

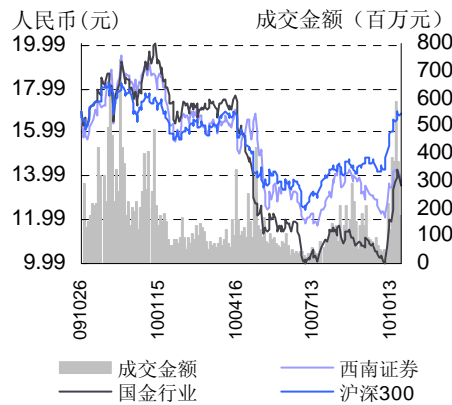
市价(人民币): 13.78元

10年三季度报点评

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)	32,004.80
年内股价最高最低(元)	19.50/11.77
沪深300指数	3378.66
上证指数	2975.04



相关报告

1. 《10年中报点评》，2010.8.30
2. 《调研简报》，2010.6.2
3. 《10年1季报点评》，2010.4.30

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

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130210040009
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.42	0.07	0.53	0.27	0.33
每股净资产(元)	1.38	1.74	2.46	4.76	5.02
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	30.76	16.02	27.67	51.00	41.69
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	537.46%	-85.40%	608.92%	-37.69%	22.33%
净资产收益率(%)	30.16%	4.28%	21.53%	5.68%	6.58%
总股本(百万股)	2336.62	1903.85	1903.85	2322.55	2322.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司前3季度业绩基本符合预期。公司10年前3季度实现营业收入和净利润分别为11.06亿元和4.03亿元,同比分别下滑10.56%和32.95%,每股收益0.17元。其中,3季度单季实现的营业收入和净利润分别为5.37亿元和2.42亿元,环比分别增长153%和691.36%,实现每股收益0.10元。公司中期业绩符合我们此前的预期。

经营分析

- 净佣金率仍略有下滑。公司前3季度实现的证券经纪业务净收入为5.32亿元,同比下降17.84%;其中3季度单季实现经纪业务净收入1.74亿元,环比下滑1.28%。经纪业务收入的同比下滑主要缘于佣金率的同比下降。而环比来看,公司3季度的经纪业务净佣金率为0.094%,与中期的0.099%相比仍略有下滑。
- 自营业绩基本符合预期,环比大幅增长。公司前3季度实现的自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)为2.68亿元,同比下降15.54%;其中3季度单季实现的自营收益为2.46亿元,环比扭亏为盈大幅回升。公司3季度的自营业绩基本符合我们此前的预期。
- 承销业绩稳步增长。公司10年前3季度实现的承销业务收入为1.78亿元,同比上升30.42%。其中,公司3季度单季实现的承销业务收入为0.74亿元,环比上升7.25%。同比来看,公司前3季度投行业绩的同比增长主要缘于债券类承销的贡献,截止到9月底,核心债券类承销业务市场份额由去年同期的1.65%增长到2.03%。而环比来看,公司的权益承销份额也正稳步提高,已由二季度末的0.66%提高到1.08%,未来公司的承销业绩将继续稳步增长。

投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。鉴于下半年来市场指数和交投气氛的回升,券商经纪和自营操作环境转好,我们上调公司的盈利预测,同时上调2011年和2012年的日均交易额假设至2300亿元,在日均交易额假设为1900/2300(2010/2011)亿元和不考虑创新业务贡献的基础上,我们把公司10年和11年的EPS分别从0.23元和0.26元上调至0.27元和0.33元。公司目前股价对应10年的PE和PB为51倍和2.90倍,维持对公司“持有”的投资评级。

