



超常规发展再迈步 布局基金业务

——西南证券（600369）收购银华基金股权点评

2011年9月16日

强烈推荐/维持

西南证券

事件点评

刘家伟 执业证书编号：S1480510120001

联系人：黄琳 联系电话：66554013

MSN: huanglin329@msn.cn

事件：

9月15日晚间，西南证券发布公告，公司拟以自有资金11.8亿元收购山西海鑫实业股份有限公司所持有的银华基金管理有限公司的20%的股权。本次投资前，公司持有银华基金29%的股权；本次投资后，公司将持有印花基金49%的股权，成为银华基金的第一大股东。

观点：

1. 公司超常规发展迈出一大步，发展思路愈发明确。

从2009年登陆资本市场开始，公司开始了一系列举措。回顾其发展之路，从2006年业务重组、2009年借壳上市、2010年定向增发、2011年吸收合并国都证券到最近的收购银华基金的股权，公司的超常规发展之路却是稳打稳扎，公司建立布局国际、面向全国和全面金融业务平台的发展思路愈发明确。

2009年，公司借壳重庆长江水运上市，登陆资本市场，迈出超常规发展的第一步。为了解决超常规发展中的资金短板问题，公司于2010年定向增发，募集不超过60亿元的资金用于扩充资本金和营运资金，同时不断地完善业务格局，公司获得了直接投资、资产管理、融资融券和场外交易四块牌照并成立了直投子公司。8月15日，公司宣布以吸收合并的方式收购国都证券，在收购完成后，国都证券在创新业务以及在港业务极大地完善了公司的业务结构以及国内外的布局。本次收购银华基金20%的股权后，公司成为银华基金的控股股东，完善了公司在基金领域的布局，为公司建立全面业务平台的战略又迈出了重大一步。

2. 收购有助于完善公司全面金融业务平台的格局。

公司当前获得了除了IB业务之外的全部业务资格，收购国都证券的事项完成后，公司将获得证券业务的全部牌照。目前经纪业务、投行业务和自营业务是公司营业收入的主要来源，资产管理业务开展于2010年，并获得快速发展，然而对于公司欲打造全面金融业务平台的战略来说，基金业务仍是公司业务中的一个较为薄弱的部分。当前上市的17家证券公司中，有14家持有基金公司股权，其中9家上市券商拥有控股的基金公司。此次收购之前，公司仅持有银华基金20%的股权，在基金业务领域竞争较弱，因此需要扩大在这一领域的竞争力。

银华基金成立于2001年5月28日，并于2005年获得企业年金基金管理人资格，是国内9家首批获此资格的基金管理公司之一，也是目前少数同时拥有企业年金资产管理业务资格、境外证券投资业务资格、特定客户资产管理业务资格的基金管理公司之一，并四度荣膺“金牛基金公司”的称号。截至2010年12月31日，银华基金管理有限公司管理基金产品18只，资产管理规模855.46亿元，管理规模在行业排名第八。银华基金在业务领域的优势地位将为公司打造全面金融业务的平台提供有利条件。

3. 收购有助于扩大收入来源，平滑收入波动。

基金公司的收入以基金管理费收入为主，相对于证券公司而言更加稳定。此次收购，一方面有助于扩大公司的收入来源，另一方面有助于平滑收入波动。

2011 上半年，经纪业务、投行业务、自营业务和资管业务在公司营业收入中的比重分别为 45.9%、42%、9.8%和 2.31%。经纪业务、自营业务和资管业务很大程度地受到二级市场波动的直接影响，当前获得稳定的收费型业务是证券公司业务拓展的方向之一。

结论：

我们认为此次收购是公司超常规发展进程中迈出的一大步，公司建立布局国际、面向全国和全面金融业务平台的发展思路愈发明确。收购完成之后，公司将成为银华基金的控股股东，有助于弥补公司在基金业务领域的弱势地位，增强市场竞争力，完善业务布局。相对而言，基金公司的管理费收入比证券公司收入更加稳定，因此此次收购将为公司带来稳定的收入来源，也符合当前证券公司业务拓展的方向之一。

银华基金 2010 年和 2011 年上半年的净利润分别为 3.41 亿元和 1.2 亿元，谨慎预计 2011 全年的净利润为 2.5 亿元，则收购 20%的股权将带来约 0.5 亿元的净利润，增厚 EPS 约为 0.015 元。在年底收购国都证券和银华基金 20%股权均获得通过并实现的前提下，我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.4 元和 0.52 元，我们十分看好公司重组之后的成长空间和全面的业务布局所带来的收入增长空间，给予公司 35 倍 PE，对应目标价为 14 元，相对当前股价仍有 25%的的上升空间，故继续维持强烈推荐评级。

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	394,118	507,574
(+/-)%	191.61%	-5.67%	103.52%	28.79%
营业利润（EBIT）	124,820	104,373	208,883	263,938
(+/-)%	530.10%	-16.38%	100.13%	26.36%
净利润	100,716	80,528	157,647	197,954
(+/-)%	608.96%	-20.40%	95.77%	25.57%
每股净收益（元）	0.54	0.39	0.40	0.52

风险提示：

公司的并购及收购事项仍需要获得监管部门的批准，因此仍存在一定的不确定性。如果二级市场受到重大事件的冲击出现大幅下跌，则会影响到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

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

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，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。