

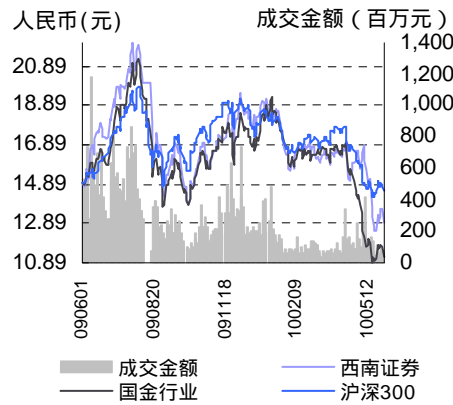
市价(人民币)：12.89元

## 调研简报

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)	24,540.69
年内股价最高最低(元)	22.08/12.49
沪深300指数	2744.16
上证指数	2568.28



## 相关报告

1. 《10年1季报点评》，2010.4.30
2. 《09年业绩超预期》，2010.2.8
3. 《3季度业绩基本符合预期》，2009.10.26

**陈振志** 分析师 SAC 执业编号：S1130210040009  
(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

## 基本结论

- **经纪业务市场份额恢复性增长。**公司经纪业务的市场份额在经历了08年的明显下滑以后，从08年底开始出现恢复性的增长，并借助上市以后的规范发展实现了进一步的突破。截止目前，去年年底剩余的4家服务部已经全部升级完毕，目前营业部数量约有33家。由于服务部数量较为有限，公司未来网点的扩张主要依赖于内部新设和外部收购。在新设方面，公司目前具有区域网点布局资格，每次可以申请2-3家新设，新设周期估计在两个月左右。在有合适的收购标的之前，公司将主要通过新设网点扩大业务的区域覆盖。
- **佣金率近期在底部反复震荡。**公司的佣金率下降幅度较大，毛佣金率从07年的0.18%下降至0.12%。根据调研情况，公司佣金率的大幅下滑与重庆地区经纪业务市场竞争日趋激烈有较为密切的关系。07年以来，部分全国性大券商纷纷在重庆新设营业网点，新的市场进入者使得区域内的业务竞争日趋激烈，佣金率价格战有所升温。据了解，公司10年初以来的佣金率仍在底部反复震荡，震荡区间大致在0.11%-0.12%。
- **自营浮盈在6月开始可以释放。**公司近期的自营业务操作比较谨慎。除了由于京东方增发锁定以外，公司自营仓位较多配置在股票以外的低风险品种。公司目前持有京东方约2.9亿股，浮盈约为4亿元，并在6月初解禁。与此同时，公司于年初参与了南山铝业的增发，获得配售3500万股，目前仍处于浮盈状态。
- **投行项目储备丰富。**公司的投行业务在中小券商中较为出众，投行业务承销规模最近几年均位居行业前20名。年初至今，公司的投行业务基本保持一种平稳发展的态势。公司目前约有40多个储备项目（包括债券、IPO、增发和其他），其中IPO储备项目有5-6个，从而为今年的投行业绩奠定了良好基础。
- **新业务和定向增发。**（1）股指期货。公司于近期认购了西南期货的股权。增资完成后，公司将持有70%的股权，成为其第一大股东。目前西南期货尚未取得金融期货交易所会员资格。（2）直投业务。公司已经获得直投业务资格，并出资2亿元人民币，设立全资控股子公司西证股权投资有限公司。目前直投业务已经开始项目接触，但尚未进行项目投资。（3）定向增发。公司的定向增发已经获得证监会核准。公司计划非公开发行股票募集资金总额不超过60亿元，全部用于增加公司资本金、补充公司营运资金和扩充公司业务。定向增发成功实施后，将有助于增强公司的资本实力和新增业务的开展。这将在继上市以后，公司发展道路上的又一个重要里程碑。

## 投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。在2100亿日均交易额和不考虑新业务贡献的假设之下，我们预计公司10年和11年的EPS分别为0.45元和0.47元。公司目前股价对应10年的PE为28.6倍，维持对公司“持有”的投资评级。

