

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208090171

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

西南证券调研纪要：经纪业务持续增长，成本费用值得关注

事件描述

近期我们调研了西南证券，与公司高层就各项业务发展情况及未来规划进行了交流。主要结论有：

- 2009 年公司经纪业务市场份额增长近 15%，2010 年一季度市场份额增长同比及环比分别为 27.25%和 15.30%，我们预计公司今年市场份额将保持快速增长态势；
- 截至目前，公司证券营业部 33 家，服务部 4 家，待增发顺利完成，公司网点有望实现进一步扩充与优化；
- 公司一季度佣金费率 0.1073%，同比下降 29.89%，环比下降 6.29%，环比降幅相对较少；我们预计公司佣金费率大幅下滑的可能性较小；
- 公司一季度费用收入比大幅上升，原因是业务提成、营业部新设、人员扩张等方面支出较大，我们认为公司 2010 年费用控制难以降低，预计全年费用收入维持在 40%的高位；
- 在不考虑融资情况下，公司全年业绩有望达到每股收益 0.34 元，净利润同比下降 35.19%，估值优势不突出，维持“谨慎推荐”评级。但公司定向增发及经纪业务的快速发展有望成为公司股价催化剂。

事件评论

第一，公司经纪业务市场份额增长强劲

经历了 05-07 年的整顿期和 08 年上市准备期，通过几年的积淀，公司实现了由问题券商到全国性综合类证券上市公司的跨越式转变；与此同时，公司通过经纪业务事业部制的构建、营销及客服团队的打造、加大 IT 投入，三管齐下，实现了经纪业务的快速发展。

09 年公司经纪市场份额达 0.62%，较 08 年增长 14.83%，10 年 1-4 月累计市场份额达 0.73%，行业排名由 08 年第 45 位跃升至 35 位（截至 2010 年 4 月底）。10 年一季度公司代理买卖证券业务净收入 1.82 亿元，同比增长 11.7%，股基交易额同比增长 59.31%，远高于全行业 25%的同比增幅。

我们调研了解到，2010 年公司计划从外延式和内涵式发展两方面加快提升经纪业务市场份额。

外延方面，公司希望在新设营业部的同时，通过收购、迁址等多种方式进一步扩充和优化网点布局；

内涵方面：

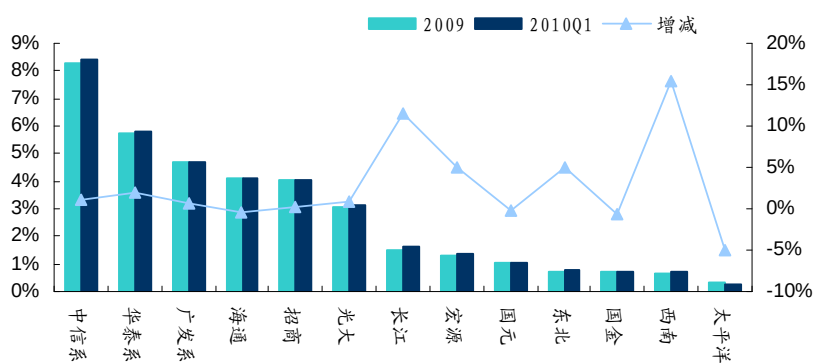
- 1) 通过建立一批兼具专业性与合规化的营销与客服团队，拓展多渠道的营销模式；目前，公司在册营销人员达 1400 人，同时建立了一只 134 人的投顾队伍；
- 2) 在营销方式的拓展上，公司开始重视并加强与渠道的合作，于此同时推出了“金字塔分级计划”，按资券值将客户

