

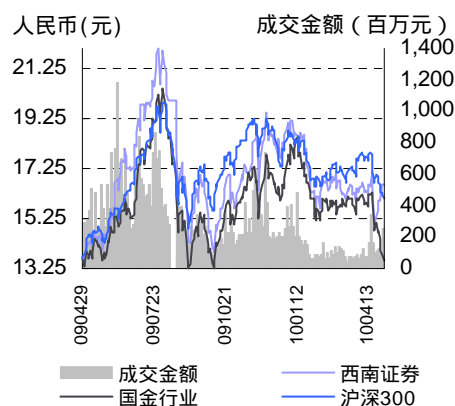
市价(人民币)：16.62元

目标(人民币)：元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	379.40
总市值(百万元)	31,642.06
年内股价最高最低(元)	22.08/13.50
沪深300指数	3060.06
上证指数	2868.43



相关报告

- 1.《09年业绩超预期》，2010.2.8
- 2.《3季度业绩基本符合预期》，2009.10.26
- 3.《上市和再融资背后期待的是效率和规模的提升》，2009.10.14

陈振志 联系人
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

10年1季报点评

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.56	0.36	0.53	0.53	0.55
每股净资产(元)	3.53	3.23	2.46	2.85	3.27
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	na	na	na
市盈率(倍)	30.76	16.02	31.42	31.64	30.32
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%	608.92%	-0.72%	4.37%
净资产收益率(%)	21.95%	11.51%	21.53%	18.43%	16.78%
总股本(百万股)	2336.62	1903.85	1903.85	1903.85	1903.85

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **公司1季度业绩符合预期。**公司10年1季度实现营业收入3.57亿元，同比下滑18.49%，环比下降56.32%；实现净利润1.31亿元，同比下滑40.68%，环比下滑67.79%，实现每股收益0.07元。公司业绩符合我们此前的预期。

经营分析

- **公司10年1季度的经纪业务净佣金率环比继续下滑。**本期的净佣金率为0.1%，比09年全年平均的0.12%继续下滑。
- **自营业绩实现正收益。**公司1季度实现的自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)为0.9亿元，同比下滑57.74%，环比下滑81.14%。剔除对联营企业和合营企业的投资收益0.11亿元，公司自营在二级市场的投资收益仍有0.79亿元的正收益。
- **投行业务收入同比大幅增长。**公司10年1季度的承销业务收入为0.35亿元，同比增长59.03%，环比去年4季度下滑14.46%。我们判断业务收入大幅增长的重要原因在于市场融资总额和公司的债券承销业务市场份额同比均有所增长。
- **成本费用率同比和环比均明显上升。**公司1季度的业务及管理费支出为1.66亿元，同比增长30.49%，环比下降37.19%，本期的成本费用率为46.45%，大幅高于去年同期的29.01%和去年4季度的32.3%。

投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。**在日均交易额假设为2200亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，公司10年和11年的EPS分别为0.53元和0.55元。公司目前股价对应10年的PE为31.64倍，维持对公司“持有”的投资评级。

