图 7: 西南证券杠杆率回升.....	7
图 8: 西南证券杠杆率略高于行业平均水平.....	7
图 9: 西南证券经纪业务收入占比稳定.....	8
图 10: 西南证券经纪业务市场份额.....	8
图 11: 西南证券近三年佣金率保持稳定.....	9
图 12: 西南证券佣金率处于上市券商后位.....	9
图 13: 西南证券 IPO 市场份额较低.....	9
图 14: 西南证券增发市场份额有所下降.....	9
图 15: 西南证券 2013 年承销业务处于上市券商中部.....	10
图 16: 西南证券 2013 年财务顾问业务评级为 A 类.....	11
图 17: 西南证券财务顾问业务收入增长迅猛.....	11
图 18: 西南证券两融余额稳步增长.....	12
图 19: 西南证券两融份额相对较低.....	12
图 20: 西南证券 2013 年股票质押业务具备上升空间.....	12
图 21: 西南证券 2013 年约定购回业务位居中位.....	12
图 22: 西南证券新三板业务处在上市券商末位.....	15
图 23: 重庆市与全国 GDP 增速对比.....	16
图 24: 重庆市与全国工业增加值增速对比.....	16
图 25: 重庆市国资委为西南证券实际控制人.....	17
图 26: 西南证券历史 PE Band.....	20
图 27: 西南证券历史 PB Band.....	20
表 1: 西南证券 2013 年承销家数排名第二.....	10
表 2: 西南证券 2014 年已发 IPO 情况.....	10
表 3: 西南证券 2013 年财务顾问业务增幅明显.....	11
表 4: 西南证券控股 5 家子公司参股银华基金.....	14
表 5: 西南证券前十大股东.....	18
表 6: 西南证券盈利预测.....	20

一、扎根重庆，盈利能力稳步提升

（一）公司业务牌照齐全

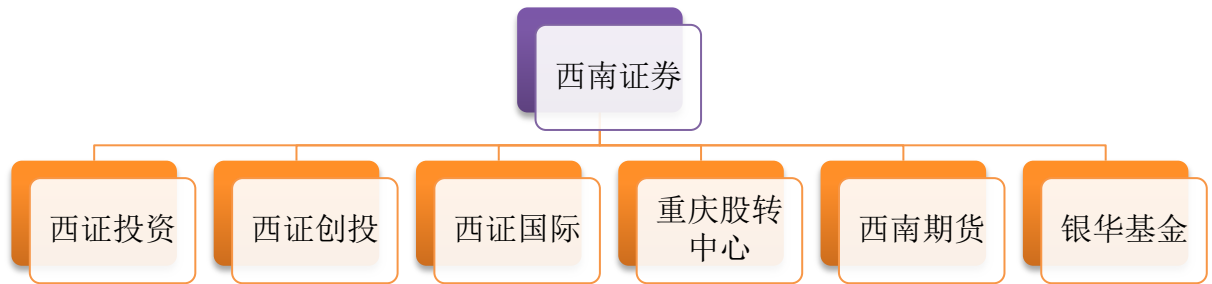
唯一一家注册地在重庆的证券公司

西南证券成立于 1999 年，是在原重庆国际信托投资有限公司证券部、原重庆市证券公司、原重庆有价证券公司和原重庆证券登记有限责任公司的基础上，联合其他股东共同发起设立的证券公司。2006 年，中国建银投资有限责任公司和重庆渝富资产经营管理有限公司对公司增资 11.9 亿元和 3 亿元。2008 年 7 月，渝富资产受让建银投资转让的 9.6 亿元股权，成为公司第一大股东。2009 年 2 月，西南证券借壳 ST 长运在上海证券交易所挂牌上市。2010 年 8 月完成 60 亿元的首次增发，2014 年 2 月公司二次增发完成 43.1 亿元资金募集。目前公司注册资本 28.23 亿元人民币，是唯一一家注册地在重庆的全国综合性证券公司，也是中国第九家上市证券公司和重庆第一家上市金融机构。公司现有员工约 2000 名，在全国 24 个省份获批设立 86 家证券营业部和 17 个投行业务部门。

业务牌照齐全

公司业务牌照齐全，包括证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，证券资产管理，融资融券，证券投资基金代销，为期货公司提供中间介绍业务；并从事直接股权投资业务、另类投资业务、跨境业务、商品期货和金融期货经纪等业务；同时拥有重庆股份转让中心有限责任公司 53% 的股权和全国排名前十的银华基金管理有限公司 49% 的股权，为其第一大股东。

图 1：西南证券子公司



数据来源：公司公告，开源证券研究所

（二）经营结构优化，盈利能力提升

从公司指标来看，西南证券净资产和总资产均处在行业 20 位左右，在上市券商中属于中型券商。资产类指标明显好于盈利类指标。但公司盈利类指标在逐年改善，排名稳步提升，营业收入排名较 2012 年上升了 9 位，2013 年进一步上升了 7 位；净利润排名 2012 年上升了 4 位，2013 年进一步上升 4 位。从 2013 年的指标来看，公司盈利能力显著提升，已经和资产类指标排名相当。

图 2：西南证券各项指标排名

	2011	2012	2013
资产规模			
总资产	23	26	23
净资产	17	18	19
净资本	17	18	22
盈利能力			
营业收入	41	32	25
净利润	29	25	21

数据来源：wind，开源证券研究所

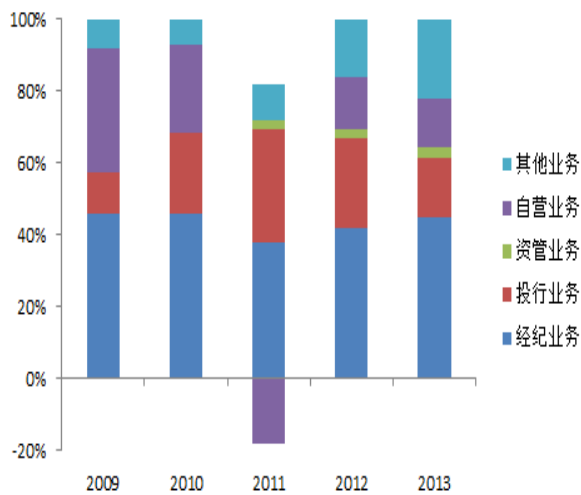
公司各项业务收入结构逐年优化，相对大部分券商收入结构来说较为均衡，2013 年公司经纪业务（包含信用交易业务佣金收入）占比 45%，投行业务占比 16%，资管业务占比 3%，自营业务占比 13%，包括信用交易业务在内等创新业务的其他业务收入占比增加到 22%。公司经纪业务中纯通道业务收入占比持续下降，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