公司经营基本面分析

- **公司中期业绩符合预期。**公司 10 年前 3 季度实现营业收入和净利润分别为 11.06 亿元和 4.03 亿元，同比分别下滑 10.56%和 32.95%，每股收益 0.17 元。其中，3 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 5.37 亿元和 2.42 亿元，环比分别增长 153%和 691.36%，实现每股收益 0.10 元。公司中期业绩符合我们此前的预期。
- **净佣金率仍略有下滑。**公司前 3 季度实现的证券经纪业务净收入为 5.32 亿元，同比下降 17.84%；其中 3 季度单季实现经纪业务净收入 1.74 亿元，环比下滑 1.28%。公司的市场交易额基本与去年同期持平而市场份额同比也有所增长，那么经纪业务收入的同比下滑主要缘于佣金率的同比下降。而环比来看，2 季度佣金率跌幅趋缓的趋势未能在 3 季度继续延续下去，致使经纪业务收入环比小幅负增长。
 - 根据我们的动态跟踪，公司经纪业务市场份额稳中有升。3 季度的股基权债代理交易市场份额为 0.69%，与去年同期的 0.58%相比有所上升；与此同时，公司上半年的股票基金代理交易市场份额为 0.75%，较去年同期的 0.60%相比也有所上升。
 - 公司 3 季度的经纪业务净佣金率为 0.094%，与去年同期的 0.121%相比下滑了 22.21%，但与中期的 0.099%相比下滑了 5.22%。
- **自营业绩基本符合预期，环比大幅增长。**公司前 3 季度实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 2.68 亿元，同比下降 15.54%；其中 3 季度单季实现的自营收益为 2.46 亿元，环比扭亏为盈大幅回升。公司 3 季度的自营业绩基本符合我们此前的预期。
 - 与 2 季度相比，公司 10 年 3 季度的自营业务规模大幅增加。公司在 2 季度末的交易性金融资产和可供出售金融资产分别为 11.90 亿元和 11.19 亿元。截止 3 季度末，这两项金融资产的规模分别为 59.50 亿元和 10 亿元。我们判断除了市场回升带来的公允价值增加外公司还进行了主动性加仓操作，若未来市场继续回暖，公司 4 季度自营业绩有望实现进一步的增长。
- **承销业绩稳步增长。**公司 10 年前 3 季度实现的承销业务收入为 1.78 亿元，同比上升 30.42%。其中，公司 3 季度单季实现的承销业务收入为 0.74 亿元，环比上升 7.25%。同比来看，公司前 3 季度投行业绩的同比增长主要缘于债券类承销的贡献，截止到 9 月底，公司权益类承销市场份额由去年同期的 1.81%下降到 1.08%，核心债券类承销业务市场份额由去年同期的 1.65%增长到 2.03%。而环比来看，公司的权益承销份额也正稳步提高，已由二季度末的 0.66%提高到 1.08%，未来公司的承销业绩将继续稳步增长。
- **集合理财业务正式起航。**公司目前暂无资产管理业务收入，但现已开始积极筹备。目前公司首只集合理财产品“珠峰 1 号”已经获准发行。除此以外，公司直投子公司西证股权投资公司也于今年正式成立，并于近日同意向其增资 2 亿元人民币，这些新业务的开展有望给公司带来新的业绩增长点。
- **成本刚性，营业费用率环比有所降低。**公司前 3 的业务及管理费支出为 5.36 亿元，同比上升 23.62%。其中 3 季度单季的业务及管理费为 1.97 亿元，环比上升 14.15%。公司前 3 季度累计的营业费用率为 48.43%，由于成本刚性，与中期的 59.48%相比，营业费用率环比有所降低，但仍高于去年同期的 35.04%。

