

西南证券：网点分布具备互补性

关于西南证券与国都证券重大重组的点评

报告关键点：

- 📖 西南证券更可能“华泰联合模式”重组国都证券
- 📖 该笔交易增厚每股净资产8%
- 📖 网点分布具备互补性

报告摘要：

- **西南证券将与国都证券进行重大重组。**西南证券发布公告称已与国都证券签订了重大重组意向书，由于尚存不确定性，公司申请自3月7日起停牌30日。
- **券商股权一级市场的估值大致为2倍P/B。**2010年12月底，红塔烟草和上海国资委分别将其持有的6%的中银国际股权在一级市场出售，对应的估值分别为2.1倍P/B和1.9倍P/B。2010年7月份，中信证券转让中信建投股权估值为2.2倍P/B。
- **西南证券更可能采取“华泰联合模式”而非“吸收合并模式”重组国都证券。**从是否取消国都证券法人资格上来看，有“华泰联合模式”和“吸收合并模式”这两种方式；从支付对价的方式上来看，有换股和现金两种方式。我们更倾向于以换股方式实现的“华泰联合模式”。“华泰联合模式”的优点在于保留国都证券的法人资格和独立的牌照，同时采取交叉换牌的模式解决同业竞争问题。“吸收合并模式”的优点在于节省管理成本，但缺点在于不能保证西南证券支付的对价满足所有股东的要求。国都证券股权较为分散，共有44名股东，如果要实现控股，需要前6名股东的同意。相对来说“华泰联合模式”更容易实现。从支付对价的方式上来看，我们认为换股的可行性较高，因为西南证券需支付约120亿元现金，超出西南证券的承受能力。
- **网点分布具备互补性。**如果西南证券成功吸收合并国都证券，那么将在经纪、投行、资管等各个方面增强西南证券的实力，尤其是经纪业务。西南证券的股票交易额市场份额将从2010年的0.74%提升至1.26%，排名从行业第40名上升至第22名。西南证券41%的业务量集中在重庆，而国都证券43%的业务集中在北京。
- **该笔交易增厚每股净资产8%。**若以换股方式收购，去年末国都证券净资产为61亿元，按照2倍P/B来估值，总市值为122亿元，需要西南证券增发10亿股来支付对价。西南证券扩张后的股本为33亿元，总市值约为400亿元，2010年末全面摊薄的每股净资产和净利润分别为5.18元和0.34元，每股净资产增厚8%，每股净利润没有变化。
- **维持增持-A的投资评级，目标价15元。**由于国都证券ROE较低，我们预计有可能收购价格会低于我们的测算价格，从而进一步增厚公司的每股净资产和净利润，维持公司增持-A的评级，目标价15元，对应吸收合并后的2.5倍P/B。
- **风险提示：**国都证券较为分散的股权增加收购难度。

财务和估值数据摘要

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,910	1,510	1,586	1,641
Growth(%)		-6.98%	-20.91%	5.03%	3.47%
净利润	1,007	809	756	794	821
Growth(%)		-19.70%	-6.53%	5.03%	3.47%
每股收益(元)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
每股净资产(元)	2.5	4.8	5.1	5.4	5.7
市盈率	22	34	36	35	34
市净率	4.8	2.4	2.3	2.2	2.1
净资产收益率(%)	25.20%	10.12%	6.50%	6.46%	6.33%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：**增持-A**

上次评级：增持-A

目标价格：**15.00元**

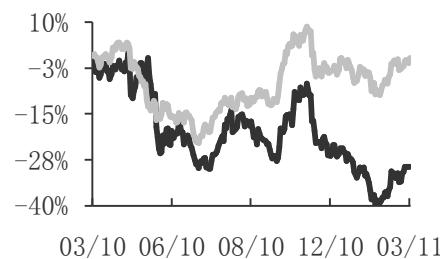
期限：6个月 上次预测：18.00元

现价(2011年03月07日)：11.87元

报告日期：**2011-03-08**

总市值(百万元)	27,568.72
流通市值(百万元)	4,503.48
总股本(百万股)	2,322.55
流通股本(百万股)	379.40
12个月最低/最高	10.06/17.09元
十大流通股东(%)	37.22%
股东户数	64,411

12个月股价表现



— 西南证券 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.45	(10.05)	(29.72)
绝对收益	10.73	(7.85)	(29.39)

杨建海

021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

贺立

021-68767803
heli@essence.com.cn

前期研究成果

- 西南证券：自营占据四成营业收入
2010-10-25
- 西南证券：市场份额上升明显
2010-08-31
- 西南证券：经纪业务快速上升
2010-04-30

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-03-06

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,053	1,910	1,510	1,586	1,641	货币资金	10,170	11,187	12,306	13,536	14,890
手续费净收入	1,139	1,328	719	745	745	结算备付与保证金	1,057	3,537	3,639	3,752	3,876
代理买卖证券业务净收入	895	692	560	585	585	交易性金融资产	1,738	1,912	2,103	2,314	2,545
证券承销业务净收入	179	636	159	159	159	买入返售金融资产	0	480	480	480	481
资产管理业务净收入	0	1	2	3	4	可供出售金融资产	1,165	1,281	1,410	1,551	1,706
利息净收入	112	123	135	148	163	其他资产	840	671	632	607	595
投资收益及公允价值变动	797	458	656	693	733	资产总计	14,970	19,069	20,570	22,240	24,093
其他业务收入	5	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-805	859	529	555	574	交易性金融负债	0	0	0	0	1
营业税金及附加	-102	86	68	71	74	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-697	773	461	484	501	卖出回购金融资产款	0	0	0	0	1
营业利润	1,248	1,050	982	1,031	1,067	代理买卖证券款	9,641	11,805	12,985	14,284	15,712
营业外收支	24	0	0	0	0	其他负债	651	-4,045	-4,367	-4,671	-4,946
利润总额	1,272	1,050	982	1,031	1,067	负债合计	10,293	7,760	8,619	9,613	10,768
所得税	-26	24	226	23	24	股本	1,904	2,324	2,324	2,324	2,324
净利润	1,007	809	756	794	821	归属母公司所有者权益	4,678	11,309	11,952	12,626	13,325
归属母公司所有者净利润	1,007	809	756	794	821	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	4,678	11,309	11,952	12,626	13,325
经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	风险指标	2009	2010E	2011E	2011E	2012E
平均总资产收益率	8.76%	4.75%	3.81%	3.71%	3.55%	净资本					
平均净资产收益率	25.20%	10.12%	6.50%	6.46%	6.33%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	-33.95%	40.50%	30.50%	30.50%	30.50%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	17.85%	11.22%	7.62%	7.41%	7.08%	权益自营规模/净资本					
每股数据(元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	估值	2009	2010E	2011E	2011E	2012E
每股收益	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	市盈率	22	34	36	35	34
每股净资产	2.5	4.8	5.1	5.4	5.7	市净率	4.8	2.4	2.3	2.2	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;
- 同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;
- 落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

黄方禅 021-68765913	上海联系人 huangfc@essence.com.cn	朱贤 021-68765293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	潘冬亮 010-59113590	北京联系人 pandl@essence.com.cn
马正南 010-59113593	北京联系人 mazn@essence.com.cn	李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn
周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	胡珍 0755-82558073	深圳联系人 huzhen@essence.com.cn
李国瑞 0755-82558084	深圳联系人 ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034