业务结构稳步优化。公司虽然带有一定的区域性色彩，但佣金率处在上市券商末位，互联网金融的影响对公司造成的冲击相对较小。

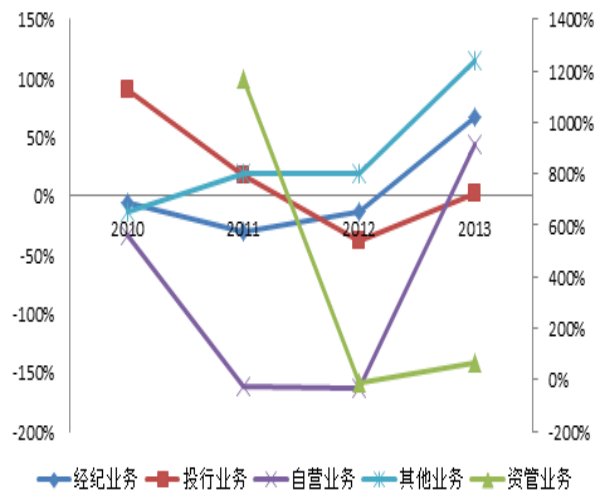
从业绩增速来看，公司各条主要业务线 2013 年均呈现上升态势，业绩增幅明显。经纪业务和创新业务维持增势，投行业务和自营业务增速企稳回升。尤其是公司投行业务，在 2013 年 IPO 暂停的环境下，仍然通过再融资、债券承销和并购业务保持业绩同比增长，表现强于同行业。资管业务业绩增长 69%，主要由于公司定向业务规模扩大，目前公司管理 6 支集合理财产品，管理规模 20.26 亿元。

图 3：西南证券主要业务收入结构



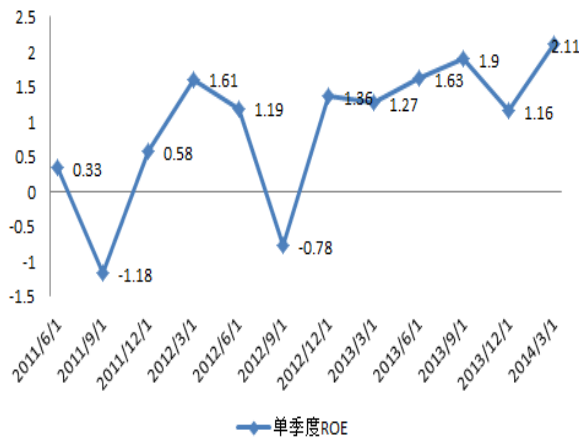
数据来源：公司公告，开源证券研究所

图 4：西南证券主要业务业绩增速

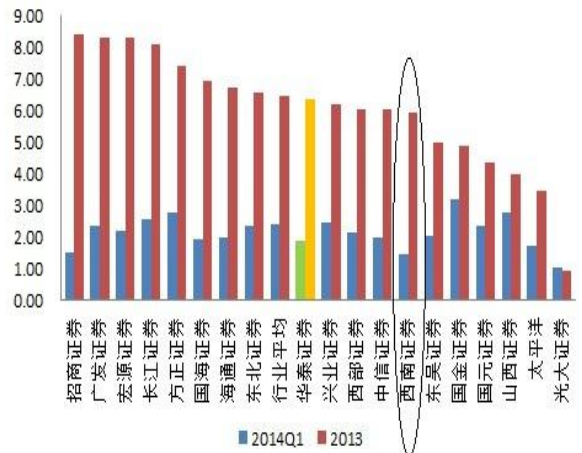


数据来源：公司公告，开源证券研究所

公司 ROE 相对上市券商来说并不突出，2013 年的净资产收益率仅为 5.94%，排在 19 家上市券商的第 13 位，在中型券商中几乎垫底。将净资产收益率分季度来看，2011 年和 2012 年公司单季度 ROE 波动明显，2013 年公司盈利能力明显提升，这种提升延续到了 2014 年一季度，一季度净资产收益率达到 2.11，为近两年的最高值。在公司定增后资本金将得到补充，信用交易业务以及前期开展的创新业务在资金支撑后预期将贡献更多利润，2014 年全年 ROE 有望保持一季度增长势头。

图 5：西南证券单季度 ROE


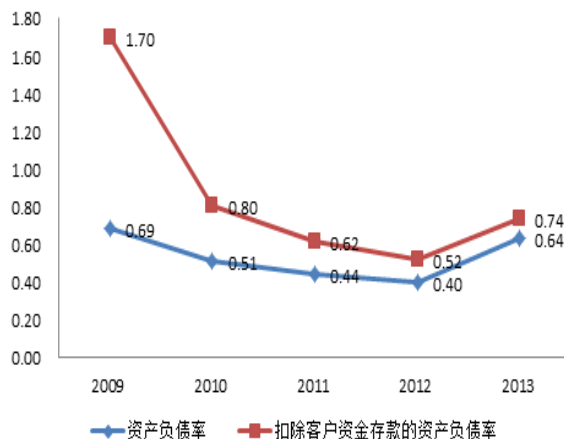
数据来源：wind，开源证券研究所

图 6：西南证券与同类型券商 ROE 对比


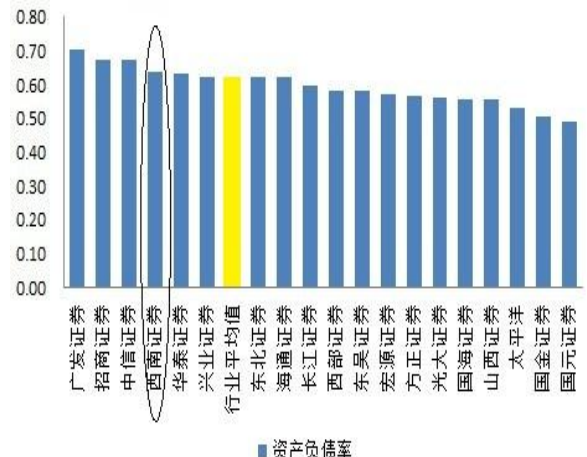
数据来源：wind，开源证券研究所

(三) 财务杠杆提升 ROE

公司 2013 年负债达到 190.74 亿元，其中从证金公司拆入资金 12.6 亿元，卖出回购金融资产 90.68 亿元，短期融资券 34 亿元，合计达到 137.28 亿元，为公司提供短期资金，资产负债率也从 2012 年的 40% 上升至 2013 年的 64%，略高于上市券商平均 62% 的水平。同时，公司股票质押和约定购回以及自营业务规模大增，负债融资或用于补充自营及信用交易业务营运资金，并提升了公司净资产收益率。2014 年公司势必将加大对信用交易业务及创新业务的投入，除了使用自有资金外，通过加大杠杆经营也是公司必选项之一。2014 年 5 月，公司发布公告拟发行公司债，募集资金上限为 43.7 亿元，杠杆将进一步被放大，也将进一步提升公司资金使用效率。