### 经纪业务

- 公司经纪业务的市场份额在经历了 08 年的明显下滑以后，从 08 年底开始出现恢复性的增长，并借助上市以后的规范发展实现了进一步的突破。股基权债代理交易的市场份额先从 07 年的 0.58% 下降至 08 年中期的 0.47%，此后从 08 年底开始出现恢复态势并在近期达到 0.7%。而股票基金代理交易市场份额也从 08 年中期的 0.54% 增长至 10 年 4 月的 0.74%。
- 截止目前，去年年底剩余的 4 家服务部已经全部升级完毕，目前营业部数量约有 33 家。由于服务部数量较为有限，公司未来网点的扩张主要依赖于内部新设和外部收购。公司目前具有区域网点布局资格，每次可以申请 2-3 家新设，新设周期估计在两个月左右。
- 公司的佣金率下降幅度较大，毛佣金率从 07 年的 0.18% 下降至 0.12%。根据调研情况，公司佣金率的大幅下滑与重庆地区经纪业务市场竞争日趋激烈有较为密切的关系。07 年以来，部分全国性大券商纷纷在重庆新设营业网点，新的市场进入者使得区域内的业务竞争日趋激烈，佣金率价格战有所升温。据了解，公司 10 年初以来的佣金率仍在底部反复震荡，震荡区间大致在 0.11%-0.12%。

**图表1：西南证券股基权债代理交易业务的市场份额持续攀升**

按照股基权债交易额计算	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	2010年4月
中信证券合并	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%	8.32%
中信证券母公司	2.46%	2.50%	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%	2.49%
中信建投	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%	3.42%
中信万通	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%	1.73%
海通证券合并	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%	4.40%
长江证券	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%	1.75%
东北证券	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%
国元证券	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%	1.20%
宏源证券	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%	1.31%
太平洋证券	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%	0.77%
光大证券	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%	3.04%
招商证券	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%	4.01%
华泰证券合并	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%	5.69%
西南证券	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%
首创证券	0.27%	0.27%	0.27%	0.26%	0.26%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%	0.23%	0.23%	0.24%	0.24%
国信证券	4.33%	4.35%	4.41%	4.45%	4.46%	4.46%	4.49%	4.51%	4.50%	4.38%	4.34%	4.42%	4.43%
国泰君安	6.35%	6.25%	6.24%	6.11%	6.09%	6.03%	6.00%	5.88%	5.83%	5.39%	5.29%	5.23%	5.16%
广发证券合并	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%	4.52%