图表1: 西南证券10年3季度业绩增长情况

单位: 百万元	单季 2Q10	单季 3Q10	环比增速	单位: 百万元	累计 3Q09	累计 3Q10	同比增速
手续费收入	176.12	173.87	-1.28%	手续费收入	648.06	532.45	-17.84%
承销收入	68.59	73.56	7.25%	承销收入	136.20	177.64	30.42%
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	29.55	32.33	9.42%	净利息收入	79.79	91.45	14.61%
投资收益	81.20	118.91	46.44%	投资收益	331.86	232.16	-30.04%
公允价值变动收益	(149.87)	127.48	-185.06%	公允价值变动收益	(14.35)	36.00	-350.85%
其他收入	6.58	10.66	61.99%	其他收入	54.69	35.99	-34.20%
业务及管理费	172.70	197.14	14.15%	业务及管理费	433.20	535.51	23.62%
营业税金及附加	15.26	20.09	31.71%	营业税金及附加	61.53	50.23	-18.36%
资产减值损失	0.67	(0.00)	-100.00%	资产减值损失	0.00	0.67	#DIV/0!
其他业务支出	0.85	0.84	-0.42%	其他业务支出	2.45	2.53	3.29%
营业外净收支	(1.35)	1.63	-220.79%	营业外净收支	(3.10)	1.26	-140.67%
税收	(9.26)	78.06	-942.74%	税收	134.15	114.51	-14.64%
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	30.62	242.30	691.36%	净利润	601.81	403.49	-32.95%
股本	1,903.85	2,322.55	21.99%	股本	1,903.85	2,322.55	21.99%
每股收益	0.02	0.10	548.70%	每股收益	0.32	0.17	-45.04%

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 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10
经纪业务收入	269.20	246.49	182.46	176.12	173.87	72.82%	30.18%	51.15%	83.01%	32.39%
自营业务收入	3.07	479.54	90.45	(68.67)	246.38	0.83%	58.72%	25.36%	-32.37%	45.90%
投行业务收入	34.65	42.47	35.48	68.59	73.56	9.37%	5.20%	9.95%	32.33%	13.70%
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	28.32	31.77	29.57	29.55	32.33	7.66%	3.89%	8.29%	13.93%	6.02%
其他收入	34.44	16.34	18.74	6.58	10.66	9.32%	2.00%	5.25%	3.10%	1.99%

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 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 3Q10	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 3Q10
经纪业务收入	648.06	894.55	182.46	358.58	532.45	52.42%	43.58%	51.15%	63.03%	48.16%
自营业务收入	317.51	797.05	90.45	21.78	268.16	25.68%	38.83%	25.36%	3.83%	24.25%
投行业务收入	136.20	178.67	35.48	104.07	177.64	11.02%	8.70%	9.95%	18.29%	16.07%
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	79.79	111.56	29.57	59.12	91.45	6.45%	5.43%	8.29%	10.39%	8.27%
其他收入	54.69	71.03	18.74	25.32	35.99	4.42%	3.46%	5.25%	4.45%	3.25%

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

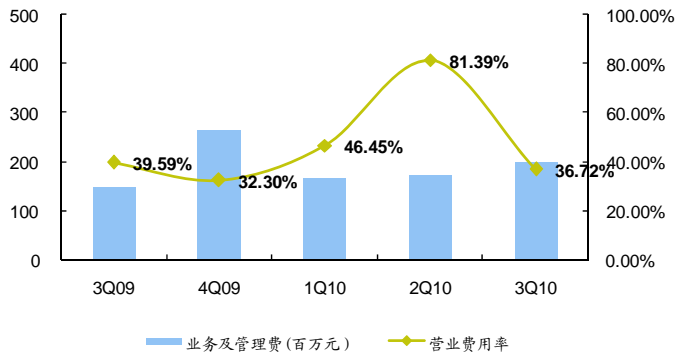
环比增速	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 3Q10
经纪业务收入	-8.44%	-25.98%	-3.47%	-1.28%
自营业务收入	15520.20%	-81.14%	-175.92%	-458.79%
投行业务收入	22.57%	-16.46%	93.32%	7.25%
资管业务收入	na	na	na	na
净利息收入	12.18%	-6.92%	-0.07%	9.42%
其他收入	-52.56%	14.69%	-64.87%	61.99%
营业收入	120.90%	-56.32%	-40.52%	153.00%