图 7：西南证券杠杆率回升


数据来源：wind，开源证券研究所

图 8：西南证券杠杆率略高于行业平均水平


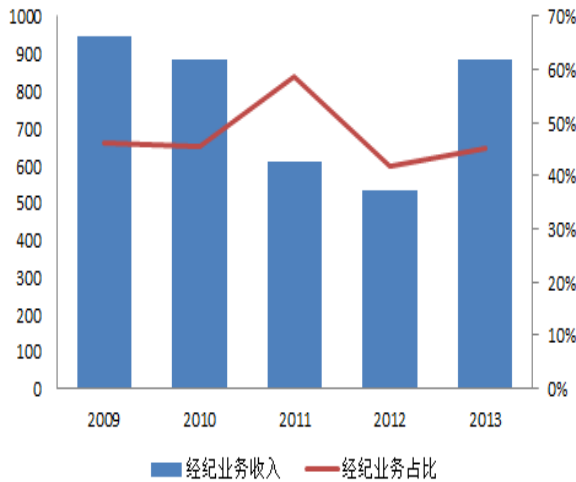
数据来源：wind，开源证券研究所

二、传统业务强化优势

（一）经纪业务：市场化程度高，未来面临冲击小

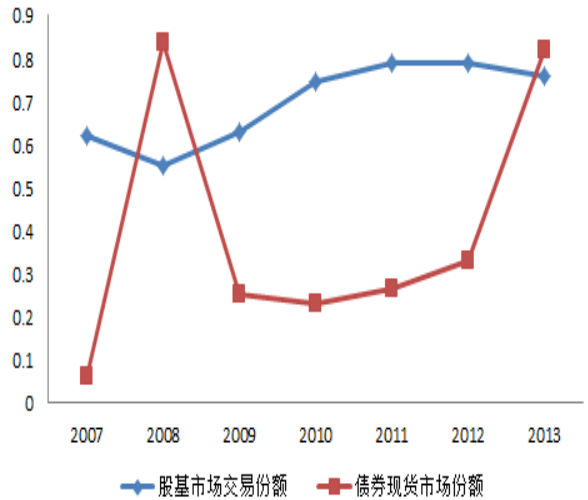
公司经纪业务以重庆为据点，辐射全国，截止 2013 年年底，公司共有 51 家营业部，其中重庆地区 23 家，占比 45.1%，具有一定的区域性。公司股市场交易份额近年来基本保持平稳，目前维持在 0.76% 左右的水平，在整个行业中位列 26，排名较 2012 年有所上升，但在上市券商中排名靠后。经纪业务收入占比也相对稳定，一直维持在 45% 左右的水平变动。但 2013 年的增长中传统通道业务占比持续下降。信用交易业务产生的佣金收入成为经纪业务收入的重要组成部分，业务结构持续优化。

图 9：西南证券经纪业务收入占比稳定



数据来源：wind，开源证券研究所

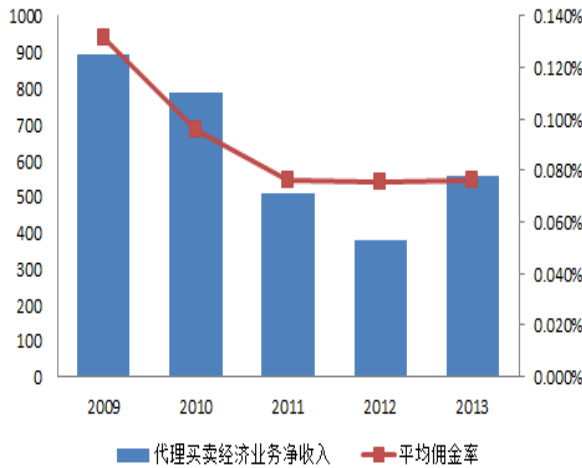
图 10：西南证券经纪业务市场份额



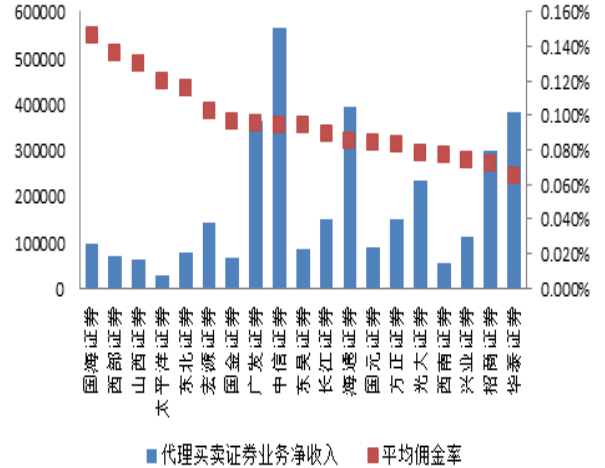
数据来源：wind，开源证券研究所

近三年的佣金率基本稳定，2011 年为 0.076%，2012 年为 0.075%，2013 年小幅回升至 0.076%。但从 19 家上市券商整体水平来看，公司佣金率仅高于华泰、招商和兴业证券三家券商，处在上市券商后位。目前整个行业都面临互联网金融所带来的降佣冲击，由于公司客户具有一定的区域粘性，佣金率三年来基本稳定，而且又处于上市券商中较低水平，未来受降佣影响相对于同行业来说较小。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图 11：西南证券近三年佣金率保持稳定