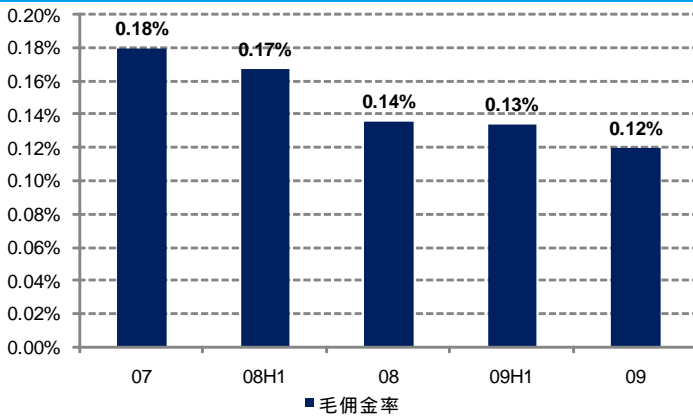
来源：国金证券研究所

图表2：西南证券股票基金代理交易业务的市场份额持续攀升

按照股票基金交易额计算	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	2010年4月
中信证券合并	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%	8.43%
中信证券母公司	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%	2.48%
中信建投	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%	3.33%
中信万通	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%	0.75%
中信金通	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%	1.87%
海通证券合并	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%	4.09%
长江证券	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%	1.65%
东北证券	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%	0.79%
国元证券	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%	1.08%
宏源证券	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%	1.34%
太平洋证券	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%
国金证券	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%	0.72%
光大证券	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%	3.14%
招商证券	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%	4.07%
华泰证券合并	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%	5.84%
西南证券	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%	0.74%
首创证券	0.28%	0.28%	0.28%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.26%	0.27%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国信证券	4.58%	4.60%	4.63%	4.70%	4.72%	4.74%	4.74%	4.74%	4.74%	4.64%	4.62%	4.60%	4.57%
国泰君安	5.17%	5.14%	5.14%	5.10%	5.09%	5.05%	5.03%	4.98%	4.96%	4.78%	4.72%	4.68%	4.66%
广发证券合并	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%	4.81%

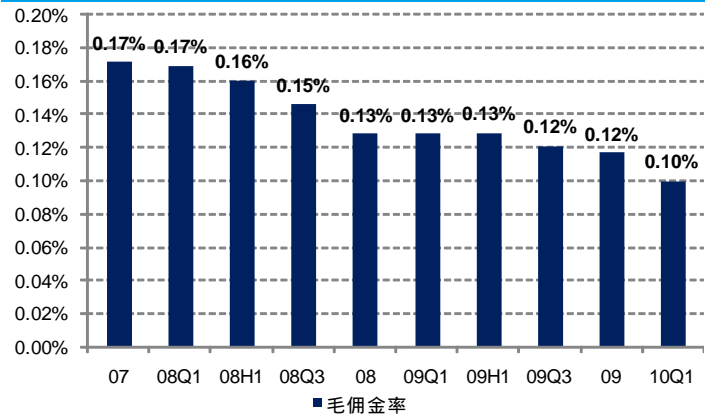
来源：国金证券研究所

图表3：西南证券的毛佣金率情况



来源：国金证券研究所

图表4：西南证券的净佣金率情况



**图表5：08年重庆地区经纪业务的市场竞争格局**

排名	公司	营业部数量	股票基金交易额(百万)	股票基金代理交易市场份额	股基权债交易额(百万)	股基权债代理交易市场份额
1	西南证券有限责任公司	13	127,356.66	20.58%	166,322.74	20.67%
2	光大证券股份有限公司	4	64,573.34	10.44%	82,132.70	10.21%
3	中信建投证券有限责任公司	4	54,320.96	8.78%	67,397.11	8.38%
4	国泰君安证券股份有限公司	3	53,814.11	8.70%	90,436.92	11.24%
5	中国银河证券股份有限公司	6	51,386.58	8.31%	78,795.87	9.79%
6	申银万国证券股份有限公司	3	33,326.78	5.39%	36,559.69	4.54%
7	中银国际证券有限责任公司	1	26,383.77	4.26%	28,575.90	3.55%
8	海通证券股份有限公司	2	23,770.38	3.84%	26,119.01	3.25%
9	广发证券股份有限公司	3	17,161.77	2.77%	22,175.67	2.76%
10	东北证券有限责任公司	4	15,267.77	2.47%	17,362.01	2.16%
11	长江证券股份有限公司	2	13,905.46	2.25%	15,344.54	1.91%
12	华西证券有限责任公司	2	12,452.97	2.01%	14,847.69	1.85%
13	长城证券有限责任公司	1	12,188.46	1.97%	13,235.89	1.64%
14	浙商证券有限责任公司	1	10,669.26	1.72%	12,018.18	1.49%
15	平安证券有限责任公司	1	10,390.55	1.68%	11,573.36	1.44%
16	招商证券股份有限公司	1	10,339.14	1.67%	12,961.60	1.61%
17	方正证券有限责任公司	1	9,694.11	1.57%	10,322.51	1.28%
18	安信证券股份有限公司	2	9,379.96	1.52%	11,203.68	1.39%
19	中国建银投资证券有限责任公司	1	8,766.81	1.42%	19,681.82	2.45%
20	华泰证券有限责任公司	1	7,914.75	1.28%	13,595.28	1.69%
21	华龙证券有限责任公司	1	6,609.38	1.07%	7,741.69	0.96%
22	南京证券有限责任公司	1	5,757.87	0.93%	6,410.57	0.80%
23	新时代证券有限责任公司	1	4,812.69	0.78%	5,340.21	0.66%
24	江南证券有限责任公司	1	4,668.65	0.75%	5,355.57	0.67%
25	华融证券股份有限公司	2	4,554.86	0.74%	5,108.55	0.63%
26	上海证券有限责任公司	1	4,457.13	0.72%	4,832.29	0.60%
27	齐鲁证券有限公司	1	4,033.26	0.65%	6,945.81	0.86%
28	东海证券有限责任公司	1	3,496.33	0.57%	3,741.20	0.46%
29	爱建证券有限责任公司	1	3,244.33	0.52%	3,571.05	0.44%
30	国元证券有限责任公司	1	2,684.12	0.43%	3,443.81	0.43%
31	渤海证券股份有限公司	1	1,181.38	0.19%	1,312.93	0.16%
32	山西证券有限公司	1	96.57	0.02%	99.87	0.01%
33	国信证券股份有限公司	1	45.17	0.01%	59.00	0.01%
34	英大证券有限责任公司	1	0.03	0.00%	0.05	0.00%
	<b>合计</b>	<b>71</b>	<b>618,705.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>804,624.77</b>	<b>100.00%</b>

