

证券III

陈剑涛 证券行业分析师

0755-82026832  
chenjiantao@cjis.cn

西南证券

600369

中性

若增发成功，将迎来公司成长拐点！

6-12个月目标价：

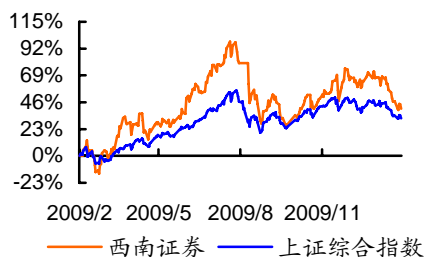
当前股价： 15.68元  
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2939.40
总股本(百万)	1904
流通股本(百万)	245
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	0.04
资产负债率	81.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西南证券	-18.29	-5.54	-25.65
上证综合指数	-10.44	-6.84	-14.27



相关报告

投资要点：

- 公司综合实力位于行业中上水平，在上市公司中小型券商中位置居中，但强于东北、国金和太平洋。截至2009年6月30日止，公司在市场68家对外公布财报的券商中，公司总资产98.6亿，行业排名第32位，净资产39.4亿元，行业排名第24，净资本29.88亿元，行业排名第24位。
- 公司盈利模式简单，主要集中在传统业务领域，盈利模式基本仅能覆盖行业复苏路径的前半程，创新业务方面目前尚未获得实质性突破。公司目前的盈利模式主要集中在经纪、自营、承销等传统业务领域；资产管理业务方面，目前参股银华基金29%股权，公司盈利模式具备一定的稳定因素。
- 公司经纪业务实力一般，在上市公司中市场份额仅高于太平洋证券，经纪业务贡献度58.88%，弹性不高，而自营收入和承销业务贡献率则相对可观。
- 公司经纪业务自2008年出现下滑后，2009年市场份额开始触底回升，但佣金率则逐季下滑。从我们调研的情况看，我们认为公司经纪业务的上升趋势具有一定的持续性，2008年的市场份额下滑主要由于公司上市、公司领导层更迭以及一些历史原因等导致，目前相关因素已消除，公司经纪业务最坏的时期已经过去；佣金率方面，预计下滑趋势可能还将持续，目前重庆地区的价格战较为激烈，营销模式和服务模式又较为雷同，公司在相关地区经纪业务竞争力的差异并不明显。
- 承销业务颇具实力，是公司的核心竞争力。截至2009年底止，公司承销业务总数24笔，其中，股票承销8笔，位于行业的第7位；债券承销16笔，位于行业的第17位；承销金额方面，2009年，公司承销总额176.16亿元，位于行业的第16位，其中股票承销额64.48亿元，位于行业的第15位；债券承销额111.68亿元，位于行业的第15位；
- 自营资产占比较高，浮盈释放对公司2009年业绩提升明显。
- 投资建议：若增发成功，将迎来公司成长拐点！2009年10月27日公司公告，公司拟增发不超过5亿股，发行价格不低于14.33元/股，预计募集金额不超过60亿。根据调研的情况，我们判断，参与公司定向增发的投资者已落实，如此，我们认为，公司成功定向增发应无悬念，公司将迎来成长拐点，我们认为，增发成功将为公司提升业务规模、获得新业务牌照扫清资本障碍。我们看好公司增发成功后的发展前景。暂给予公司首次“中性”评级。

主要财务指标

	2009e	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	2,033.24	1,648.84	1,863.68	1,969.44
增长率(%)		-18.91%	13.03%	5.67%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	962.28	779.93	896.32	947.11
增长率(%)		-18.95%	14.92%	5.67%
EPS	0.51	0.41	0.47	0.50
增长率(%)		-18.95%	14.92%	5.67%

