

西南证券：收购国都代价不菲 中性下调

投资要点：

- 📖 吸收合并后资本规模升至行业第6位，海外业务一步到位
- 📖 收购国都证券作价3.4-5元对应25-30倍PE代价不菲
- 📖 分部估值为11元，乐观相对估值12元，目前股价已合理

报告摘要：

- **吸收合并后资本规模将升至行业第6位：**国都证券在全国范围内共23个营业网点，北京9家，长三角、珠三角6家，多分布在经济发达行业竞争激烈区域，因此佣金率较低，2010年佣金率同比下降36%为0.074%低于行业平均水平。2010年国都证券净资本为53亿元，西南证券为91亿元，合并后，净资本将达到144亿元，排名将从13为升至第6位。在上市券商中，净资本规模也仅次于光大证券为第5大上市券商。在未来资本消耗型竞争格局中，将获得竞争优势。
- **吸收合并后经纪业务市场份额将上升37%达1.26%：**上半年国都证券市场份额同比下降3%为0.49%，吸收合并后西南证券市场份额将增长37%达1.26%。国都证券2010年代理买卖证券净收入为4012万元，由于国都证券营业部大部分处于发达城市，经纪业务竞争激烈，因此佣金率下降幅度较大，导致经纪业务收入同比下降30%，吸收合并后佣金率为0.085%接近行业水平。
- **吸收合并后将一定程度提高非经纪业务收入水平：**2011年上半年国都证券承销募集资金39亿元，同比增长550%，2010全年承销业务收入为4800万元，募资16亿元，市场份额为0.11%，吸收合并后市场份额为1.12%。将进一步增强投行业务的市场份额。资产管理业务收入2010年为1000万元，目前，国都证券拥有4只理财产品，资产净值13亿元，排名27位，西南证券吸收合并后，共5只理财产品，资产净值可达30亿元，排名可升至15位。国都2010年自营收益为2.44亿元，同比增长239%，自营规模为26亿元，吸收合并后自营规模可达78亿元，占净资产42%，占合并后总收入28%。
- **国都参控股多家子公司有利西南业务多元化：**国都证券拥有的中国国都香港（100%股权）、国都期货（62.31%）以及参股的中欧基金（47%）将增加吸收合并后公司业务结构和收入来源。但2010年3家公司的业绩表现不佳，且并不能对收入构成影响。还有待观望。
- **估值：**在2500亿日均股票交易额及佣金率下降10%和自营收益率10%的假设下，吸收合并后公司2011、2012年的EPS分别为0.4、0.44元，分部估值为11元，相对估值，采用乐观估计30倍PE，估值为12元，目前股价已达合理价位，下调为中性评级。

非银行金融研究组
分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

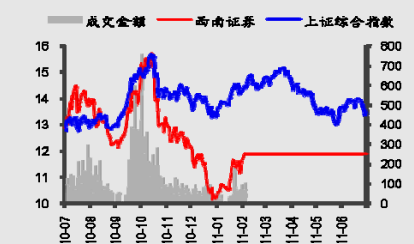
联系人

孙羽薇

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



数据来源：WIND 资讯

公司数据

总股本(亿股)	23
总市值(亿元)	275.69
流通比例	16%
12个月最高/最低(元)	16.05/10.06
主要股东	重庆渝富资产管理

数据来源：WIND 资讯

相关研究

- 国海证券：增发和并购将是未来看点
- 方正证券：改善空间较大的全牌照地方券商 7.22
- 哈投股份事件点评：估值已趋合理 7.22
- 证券信托业：中期有对冲，短期皆可配

表 1: 西南证券吸收合并后盈利预测

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	704	2,053	1,936	3,290	3,469
Growth(%)	-68%	192%	-6%	70%	5%
净利润	142	1,007	805	1,369	1,444
Growth(%)	-85%	609%	-20%	70%	5%
每股收益(元)	0.07	0.54	0.35	0.41	0.44
每股净资产(元)	1.74	2.46	4.89	5.72	6.09
净资产收益率(%)	4%	25%	10%	9%	7%