数据来源：wind，开源证券研究所

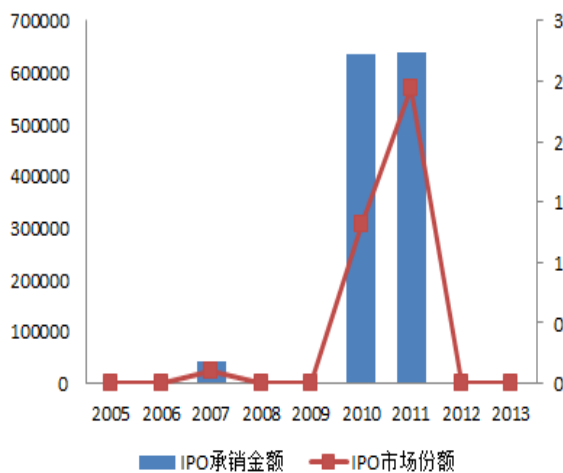
图 12：西南证券佣金率处于上市券商后位


数据来源：wind，开源证券研究所

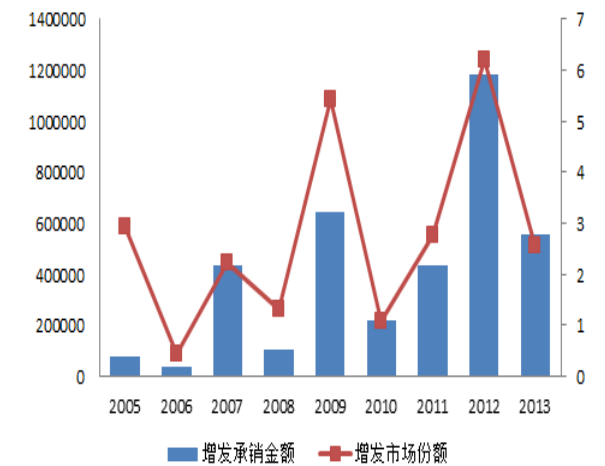
(二) 投行业务：融资并购业务多方发力

1、股权融资：再融资业务强势

2013 年，由于 IPO 暂停，整个证券行业的投行业务都遭遇到业绩下滑的局面，大部分上市公司投行业务营业收入同比出现大幅下滑，但从公司 2013 年年报中可以看出，公司投行业务在大环境不好的情况下仍然实现营业收入 3.21 亿元，同比增长了 1.26%。业绩增长主要是因为公司在 IPO 领域并不强势，而公司一向优势的再融资业务贡献了大部分收入，2013 年公司在再融资领域的市场份额有所下降，主要是因为 IPO 暂停的环境下，券商投行纷纷开拓再融资、债券承销等投行业务，挤占公司市场份额。

图 13：西南证券 IPO 市场份额较低


数据来源：WIND，开源证券研究所

图 14：西南证券增发市场份额有所下降


数据来源：WIND，开源证券研究所

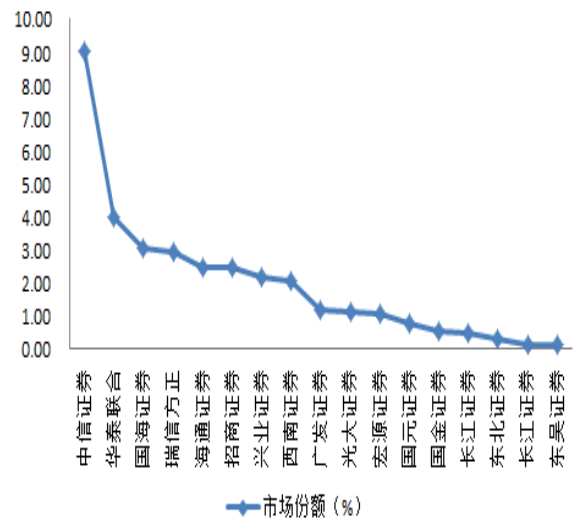
虽然公司再融资业务 2013 年市场份额有所下降，但公司此类业务仍然保持在行业前列，从上市券商承销情况来看，西南证券承销家数 11 家，全部为再融资类项目，排在上市券商第二位，除掉中信证券两单 IPO 业务后，实际上在再融资业务领域，公司承销家数排到了上市券商的第一位。未来预计公司将借助重庆地区的经济发展，继续发挥再融资业务的优势，保持在再融资领域的领先地位。

表 1: 西南证券 2013 年承销家数排名第二

上市公司	承销家数	承销金额(万元)	排名
中信证券	12	2432477.15	2
华泰联合	10	1076158.33	6
国海证券	6	817545.45	10
瑞信方正	3	783081.14	12
海通证券	9	660082.22	14
招商证券	9	657770.27	15
兴业证券	6	575856.81	16
西南证券	11	556123.52	17
广发证券	6	316774.10	22
光大证券	4	301113.00	23
宏源证券	3	280711.05	28
国元证券	2	209027.43	31
国金证券	2	137789.79	38
长江证券	3	130089.67	39
东北证券	2	84547.87	44
长江证券	1	23000.00	54
东吴证券	1	22911.06	55

数据来源: wind, 开源证券研究所

图 15: 西南证券 2013 年承销业务处于上市券商中部



数据来源: wind, 开源证券研究所

表 2: 西南证券 2014 年已发 IPO 情况

	募资总额(万元)	承销与保荐费(万元)	承销费率 (%)
首发	120,657.85	9,108.83	7.55
定向增发	1,472,511.05	29,003.91	1.97
合计	1,593,168.90	38,112.74	2.39

数据来源: wind, 开源证券研究所

2、财务顾问业务执业能力获 A 类评级

并购重组财务顾问业务也是西南证券的优势业务，近五年的财务顾问业务收入几乎呈直线上涨，五年的平均增长率达到了 140%，收入排名也一直处于行业前十。2013 年的并购重组财务顾问业务家数达到 41 家，同比增幅超 2 倍，并购业务家数市场排名第二，继续保持了并购业务的行业领先地位。

2013 年 10 月，中国证券业协会公布了 2013 年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，共有 72 家券商获得评级。其中，获得 A 类评级的券商有 10 家，B 类 24 家，C 类 38 家。公司凭借一流的执业能力和高

