东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 重组接近尾声 业务整合即将启动

## ——西南证券（600369）重组草案点评

2011 年 12 月 26 日

强烈推荐/维持

西南证券 | 事件点评

| | |
|---|---|
| 王明德 | 执业证书编号：S1480511100001 |
| 联系人：黄琳 | 联系电话：66554013　　MSN：huanglin329@msn.cn |

### 事件：

12 月 23 日晚间，西南证券发布了《西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司报告书（草案）》（以下简称《报告书（草案）》），确定公司将以股东新增发行股份的方式吸收合并国都证券，吸收合并完成后，西南证券为存续公司，国都证券注销法人主体资格，国都证券全部资产、负债、业务、人员依照吸收合并方案并入存续公司。

公司同时发布了第六届董事会第二十七次会议决议公告，除了审议《报告书（草案）》的内容，董事会会议还审议了《关于设立经纪业务子公司的议案》以及《关于调整经纪业务经营区域范围并相应修改<公司章程>的议案》。

### 观点：

《报告书（草案）》的发布表明公司的重组事项已进入最后阶段，《报告书（草案）》对吸收合并事项的安排将促进重组事项的顺利完成以及公司未来的业务整合及发展。

**1. 对被吸收合并方股东合理溢价及安排，推进重组的进行。**

本次吸收合并的股份发行价格为公司审议本次吸收合并事宜的首次董事会决议公告日前 20 个交易日，即 11.33 元，但公司在 2011 年 11 月 11 日通过了向全体股东每 10 股派发现金红利 5.5 元的利润分配安排，因此经调整后，此次的股票发行价格为 10.78 元。

根据 8 月 15 日公司发布的《西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司预案》的安排，根据资产评估机构对截至评估基准日（2011 年 3 月 31 日）对国都证券的整体评估，国都证券的评估值为 112.80 亿元，即每单位注册资本的评估价格为 4.3 元，但公司在评估价格的基础上为参与换股的国都证券股东安排一定比例的风险溢价，即每单位注册资本作价 5 元。

同时，对于本次吸收合并的国都证券的异议股东，公司将以 4.3 元/股的价格收购其所持有的国都证券的股权并进行注销；对于上市公司的异议股东，可以在现金选择权实施日将所持股份以本次吸收合并之新增股票发行价格获得上市公司或指定的第三方支付的现金对价。

根据国都证券股东会 2011 年第四次临时会议的议案，有 21 家股东（合并出资比例为 73.3606%）拟参与换股，若不考虑上市公司异议股东的情况，吸收合并后，西南证券的股份数将变成 32.15 亿份。公司对被吸收合并股东的溢价安排以及异议股东的收购安排，将推进重组的进行。

**2. 成立经纪业务子公司，有助于公司业务的整合。**

在本次吸收完成的同时，公司将在北京设立一家全资证券经纪业务子公司，名称拟定为“西证国都证券有限责任公司”。公司将对证券经纪业务子公司出资总额为 13.5 亿元，证券经纪业务子公司的营业范围为证券

经纪业务、证券投资咨询、IB 业务、证券投资基金代销以及融资融券业务等，其中经纪业务的范围限制在北京、上海、深圳、浙江（不含宁波）、江苏、四川、湖北、河南、天津、吉林和陕西等地。

从区域上看，经纪业务子公司的业务区域大部分为长江以北的地区，且是原国都证券营业部较为集中的地区。设立经纪业务子公司的安排，充分发挥了国都证券在北方及东部沿海地区的业务优势，有助于吸收合并完成后公司业务的整合，加快协同效应的产生。

**3. 重组有利经营区域整合、业务的补充和推进。**

公司注册地位于重庆，业务主要面向大西南。在 2010 年的营业利润中，95%来自西南地区，区域优势明显。国都证券注册地位于北京，从经纪业务分布来看，国都证券的经纪业务主要集中在华北、华东等地区。从经营区域的角度看，重组双方经营区域几乎不重叠，因此重组之后公司实力的增强对于市场份额的扩大十分有利。从总体上来说，此次重组优化了公司的经营布局，使公司形成了立足西南地区，面向全国的经营布局。

从业务构成来看，国都证券在资管业务以及创新业务上的优势将成为公司业务的有利补充，同时国都证券在国际化布局上的进展将推动公司国际化发展实现大步跨越。而从公司的收入格局来看，公司的业务核心集中在经纪业务、投行业务以及自营业务上，2010 年三项传统业务占营业收入的比重分别为 45.65%、22.57%和 24.31%。同时，资管业务、融资融券业务和直投业务方才起步，对收入的贡献仍较小。

国都证券于 2006 年获准成为首批开展集合资产管理业务的公司，并成功推出了国都 1 号和国都 2 号集合资产管理计划，目前有 4 只集合理财产品。国都证券在资管业务的投资经验和风险管理经验对公司资管业务的快速发展提供有利借鉴。国都证券是第二批获得融资融券业务试点资格的券商之一，业务开展较早，同时也已开展 IB 业务。国都证券在两融业务和 IB 业务上的发展成为公司创新业务的有力补充。

相对于中小型券商来说，国都证券的国际化进程走在前列。2009 年，中国国都（香港）金融控股有限公司成立，并下设了国都证券（香港）有限公司、国都期货（香港）有限公司、国都资产管理（香港）有限公司和国都资本（香港）有限公司四个附属子公司。其中国都证券（香港）于 2009 年 3 月 20 日取得香港证监会颁发的“证券交易”牌照，于 5 月 20 日获得香港交易所交易权，于 7 月 7 日获得“将证券提供意见”牌照。国都资产管理（香港）有限公司与 2010 年 6 月 28 日获得牌照，可从事“提供资产管理”的受规管活动。

## 结论：

此次重组事件是公司超常规发展中的一部分，我们认为对公司经营区域的扩大，业务格局的完善以及国际化进程的推进有重要意义，如果重组方案顺利获得股东大会以及监管部门的审批，我们认为协同效应最快将在 2012 年开始释放。

根据董事会决议中的期间损益安排，若国都证券自评估基准日起的至本次股份发行日止的期间内，若国都证券净利润不为负，则损益由存续公司享有和承担。综合考虑国都证券前三季度的盈利表现及四季度的盈利预测，我们预计存续公司 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.24 元和 0.41 元，对应的 PE 分别为 34 倍和 20 倍，维持强烈推荐的评级。

**表 1：西南证券未来两年盈利预测**

| 万元 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 205,285 | 193,647 | 226,718 | 310,903 |
| (+/-)% | 191.61% | -5.67% | - | 37.13% |
| 营业利润（EBIT） | 124,820 | 104,373 | 84,274 | 160,746 |
| (+/-)% | 530.10% | -16.38% | - | 90.74% |
| 净利润 | 100,716 | 80,528 | 80,516 | 129,979 |
| (+/-)% | 608.96% | -20.40% | - | 61.43% |
| 每股净收益（元） | 0.54 | 0.39 | 0.24 | 0.41 |

*2009 年和 2010 年为西南证券数据，2011 年为西南证券以及国都证券 4-12 月数据，2012 年为存续公司数据*

## 风险提示：

公司重组方案仍需获得西南证券股东大会、国都证券股东大会和证监会的批准，并且在重组后需要进行业务的整合和管理层面的协调，如果这一过程时间较长，有可能延缓协同效应的释放时间。如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响公司自营业务以及资产管理业务的收益，致使相关业务的收入存在下跌可能。

## 分析师简介

**王明德**

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

**黄琳**

中国人民大学经济学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事非银行金融行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。