资料来源: 公司年报, 宏源证券

一、吸收合并概况

西南证券拟通过向国都证券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, 国都全部资产、负债、业务、人员将依照本次吸收合并方案入存续公司。

表 1: 西南十大股东明晰

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
重庆渝富资产经营管理有限公司	939536796	40.45	限售流通 A 股
中国建银投资有限责任公司	164213506	7.0	限售流通 A 股
重庆国际信托有限公司	161084587	6.94	限售流通 A 股
重庆润江基础设施投资有限公司	100000000	4.31	限售流通 A 股
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	53800000	2.32	限售流通 A 股, A 股流通股
上海世兆投资管理有限公司	50000000	2.15	限售流通 A 股
北京盛联投资有限公司	50000000	2.15	限售流通 A 股
重庆高速公路集团有限公司	50000000	2.15	限售流通 A 股
重庆市水利投资(集团)有限公司	50 00000	2.1	限售流通 A 股
重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司	50000000	2.15	限售流通 A 股
合计	1668634889	71.84	

资料来源: 资产重组报告, 宏源证券

国都证券设立于 2001 年底, 由中煤信托投资有限责任公司和北京国际信托投资有限公司等 12 家股东出资组建而成, 设立时其注册资本为 10.7 亿元。

表 2:国都十大股东明晰

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中诚信托有限责任公司	40274	15
中国建银投资有限责任公	25968	9.9
重庆国际信托有限公司	23250	8.9
重庆润江基础设施投资有限公司	15500	5.9
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	15500	5.9
上海世兆投资管理有限公司	11625	4.4
北京盛联投资有限公司	10000	3.8
重庆高速公路集团有限公司	500	3.6
重庆市水利投资(集团)有限公司	8000	3.1
重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司	8000	3.1
合 计	167,617	64%

资料来源:资产重组报告,宏源证券

二、吸收合并国都证券后资本规模将为第五大上市券商

根据 WIND 数据统计,国都证券 2010 年营业收入 9 亿元,西南营业收入 19 亿元,合并后收入排名就将从 27 名升至 22 名。国都证券净利润 4 亿元,西南证券 8 亿元,合并后 12 亿元排名升至 19 位。总资产国都证券 161 亿元,西南证券 228 亿元,合并后行业排名可从 24 位跃升为 16 名;净资产国都证券 61 亿元,西南证券 111 亿元,合并后行业排名将从 12 位晋升为第 9 位。国都净资本 2010 年为 53 亿元,西南证券为 91 亿元,合并后,净资本将达到 144 亿元,排名将从 13 位升至第 6 位。在上市券商中,净资本规模也仅次于光大证券为第 5 大上市券商。在未来资本消耗型竞争格局中,将获得竞争优势。

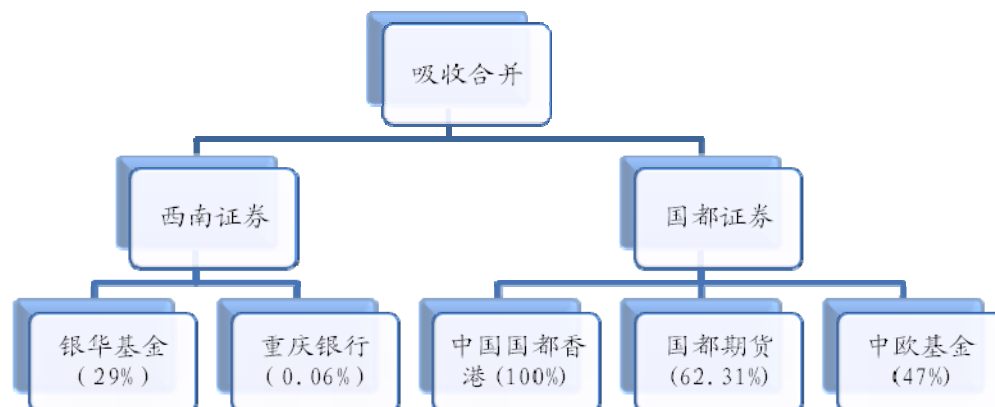
表 3:吸收合并后各指标排名变化

公司名称	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
西南证券	27	27	36	24	12
吸收合并后	22	19	32	16	9