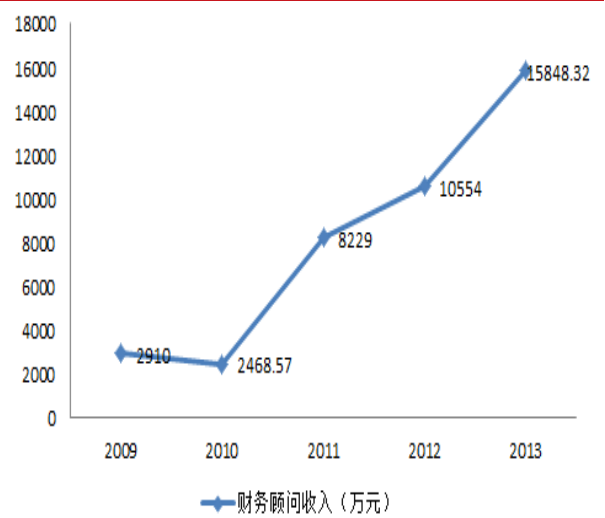
质量的业务水准获得 A 类评级，在上市券商中是唯一一家获得 A 类评级的中小券商。而根据证监会之前的规定，只有获得 A 类评级的财务顾问，才可能让客户的并购重组项目进入豁免/快速通道。公司获得 A 类评级后，并购重组财务顾问业务将明显提升效率，缩短业务周期。加上公司依托重庆地区丰富的企业资源以及国家支持企业并购重组的政策环境，预计公司并购重组财务顾问业务将提速发展，保持在行业内的领先地位。

图 16：西南证券 2013 年财务顾问业务评级为 A 类

上市公司	评级
广发证券	A
华泰联合	A
西南证券	A
中信证券	A
长江证券	B
国海证券	B
国元证券	B
海通证券	B
宏源证券	B
西部证券	B
招商证券	B
东北证券	C
东吴证券	C
国金证券	C
瑞信方正	C
太平洋	C
兴业证券	C

数据来源：中国证券业协会，开源证券研究所

图 17：西南证券财务顾问业务收入增长迅猛



数据来源：公司公告，开源证券研究所

表 3：西南证券 2013 年财务顾问业务增幅明显

	2012 年	2013 年	增幅 (%)
并购重组财务顾问业务			
数量 (个)	13	41	215.38
收入 (万元)	7485	10602.2	41.65
其他财务顾问业务			
数量 (个)	34	43	26.47
收入 (万元)	3388.83	5246.14	54.81

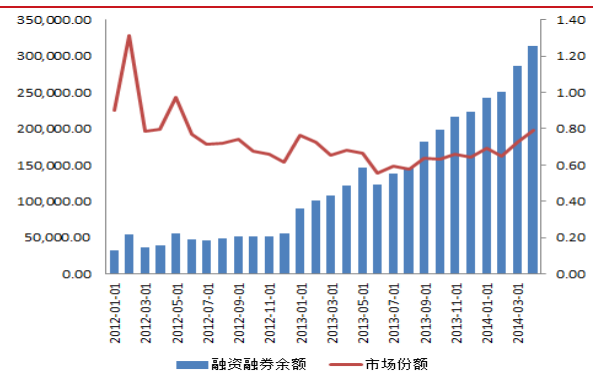
数据来源：公司公告，开源证券研究所

三、创新业务另辟蹊径

(一) 信用交易业务将迎来爆发期

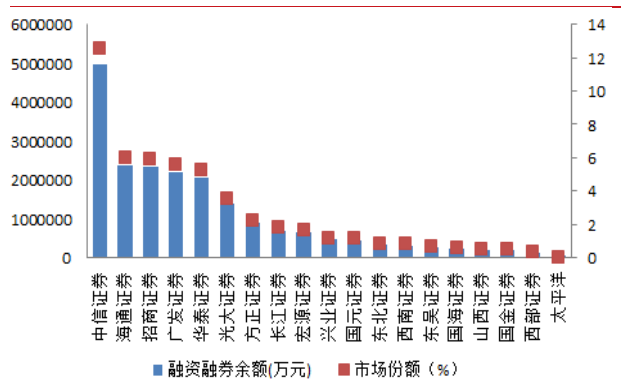
公司两融业务开展较早，但业务展开较慢，2012 年两融余额仅有 5.5 亿元，2013 年两融业务全面提速，两融余额达到 22.3 亿元，同比增长 304.26%；收入达到 2.18 亿元，同比增长 207.43%。2014 年两融业务再次提速，1-4 月，公司两融余额就达到了 31.4 亿元，全年余额有望接近百亿元。信用中介业务中的约定购回和股票质押业务也在 2013 年 8 月份开始开展，年末统计的数据显示，约定购回和股票质押业务规模达到 17.6 亿元，收入达到 0.77 亿元。约定购回和股权质押业务，逐渐成为经纪业务收入的重要组成部分。2014 年公司完成 43.1 亿元的定增后，将为信用中介业务补充一定的运营资金，预计信用中介业务 2014 年将进入爆发期，为公司贡献业绩显著。

图 18: 西南证券两融余额稳步增长



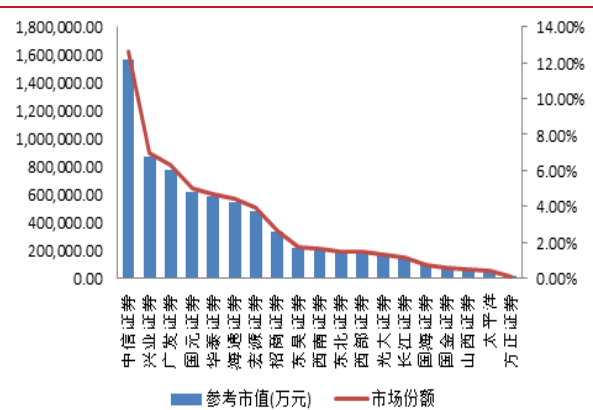
数据来源: wind, 开源证券研究所

图 19: 西南证券两融份额相对较低



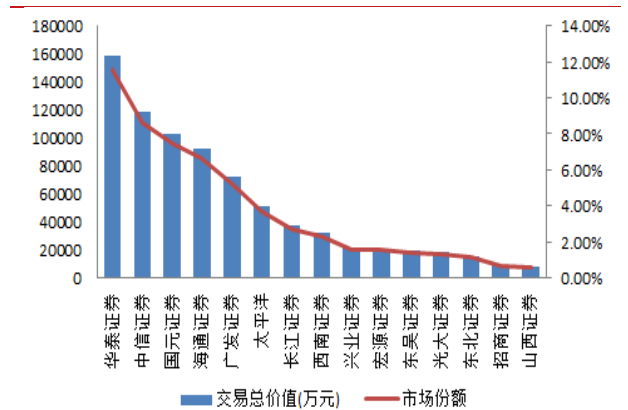
数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