公司经营基本面分析

- **公司 1 季度业绩符合预期。**公司 10 年 1 季度实现营业收入 3.57 亿元，同比下滑 18.49%，环比下降 56.32%；实现净利润 1.31 亿元，同比下滑 40.68%，环比下滑 67.79%，实现每股收益 0.07 元。公司业绩符合我们此前的预期。
- **1 季度的净佣金率环比明显下滑。**公司 1 季度实现的证券经纪业务净收入为 1.82 亿元，同比增长 11.7%，环比下滑 25.98%。
 - 公司 10 年 1 季度的经纪业务净佣金率环比继续下滑，本期的净佣金率为 0.1%，比 09 年全年平均的 0.12% 继续下滑。
 - 根据我们的动态跟踪，公司 1 季度的股基权债代理交易市场份额约为 0.68%，比去年同期的 0.55% 上升了 0.13 个百分点；而公司 1 季度的股票基金代理交易市场份额约为 0.73%，也较去年同期的 0.57% 上升了 0.16 个百分点。
- **自营业绩实现正收益。**公司 1 季度实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 0.9 亿元，同比下滑 57.74%，环比下滑 81.14%。剔除对联营企业和合营企业的投资收益 0.11 亿元，公司自营在二级市场的投资收益仍有 0.79 亿元的正收益。
 - 与 09 年底相比，公司 10 年 1 季度的自营业务规模略有缩减。公司在 09 年底的交易性金融资产和可供出售金融资产的总规模为 29.03 亿元。截止 1 季度末，该两项金融资产的总规模缩减至 27.74 亿元。从下降的幅度来分析，在主动减少自营规模和由于市场下滑导致规模被动下滑这两个可能的原因中，我们更倾向于后者。
- **投行业务收入同比大幅增长。**公司 10 年 1 季度的承销业务收入为 0.35 亿元，同比增长 59.03%，环比去年 4 季度下滑 14.46%。我们判断业务收入大幅增长的重要原因在于市场融资总额和公司的债券承销业务市场份额同比均有所增长。截止 1 季度末，公司 1 季度的核心债券承销业务市场份额则为 4.76%，比去年同期的零业务有明显上升。
- **集合理财业务正在筹备，未来业务的启动将有助于增加公司的盈利来源。**公司目前正在筹备开展集合理财业务，珠峰 1 号集合资产管理计划已经进入申报程序。集合理财业务的开展将有助于增加公司的盈利来源。
- **成本费用率同比和环比均明显上升。**公司 1 季度的业务及管理费支出为 1.66 亿元，同比增长 30.49%，环比下降 37.19%，本期的成本费用率为 46.45%，大幅高于去年同期的 29.01% 和去年 4 季度的 32.3%。

图表1：西南证券10年1季度业绩增长情况

单位：百万元	单季 4Q09	单季 1Q10	环比增速	单位：百万元	累计 1Q09	累计 1Q10	同比增速
手续费收入	246.49	182.46	-25.98%	手续费收入	163.35	182.46	11.70%
承销收入	42.47	35.48	-16.46%	承销收入	22.31	35.48	59.03%
资产管理收入	0.00	0.00	#DIV/0!	资产管理收入	0.00	0.00	#DIV/0!
基金管理业务收入				基金管理业务收入			
净利息收入	31.77	29.57	-6.92%	净利息收入	23.69	29.57	24.82%
投资收益	420.02	32.06	-92.37%	投资收益	105.66	32.06	-69.66%
公允价值变动收益	59.52	58.39	-1.90%	公允价值变动收益	108.35	58.39	-46.11%
其他收入	16.34	18.74	14.69%	其他收入	14.26	18.74	31.42%
业务及管理费	263.76	165.68	-37.19%	业务及管理费	126.97	165.68	30.49%
营业税金及附加	40.51	14.88	-63.27%	营业税金及附加	17.01	14.88	-12.52%
资产减值损失	2.28	0.00	-100.00%	资产减值损失	0.00	0.00	#DIV/0!
其他业务支出	0.93	0.84	-9.68%	其他业务支出	0.13	0.84	546.15%
营业外净收支	27.22	0.98	-96.40%	营业外净收支	0.01	0.98	9700.00%
税收	131.01	45.71	-65.11%	税收	73.40	45.71	-37.72%
少数股东权益	0.00	0.00	#DIV/0!	少数股东权益	0.00	0.00	#DIV/0!
净利润	405.35	130.57	-67.79%	净利润	220.11	130.57	-40.68%
股本	1,903.85	1,903.85	0.00%	股本	1,903.85	1,903.85	0.00%
每股收益	0.21	0.07	-67.79%	每股收益	0.12	0.07	-40.68%

来源：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 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10
经纪业务收入	163.35	215.51	269.20	246.49	182.46	37.33%	50.24%	72.82%	30.18%	51.15%
自营业务收入	214.01	100.43	3.07	479.54	90.45	48.90%	23.41%	0.83%	58.72%	25.36%
投行业务收入	22.31	79.24	34.65	42.47	35.48	5.10%	18.47%	9.37%	5.20%	9.95%
资管业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利息收入	23.69	27.78	28.32	31.77	29.57	5.41%	6.48%	7.66%	3.89%	8.29%
其他收入	14.26	5.99	34.44	16.34	18.74	3.26%	1.40%	9.32%	2.00%	5.25%