资料来源：中投证券研究所

一、公司综合实力位于行业中上水平，在上市公司中小型券商中位置居中，但强于东北、国金和太平洋。

截至 2009 年 6 月 30 日止，公司在市场 68 家对外公布财报的券商中，公司总资产 98.6 亿，行业排名第 32 位，净资产 39.4 亿元，行业排名第 24，净资本 29.88 亿元，行业排名第 24 位。公司综合实力位于行业中上水平，在上市公司中小型券商中位置居中，但强于东北、国金和太平洋。

**表 1 2009 年 Q2 证券行业资产实力排名**

公司名称	总资产 (万元)	行业排名	净资产 (万元)	行业排名	净资本 (万元)	行业排名
海通证券	824.03	2	407.01	2	360.31	1
中信证券	1,453.26	1	566.71	1	358.43	2
光大证券	363.36	10	120.02	6	93.97	4
华泰证券	387.64	8	98.60	8	63.88	9
招商证券	564.56	5	93.01	10	48.50	15
宏源证券	189.63	19	56.63	16	43.99	17
长江证券	190.11	18	51.44	17	39.11	19
国元证券	134.22	23	49.47	18	35.36	21
西南证券	98.60	32	39.40	24	29.88	24
国金证券	74.19	45	22.61	46	20.75	38
太平洋证券	43.27	62	15.86	54	14.18	52
东北证券	117.32	27	25.84	40		

资料来源：WIND 中投证券研究所

二、公司盈利模式简单，主要集中在传统业务领域，盈利模式基本仅能覆盖行业复苏路径的前半程，创新业务目前尚未获得实质性突破。

公司目前的盈利模式非常简单，主要集中在传统业务领域，其中经纪业务市场份额 0.61%，行业排名第 47 位；承销业务家数行业排名第 12 位，股票承销额位居行业第 7 位；债券承销额则位居行业第 17 位；自营风格略显激进，截至 2009 年 3 季末止，自营资产/净资产占比上市公司中排名第三；资产管理业务方面，目前参股银华基金 29% 股权，公司盈利模式具备一定的稳定因素。总体看，公司盈利模式简单，主要集中在传统业务领域，盈利模式仅能覆盖行业复苏路径的前半程，创新业务方面则尚未有实质性突破。

**表 2 西南证券业务线条分布**

业务分布	业务名称	备注
传统业务	经纪业务 承销业务	2009 年市场份额 0.61%；行业排名第 47 位； 承销业务家数行业排名第 12 位，股票承销额位居

	自营业务	行业第 7 位；债券承销额则位居行业第 17 位； 自营风格略显激进，自营资产/净资产占比上市公司中排名第三
资产管理业务	集合资产管理	尚不具备相关资格
	定向资产管理	尚不具备相关资格
	专项资产管理	尚不具备相关资格
基金管理业务	参股银华基金	持股 29%；
创新业务	直投业务	尚不具备相关资格
	融资融券	尚不具备相关资格
	QDII	尚不具备相关资格
	股指期货	尚不具备相关资格
业务国际化 向金融其他领域渗透		尚不具备相关资格 尚不具备相关资格