图 20: 西南证券 2013 年股票质押业务具备上升空间



数据来源: WIND, 开源证券研究所

图 21: 西南证券 2013 年约定购回业务位居中位



数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

(二) 创新子公司打通实体经济投资渠道

1、西证股权投资有限公司

1年内重点研究和考察项目53个，完成重庆2家项目共1.14亿元的投资。截至2013年年底，实现营业收入1.59亿元，同比增长122.15%，净利润-299.68万元，同比下降238.89%。

2、西证创新投资有限公司

西证创新投资有限公司系公司全资子公司，成立于2013年4月，注册资本6亿元人民币，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。通过成立“西证渝富城市建设壹号股权投资基金”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。2013年与渝富集团签订土地收益权合作合同，参与重钢地块土地整治收益权项目，取得1.81亿元投资收益，投资收益率高达46%。西证创新投资有限公司2013年实现营业收入1.99亿元，营业利润1.93亿元，净利润1.45亿元。

3、西南期货有限公司

西南期货有限公司系公司全资子公司。公司于2013年10月完成对西南期货经纪有限公司的全资收购并在2014年1月更名为西南期货有限公司。西南期货公司注册资本0.5亿元人民币（公司已经同意增资4.5亿元，目前增资相关事宜正在办理中），经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪。西南期货2013年共实现营业收入96.10万元，净利润-149.60万元。收购完成后，公司进一步拓展了业务链条和盈利渠道，丰富了风险对冲手段和管理方式，有益于公司投资业绩的平稳波动。

4、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，注册资本2,000万元港币（公司已同意增资2.8亿元港币或其他等值货币，目前增资事宜正在办理中）。这也是公司国际化战略迈出的重要一步，并将以此为契机加快搭建海外业务平台，后续借助沪港通拓展两地业务，

进一步提升公司盈利能力和市场影响力。

5、重庆股份转让中心有限责任公司

重庆股份转让中心有限责任公司系公司控股子公司，重庆股份转让中心注册资本 1.56 亿元人民币，公司持有其 53% 股权，经营范围包括为非上市股份公司股份、有限公司股权以及其他各类权益的登记、托管、挂牌、交易、结算及投融资提供场所和服务。公司控股重庆 OTC 后，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，并成功获得私募债备案资格，服务中小企业融资。截至 2013 年 12 月 31 日，重庆 OTC 实现营业收入 2,970.05 万元，净利润 942.06 万元。

6、银华基金管理有限公司

银华基金管理有限公司，注册资本 2 亿元人民币，公司持有其 49% 股权，为其第一大股东，银华基金公司经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理等。2013 年，银华基金公司有效资产份额位居行业第八，实现营业收入 10.41 亿元，同比增长 12.54%；其中公司在银华基金公司实现投资收益 1.46 亿元，同比增长 48.98%。

表 4：西南证券控股 5 家子公司参股银华基金

序号	公司名称	注册资本	成立时间	持股比例
1	西证股权投资有限公司	6 亿元人民币	2010-03-29	100%
2	西证创新投资有限公司	6 亿元人民币	2013-04-15	100%
3	西南期货有限公司	0.5 亿元人民币	1995-06-26	100%
4	西证国际投资有限公司	0.2 亿元港币	2013-11-29	100%
5	重庆股份转让中心有限责任公司	1.5625 亿元人民币	2012-12-04	53%
6	银华基金管理有限公司	2 亿元人民币	2001-05	49%

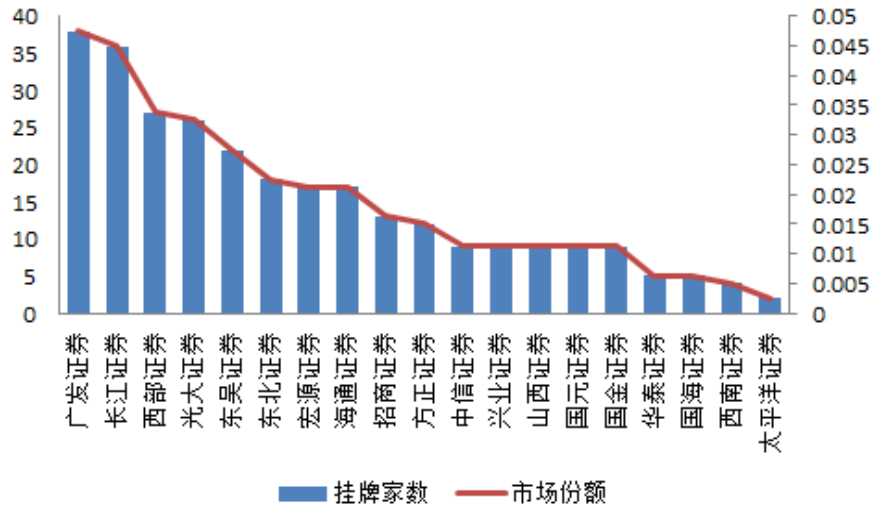
数据来源：公司公告，开源证券研究所

（三）新三板与重庆 OTC 产生联动效应

2013 年 12 月，新三板扩容正式推广至全国，也激起全国中小企业上新三板的热潮。公司开展新三板业务进程相对缓慢，目前仅有 4 家企业挂牌。但在新三板扩容后，公司将迎来更多的机会，一方面新三板预计将会进入一个快速发展请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

阶段，挂牌企业数量增加，同时转板和做市商制度也将陆续出台增加券商服务领域；另一方面，西南证券在重庆拥有绝对区域优势，有利于借助当地的中小企业资源快速打开新三板业务，并与重庆股份转让中心形成联动效应，更好的进行中介商的服务。

图 22：西南证券新三板业务处在上市券商末位



数据来源：wind，开源证券研究所

四、深耕重庆战略：服务实体经济

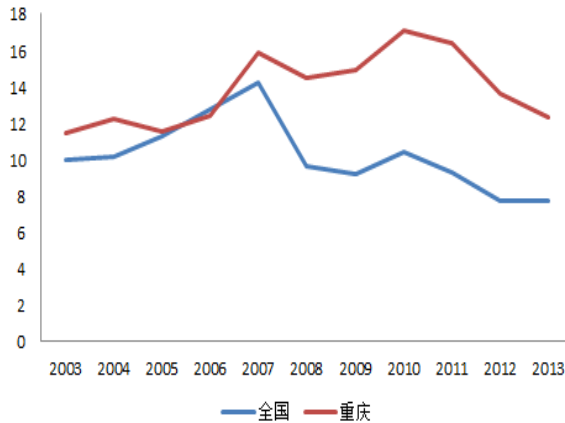
（一）重庆市经济保持高速发展

从近十年的发展来看，重庆市 GDP 一直保持年均两位数的增长率，除了 2006 年 GDP 增速略低于全国水平 0.4 个百分点之外，其余年份重庆市 GDP 增速均高于全国水平。工业增加值增速在十年内则一直领先与全国平均水平，2013 年全国工业增加值增速为 7.6，而重庆市工业增加值达到 13.1，超过全国水平 5.5 个百分点，西部经济增长极正在逐步形成。