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

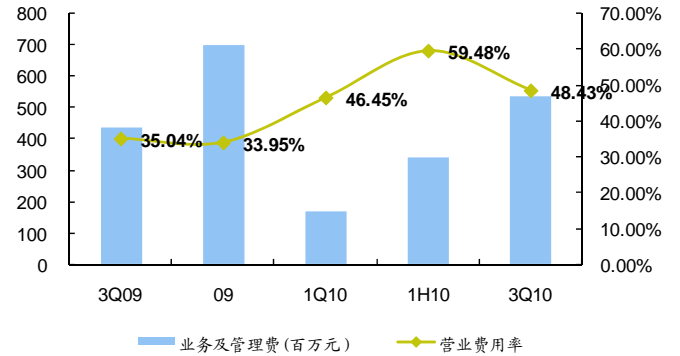
同比增速	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 3Q10
经纪业务收入	78.84%	11.70%	-5.35%	-17.84%
自营业务收入	3085.65%	-57.74%	-93.07%	-15.54%
投行业务收入	333.56%	59.03%	2.48%	30.42%
资管业务收入(含基金)	na	na	na	na
净利息收入	2.77%	24.82%	14.86%	14.61%
其他收入	144.85%	31.42%	25.05%	-34.20%
营业收入	191.61%	-18.49%	-34.35%	-10.56%

图表6: 西南证券单季度营业费用和营业费用率情况

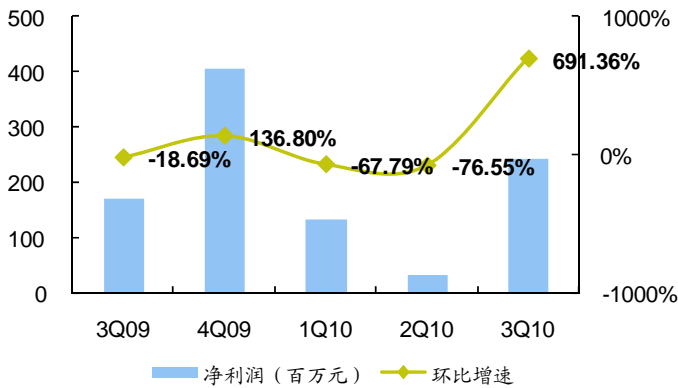


来源: 国金证券研究所

图表7: 西南证券当年累计营业费用和营业费用率情况

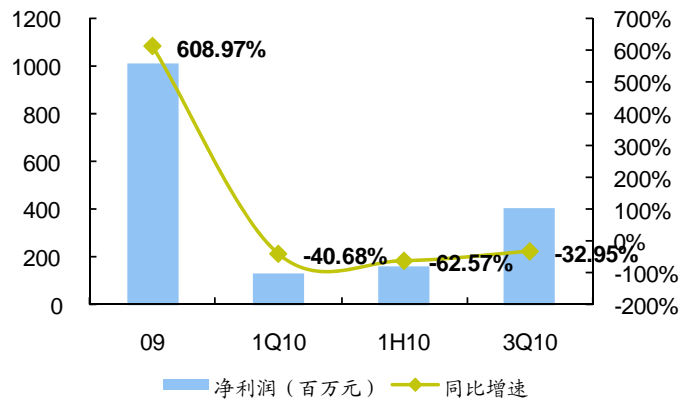


图表8: 西南证券单季度净利润环比增速情况



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 3 季度的股基权债代理交易市场份额稳中有升

按照股基权债交易额计算	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	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%	8.32%	8.35%	8.42%	8.46%	8.46%	8.51%
中信证券母公司	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%	2.49%	2.50%	2.55%	2.58%	2.58%	2.60%
中信建投	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%	3.42%	3.44%	3.45%	3.45%	3.43%	3.45%
中信万通	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%	1.73%	1.73%	1.74%	1.74%	1.77%	1.78%
海通证券合并	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%	4.40%	4.39%	4.37%	4.36%	4.35%	4.34%
长江证券	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%	1.75%	1.77%	1.78%	1.77%	1.76%	1.76%
东北证券	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%	0.69%	0.69%	0.69%
国元证券	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
宏源证券	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%	1.31%	1.29%	1.26%	1.25%	1.23%	1.24%
太平洋证券	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.25%
国金证券	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%	0.77%	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%	0.78%
光大证券	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%	3.04%	3.04%	3.01%	3.02%	3.03%	3.04%
招商证券	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%	4.01%	4.01%	4.00%	3.99%	3.95%	3.93%
华泰证券合并	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%	5.69%	5.68%	5.66%	5.62%	5.59%	5.56%
西南证券	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%
广发证券合并	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%	4.52%	4.52%	4.51%	4.52%	4.55%	4.56%
兴业证券	1.41%	1.41%	1.41%	1.40%	1.42%	1.43%	1.46%	1.47%	1.50%	1.51%	1.52%	1.53%	1.54%
山西证券	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.54%	0.53%	0.54%	0.54%	0.54%	0.57%	0.60%	0.61%	0.62%