来源：国金证券研究所

**图表6：10年前4月重庆地区经纪业务的市场竞争格局**

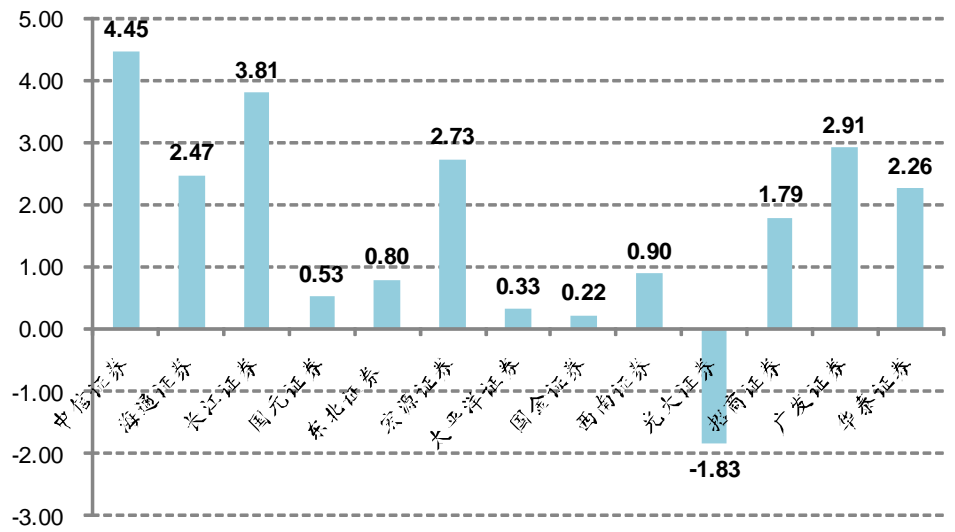
排名	公司	营业部数量	股票基金交易额(百万元)	股票基金代理交易市场份额	股基权债交易额(百万元)	股基权债代理交易市场份额
1	西南证券股份有限公司	16	108,191.32	24.70%	116,382.82	25.15%
2	国泰君安证券股份有限公司	7	33,658.60	7.68%	37,174.84	8.03%
3	中信建投证券有限责任公司	10	30,263.81	6.91%	31,380.45	6.78%
4	光大证券股份有限公司	5	29,853.11	6.81%	32,130.60	6.94%
5	中国银河证券股份有限公司	6	28,167.17	6.43%	29,767.96	6.43%
6	申银万国证券股份有限公司	4	18,982.53	4.33%	19,196.98	4.15%
7	广发证券股份有限公司	3	15,298.68	3.49%	17,353.31	3.75%
8	中银国际证券有限责任公司	1	13,905.48	3.17%	14,315.77	3.09%
9	华西证券有限责任公司	2	13,489.79	3.08%	13,735.05	2.97%
10	海通证券股份有限公司	2	12,935.32	2.95%	13,219.07	2.86%
11	长城证券有限责任公司	1	11,090.01	2.53%	13,220.54	2.86%
12	东北证券股份有限公司	3	9,242.96	2.11%	9,333.27	2.02%
13	长江证券股份有限公司	3	8,856.24	2.02%	8,980.24	1.94%
14	平安证券有限责任公司	1	8,747.28	2.00%	8,834.48	1.91%
15	齐鲁证券有限公司	1	8,204.90	1.87%	8,542.69	1.85%
16	浙商证券有限责任公司	1	7,948.80	1.81%	8,183.68	1.77%
17	华融证券股份有限公司	4	7,921.13	1.81%	7,999.92	1.73%
18	招商证券股份有限公司	1	7,379.50	1.68%	7,734.81	1.67%
19	方正证券有限责任公司	1	7,024.66	1.60%	7,195.68	1.55%