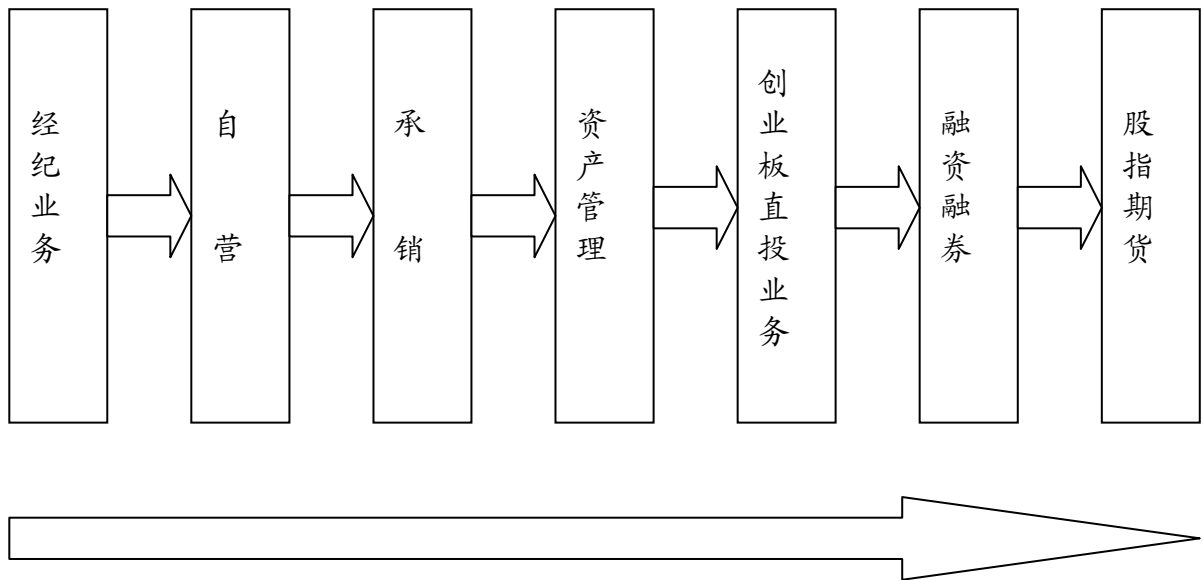
资料来源：WIND 中投证券研究所

表 3 2007-2009 西南证券经纪业务市场份额及排名

会员	07 年		08 年		09 年 1-12 月		月度变化	年度变化
	份额	排名	份额	排名	份额	排名	份额	份额
国泰君安	6.21%	2	7.18%	1	5.80%	1	-0.04%	-1.38%
中国银河	6.37%	1	6.31%	2	5.62%	2	-0.01%	-0.69%
申银万国	4.66%	3	3.96%	7	4.20%	5	0.04%	0.24%
国信证券	4.29%	4	4.22%	5	4.49%	3	-0.01%	0.28%
海通证券	4.22%	5	4.60%	3	4.27%	4	0.01%	-0.33%
招商证券	3.39%	7	3.98%	6	4.02%	6	0.01%	0.03%
华泰证券	3.27%	8	4.32%	4	3.27%	8	-0.13%	-1.05%
中国建银	2.69%	10	3.37%	9	2.87%	11	-0.02%	-0.50%
广发证券	3.72%	6	3.61%	8	3.76%	7	0.00%	0.15%
中信建投	3.23%	9	3.35%	10	3.22%	9	0.00%	-0.13%
光大证券	2.26%	12	3.05%	11	3.20%	10	0.00%	0.15%
中信证券	2.61%	11	2.79%	12	2.46%	14	-0.01%	-0.33%
联合证券	2.02%	14	2.22%	14	1.59%	18	-0.13%	-0.63%
长江证券	1.36%	17	1.46%	19	1.57%	19	0.01%	0.11%
宏源证券	0.68%	39	1.02%	23	1.29%	23	0.00%	0.26%
中信金通	1.38%	16	1.28%	20	1.52%	20	0.01%	0.24%
国元证券	0.82%	32	0.88%	29	1.15%	24	0.01%	0.27%
中信万通	0.66%	41	0.70%	33	0.70%	39	0.00%	0.00%
东北证券	0.75%	35	0.64%	36	0.71%	38	0.00%	0.07%
国金证券	0.50%	53	0.58%	40	0.68%	42	0.00%	0.10%
广发华福	0.79%	33	0.71%	32	0.69%	41	0.00%	-0.02%
太平洋证	0.20%	93	0.22%	78	0.28%	71	0.00%	0.06%
西南证券	0.58%	48	0.54%	44	0.61%	47	0.01%	0.07%