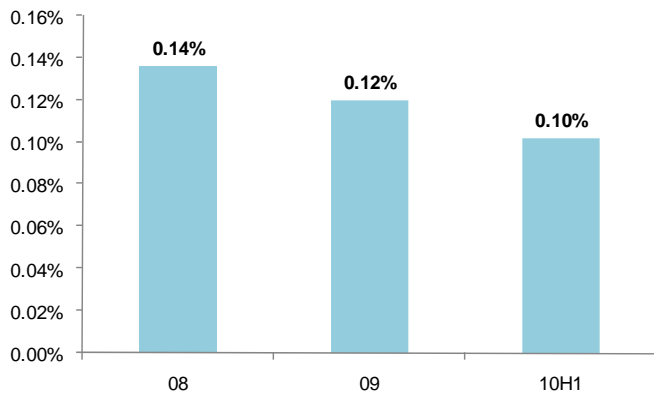
来源: 国金证券研究所

图表 11: 西南证券 10 年 3 季度的股票基金代理交易市场份额同比有所增加

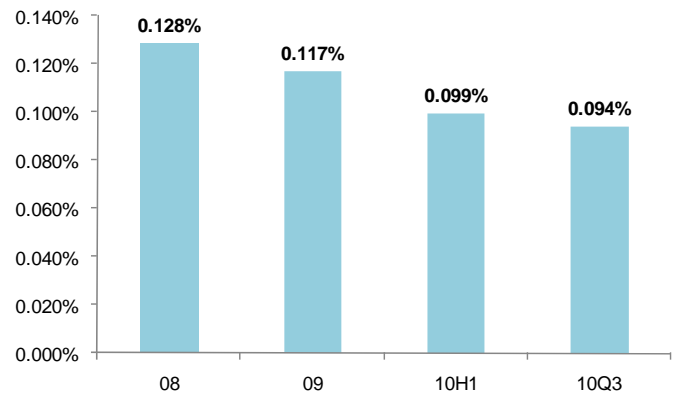
按照股票基金交易额计算	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%	8.43%	8.47%	8.50%	8.54%	8.57%	8.59%
中信证券母公司	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%	2.48%	2.49%	2.48%	2.49%	2.48%	2.49%
中信建投	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%	3.33%	3.34%	3.34%	3.35%	3.35%	3.35%
中信万通	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%	0.75%	0.76%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%
中信金通	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%	1.87%	1.88%	1.90%	1.93%	1.95%	1.97%
海通证券合并	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%	4.09%	4.07%	4.07%	4.06%	4.06%	4.06%
长江证券	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
东北证券	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%	0.79%	0.79%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%
国元证券	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%
宏源证券	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%	1.34%	1.32%	1.31%	1.30%	1.29%	1.29%
太平洋证券	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
国金证券	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%
光大证券	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%	3.14%	3.14%	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%
招商证券	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%	4.07%	4.06%	4.06%	4.03%	4.00%	3.98%
华泰证券合并	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%	5.84%	5.86%	5.87%	5.85%	5.84%	5.82%
西南证券	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.75%	0.75%
广发证券合并	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%	4.81%	4.83%	4.83%	4.84%	4.87%	4.88%
兴业证券	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.46%	1.46%	1.49%	1.51%	1.54%	1.56%	1.57%	1.58%	1.59%
山西证券	0.65%	0.64%	0.64%	0.64%	0.59%	0.59%	0.60%	0.60%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%