20	安信证券股份有限公司	2	6,832.64	1.56%	6,890.76	1.49%
21	中国建银投资证券有限责任公司	1	6,748.16	1.54%	7,025.81	1.52%
22	华泰证券股份有限公司	1	4,700.32	1.07%	4,797.13	1.04%
23	国元证券股份有限公司	1	4,477.71	1.02%	4,633.29	1.00%
24	国信证券股份有限公司	1	4,376.97	1.00%	4,426.92	0.96%
25	江南证券有限责任公司	1	4,017.00	0.92%	4,081.46	0.88%
26	南京证券有限责任公司	1	3,939.20	0.90%	3,974.90	0.86%
27	新时代证券有限责任公司	1	3,458.92	0.79%	3,518.81	0.76%
28	上海证券有限责任公司	1	3,314.87	0.76%	3,361.57	0.73%
29	华龙证券有限责任公司	1	3,300.57	0.75%	3,357.99	0.73%
30	东海证券有限责任公司	1	3,297.79	0.75%	3,396.92	0.73%
31	渤海证券股份有限公司	1	2,824.98	0.64%	2,869.64	0.62%
32	爱建证券有限责任公司	1	2,110.83	0.48%	2,147.02	0.46%
33	山西证券股份有限公司	1	1,782.87	0.41%	1,819.14	0.39%
34	英大证券有限责任公司	1	1,738.69	0.40%	1,812.11	0.39%
35	日信证券有限公司	1	10.96	0.00%	10.96	0.00%
	<b>合计</b>	<b>89</b>	<b>438,093.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>462,806.59</b>	<b>100.00%</b>

来源：国金证券研究所

### 自营业务

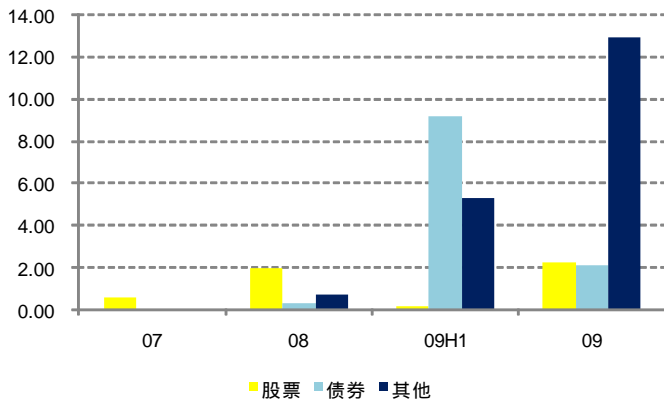
- 公司在1季度实现了0.9亿元的自营收益（投资收益+公允价值变动），好于市场预期。根据公司方面介绍，公司近期的自营业务操作比较谨慎。除了由于京东方增发锁定以外，公司自营仓位较多配置在股票以外的低风险品种。公司目前持有京东方约2.9亿股，目前浮盈约为4亿，并在6月初解禁。与此同时，公司于年初参与了南山铝业的增发，获得配售3500万股，目前仍处于浮盈状态。