根据《重庆市十二五规划纲要》，五年期间，预计生产总值年均增速保持 12.5% 左右，到 2015 年，地区生产总值将翻一番达到 1.5 万亿元。同时建成工业总产值超过 2.5 万亿元，以通信设备、高性能集成电路、节能与新能源汽车、轨道

交通装备、环保装备、风电装备及系统、光源设备、新材料、仪器仪表、生物医药 10 大重点产业为集群的万亿元级国家重要的战略性新兴产业高地。

图 23: 重庆市与全国 GDP 增速对比



数据来源: wind, 重庆统计信息网, 开源证券研究所

图 24: 重庆市与全国工业增加值增速对比



数据来源: wind, 重庆统计信息网, 开源证券研究所

从金融业发展环境来看, 重庆建设金融中心拥有良好的政策环境。国务院定位两江新区建设长江上游地区金融中心和创新中心, 赋予其比照浦东新区、滨海新区的优惠政策, 两江新区成为重庆金融中心建设核心平台。更为重要的是, 国家给予重庆金融“试验权”, 允许各项创新在渝先行先试, 为重庆金融业实现加快率先发展提供了重要政策条件。

《重庆市金融中心建设“十二五”规划》中也明确指出将建成江北嘴金融核心区, 成为内陆地区特色鲜明的金融高地, 到十二五末, 力争金融业增加值占地区生产总值比重达到 10%左右, 成为全市主要支柱产业。力争全市各类银行、证券期货、保险机构数量超过 200 家, 上市公司数量达到 100 家左右, 证券化率争取达到 100%, 直接融资占融资总额比重达到 30%。

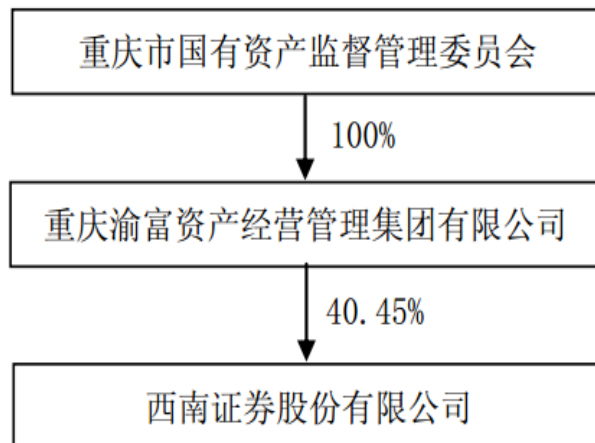
值得注意的是, 金融“十二五”规划中明确提出支持将西南证券通过兼并收购等方式加快发展成为千亿元级市值的全国一流券商。同时提出将大力发展股份转让中心, 完善企业改制上市联席会议制度, 发挥重庆股份转让中心对接全国新三板、培育上市资源的功能。并将积极打造内陆股权投资基金高地, 积极引导设立私募股权投资基金、风险投资基金和产业投资基金, 从而形成股权投资基金产业集群。而控股重庆股份转让中心以及通过子公司设立产业基金的西南

证券将充分享受重庆金融政策的支持，通过“深耕重庆”战略快速壮大。

（二）公司国资背景明显

公司控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，持股 40.45%，重庆渝富系由重庆市政府组建、重庆市国资委代重庆市政府履行出资人职责的国有独资综合性资产经营管理有限责任公司，经营范围为重庆市政府授权范围内的资产收购、处置及相关产业投资，投资咨询，财务顾问，企业重组兼并顾问及代理，企业和资产托管。重庆市国资委 100%持股重庆渝富，公司实际控制人为重庆市国资委。

图 25：重庆市国资委为西南证券实际控制人



数据来源：公司公告

公司前十大股东中仅重庆国际信托为非国有法人，其余九大股东均为国有法人。其中，重庆渝富、重庆城市建设投资、重庆江北嘴投资集团、重庆高速公路集团、重庆水务等股东均为重庆国资委 100%持股，十大股东中多数具有国资背景。西南证券具有明显的地方政府优势，这也为公司“深耕重庆”战略提供了有利的支撑。

表 5：西南证券前十大股东

股东名称	股东性质	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)
重庆渝富资产经营管理集团	国有法人	939.54	33.29
重庆市城市建设投资集团	国有法人	252.09	8.93
重庆市江北嘴中央商务区投资集团	国有法人	250.00	8.86
重庆高速公路集团	国有法人	200.00	7.09
中国建银投资	国有法人	164.21	5.82
重庆国际信托	境内非国有法人	116.40	4.12
重庆市水务资产经营有限公司	国有法人	99.93	3.54
重庆国创投资管理有限公司	国有法人	88.00	3.12
重庆市水利投资(集团)有限公司	国有法人	50.00	1.77
重庆市涪陵区城乡资产管理有限公司	国有法人	26.97	0.96
合 计		2187.14	77.5

数据来源：公司公告，开源证券研究所

（三）董事长崔坚将带来丰富的地区资源

西南证券现任董事长崔坚，于 2013 年 5 月正式获证监会批准担任西南证券董事长一职，任期至 2015 年 2 月。崔坚在担任公司董事长之前曾任重庆市政府副秘书长，重庆市政府办公厅副主任、党组副书记兼重庆市政府金融工作办公室主任、重庆市国资委主任、党委常务副书记等职务。2005 年 11 月到 2013 年 2 月期间担任重庆市国资委主任，任职七年零四个月，崔坚在任期间，推动了一系列的企业并购、外资引入事项，重庆市国有资产总量进入快速增长期。

崔坚在地方政府具备一定的行政资源，重庆国有企业的大量人脉以及在重庆国资委的工作经验，都将对西南证券未来的发展起到很大的促进作用。入主西南证券后，崔坚已经开始推进“深耕重庆”发展战略，通过成立产业基金、开展场外业务等多种形式支持地方经济和实体企业的发展。并推动公司完成收购西南期货，丰富公司业务线条。相信在未来，崔坚董事长仍然会发挥自己掌握的资源推进西南证券与地方政府和企业的合作，在任期内为西南证券铺设完一条服务实体经济的通道。与推行市场化运行的总经理余维佳一起助力西南证券通过并购重组迅速壮大，使西南证券成为千亿元级市值的全国一流券商。