分类，根据不同客户需求由投顾人员提供不同的服务；

3) 在技术投入上，公司已投入资金研发手机证券系统，并将同联通合作，于近期推出以 3G iPhone 手机为平台的操作系统，旨在提升市场份额的同时优化客户质量；

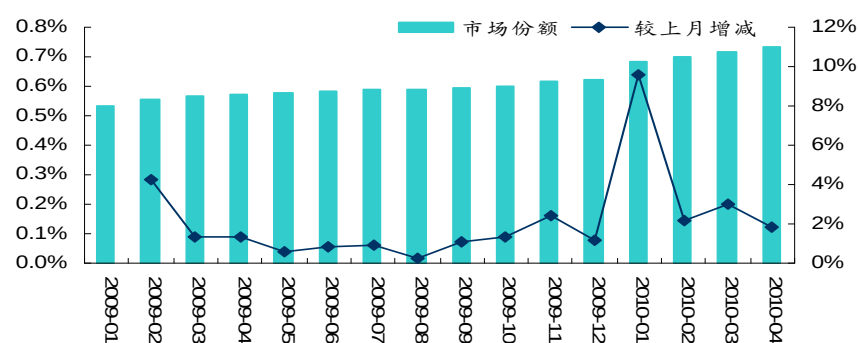
4) 努力提升公司在重庆当地市场份额，公司的目标是力争到今年底将重庆地区市场份额提升至 40%。

图 1：10 年一季度公司经纪市场份额较 09 年底增长 15.30%



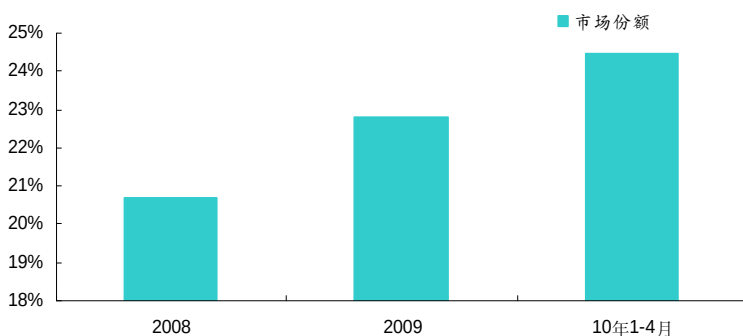
资料来源：长江证券研究部

图 2：月度累计市场份额变动情况



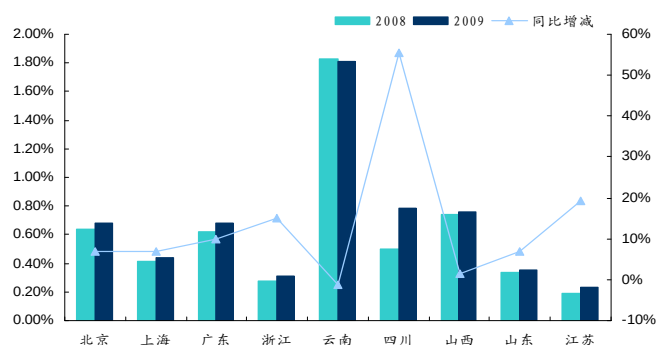
资料来源：长江证券研究部

图 3：公司在重庆地区市场份额稳步提升



资料来源：长江证券研究部

图 4：公司在其他主要地区市场份额及变动情况



资料来源：长江证券研究部

第二，网点扩充与布局正逐步展开

我们调研了解到，截至目前，公司证券营业部 33 家，服务部 4 家。从 09 年初开始，公司网点布局的优化工作业已展开，本着“避免高度竞争地区、重点在二三线城市”的原则，公司通过新设、异地迁入等方式，在武汉、长沙等地新设了一批营业部。待增发顺利完成，通过收购等方式，公司网点有望实现进一步扩充与优化。

表 1：2009 年至今公司营业部新设及迁址情况

新设	迁址
	迁出
重庆大渡口钢花路证券营业部	重庆垫江人民路证券营业部
重庆万州高笋塘证券营业部	重庆杨家坪正街证券营业部
重庆垫江证券营业部	深圳福强路证券营业部
重庆金渝大道证券营业部	昆明龙泉路证券营业部
	迁入
	长沙韶山南路证券营业部
	兰州南昌路证券营业部
	保定朝阳北大街证券营业部
	武汉中北路证券营业部