来源：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 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10
经纪业务收入	163.35	378.86	648.06	894.55	182.46	37.33%	43.72%	52.42%	43.58%	51.15%
自营业务收入	214.01	314.44	317.51	797.05	90.45	48.90%	36.29%	25.68%	38.83%	25.36%
投行业务收入	22.31	101.55	136.20	178.67	35.48	5.10%	11.72%	11.02%	8.70%	9.95%
资管业务收入（含基金）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利息收入	23.69	51.47	79.79	111.56	29.57	5.41%	5.94%	6.45%	5.43%	8.29%
其他收入	14.26	20.25	54.69	71.03	18.74	3.26%	2.34%	4.42%	3.46%	5.25%

来源：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

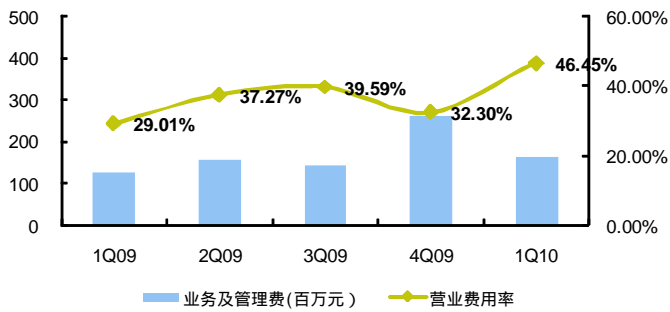
环比增速	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10
经纪业务收入	31.93%	24.91%	-8.44%	-25.98%
自营业务收入	-53.07%	-96.94%	15520.20%	-81.14%
投行业务收入	255.18%	-56.27%	22.57%	-16.46%
资管业务收入	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
净利息收入	17.26%	1.94%	12.18%	-6.92%
其他收入	-57.99%	474.96%	-52.56%	14.69%
营业收入	-1.98%	-13.82%	120.90%	-56.32%

来源：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

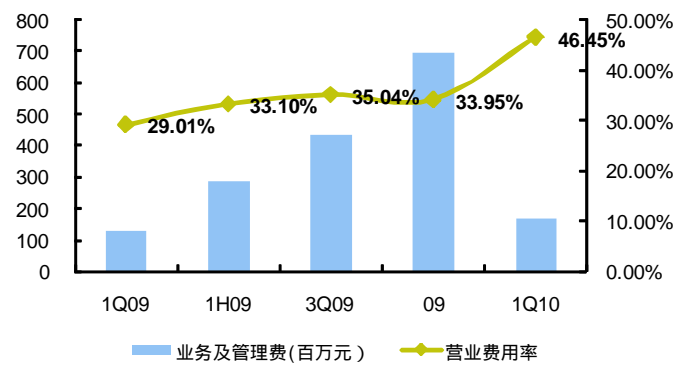
同比增速	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10
经纪业务收入	15.80%	59.03%	78.84%	11.70%
自营业务收入	1091.06%	312.56%	3085.65%	-57.74%
投行业务收入	752.64%	383.15%	333.56%	59.03%
资管业务收入（含基金）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
净利息收入	-4.61%	-0.61%	2.77%	24.82%
其他收入	40.63%	202.99%	144.85%	31.42%
营业收入	99.74%	102.34%	191.61%	-18.49%