资料来源:资产重组报告,宏源证券

国都证券业务涵盖证券经纪;证券投资咨询;证券交易以及与投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;证券资产管理;证券投资基金代销;为期货公司提供中间介绍业务;融资融券业务,业务牌照较为齐全。西南证券吸收合并后,将拥有期货中间介绍业务资格,实现全牌照经营。此外,国都证券拥有的中国国都香港、国都期货以及参股的中欧基金将增加吸收合并后公司业务结构和收入来源。

图 1:吸收合并双方参股、控股情况



资料来源:西南证券公司半年报,吸收合并预案,宏源证券

三、吸收合并将扩大经纪业务市场份额

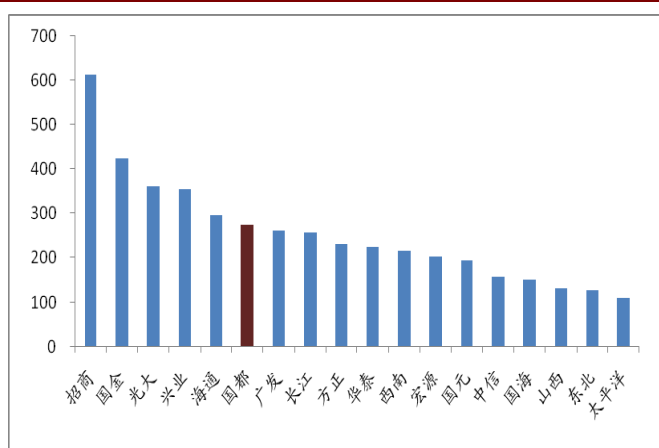
表 4:西南、国都证券经纪业务佣金率和交易额市场份额

	2008A	2009A	2010	2010A 同比增长
西南证券市场份额	0.537%	0.609%	0.750%	23%
西南证券佣金率	0.013%	0.125%	0.092%	-26%
国都证券市场份额	0.486%	0.456%	0.497%	9%
国都证券佣金率	0.117%	0.116%	0.074%	-36%

资料来源:资产重组报告,宏源证券

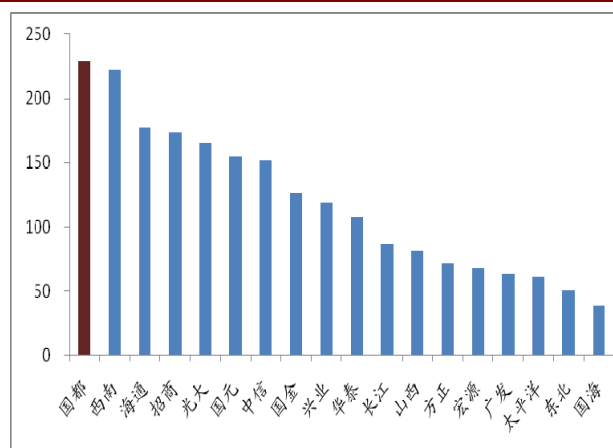
经纪业务是国都证券主要收入来源,目前公司拥有 23 家营业部,9 家位于北京,6 家位于长三角和珠三角地区。加之西南证券的 41 家(包括 19 家位于重庆),吸收合并后公司将拥有 64 家营业部,在区域上有一定的互补性,扩大了营业部的分布,以及市场份额。营业部数在上市券商的排名将上升 3 位,排名第 12 位。国都部均总交易额达 274 亿元,部均净资本达 2.29 亿元,均排在行业前列。

图 5: 2010 年行业部均总交易额比较



资料来源: WIND 咨询, 宏源证券

图 6: 2010 年行业部均净资本比较



资料来源: WIND 咨询, 宏源证券

国都证券 2010 年获得基金分仓佣金总收入为 4537 万元,佣金率占比为 0.73%,同比增长 8%,与西南合并后,佣金席位占比将达 1.18%,排名将在上市券商中排名从 14 为升至 10 位。研究实力将会直接提升经纪业务的研究服务能力,增强营业部经纪业务的竞争力。

