

西南证券 (600369)

告别历史 步入正轨

未评级

股价: RMB16.49

分析师

张黎

+755-82366995 zhanglisz@lhzq.com

李聪

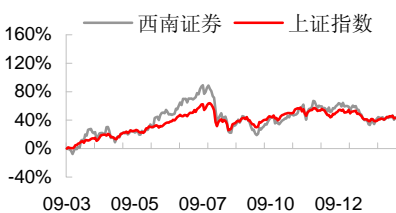
+21-68498610 licong@lhzq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1904
流通 A 股 (百万股)	245
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	4116

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 告别历史, 步入正轨。**08年7月, 中国建投将其持有的西南证券41%股权转让给重庆渝富(重庆国资委全资子公司), 后者由此成为西南证券第一大股东。股东结构明朗化之后, 公司经营逐步走上正轨。传统业务份额稳步攀升; 直投已获得业务资格; 再融资完成之后, 公司将突破净资本不低于50亿元的融资融券业务申请门槛; 公司股指期货IB资格有望近期获批, 期货公司正在接洽中。考虑到公司只有地区网点新设资格, 恰逢2010年“一参一控”问题大限提供的良好契机, 我们认为, 未来不排除公司通过外延式扩张实现全国化布点的可能。另外, 重庆的政治因素也会强化当地政府对地方龙头企业的扶持力度。

• 经纪业务:

1) 09年公司份额0.63%, 同比增长了15%。主要原因: A. 股东结构明朗; B. 营销人员增长到6倍, 从08年的200人扩张到09年1200人; C. 对客户分级管理; D. 改进客户结构, 大力发展活跃散户。

2) 09年公司佣金率0.127%, 同比下滑了19%。主要原因: A. 新拓展的客户主要为交易活跃的散户, 对佣金率敏感度高; B. 同业竞争导致。

3) 10年公司份额目标为进入协会统计的股基交易额前40名以内(09年为45名), 由此测算10年公司份额上升9%; 10年佣金率目标为下降10%以内。

• 自营业务:

1) 权益类投资为上市初的10亿元, 其后盈利也投入权益类投资资产。

2) 公司持有的京东方股权在10年6月解禁, 截至09年末账面浮盈4.6亿元。

• 投行业务:

1) 09年投行收入2.7亿, 公司在承销、财务顾问等方面收入非常均衡。

2) 公司重组时流失30个保荐人代表, 目前已恢复, 拥有保代超过30人, 国内排名14位。

3) 09年股票承销家数8个, 排名第9; 10年目标: 超越09年。

• 资管业务:

资格申请中。

- **直投业务:**

1) 已拿到资格, 目前在办理工商执照。首批投入 2 亿元, 目前预计未来投入不超过 4 亿元。

- **融资融券:**

1) 监管层对于券商申请融资融券的最低 50 亿元净资本门槛短期内不会放开。历史来看只有直投业务放松过门槛。

2) 公司未来再融资之后净资产可达到 110 亿, 净资本在 90 亿左右, 超过 50 亿元的最低门槛。

- **股指期货:**

1) IB 资格预计就快可以拿到, 期货公司的合作也正在接洽中。

- **未来扩张:**

1) 公司目前只有地区网点新设资格, 外地网点主要依靠营业部外迁为主。我们认为, 未来不排除公司通过外延式扩张的方式来实现网点全国化。

2) 2010 年底是“一参一控”问题解决的大限, 可预期年内将会出现券商股权转让的机会, 尤其是在券商较多、地方国资委约束较少的发达城市。

3) 假如未来出现并购机会, 公司不一定以现金购买, 可以考虑换股方式。

4) 按照规定, 监管层审核再融资和并购需要按照先后秩序进行。

- **大小非解禁:**

1) 3 月 11 号解禁 1.3 亿股, 四家股东中重庆水务、云南冶金表达了长期持有的意愿, 常州大亚、重庆啤酒表示对公司长期看好。

- **我们的观点:**

公司目前估值为 09PE32 倍, 基本与行业平均水平 30 倍相当, 西南证券并没有明显的优势, 但是考虑到未来增发后公司的每股净资产的增厚, 我们认为公司还是有一定的安全边际。而公司未来的发展, 我们认为其存在着爆发的可能性, 但是这都建立在公司目前的再融资。因为再融资后, 公司将具备申请融资融券的资格, 以及公司未来可能涉及的外延式兼并收购。我们认为对于公司最好的介入点还是在公司未来的发展方向明确以后。目前, 我们认为其股价表现将同步于行业水平。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com