图表7：上市券商1季度的自营业绩情况（投资收益+公允价值变动，亿元）



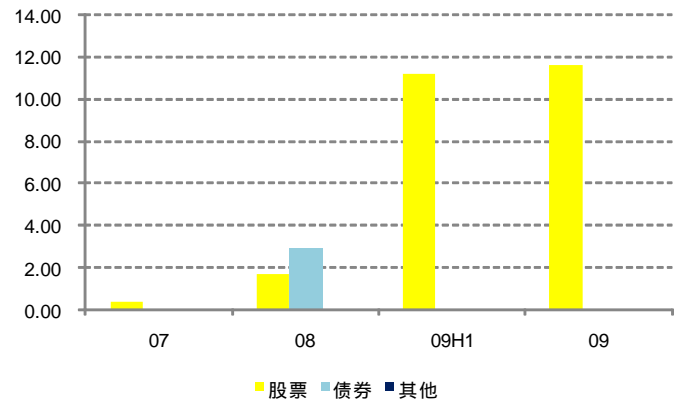
来源：国金证券研究所

图表8：西南证券的交易性金融资产（亿元）



来源：国金证券研究所

图表9：西南证券的可供出售金融资产（亿元）



### 投行业务

- 公司的投行业务在中小券商中较为出众，投行业务承销规模最近几年均位居行业前 20 名。年初至今，公司的投行业务基本保持一种平稳发展的态势。
- 公司目前约有 40 多个储备项目（包括债券、IPO、增发和其他），其中 IPO 储备项目目前有 5-6 个，从而为今年良好的投行业绩奠定了基础。

图表10：西南证券的投行业务在行业内具有一定的竞争力

2009年			2008年		
排名	公司	股票及债券承销金额（亿元）	排名	公司	股票及债券承销金额（亿元）
1	中信证券	1,612.26	1	中信证券	1,119.33
2	中金公司	1,043.24	2	中金公司	655.90
3	中银国际	559.42	3	国泰君安	515.52
4	中信建投	468.33	4	银河证券	449.92
5	瑞银证券	457.69	5	中银国际	442.12
6	招商证券	454.39	6	中信建投	272.95
7	国泰君安	419.44	7	安信证券	211.15
8	银河证券	412.35	8	招商证券	210.80
9	国信证券	346.07	9	国信证券	206.40
10	平安证券	318.97	10	平安证券	179.32
11	中投证券	241.96	11	广发证券	162.34
12	广发证券	216.86	12	海通证券	154.90
13	华泰证券	210.08	13	光大证券	154.10
14	光大证券	199.69	14	瑞银证券	147.63
15	宏源证券	199.48	15	宏源证券	112.34
16	华林证券	189.61	16	中投证券	96.44
17	长江保荐	180.55	17	高盛高华	92.98
18	海通证券	170.96	18	第一创业	86.59
19	西南证券	154.70	19	长江保荐	77.11
20	安信证券	148.77	20	西南证券	63.83

来源：国金证券研究所

图表11：西南证券权益类承销业务的情况

权益类承销市场份额	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	2010年4月
中信证券合并	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%	4.63%
中信证券母公司	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%	3.05%
中信建投	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%	1.59%
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	0.64%	0.53%	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%	6.12%
长江证券	0.00%	0.61%	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%	0.62%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%	0.54%
国元证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%	0.49%
宏源证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%	2.54%
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%	0.78%	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%	0.43%
西南证券	5.24%	5.73%	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%	0.47%
光大证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%	0.94%
招商证券	0.00%	0.00%	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%	2.77%
华泰证券合并	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%	3.75%
国信证券	3.02%	2.49%	7.68%	3.89%	4.59%	4.93%	4.96%	4.87%	4.66%	6.35%	4.07%	3.03%	3.96%
国泰君安	7.65%	6.29%	4.90%	2.48%	1.95%	3.34%	3.03%	2.43%	2.40%	0.54%	0.30%	0.21%	0.17%
广发证券合并	0.45%	0.74%	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%	1.93%