表 6:基金分仓行业比较

	2010A			2009A		
	总佣金	同比增长率	佣金席位占比	总佣金	同比增长率	佣金席位占比
中信	39710.71	-12.64%	6.37%	45455.48	46.19%	6.8%
招商	29547.43	-0.93%	4.74%	29825.91	58.36%	4.46%
华泰	27527.55	13.39%	4.41%	24277.89	62.43%	3.63%
海通	24929.26	-17.89%	4%	30360.62	71.38%	4.54%
广发	21499.87	19.95%	3.45%	17924.17	95.09%	2.68%
光大	20919.81	23.5%	3.35%	16939.38	64.84%	2.53%
兴业	16988.09	19.17%	2.72%	14255.34	52.39%	2.13%
国金	15856.91	-34.13%	2.54%	24072.79	73.47%	3.6%
长江	15397.11	-10.23%	2.47%	17150.81	73.23%	2.56%
国元	6501.54	-21.44%	1.04%	8276.31	97.84%	1.24%
国都	4536.68	8.17%	0.73%	4194.12	218.31%	0.63%
东北	3353.45	-16.87%	0.54%	4033.85	20.7%	0.6%
宏源	2962.72	58.48%	0.47%	1869.46	93.25%	0.28%
西南	2788.96	22.48%	0.45%	2277.13	127.11%	0.34%
国海	2444.03	52.27%	0.39%	1605.04	86.54%	0.24%
方正	1920.3	6.95	0.31	1795.48	46.13%	0.27%
山西	1774.41	-10.82	0.28	1989.61	42.37%	0.3%
太平洋	115.89	-22.14	0.02	148.84	0%	0.02%

资料来源: WIND 咨询, 宏源证券

四、国都参控股多家子公司利于西南多业务结构

2011年上半年国都证券承销募集资金39亿元,同比增长550%,2010年全年承销业务收入为4800万元,募资16亿元,市场份额为0.11%,吸收合并后市场份额为1.12%。将进一步增强投行业务的市场份额。资产管理业务收入2010年为1000万元,目前,国都证券拥有4只理财产品,资产净值13亿元,排名27位,西南证券吸收合并后,共5只理财产品,资产净值可达30亿元,排名可升至15位。国都2010年自营收益为2.44亿元,同比增长239%,自营规模为26亿元,吸收合并后自营规模可达78亿元,占净资产42%,占合并后总收入28%。

另外,国都证券拥有的中国国都香港(100%股权)、国都期货(62.31%)以及参股的中欧基金(47%)将增加吸收合并后公司业务结构和收入来源。但2010年3家公司的业绩表现不佳,且并不能对收入构成影响。还有待观望。

五、估值

本次吸收合并发行价格为11.33元/股,公司拟向全体股东每10股派发现金红利5.5元(含税),若在股份发行日之前,上市公司股东大会审议通过分配方案后,价格将进行调整。吸收合并前公司总股本为23.22亿股,吸收合并之后,如果按预案中测算的国都注册资本作价4.3元计算,总股本将达到33.18亿股,如果按5元计算,总股本将达到34.8亿股。

在2500亿日均股票交易额及佣金率下降10%,自营收益率为10%的假设下,国都证券2011年收入将为11亿元,归属母公司净利润为4.35亿元,净资产为65亿元。在相同条件假设下,西南证券2011年收入将为22亿元,归属母公司净利润9亿元,净资产为121亿元。吸收合并后西南证券2011年收入将为33亿元,归属母公司净利润为14亿元,净资产为186亿元。预测2011年EPS为0.4元,2012年0.44元。(按33亿总股数计算)

如果按以上假设所做估值,给与国都证券2011年EPS为0.17元的预测,如果按吸收合并预案所估,以4.3元作价计算,其PE为25倍,如果以上限5元作价,其对应PE为30倍。而国都证券为非上市公司,25-30倍的市盈率在上市券商中已属偏高的水平,仅有三家小型券商达到这一区间。西南证券此次收购国都证券代价不菲。