资料来源：WIND 中投证券研究所

图 1 证券行业复苏路径

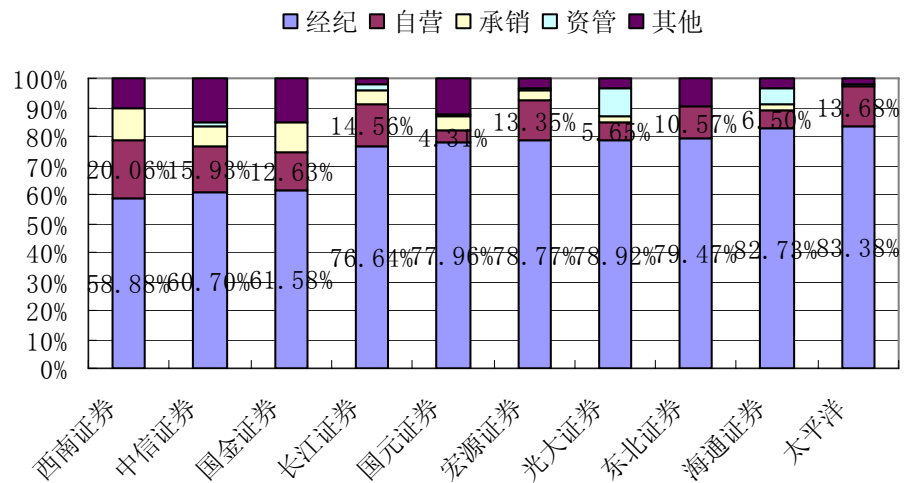


资料来源：Wind、中投证券研究所

**三、公司经纪业务实力一般，在上市公司中市场份额仅高于太平洋证券，经纪业务贡献度 58.88%，弹性不高，而自营收入和承销业务贡献率则相对可观。**

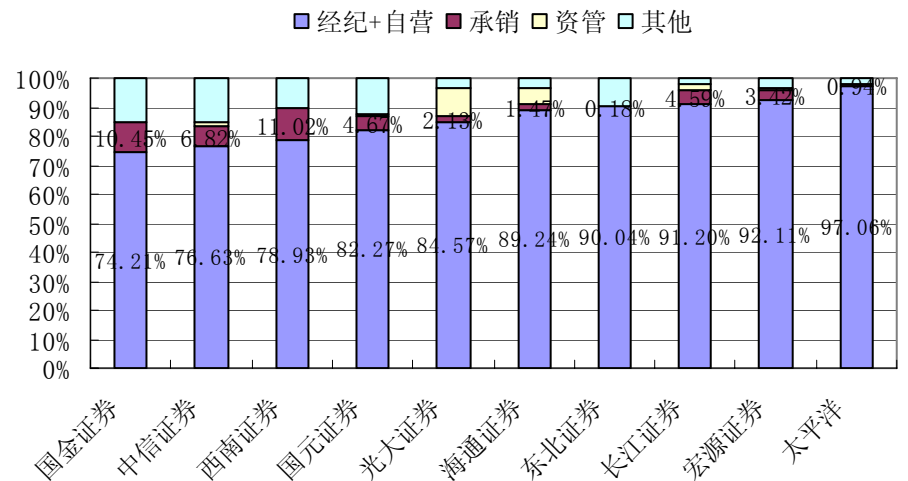
截至 2009 年 12 月底止，公司经纪业务市场份额 0.61%，在上市公司中仅强于太平洋证券的 0.28%，但显著低于资本实力明显低于自己的国金和东北，公司的经纪实力与其资本实力不相匹配，因而经纪业务对公司的业绩贡献度也不高，截至 2009 年 9 月底止，公司经纪业务贡献度位居上市公司中的末位；与经纪业务较差表现形成反差的是，公司自营业务和承销业务表现颇具亮点，公司自营业务和承销业务对公司业绩的贡献度分别为 20.06%和 11.02，分列上市公司的第一位和第三位，自营业务和承销业务的弹性显著高于其他上市券商。

图 2 上市券商 2009 年 Q3 业务收入结构分布 (1)



资料来源: WIND, 中投证券研究所

图 3 上市券商 2009 年 Q3 业务收入结构分布 (2)