图表6：西南证券单季度营业费用及营业费用率情况

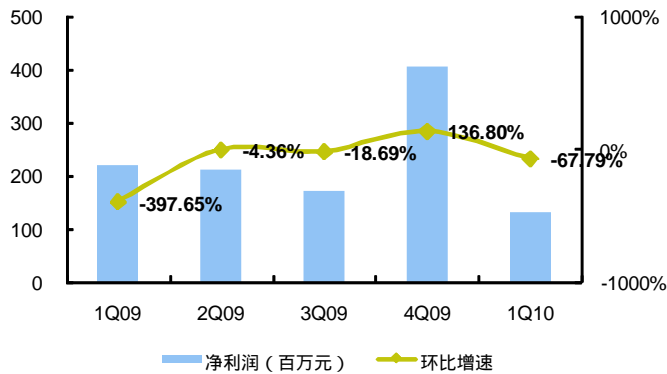


来源：国金证券研究所

图表7：西南证券当年累计营业费用及营业费用率情况

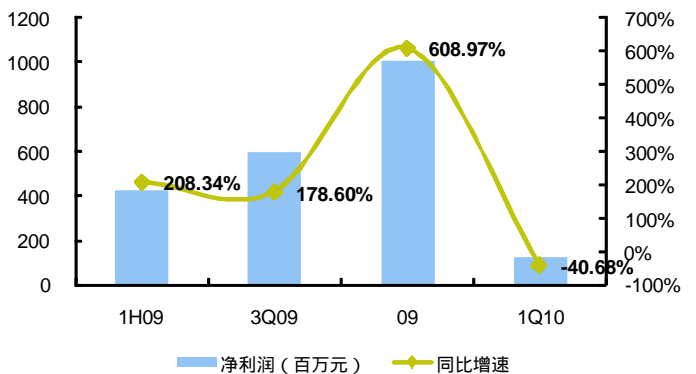


图表8：西南证券单季度净利润环比增速情况



来源：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10年1季度的股基权债代理交易市场份额同比明显上升

按照股基权债交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.12%	7.61%	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%
中信证券母公司	2.79%	2.49%	2.46%	2.50%	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%
中信建投	3.35%	3.10%	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%
中信万通	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.28%	1.32%	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%
海通证券合并	4.60%	4.29%	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%
长江证券	1.46%	1.63%	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%
东北证券	0.64%	0.69%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%
国元证券	0.88%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%
宏源证券	1.02%	1.28%	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%
太平洋证券	0.22%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.58%	0.68%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%
光大证券	3.05%	3.16%	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%
招商证券	3.98%	3.93%	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%
华泰证券合并	6.53%	5.85%	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%
西南证券	0.54%	0.55%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%
广发证券合并	4.32%	4.22%	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%

来源：国金证券研究所

图表11：西南证券10年1季度的股票基金代理交易市场份额同比明显上升

按照股票基金交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.56%	8.37%	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%
中信证券母公司	2.94%	2.75%	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%
中信建投	3.32%	3.36%	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%
中信万通	0.80%	0.78%	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%
中信金通	1.50%	1.48%	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%
海通证券合并	4.31%	4.22%	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%
长江证券	1.45%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%
东北证券	0.74%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%
国元证券	0.95%	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%
宏源证券	1.03%	1.29%	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%
太平洋证券	0.26%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%
国金证券	0.70%	0.77%	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%
光大证券	3.34%	3.20%	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%
招商证券	3.88%	3.97%	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%
华泰证券合并	5.68%	5.49%	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%
西南证券	0.55%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%
广发证券合并	4.81%	4.55%	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%

来源：国金证券研究所

图表12：西南证券10年1季度权益类（IPO、增发和配股）承销的市场份额有所下滑

权益类承销市场份额	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%
中信证券母公司	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%
中信建投	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%
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	1.28%	0.64%	0.53%	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%
长江证券	0.00%	0.00%	0.61%	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%
国元证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%
宏源证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%
太平洋证券	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%
国金证券	0.00%	0.00%	0.78%	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%
西南证券	2.66%	5.24%	5.73%	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%
光大证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%
招商证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%
华泰证券合并	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%
国信证券	6.02%	3.02%	2.49%	7.68%	3.89%	4.59%	4.93%	4.96%	4.87%	4.66%	6.35%	4.07%	3.03%
国泰君安	15.25%	7.65%	6.29%	4.90%	2.48%	1.95%	3.34%	3.03%	2.43%	2.40%	0.54%	0.30%	0.21%
广发证券合并	0.89%	0.45%	0.74%	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%

来源：国金证券研究所

图表13：西南证券10年1季度的核心债券类（企业债、公司债和可转债）承销业务市场份额同比明显上升

核心债券承销市场份额	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	4.52%	12.96%	12.79%	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%
中信证券母公司	0.00%	9.62%	8.68%	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%
中信建投	4.52%	3.34%	4.11%	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%
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	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%
长江证券	0.00%	0.72%	1.58%	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%	0.00%
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%	0.00%	0.00%
国元证券	4.22%	2.65%	1.93%	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	2.30%	1.44%	1.61%	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	0.00%	0.77%	0.56%	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%
光大证券	0.00%	0.48%	0.35%	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%
招商证券	0.77%	0.48%	3.15%	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%
华泰证券合并	2.50%	2.24%	1.63%	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%
国信证券	1.84%	2.60%	1.89%	2.30%	2.99%	2.65%	2.79%	3.25%	3.40%	3.03%	0.00%	0.00%	1.90%
国泰君安	7.82%	7.12%	5.18%	5.04%	5.74%	5.40%	7.63%	6.42%	7.53%	6.90%	9.86%	3.99%	5.07%
广发证券合并	1.53%	0.96%	0.70%	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%