来源：国金证券研究所

**图表12：西南证券核心债券类承销业务的情况**

核心债券承销市场份额	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	2010年4月
中信证券合并	12.96%	12.79%	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%	10.74%
中信证券母公司	9.62%	8.68%	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%	1.99%
中信建投	3.34%	4.11%	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%	8.75%
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%	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长江证券	0.72%	1.58%	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	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	2.65%	1.93%	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	1.44%	1.61%	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%	2.47%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%	0.80%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	0.77%	0.56%	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%
光大证券	0.48%	0.35%	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%	3.08%
招商证券	0.48%	3.15%	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%
华泰证券合并	2.24%	1.63%	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%	2.07%
国信证券	2.60%	1.89%	2.30%	2.99%	2.65%	2.79%	3.25%	3.40%	3.03%	0.00%	0.00%	1.90%	1.59%
国泰君安	7.12%	5.18%	5.04%	5.74%	5.40%	7.63%	6.42%	7.53%	6.90%	9.86%	3.99%	5.07%	4.24%
广发证券合并	0.96%	0.70%	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%	2.31%

来源：国金证券研究所

### 资产管理业务

- 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董事会批准进入申报程序。集合理财业务的开展将有助于增加公司的盈利来源。

### 新业务和增发

- **股指期货。**公司于近期认购了西南期货 7000 万元股权。增资完成后，公司将持有西南期货 70%的股权，成为其第一大股东。目前西南期货尚未取得金融期货交易所会员资格。
- **直投业务。**公司已经获得直投业务资格，并出资 2 亿元人民币，设立全资子公司西证股权投资有限公司，从事直投业务。目前直投业务已经开始项目接触，尚未进行项目投资。
- **定向增发。**公司的定向增发已经获得证监会核准。公司计划非公开发行股票募集资金总额不超过 60 亿元，全部用于增加公司资本金、补充公司营运资金和扩充公司业务。定向增发成功实施后，将有助于增强公司的资本实力和新业务的开展。这将在继上市以后，公司发展道路上的又一个重要里程碑。



图表13：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		1,950	2,000	2,050	2,100	2,200	2,300	2,400
市 场 份 额	0.23%	0.34	0.34	0.34	0.34	0.35	0.35	0.35
	0.43%	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42
	0.63%	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48
	0.83%	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54
	1.03%	0.54	0.55	0.56	0.56	0.58	0.59	0.60

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-21%	-11%	-1%	9%	19%	29%	39%	49%
投 资 成 本 / 净 资 产	36.81%	0.23	0.28	0.33	0.38	0.43	0.48	0.53	0.58
	39.81%	0.22	0.27	0.33	0.38	0.44	0.49	0.55	0.60
	42.81%	0.21	0.27	0.33	0.39	0.45	0.50	0.56	0.62
	45.81%	0.20	0.27	0.33	0.39	0.45	0.52	0.58	0.64
	48.81%	0.20	0.26	0.33	0.39	0.46	0.53	0.59	0.66
	51.81%	0.19	0.26	0.33	0.40	0.47	0.54	0.61	0.68
	54.81%	0.18	0.25	0.33	0.40	0.48	0.55	0.63	0.70
57.81%	0.17	0.25	0.33	0.41	0.48	0.56	0.64	0.72	

		股票基金日均交易额						
EPS		1,950	2,000	2,050	2,100	2,200	2,300	2,400
营 业 费 率	39.00%	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43
	36.00%	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45
	33.00%	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48
	30.00%	0.46	0.47	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50
	27.00%	0.48	0.49	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52