来源: 国金证券研究所

图表 12: 公司毛佣金率变化趋势 (亿元)

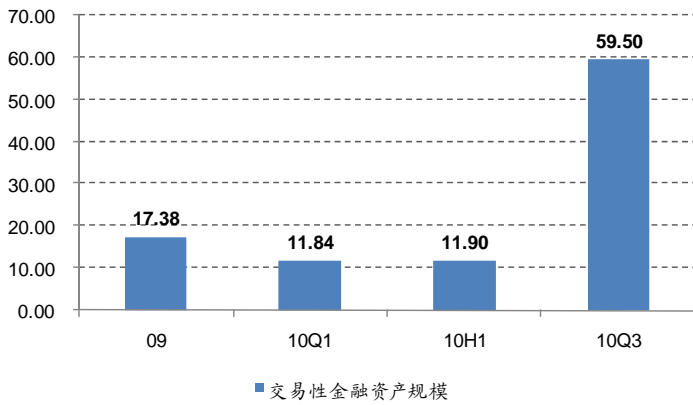


图表 13: 公司的净佣金率变化趋势 (亿元)



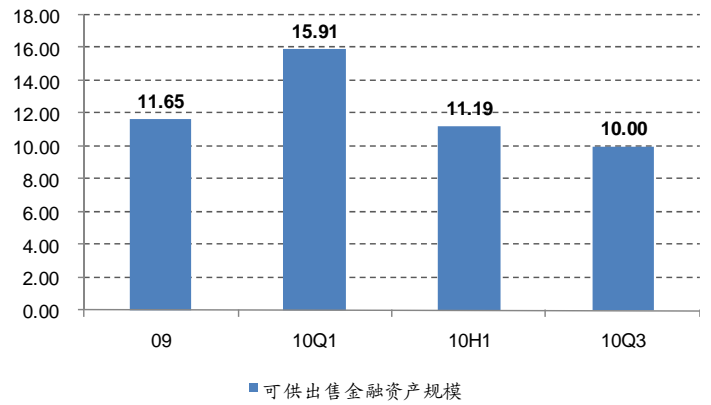
来源: 国金证券研究所

图表 14: 公司交易性金融资产规模的变化趋势 (亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 15: 公司可供出售金融资产规模的变化趋势 (亿元)

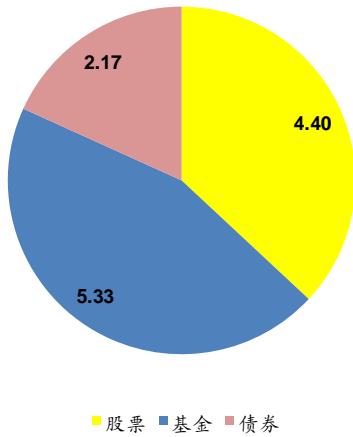


图表 17: 公司中期的可供出售金融资产规模和结构 (亿元)

11.19

■ 股票

图表 16: 公司中期的交易性金融资产规模和结构 (亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 18: 西南证券 10 年 3 季度权益类 (IPO、增发和配股) 承销业务市场份额同比有所减少, 但环比增长显著

