

西南证券（600369）：估值偏高，给予“减持”投资评级

证券行业

2009年2月26日

张春雷（执笔） 石磊

010-66045620

事件描述：

*ST 长运09年2月25日发布公告称，公司重大资产出售暨新增股份吸收合并西南证券的重大资产重组已实施完毕，公司股票的简称自2009年2月26日起由“*ST长运”变更为“西南证券”，证券代码“600369”不变。

分析：

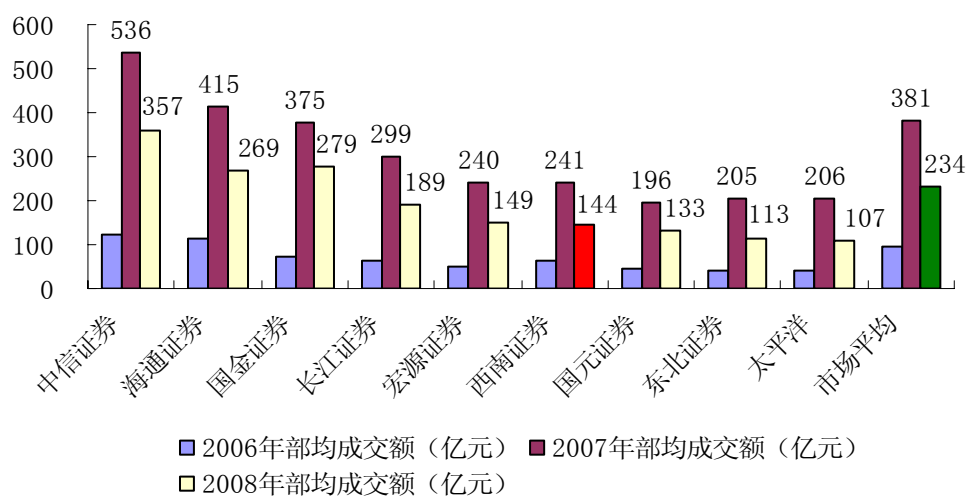
- 西南证券成功登陆A股市场。**西南证券是一家成立于1999年12月28日，注册地在重庆市，拥有33家营业网点的综合类券商，2008年公司实现净利润约1.42亿元，同比下降85%。*ST 长运重大资产出售暨新增股份吸收合并西南证券事项，于2009年1月22日获得中国证监会正式核准，我们根据以往券商借壳上市经验，在23日的信息点评中就预计，西南证券最早有望在09年2月下旬正式登陆A股市场，成为第九家上市券商。借壳完成后西南证券总股本将缩减为19.04亿股，第一大股东仍为重庆渝富资产经营管理有限公司，持股比例约为49.35%（见表1）。
- 部均产能偏低，经纪业务市场份额略有下降。**西南证券拥有27家营业部和6家服务部，其中有13家营业部和4家服务部分布在重庆地区，约占重庆地区总营业网点（65家营业部和25家服务部）数量的18.89%，具有一定的区域垄断优势。但由于营业网点分布过于集中，08年公司部均产能仅为144亿元，约为市场平均值的61.59%（见图1）。08年公司实现代理成交额（包括股票、基金、权证和债券）约为3893亿元，同比下降40%，降幅略高于市场平均水平（-35%）；市场份额约为0.54%，较上年同期下降约0.04个百分点（见图2）。
- 投行业务市场份额略有上升。**公司08年担任了中兵光电、福田汽车和ST天华增发项目的主承销商，累计筹集资金约28亿元，市场份额较07年提升0.1个百分点达到0.92%，位居行业第24位。08年公司进一步加大了投行业务投入，截止到2009年2月24日公司拥有保荐代表人23名，较上年同期增加了3人，随着创业板的临近以及IPO的重启，公司投行业务有望取得新的发展（见表2）。
- 盈利预测。**在2009年-2011年日均成交额分别为900亿元、1481亿元和1874亿元，经纪业务市场份额分别为0.56%、0.58%和0.60%的主要假设下。我们预计西南证券2009-2011年归属母公司净利润分别约为1.65亿元、2.97亿元和3.80亿元，按照借壳完成后总股本计算，每股收益分别为0.09元、0.16元和0.20元，对应动态PE分别约为128倍、71倍和56倍，而同期8家上市券商2009年和2010年的平均动态PE分别约为29倍和23倍，公司估值已明显偏高，给予公司“减持”投资评级（见表3、表4）。
- 关于盈利补偿条款。**2008年12月1日，ST长运与重庆渝富签署的《补偿协议书》中规定，如重大资产出售暨新增股份吸收合并西南证券事项，于2009年度内完成，则存续公司2009-2011年实现的净利润累计数应达到《估值报告》中预测的145,605.95万元，否则重庆渝富应就净利润差额对存续公司给予补偿。根据我们预测，重庆渝富未来可能需要向西南证券补偿约6.14亿元，但补偿方式还存在不确定性。如果按照西南证券《估值报告》中的预测（补偿按年分摊），西南证券2009-2011年EPS分别为0.20元、0.26元和0.30元，对应动态PE分别为55倍、43倍和37倍，估值也已较高，维持公司“减持”投资评级。