来源：国金证券研究所

**图表14：西南证券盈利预测**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	2,168.96	703.98	2,052.86	1,723.97	1,783.37	1,818.21
手续费净收入	1,115.94	500.19	894.55	761.29	766.41	773.06
手续费收入	1,167.85	528.66	917.08	801.36	806.74	813.75
手续费支出	51.91	28.47	22.53	40.07	40.34	40.69
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	138.76	149.62	159.30
利息收入	147.24	155.54	139.56	178.71	193.56	207.64
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	468.27	481.95	490.07
公允价值变动	12.21	-38.77	45.17	73.39	79.39	79.39
其他业务收入	35.54	29.01	71.03	78.13	85.95	94.54
<b>营业支出</b>	676.63	505.88	804.66	657.03	679.60	692.84
业务及管理费	587.84	473.36	696.96	568.91	588.51	600.01
营业税金及附加	93.06	30.60	102.04	86.20	89.17	90.91
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
<b>营业利润</b>	1,492.33	198.10	1,248.20	1,066.94	1,103.77	1,125.37
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
<b>利润总额</b>	1,440.38	198.52	1,272.32	1,091.51	1,128.74	1,150.67
所得税	467.38	56.45	265.16	229.22	237.03	241.64
所得税率	32.45%	28.44%	20.84%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>净利润</b>	973.00	142.07	1,007.16	862.30	891.70	909.03
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	973.00	142.07	1,007.16	862.30	891.70	909.03
<b>Per share data</b>						
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	0.45	0.47	0.48
EPS(Diluted)	0.42	0.07	0.53	0.45	0.47	0.48
BVPS	1.38	1.74	2.46	2.78	3.13	3.49
BVPS(Diluted)	1.38	1.74	2.46	2.78	3.13	3.49

来源：国金证券研究所

**图表15：西南证券财务数据**

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2006	2007	2008E	2009	2010E	2011E
<b>每股数据</b>							<b>盈利能力</b>						
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!	5.00%
EPS	0.07	0.42	0.07	0.53	0.45	0.47	代理买卖手续费率	0.16%	0.18%	0.14%	0.12%	0.11%	0.11%
BVPS	0.90	1.38	1.74	2.46	2.78	3.13	营业费率	68.50%	27.10%	67.24%	33.95%	33.00%	33.00%
<b>资产增长率</b>							<b>收入结构</b>						
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%	1.46%	14.08%	ROE	7.23%	30.16%	4.28%	21.53%	16.31%	14.95%
投资性资产增长率	-100.00%	#DIV/0!	644.16%	267.35%	2.53%	2.67%	ROA	2.41%	9.06%	1.77%	6.73%	5.64%	5.21%
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%	17.30%	15.85%
<b>负债增长率</b>							<b>成本结构</b>						
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%	86.59%	86.60%
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%	47.62%	47.63%
<b>业务收入增长率</b>							<b>总资产结构</b>						
手续费净收入增长率	175.52%	301.69%	-55.18%	78.84%	-14.90%	0.67%	资产减值准备	-87.52%	-0.76%	0.24%	0.15%	0.18%	0.18%
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%	13.12%
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%	<b>非客户资产结构</b>						
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%	14.21%	21.96%
利息净收入增长率	-35.28%	312.33%	21.34%	2.57%	24.38%	7.83%	投资性资产	0.00%	0.99%	9.85%	19.39%	19.49%	17.86%
投资收益增长率	na	1112.31%	-85.62%	1049.98%	-36.08%	2.92%	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!	<b>经营效率</b>						
<b>收益增长率</b>							营业部数量						
营业收入增长率	-2739.82%	476.99%	-67.54%	191.61%	-16.02%	3.45%	na na 27						
业务及管理费增长率	7.64%	128.30%	-19.47%	47.24%	-18.37%	3.45%	部均交易额						
营业支出增长率	-67.33%	359.63%	-25.24%	59.06%	-18.35%	3.44%	14,418						
净利润增长率	-131.44%	537.46%	-85.40%	608.92%	-14.38%	3.41%	部均手续费收入						
每股收益增长率	-121.94%	537.46%	-82.08%	608.92%	-14.38%	3.41%	19.58						

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	1	1	1
买入	0	1	2	2	3
持有	1	2	6	8	17
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.75	2.62	2.63	2.69

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
4 2010-04-30	持有	16.34	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