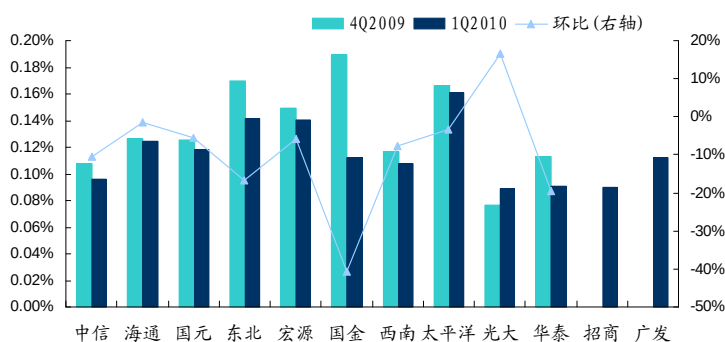
资料来源：长江证券研究部

第三，佣金费率降幅趋缓，佣金收入以量补价

公司一季度佣金费率为 0.1073%，同比下降 29.89%；一季度佣金较 09 年四季度下降 6.29%，降幅相对较少。佣金费率的下降与其市场份额的增长相比，较好的实现了以量补价。

调研了解到，截至 09 年底，公司在重庆地区平均佣金费率约为 0.12%，10 年佣金费率较 09 年下降明显，但随着公司营销模式的提升与手机证券的推出，公司佣金费率降幅有望趋缓。公司预计，待增发顺利完成和手机证券推出后，公司客户价值有望得到较快的提升。

图 5：上市券商佣金费率环比比较



资料来源：长江证券研究部

第四，投行项目储备充分

我们调研了解到，公司现有保代及准保人数分别为 30 和 20 人，现有项目储备充沛；公司前几年本地投行项目较少，但随着重庆市政府支持力度的加大，将有利于公司在当地拓展业务。

表 2：2010 年 1-4 月公司 IPO 承销情况

公司名称	上市日期	实际募集资金（亿元）	主承销商
华谊嘉信	2010-4-8	2.86	西南证券
丹甫股份	2010-3-2	4.63	西南证券
欧比特	2010-2-2	3.99	西南证券

资料来源：长江证券研究部

表 3：2010 年 1-4 月上市券商 IPO 承销情况

券商间排名	承销商	承销家数	实际募集资金（亿元）	其中：联席保荐家数
1	海通证券	3	164.61	0
6	招商证券	12	80.17	0
8	宏源证券	6	65.96	0
10	中信证券	3	54.64	0
11	广发证券	6	50.22	0
13	华泰联合证券	6	36.76	0
18	国元证券	3	24.67	0
20	光大证券	2	18.95	0
21	东北证券	3	18.84	0
23	华泰证券	3	14.79	0
24	西南证券	3	11.48	0
26	国金证券	1	8.55	0
30	长江证券	1	7.04	0

资料来源：长江证券研究部

表 4：2010 年 1-4 月公司企业债项目承销情况

债券名称	上市日期	实际募集资金（亿元）	主承销商
10 国网债 03	2010-4-6	3.85	西南证券
10 国网债 04	2010-4-6	3.85	西南证券
10 常德经投债	2010-3-12	3.75	西南证券
10 国网债 01	2010-2-5	15.38	西南证券
10 国网债 02	2010-2-5	7.69	西南证券
10 国网债 03	2010-4-6	3.85	西南证券

资料来源：长江证券研究部

表 5：2010 年 1-4 月上市券商企业债项目承销情况

券商间排名	承销商	承销家数	发行额（亿元）	其中：联席保荐家数
1	中信建投证券	12	85.54	11
4	中信证券	9	57.60	9
5	招商证券	9	53.77	9
11	西南证券	5	34.52	5
17	宏源证券	5	25.17	5
24	长江证券	3	16.67	3
32	广发证券	2	10.75	2
35	华泰证券	2	8.33	2
40	光大证券	2	7.69	2
41	太平洋证券	3	7.33	3
47	华泰联合证券	1	6.00	0
57	国金证券	1	3.33	1
63	海通证券	1	1.00	1

资料来源：长江证券研究部

第五，自营风格较为稳健

公司一季度自营业务收入（扣除联营企业）达 0.8 亿元，同比下降 62.76%；一季度股市行情低迷拖累公司自营业务表现。

我们调研了解到，公司自营团队是 08 年底才组建的，风格比较稳健，集中在权益类投资和安全边际较高的定向增发上，去年主要是京东方、苏宁环球、南山铝业等定向增发给自营带了了较高的收益，公司今年的投资风格并没有发生改变。