表格 1 借壳后西南证券股权结构

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	重庆渝富资产经营管理有限公司	939,536,796	49.349
2	中国建银投资有限责任公司	164,213,506	8.625
3	重庆国际信托有限公司	114,934,587	6.037
4	重庆市水务资产经营有限公司	77,065,345	4.048
5	海南珠江控股股份有限公司	53,250,000	2.797
6	北京新富投资有限公司	46,150,000	2.424
7	常州大亚投资担保有限公司	28,400,000	1.492
8	重庆市涪陵区城乡资产管理有限公司	26,972,900	1.417
9	云南冶金集团总公司	22,294,000	1.171
10	甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司	21,300,000	1.119
11	重庆市开发投资有限公司	17,753,550	0.933
12	重庆九龙电力股份有限公司	17,750,000	0.932
13	重庆长安汽车股份有限公司	17,750,000	0.932
14	重庆啤酒（集团）有限责任公司	17,433,695	0.916
15	重庆未来投资有限公司	17,364,080	0.912
16	重庆银庆贸易有限责任公司	9,040,821	0.475
17	重庆市电力公司	8,875,000	0.466
18	重庆鼎泰能源（集团）有限责任公司	8,875,000	0.466
19	重庆太极实业（集团）股份有限公司	7,100,000	0.373
20	重庆长寿正业经济发展有限公司	7,100,000	0.373
21	重庆钱币公司	7,100,000	0.373
22	中国电信集团重庆市电信公司	6,783,695	0.356
23	重庆银桥物业有限公司	6,783,695	0.356
24	重庆市邮政公司	4,520,393	0.237
25	重庆路桥股份有限公司	3,550,000	0.186
26	深圳市蛇口南水实业股份有限公司	3,550,000	0.186
27	上海轻工控股（集团）公司	3,550,000	0.186
	ST 长运原股东	244,857,500	12.861
	合计	1,903,854,562	100

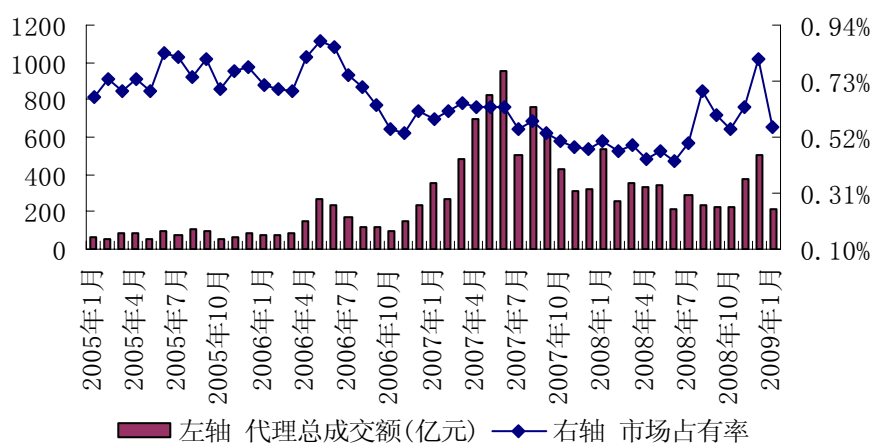
资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 1 西南证券部均产能同业比较情况