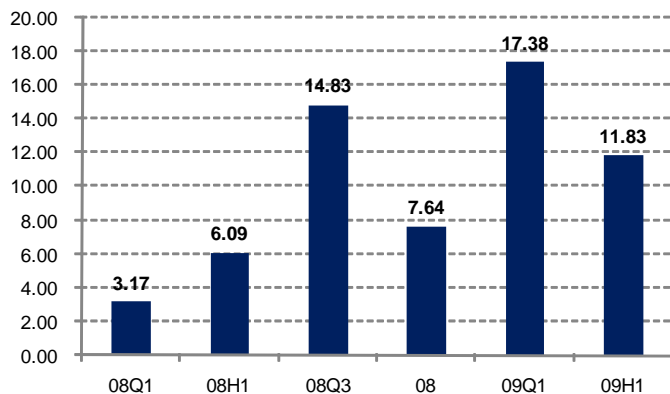
来源：国金证券研究所

图表14：西南证券10年1季度的基金管理业务（参股基金公司）规模同比增长较为明显

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		
			09Q1	10Q1	增长率	09Q1	10Q1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,027.50	2,564.95	26.51%	10.28%	9.92%	-0.36%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	356.12	458.19	28.66%	1.81%	1.77%	-0.04%
	富国基金	27.775%	467.66	566.10	21.05%	2.37%	2.19%	-0.18%
长江证券	长信基金	49.00%	213.41	275.75	29.21%	1.08%	1.07%	-0.01%
	诺德基金	30.00%	40.25	44.73	11.12%	0.20%	0.17%	-0.03%
国元证券	长盛基金	41.00%	268.00	395.04	47.40%	1.36%	1.61%	0.25%
东北证券	东方基金	46.00%	84.36	103.82	23.07%	0.43%	0.40%	-0.03%
	银华基金	21.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
宏源证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	294.16	398.26	35.39%	1.49%	1.54%	0.05%
	大成基金	25.00%	740.58	977.15	31.94%	3.76%	3.78%	0.02%
广发证券	广发基金	48.33%	779.74	1,104.71	41.68%	3.95%	4.27%	0.32%
	易方达基金	25.00%	967.20	1,558.25	61.11%	4.90%	6.03%	1.13%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,060.42	1,147.98	8.26%	5.38%	4.44%	-0.94%
	友邦华泰基金	49.00%	149.64	220.68	47.47%	0.76%	0.85%	0.09%
招商证券	博时基金	49.00%	1,244.41	1,412.36	13.50%	6.31%	5.46%	-0.85%
	招商基金	33.30%	343.98	355.47	3.34%	1.74%	1.37%	-0.37%

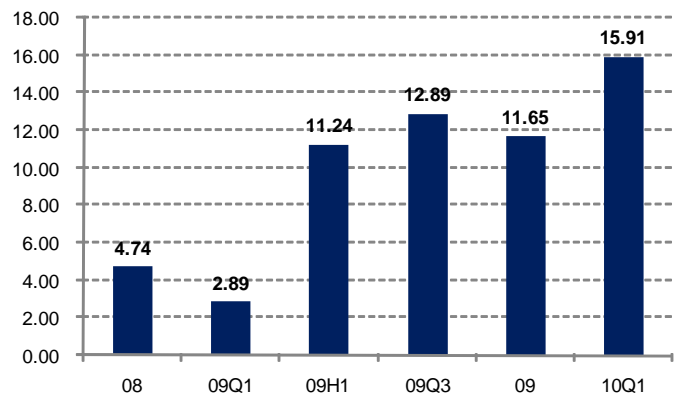
来源：国金证券研究所

图表15：公司的交易性金融资产规模（亿元）



来源：国金证券研究所

图表16：公司的可供出售金融资产规模（亿元）



盈利预测及投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。在日均交易额假设为 2200 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.55 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 31.64 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

图表17：西南证券 10 年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额						
EPS		2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500
市 场 份 额	0.23%	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41
	0.43%	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48
	0.63%	0.51	0.52	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55
	0.83%	0.57	0.58	0.58	0.59	0.60	0.61	0.63
	1.03%	0.63	0.64	0.65	0.65	0.67	0.68	0.70