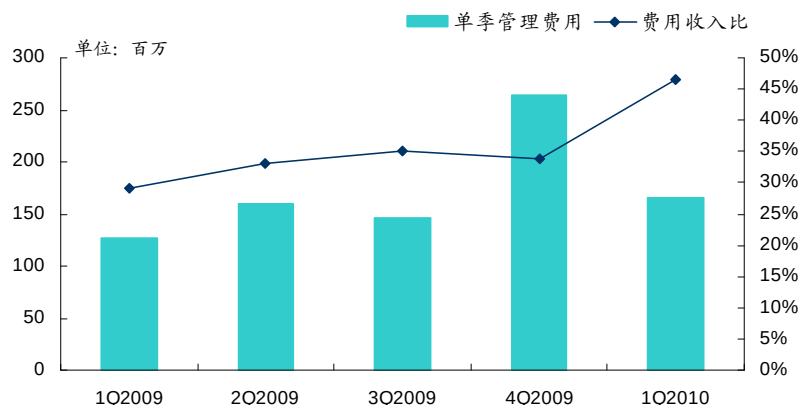
第六，2010 创新业务紧锣密鼓

公司第一只集合理财产品已经上报，相应的人员及营销准备工作已就绪；目前公司经纪事业部已经跟西南期货协调收购后股指期货等相关业务的展开工作。

第七，费用增长值得关注

我们调研了解到，公司 09 年以来在经纪业务发展上投入了大量的人力与物力，尤其是对营销与投顾团队的打造（公司 09 年人均培训费用近 1 万元）和即将推出与联通基于 3G iPhone 手机的手机证券活动；

但是由此产生的营销费用也值得关注；特别是公司一季度费用收入比已呈现大幅上升态势，基于目前公司发展情况，我们认为公司在 2010 年费用控制难以降低，预计全年费用收入比达 40%。

图 6：公司各单季度费用情况


资料来源：长江证券研究部

第八，投资评级与风险提示

公司 2010 年 1-4 月经纪业务呈现良好发展势头，我们看好公司 2010 年经纪业务的发展速度超越其他券商。非公开发行 5 亿股融资 60 亿获批使得公司 2010 年各项业务发展有新的资金支持，对业绩提升有较大提升预期，并有望获得跨越式战略发展机遇。

在不考虑融资情况下，我们预计公司 2010 年 EPS 为 0.34 元，净利润 6.55 亿元，同比下降 35%，估值优势不突出，维持“谨慎推荐”评级。但公司定向增发及经纪业务的跨越式发展机遇有望成为公司的股价催化剂。

财务报表及指标预测

利润表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	895	862	1100	1210
承销业务净收入	179	107	150	210
资产管理净收入	0	0	0	0
利息净收入	112	129	242	266
投资净收益	752	313	150	165
公允价值变动	45	50	55	60
营业收入合计	2053	1512	1844	2099
营业税金及附加	102	72	88	100
业务及管理费	697	605	590	672
营业成本合计	805	683	684	779
利润总额	1272	840	1173	1335
所得税	265	185	281	334
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	1007	655	891	1002
BPS	0.53	0.34	0.47	0.53
PE	28	43	31	28
PB	5.96	5.50	5.06	4.64

资产负债表 (百万)				
	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及银行存款	10170	9877	10949	11966
结算备付金	932	964	819	942
交易性金融资产	1738	1043	1252	1377
存出保证金	125	814	1252	1377
买入返售金融资产	0	0	0	0
可供出售金融资产	1165	164	254	331
长期股权投资	237	249	261	274
固定资产	285	288	288	285
资产总额	14970	13725	15410	16897
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融款	0	0	0	0
代理买卖证券款	9641	8195	9424	10367
应付款项	449	246	246	280
负债总额	10293	8654	9894	10880
少数股东权益	10293	8654	9894	10880
普通股东权益	4678	5071	5516	6017
负债及股东权益	14970	13725	15410	16897

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。