资料来源: WIND 中投证券研究所

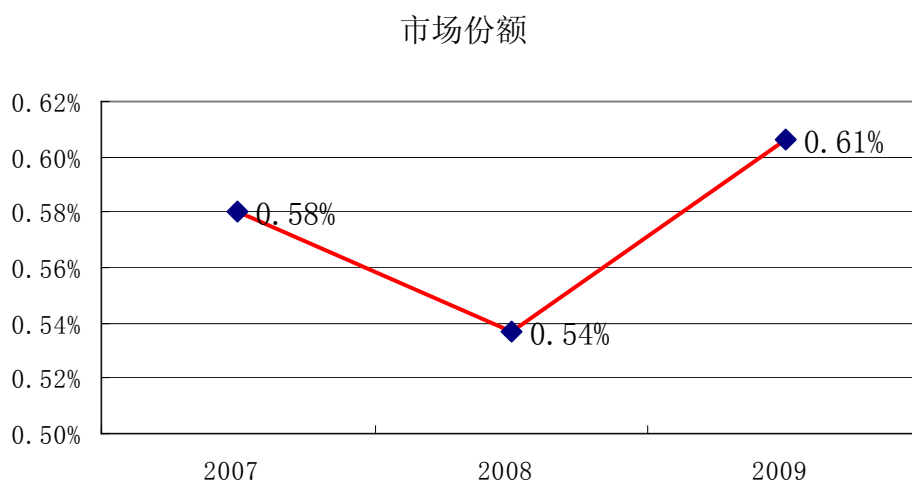
**四、公司经纪业务自 2008 年出现下滑后，2009 年市场份额开始触底回升，但佣金率则逐季下滑。**

公司经纪业务自 2008 年出现下滑后，2009 年市场份额开始触底回升，市场份额已从 2008 年的 0.54% 回升到 2009 年的 0.61%，升幅 13%，经纪业务市场份额升势明显；佣金率方面，佣金率自 2009 年 1 季度开始，逐季下滑，2009 年 1-3

季度，公司佣金率分别为 0.15%、0.14%、0.13%，目前佣金率下降趋势尚未停止。

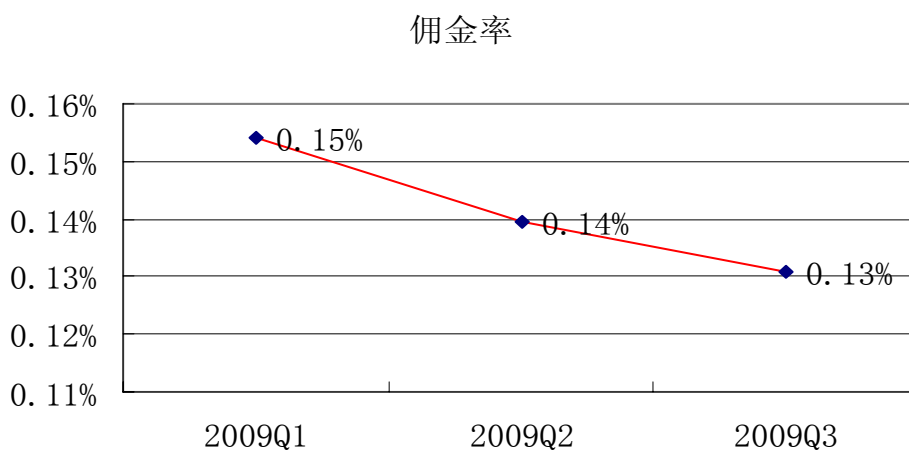
从我们调研的情况看，我们认为公司经纪业务的上升趋势距具有一定的持续性，2008 年的市场份额下滑主要由于公司上市、公司领导层更迭以及一些历史原因等导致，目前相关因素已消除，公司经纪业务最坏的局面已经过去。佣金率方面，佣金率的下滑可能还将持续，目前重庆地区的价格战较为激烈，营销模式和服务模式又较为雷同，公司在相关地区经纪业务竞争力的差异并不明显。