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天相投顾整理

图表 2 西南证券代理成交额及市场份额变化情况



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天相投顾整理

注：总成交额为沪深两市股票、基金、权证和债券成交额之和

表格 2 西南证券 07 年以来股票主承销情况

名 称	所属行业	主承销商(首发)	发行量(百万股)	集资金额(百万元)	日 期
沃尔核材	化工	西南证券	14	208	20070406
西部材料	有色	西南证券	23	178	20070726
名 称	所属行业	主承销商(增发)	发行量(百万股)	集资金额(百万元)	日 期
中青旅	酒店旅游	西南证券	53	518	20070116
渝 开 发	园区土地开发	西南证券	311	1,459	20070122
山西三维	化纤	西南证券	80	586	20070216
新湖中宝	房地产开发	西南证券	100	1,593	20070829
康恩贝	中药	西南证券	43	296	20070912
美克股份	建材	西南证券	24	525	20071019
ST 天华	房地产开发	西南证券	206	549	20080422
福田汽车	汽车及配件	西南证券	105	1,037	20080702
中兵光电	机械	西南证券	79	1,235	20081201
名 称	所属行业	主承销商(配股)	配股数(百万股)	集资金额(百万元)	日 期
方正科技	计算机硬件	西南证券	271	696	20070119
博瑞传播	传媒	西南证券	20	255	20071126

资料来源：天相投资分析系统

注：数据截止到 2008 年 12 月 31 日

表格 3 正常情况下西南证券 2009-2011 年盈利预测

单位：百万元	2009E	2010E	2011E
营业收入	613.86	882.64	1,086.48
手续费及佣金净收入	421.88	671.79	844.00
其中：代理买卖证券业务净收入	380.30	625.47	792.95
证券承销业务净收入	41.58	46.32	51.05
受托管理资产业务净收入	0.00	0.00	0.00
利息净收入	97.00	102.66	112.82
投资净收益	75.43	85.03	102.49
其中：对联营企业和合营企业的			
投资收益	84.58	88.81	93.25
公允价值变动净收益	15.52	18.93	22.72
汇兑净收益	(2.73)	(2.87)	(3.01)
其他业务收入	6.77	7.11	7.46
营业支出	399.65	493.43	586.81
营业税金及附加	29.53	47.03	59.08
业务及管理费	366.60	442.62	523.61
资产减值损失	2.78	3.01	3.31
其他业务成本	0.73	0.77	0.81
营业利润	214.21	389.22	499.68
加：营业外收入	9.78	10.76	11.84

减：营业外支出	4.24	4.45	4.67
利润总额	219.75	395.52	506.84
减：所得税	54.94	98.88	126.71
净利润	164.81	296.64	380.13
归属于母公司净利润	164.81	296.64	380.13
少数股东收益	0.00	0.00	0.00
每股收益（摊薄，元）	0.09	0.16	0.20

资料来源：天相投顾预测

表格 4 上市券商估值情况

股票代码	券商简称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
600030	中信证券	22.57	1.10	1.06	1.36	20.55	21.25	16.56
600837	海通证券	12.12	0.40	0.38	0.47	30.21	31.83	25.59
000562	宏源证券	15.35	0.30	0.25	0.33	51.33	60.20	46.26
000686	东北证券	20.00	0.69	0.52	0.66	29.06	38.40	30.46
000728	国元证券	14.79	0.36	0.29	0.41	41.33	50.20	36.32
000783	长江证券	13.23	0.42	0.37	0.51	31.63	36.12	25.98
601099	太平洋	14.02	-0.33	-0.03	0.09	-42.65	-438.01	147.97
600109	国金证券	30.45	1.48	1.14	1.53	20.58	26.60	19.85
均值			-	-	-	28.20	29.27	22.50

资料来源：天相投顾预测

注：股价为 2009 年 2 月 25 日数据

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002