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-15%	-5%	5%	15%	25%	35%	45%	55%
投 资 成 本 / 净 资 产	35.65%	0.29	0.34	0.39	0.44	0.49	0.54	0.59	0.64
	38.65%	0.29	0.34	0.40	0.45	0.50	0.56	0.61	0.67
	41.65%	0.28	0.34	0.40	0.46	0.51	0.57	0.63	0.69
	44.65%	0.28	0.34	0.40	0.46	0.53	0.59	0.65	0.71
	47.65%	0.27	0.34	0.40	0.47	0.54	0.60	0.67	0.74
	50.65%	0.26	0.33	0.41	0.48	0.55	0.62	0.69	0.76
	53.65%	0.26	0.33	0.41	0.48	0.56	0.63	0.71	0.78
56.65%	0.25	0.33	0.41	0.49	0.57	0.65	0.73	0.81	

		股票基金日均交易额						
EPS		2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500
营 业 费 率	39.00%	0.46	0.47	0.47	0.48	0.48	0.49	0.50
	36.00%	0.49	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52	0.53
	33.00%	0.51	0.52	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55
	30.00%	0.54	0.54	0.55	0.55	0.56	0.57	0.58
	27.00%	0.56	0.56	0.57	0.58	0.59	0.60	0.61

来源：国金证券研究所

图表18：西南证券盈利预测表（单位：百万元，每股数据均为元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,168.96	703.98	2,052.86	2,004.94	2,093.60	2,127.73
手续费净收入	1,115.94	500.19	894.55	894.10	899.87	907.37
手续费收入	1,167.85	528.66	917.08	941.16	947.23	955.12
手续费支出	51.91	28.47	22.53	47.06	47.36	47.76
承销收入	159.70	41.21	178.67	204.14	220.05	221.85
受托管理收入	-	-	-	-	-	-
净利息收入	89.35	108.55	111.56	138.09	147.50	155.64
利息收入	147.24	155.54	139.56	178.04	191.45	203.98
利息支出	57.89	46.99	28.00	39.95	43.95	48.34
投资收益	756.22	63.79	751.88	531.21	561.42	569.53
公允价值变动	12.21	-38.77	45.17	159.27	178.81	178.81
其他业务收入	35.54	29.01	71.03	78.13	85.95	94.54
营业支出	676.63	505.88	804.66	763.80	797.49	810.46
业务及管理费	587.84	473.36	696.96	661.63	690.89	702.15
营业税金及附加	93.06	30.60	102.04	100.25	104.68	106.39
资产减值损失	-5.14	1.19	2.28	1.19	1.19	1.19
其他业务支出	0.87	0.73	3.38	0.73	0.73	0.73
营业利润	1,492.33	198.10	1,248.20	1,241.14	1,296.11	1,317.27
营业外收入	4.41	13.63	39.22	41.18	43.24	45.40
营业外支出	56.36	13.21	15.10	16.61	18.27	20.10
利润总额	1,440.38	198.52	1,272.32	1,265.72	1,321.08	1,342.58
所得税	467.38	56.45	265.16	265.80	277.43	281.94
所得税率	32.45%	28.44%	20.84%	21.00%	21.00%	21.00%
净利润	973.00	142.07	1,007.16	999.92	1,043.65	1,060.64
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	999.92	1,043.65	1,060.64
Per share data						
股本，期末(mn)	2,336.62	1,903.85	1,903.85	1,903.85	1,903.85	1,904.85
EPS(basic)	0.42	0.07	0.53	0.53	0.55	0.56
EPS(Diluted)	0.42	0.07	0.53	0.53	0.55	0.56
BVPS	1.38	1.74	2.46	2.85	3.27	3.69
BVPS(Diluted)	1.38	1.74	2.46	2.85	3.27	3.69