图 4 2007-2009 年西南证券经纪业务市场份额分布



资料来源：WIND 中投证券研究所

图 5 2007-2009 年西南证券经纪业务佣金率分布



资料来源：WIND 中投证券研究所

### 五、承销业务颇具实力，是公司的核心竞争力。

截至 2009 年底止，公司承销业务总数 24 笔，其中，股票承销 8 笔，位于行业的第 7 位；债券承销 16 笔，位于行业的第 17 位；

承销金额方面，2009 年，公司承销总额 176.16 亿元，位于行业的第 16 位，其中股票承销额 64.48 亿元，位于行业的第 15 位；债券承销额 111.68 亿元，位于行业的第 15 位；

公司承销业务颇具实力，是公司的核心竞争力。

**表 4 2009 年券商承销数量排名**

机构名称	总计	行业排名	股票承销笔数	行业排名	债券承销笔数	行业排名
中信证券股份有限公司	112	1	17	2	95	1
中国国际金融有限公司	82	2	6	12	76	2
国泰君安证券股份有限公司	58	3	4	15	54	3
招商证券股份有限公司	52	4	9	5	43	5
中信建投证券有限责任公司	48	5	9	5	39	7
中国银河证券股份有限公司	46	6	2	29	44	4
中银国际证券有限责任公司	43	7	0	54	43	5
平安证券有限责任公司	40	8	17	2	23	9
国信证券股份有限公司	39	9	21	1	18	14
瑞银证券有限责任公司	36	10	4	15	32	8
海通证券股份有限公司	27	11	10	4	17	16
宏源证券股份有限公司	24	12	3	21	21	11
<b>西南证券股份有限公司</b>	<b>24</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
中国建银投资证券有限责任公司	23	14	2	29	21	11
光大证券股份有限公司	23	14	7	11	16	17
瑞信方正证券有限责任公司	22	16	0	54	22	10
民生证券有限责任公司	22	16	3	21	19	13
国金证券股份有限公司	22	16	6	12	16	17
华林证券有限责任公司	19	19	1	43	18	14
安信证券股份有限公司	19	19	8	7	11	27

资料来源：WIND 中投证券研究所

**表 5 2009 年券商承销金额排名**

机构名称	承销总额	行业排名	股票承销额	行业排名	债券承销额	行业排名
中国国际金融有限公司	2,708.62	1	803.26	1	1,905.36	1
中信证券股份有限公司	1,926.51	2	650.57	2	1,275.94	2
国泰君安证券股份有限公司	640.96	3	101.14	9	539.82	4
中银国际证券有限责任公司	594.51	4	0.00	54	594.51	3
瑞银证券有限责任公司	510.91	5	143.71	6	367.20	5

中信建投证券有限责任公司	426.02	6	161.88	4	264.14	8
中国银河证券股份有限公司	417.88	7	67.50	14	350.38	6
招商证券股份有限公司	383.04	8	98.67	10	284.37	7
国信证券股份有限公司	340.73	9	220.74	3	119.99	14
平安证券有限责任公司	337.82	10	151.99	5	185.83	10
海通证券股份有限公司	244.05	11	75.05	12	169.00	11
瑞信方正证券有限责任公司	240.08	12	0.00	54	240.08	9
高盛高华证券有限责任公司	223.57	13	55.57	18	168.00	12
长江证券承销保荐有限公司	198.68	14	125.85	7	72.83	23
华泰证券股份有限公司	184.99	15	77.99	11	107.00	17
西南证券股份有限公司	176.16	16	64.48	15	111.68	15
中国建银投资证券有限责任公司	147.93	17	17.59	32	130.35	13
光大证券股份有限公司	141.21	18	39.82	20	101.38	18
东方证券股份有限公司	140.90	19	124.23	8	16.67	46
安信证券股份有限公司	139.77	20	61.48	16	78.29	21