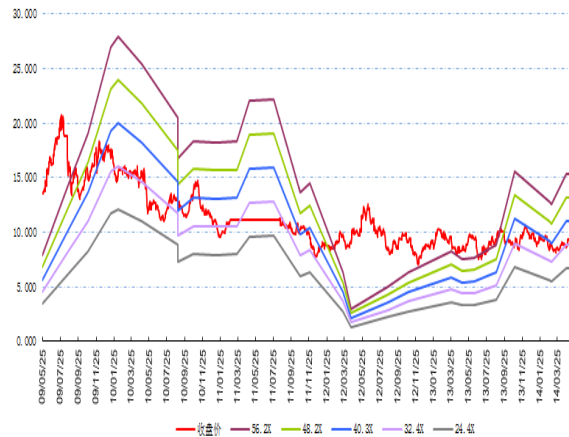
五、投资策略

目前,公司主要业务经营良好,经纪业务佣金市场化充分,处于上市券商低位,后续受互联网金融等冲击相对较小;投行业务将依托重庆市鼓励企业上市的政策发掘当地企业上市机会,促进区域内企业并购,服务地方政府发债以及搭建中小企业融资平台等多途径做大做强;资管业务将受益于“深耕重庆”战略,有望在资产证券化、收益权凭证等新业务中分得较大蛋糕;自营业务加大债券投资规模,丰富投资品种,风险敞口降低,投资收益波动趋缓;信用中介业务规模处在上市券商后列,扩展空间大,2014年有望爆发。各创新子公司已经开始通过产业基金、综合投融资平台对接实体企业。重庆OTC已经定位于做中小企业融资的核心渠道和投资者私募投资的重要场所,并将打通新三板、主板形成畅通融资通道。

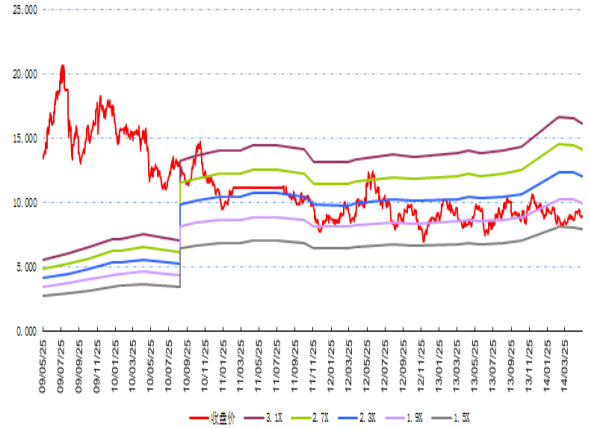
崔坚董事长上任后,公司“深耕重庆”战略思维更加清晰,向服务实体经济转型导向明确。作为重庆国资委旗下重要的金融平台之一,公司一方面将受益于重庆经济快速发展带来的增量资源,另一方面也将在董事长带来的资源和总经理市场化运作的双重效应下快速发展壮大。这也是我们看好公司最主要的逻辑之一。

公司已经完成了向重庆城市建投、重庆江北嘴投资集团、重庆高速公路集团以及重庆水务资产经营有限公司四大股东的非公开发行,募集资金43亿元。将为公司信用中介业务、投资业务提供资金支持。公司股东大会也通过了西南证券发行公司债的决议,总规模按不超过发行前最近一期末净资产额的40%的规定上限申请,按照2013年年报公布的数据计算,公司债发行规模大约为44亿元。发债申请获批后还将为公司开展新业务提供支撑。

预计公司2014年EPS为0.35元,2015年EPS为0.39元,维持公司买入评级。

图 26: 西南证券历史 PE Band


数据来源: wind, 开源证券研究所

图 27: 西南证券历史 PB Band


数据来源: wind, 开源证券研究所

表 6: 西南证券盈利预测

单位: 百万元

利润表 (INCOME)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1,040	1,268	1,964	3,393	3,858
手续费及佣金净收入	1,072	734	1,015	1,529	1,755
其中: 代理买卖证券业务净收入	508	379	556	551	616
证券承销业务收入	516	321	369	488	562
资产管理业务收入	40	34	58	80	112
利息净收入	270	199	127	156	219
投资收益	178	(242)	888	817	1,212
公允价值变动收益	(484)	543	(134)	800	553
汇兑收益	(2)	0	(1)	-	-
其他业务收入	7	34	70	91	119
营业支出	821	884	1,198	2,128	2,428
营业税金及附加	73	66	111	187	212
业务及管理费	849	783	1,025	1,864	2,118
资产减值损失	(107)	22	14	15	16
其他业务成本	5	14	48	63	81
营业利润	219	384	766	1,265	1,430
营业外净收入	116	1	(57)	2	2
利润总额	335	385	709	1,267	1,432
所得税费用	73	43	73	279	315
净利润	263	342	636	988	1,117
其中: 少数股东损益	-	-	6	10	11
归属于母公司所有者的净利润	263	342	630	978	1,106
每股收益(元)	0.11	0.15	0.27	0.35	0.39

数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

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或相当的专业胜任能力，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供开源证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司的经营范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；融资融券；约定购回；股票质押式回购；证券承销；证券投资基金销售。

业务简介：

■ **代理买卖证券业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ **证券投资咨询业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；

■ **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：** 我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ **证券自营业务：** 我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ **资产管理业务：** 我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

■ **融资融券业务：** 融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务。

公司下设二十二家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666
锦业路营业部：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层 1 幢 1 单元 10505 室	电话：029-88447531
成都天府大道营业部：成都市高新区天府大道北段 28 号茂业中心 A 塔 2003-2004	电话：028-65193979
宝鸡清姜路证券营业部：宝鸡市胜利桥南清姜路西铁五处综合楼商铺三楼	电话：0917-3138308

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

沈阳大南街营业部：沈阳市沈河区大南街 429 号-10 门

电话：024-31281728

安康巴山东路证券营业部：安康市汉滨区巴山东路 41 号

电话：0915-8889006

延安中心街营业部：延安市宝塔区中心街治平大厦 7 楼 712 室

电话：0911-8015880

重庆财富大道营业部：重庆市北部新区财富大道 2 号 3-4

电话：023-63650030