来源：国金证券研究所

图表19：西南证券财务数据

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2006	2007	2008E	2009	2010E	2011E
每股数据							盈利能力						
股本，期末(mn)	2,336.62	2,336.62	1,903.85	1,903.85	1,903.85	1,903.85	投资收益率	na	na	na	#DIV/0!	#DIV/0!	10.00%
EPS	0.07	0.42	0.07	0.53	0.53	0.55	代理买卖手续费率	0.16%	0.18%	0.14%	0.12%	0.12%	0.12%
BVPS	0.90	1.38	1.74	2.46	2.85	3.27	营业费率	68.50%	27.10%	67.24%	33.95%	33.00%	33.00%
资产增长率							收入结构						
总资产增长率	76.38%	69.53%	-25.28%	86.49%	2.04%	12.01%	人员薪酬费率	0.00%	15.45%	33.07%	18.67%	18.15%	18.15%
生息资产增长率	186.77%	81.56%	-33.98%	71.22%	0.69%	13.30%	ROE	7.23%	30.16%	4.28%	21.53%	18.43%	16.78%
投资性资产增长率	-100.00%	#DIV/0!	644.16%	267.35%	5.49%	5.84%	ROA	2.41%	9.06%	1.77%	6.73%	6.55%	6.10%
非生息资产增长率	-79.45%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	ROAE	14.82%	36.46%	4.34%	25.20%	19.79%	17.92%
负债增长率							成本结构						
客户资产增长率	97.37%	112.21%	-35.72%	112.90%	10.00%	10.00%	业务及管理费	174.91%	86.88%	93.57%	86.62%	86.62%	86.63%
应付款项增长率	-55.66%	-64.11%	-58.71%	255.11%	0.00%	0.00%	员工薪酬	0.00%	49.51%	46.01%	47.64%	47.64%	47.65%
业务收入增长率							总资产结构						
手续费净收入增长率	175.52%	301.69%	-55.18%	78.84%	-0.05%	0.64%	资产减值准备	-87.52%	-0.76%	0.24%	0.15%	0.16%	0.15%
机构销售收入增长率	100.00%	400.00%	29.60%	30.00%	20.00%	20.00%	营业税金及附加	12.61%	13.75%	6.05%	12.76%	13.12%	13.13%
金融产品销售收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	上缴投资者保护基金	0.00%	4.58%	1.85%	3.83%	3.94%	3.94%
咨询服务收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	非客户资产结构						
租赁收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	存款及备付金	59.36%	74.46%	55.87%	23.83%	12.35%	18.53%
利息净收入增长率	-35.28%	312.33%	21.34%	2.57%	23.78%	6.82%	投资性资产	0.00%	0.99%	9.85%	19.39%	20.05%	18.94%
投资收益增长率	na	1112.31%	-85.62%	1049.98%	-27.49%	5.69%	长期投资	3.83%	2.37%	2.86%	1.58%	2.02%	2.11%
总承销收入增长率	41.65%	301.38%	-74.20%	344.80%	11.37%	7.80%	固定资产	6.20%	3.59%	4.66%	1.91%	3.27%	3.41%
资产管理收入增长率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	经营效率						
营业收入增长率	-2739.82%	476.99%	-67.54%	191.61%	-2.33%	4.42%	营业部数量	na	na	27			
业务及管理费增长率	7.64%	128.30%	-19.47%	47.24%	-5.07%	4.42%	部均交易额			14,418			
营业支出增长率	-67.33%	359.63%	-25.24%	59.06%	-5.08%	4.41%	部均手续费收入			19.58			
净利润增长率	-131.44%	537.46%	-85.40%	608.92%	-0.72%	4.37%							
每股收益增长率	-121.94%	537.46%	-82.08%	608.92%	-0.72%	4.37%							

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	1	1	1	1	1
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	2	10	14
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.80	2.50	2.64

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 2009-10-14	持有	15.29	14.53 ~ 15.12
2 2009-10-26	持有	16.99	N/A
3 2010-02-08	持有	16.29	N/A

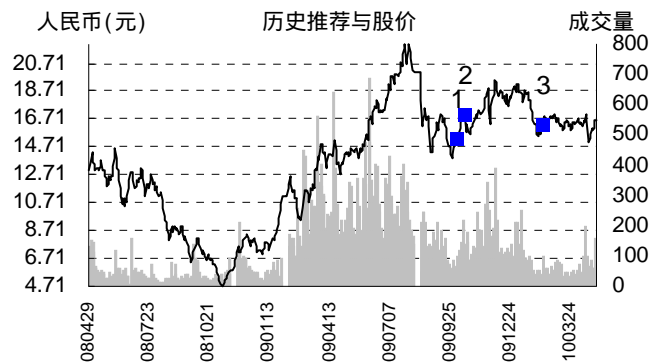
来源：国金证券研究所

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、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。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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室