



重组尘埃落定 业务整合先行

——西南证券（600369）重组事项跟踪点评

2012年1月10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:

1月9日晚间,西南证券发布了《西南证券股份有限公司2012年第一次临时股东大会决议公告》(以下简称《决议公告》),股东大会审议并表决通过了所有22项提案,包括《关于公司符合重大资产重组条件的议案》、《关于西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司的议案》和《关于设立经纪业务子公司的议案》等内容。

此次股东大会对重组事项相关议案的通过,表明了公司吸收合并国都证券的事项已经尘埃落定,在获得证监会的审核通过后,公司的重组事项将走完所有法定程序,进入实质性的业务整合阶段。

观点:

我们维持此前的观点,重组事项是公司超常规发展战略的又一重要步伐。重组完成后,公司的资产规模以及业务的市场份额都将获得提升,公司跨入中型券商行列;同时,公司的经营区域将得到扩大和完善,创新业务和国际业务将获得有力的补充。

1. 重组完成后,公司跨入中型券商行列

根据公司重组事项的安排,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。根据公司和国都证券此前的资产规模和业务经营情况,我们判断,在存续公司的经营不存在异常波动的情况下,存续公司的资产规模和业务的市场份额将获得快速提升,公司将跨入中型券商行列。

以截止到2011年9月30日两公司的资产负债表计算,若将国都证券异议股东均按照现金支付的方式处理,则重组完成后,预计公司的总资产将达到272亿元,净资产额将达到113亿元,根据证券业协会2010年数据,公司资产总额排名将达到行业第19位和第12位。

以2011年1-9月份的市场份额计算,重组完成后,如果业务的市场份额不发生显著变化,则公司的经纪业务、承销业务、融资融券业务的市场份额分别为1.25%、0.87%和1.43%,资产管理业务的资产净值将达到25.13亿元,行业排名及在上市券商中的排名均有所上升,其中经纪业务和资产管理业务的排名上升显著。

综合资产规模和业务的市场份额来看,公司重组完成后,主要指标的行业排名均有上升,公司将跨入中型券商行列。

表 1：公司重组前后主要指标对比

	截至 2011 年 9 月 30 日数据	原西南证券	国都证券	西南证券（存续公司）
总资产	资产总额（万元）	1,934,499.09	1,088,095.54	2,722,132.63
	行业排名/上市券商排名	25/12	51/	19/9
净资产	净资产额（万元）	814,938.01	613,989.37	1,128,465.38
	行业排名/上市券商排名	19/10	24/	12/8
经纪业务	市场份额	0.79%	0.46%	1.25%
	行业排名/上市券商排名	35/12	55/	21/10
承销业务	市场份额	0.69%	0.18%	0.87%
	行业排名/上市券商排名	17/6	39/	16/6
资产管理业务	集合理财产品数量	1	4	5
	资产净值（亿元）	13.77	11.37	25.13
	行业排名/上市券商排名	29/13	33/	17/11
融资融券业务	市场份额	0.62%	0.81%	1.43%
	行业排名/上市券商排名	24/11	23/	19/9

资料来源：证券业协会 Wind 资讯 东兴证券研究所

2. 重组有利于经营区域的扩大和完善、创新业务和国际业务的补充

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。

在创新业务领域，国都证券在资产管理业务、融资融券业务以及 IB 业务上较公司领先。公司吸收合并国都证券将使公司在创新业务上获得补充。同时，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）有限公司于 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。随着 RQFII 试点范围的不断扩大以及未来的常规化，公司国际业务有望为公司带来更大的实质性的盈利。

3. 成立经纪业务子公司，业务整合已先行

本次股东大会通过了《关于设立经纪业务子公司的议案》，根据议案的安排，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，同时将公司经纪业务范围修改为除上述地区以外的区域。

成立经纪业务子公司，是公司重组完成后进行业务整合的第一步，也是影响当前公司主要盈利来源的重要环节。母公司与子公司划分区域开展经纪业务是在当前的监管条件下较为有效的业务整合方式。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。

结论：

公司吸收合并国都证券的议案在本次股东大会上获得通过表明公司的重组事项已基本确定，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监管部门的审批，再加上公司关于经纪业务的安排能够快速推进，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 36 倍和 21 倍，维持强烈推荐评级。

表 2：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。