(一) 分部估值: 11元

我们采用分部估值法:对非自营业务采用PE估值,对自营业务采用PB估值。其估值讨论见报告《证券业:盈利模式转换与估值变迁》。考虑经纪业务佣金率下降趋势,我们给予非自营业务较低的PE估值(12倍),对自有资金业务我们以绝对估值为基础给出1.35倍的PB。西南证券吸收合并国都证券后的合理估值为11元。

(二) 相对估值: 12元, 目前价格已合理

以8月16日股价计算,目前上市券商平均PE水平为21倍,西南证券吸收合并国都证券后,2011年股票价值为9元;因为吸收合并后公司将可能有较大的发展空间,以乐观的PE估值30倍计算(隐含了部分合并后的上升预期),公司股票价值将达到12元。

利润表(百万元)							资产负债表(百万元)						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	704	2,053	1,936	3,290	3,469	2,380	货币资金	5,210	10,170	9,421	10,363	11,399	12,539
手续费净收入	568	1,139	1,227	1,174	1,241	1,313	结算备付与保证金	1,347	1,057	2,550	2,778	3,056	3,362
代理买卖证券业务净收入	500	895	786	773	839	910	交易性金融资产	317	1,738	3,837	5,372	6,446	7,735
证券承销业务净收入	41	179	354	389	389	389	买入返售金融资产	0	0	4,509	8,058	9,669	11,603
资产管理业务净收入	0	0	3	11	13	13	可供出售金融资产	474	1,165	1,318	1,845	2,029	2,232
利息净收入	109	112	165	173	190	100	其他资产	680	840	840	840	840	840
投资收益及公允价值变动	25	797	541	804	803	963	资产总计	8,027	14,970	22,474	29,255	33,440	38,311
其他业务收入	2	5	3	5	5	5	短期借款	0	0	0	0	0	0
营业支出	-504	-799	-883	-1,464	-1,544	-1,059	交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-31	-102	-102	-148	-156	-107	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	-473	-697	-781	-1,316	-1,388	-952	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0	0
营业利润	198	1,248	1,044	1,826	1,925	1,321	代理买卖证券款	4,435	9,641	8,287	9,116	10,028	11,031
营业外收支	27	54	2	0	0	0	其他负债	276	651	2,825	1,145	3,190	217
利润总额	142	1,007	805	1,369	1,444	991	负债合计	4,712	10,293	11,112	10,261	13,218	11,248
所得税	-56	-265	240	-456	-481	-330	股本	1,904	1,904	2,322	3,318	3,318	3,318
净利润	142	1,007	805	1,369	1,444	991	归属母公司所有者权益	3,316	4,678	11,362	18,994	20,222	27,064
归属母公司所有者净利润	142	1,007	805	1,369	1,444	991	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	所有者权益合计	3,316	4,678	11,362	18,994	20,222	27,064
经营指标							风险指标						
平均总资产收益率	1.51%	8.76%	4.30%	5.29%	4.61%	2.76%	净资本	2,591	3,573	10,164	18,828	20,055	26,897
平均净资产收益率	4.34%	25.20%	10.04%	9.02%	7.36%	4.19%	扣除代买卖证券款负债率	5.86%	6.33%	25.42%	11.16%	24.14%	1.93%
管理费用率	67.24%	33.95%	40.35%	40.00%	40.00%	40.00%	自营规模/净资本	30.51%	81.25%	50.72%	38.33%	39.58%	32.46%
营业收入/总资产	7.50%	17.85%	10.34%	12.72%	11.07%	6.63%	权益自营规模/净资本	16.99%	75.22%	25.36%	30.66%	31.66%	25.97%
每股数据(元)							估值						
每股收益	0.07	0.54	0.35	0.41	0.44	0.30	市盈率	161.4	22.3	34.7	29.2	27.7	40.3
每股净资产	1.7	2.5	4.9	5.7	6.1	8.2	市净率	6.9	4.9	2.5	2.1	2.0	1.5

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。