权益类承销市场份额	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	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%	4.63%	3.71%	7.28%	7.32%	8.20%	7.32%
中信证券母公司	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%	3.05%	2.44%	6.02%	5.56%	5.37%	4.61%
中信建投	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%	1.59%	1.27%	1.26%	1.75%	2.82%	2.72%
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	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%	6.12%	6.22%	6.78%	6.46%	6.07%	5.85%
长江证券	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%	0.62%	0.50%	0.36%	0.51%	0.47%	0.49%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%	0.54%	0.43%	0.40%	0.37%	0.62%	0.67%
国元证券	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%	0.49%	0.53%	0.63%	0.58%	0.58%	0.49%
宏源证券	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%	2.54%	2.93%	2.14%	1.98%	2.02%	1.93%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	0.25%	0.23%	0.56%	0.47%
国金证券	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%	0.43%	2.96%	2.16%	2.00%	2.16%	1.98%
西南证券	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%	0.47%	0.48%	0.66%	0.71%	0.65%	1.08%
光大证券	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%	0.94%	0.76%	0.55%	0.51%	0.63%	0.73%
招商证券	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%	2.77%	4.12%	3.00%	2.98%	2.81%	2.99%
华泰证券合并	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%	3.75%	3.67%	3.44%	3.28%	3.37%	3.24%
广发证券合并	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%	1.93%	2.07%	1.96%	2.20%	2.42%	2.20%
兴业证券	0.59%	0.54%	0.43%	0.34%	0.00%	0.00%	0.16%	0.13%	1.88%	1.46%	1.58%	1.46%	2.28%
山西证券(含中德证券)	0.13%	0.12%	0.09%	0.33%	0.00%	0.99%	0.69%	0.55%	0.63%	0.46%	0.42%	0.39%	0.33%

来源: 国金证券研究所

图表 19: 西南证券 10 年 3 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略有增长

核心债券承销市场份额	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	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
中信证券合并	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%	10.74%	8.58%	15.92%	16.79%	11.09%	10.67%
中信证券母公司	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%	1.99%	1.49%	10.41%	9.81%	6.48%	6.13%
中信建投	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%	8.75%	7.09%	5.51%	6.98%	4.61%	4.54%
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	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.17%
长江证券	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	0.46%	0.44%	0.29%	0.25%
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	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%	2.47%	1.85%	1.43%	1.79%	2.32%	2.59%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%	0.80%	0.60%	0.46%	0.44%	0.29%	0.25%
国金证券	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	2.98%	2.31%	2.53%	1.67%	2.03%
光大证券	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%	3.08%	2.31%	1.79%	1.69%	1.12%	1.56%
招商证券	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	3.87%	3.01%	2.83%	2.16%	2.45%
华泰证券合并	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%	2.07%	2.87%	2.23%	2.10%	1.68%	1.43%
广发证券合并	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%	2.31%	1.73%	1.92%	3.55%	2.35%	2.00%
兴业证券	0.19%	0.16%	0.13%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.58%	0.49%
山西证券(含中德证券)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.82%

来源: 国金证券研究所

图表 20: 西南证券 10 年 3 季度的基金管理业务 (参股基金公司) 情况

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		
			09	10Q3	增长率	09	10Q3	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,657.59	2,171.33	-18.30%	9.93%	10.00%	0.07%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	385.92	-15.77%	1.71%	1.78%	0.06%
	富国基金	27.775%	653.62	534.19	-18.27%	2.44%	2.46%	0.02%
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	192.91	-29.78%	1.03%	0.89%	-0.14%
	诺德基金	30.00%	44.73	36.10	-19.28%	0.17%	0.17%	0.00%
国元证券	长盛基金	41.00%	484.75	370.55	-23.56%	1.81%	1.71%	-0.11%
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	82.27	-20.76%	0.39%	0.38%	-0.01%
	银华基金	21.00%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	2.98%	0.18%
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%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	2.98%	0.18%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	398.26	273.50	-31.33%	1.49%	1.26%	-0.23%
	大成基金	25.00%	1,060.46	780.96	-26.36%	3.96%	3.60%	-0.37%
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	860.27	-22.13%	4.13%	3.96%	-0.17%
	易方达基金	25.00%	1,595.23	1,287.71	-19.28%	5.96%	5.93%	-0.03%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,222.71	1,013.93	-17.08%	4.57%	4.67%	0.10%
	华泰柏瑞基金	49.00%	220.68	168.64	-23.58%	0.82%	0.00%	-0.82%
招商证券	博时基金	49.00%	1,504.56	1,127.84	-25.04%	5.62%	5.19%	-0.43%
	招商基金	33.30%	355.56	312.44	-12.13%	1.33%	1.44%	0.11%
兴业证券	兴业全球基金	51.00%	434.57	392.73	-9.63%	1.62%	1.81%	0.18%
	南方基金	10.00%	1,222.71	1,013.93	-17.08%	4.57%	4.67%	0.10%
山西证券	无							