资料来源：WIND 中投证券研究所

#### 六、自营资产占比较高，浮盈释放对公司 2009 年业绩提升明显。

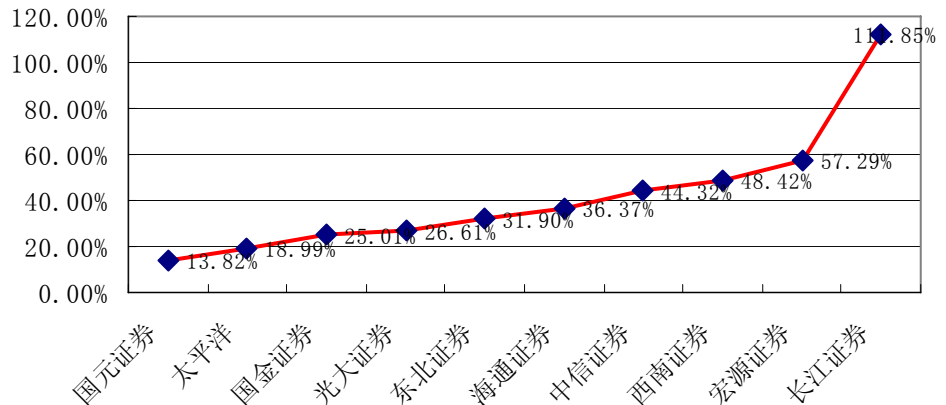
公司自营业务在上市公司中略显激进，自营资产/净资产的占比在上市公司中排名第三，仅次于长江和宏源，截至 2009 年 3 季末止，公司自营业务浮盈 3.2 亿元，主要来自参与苏宁环球和京东方的定向增发，根据我们的调研情况，目前苏宁环球的浮盈已释放，经测算，浮盈释放约为 2.75 亿元，增厚 2009 年 EPS 0.11 元。

此外，公司还将适时在 2010 年兑现京东方的浮盈，预计浮盈释放将对公司 2010 年的业绩具有一定程度的提升。

图 6 上市券商自营资产/净资产占比分布



自营资产/净资产



资料来源：WIND 中投证券研究所

### 六、投资建议：若增发成功，将迎来公司成长拐点！

2009年10月27日公司公告,公司拟增发不超过5亿股,发行价格不低于14.33元/股,公告称募集资金总额预计不超过60亿。根据我们的调研情况,公司定向增发进程如火如荼,我们认为,定向增发的难点并不在于获得证监会批文,难点在于寻找参与定向增发的投资者,根据调研的情况,我们判断,参与公司定向增发的投资者已落实,如此,我们判断,公司成功定向增发成功应无悬念,如此,公司将迎来成长拐点,我们认为,增发成功将为公司提升业务规模、获得新业务牌照扫清资本障碍。我们看好公司增发成功后的发展前景。

在股票日均交易额2010-2012年分别为2300、2400和2500亿元的假设下,我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.41和0.47元。公司2010年2月5日收盘价15.68元,对应2010年动态PE 38倍,暂给予公司“中性”评级。

表6 西南证券2009-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31E	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	2,033.24	1,648.84	1,863.68	1,969.44
手续费及佣金净收入	1,270.59	1,444.90	1,649.86	1,750.29
代理买卖证券业务净收入	927.04	986.00	1,028.87	1,071.74
证券承销业务净收入	250.55	340.76	491.69	540.86
受托客户资产管理业务净收入	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	106.00	108.46	113.18	117.89
投资+公允	649.59	88.07	92.87	93.10
汇兑净收益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
其他业务收入	7.06	7.42	7.79	8.18
二、营业支出	815.99	662.50	730.10	771.67
营业税金及附加	101.66	82.44	93.18	98.47
管理费用	711.63	577.09	633.65	669.61
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00

三、营业利润	1,217.25	986.33	1,133.58	1,197.77
加：营业外收入	0.83	0.92	1.01	1.11
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	1,218.08	987.25	1,134.59	1,198.88
减：所得税	255.80	207.32	238.26	251.76
五、净利润	962.28	779.93	896.32	947.11
归属于母公司所有者的净利润	962.28	779.93	896.32	947.11
六、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.51	0.41	0.47	0.50

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师, 产业经济学博士、工商管理硕士, 高级经济师, 2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434