来源: 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。** 鉴于下半年来市场指数和交投气氛的回升，券商经纪和自营操作环境转好，我们上调公司的盈利预测，同时上调 2011 年和 2012 年的日均交易额假设至 2300 亿元，在日均交易额假设为 1900/2300（2010/2011）亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.23 元和 0.26 元上调至 0.27 元和 0.33 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 和 PB 为 51 倍和 2.90 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

图表 21: 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		1,750	1,800	1,850	1,900	2,000	2,100	2,200
市 场 份 额	0.35%	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22
	0.55%	0.23	0.23	0.24	0.24	0.24	0.25	0.25
	0.75%	0.26	0.26	0.27	0.27	0.28	0.28	0.29
	0.95%	0.29	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33
	1.15%	0.32	0.32	0.33	0.33	0.34	0.35	0.36

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-35%	-25%	-15%	-5%	5%	15%	25%	35%
投 资 成 本 / 净 资 产	42.59%	-0.04	0.04	0.11	0.19	0.26	0.34	0.41	0.49
	45.59%	-0.06	0.02	0.10	0.18	0.26	0.35	0.43	0.51
	48.59%	-0.08	0.01	0.10	0.18	0.27	0.35	0.44	0.53
	51.59%	-0.09	0.00	0.09	0.18	0.27	0.36	0.45	0.54
	54.59%	-0.11	-0.02	0.08	0.18	0.27	0.37	0.47	0.56
	57.59%	-0.13	-0.03	0.07	0.17	0.28	0.38	0.48	0.58
	60.59%	-0.15	-0.04	0.06	0.17	0.28	0.39	0.49	0.60
63.59%	-0.17	-0.06	0.06	0.17	0.28	0.39	0.51	0.62	

		股票基金日均交易额						
EPS		1,750	1,800	1,850	1,900	2,000	2,100	2,200
营 业 费 率	54.00%	0.23	0.23	0.23	0.24	0.24	0.25	0.25
	51.00%	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.27	0.27
	48.00%	0.26	0.26	0.27	0.27	0.28	0.28	0.29
	45.00%	0.28	0.28	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31
	42.00%	0.29	0.30	0.30	0.30	0.31	0.32	0.32

来源：国金证券研究所

图表 22: 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	1,642.09	1,897.57	2,037.48
手续费净收入	1,115.94	500.19	894.55	829.99	969.73	976.38
手续费收入	1,167.85	528.66	917.08	855.66	1,020.77	1,027.77
手续费支出	51.91	28.47	22.53	25.67	51.04	51.39
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	156.26	181.93	198.27
利息收入	147.24	155.54	139.56	196.21	225.88	246.62
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	272.82	255.24	319.83
公允价值变动	12.21	-38.77	45.17	100.74	184.68	226.60
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	872.23	950.70	959.53
业务及管理费	587.84	473.36	696.96	788.20	853.91	855.74
营业税金及附加	93.06	30.60	102.04	82.10	94.88	101.87
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	769.86	946.86	1,077.94
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	794.43	971.83	1,103.25
所得税	467.38	56.45	265.16	166.83	204.09	231.68
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	627.60	767.75	871.56
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	627.60	767.75	871.56
Per share data						
股本, 期末(mn)	2,336.62	2,336.62	1,903.85	2,322.55	2,322.55	2,322.55
EPS(basic)	0.42	0.06	0.53	0.27	0.33	0.38
EPS(Diluted)	0.42	0.06	0.53	0.27	0.33	0.38
BVPS	1.38	1.42	2.46	4.76	5.02	5.31
BVPS(Diluted)	1.38	1.42	2.46	4.76	5.02	5.31

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	0	0	1
买入	0	0	1	2	4
持有	0	1	11	11	19
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.92	2.88	2.82

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 2010-04-30	持有	16.34	N/A
2 2010-06-02	持有	13.50	12.30 ~ 15.00
3 2010-08-30	持有	13.96	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，国金证券不作出任何担保。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: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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