

西南证券（600369）：综合实力将会进一步提升

——公司合并国都证券方案点评

行业分类：证券

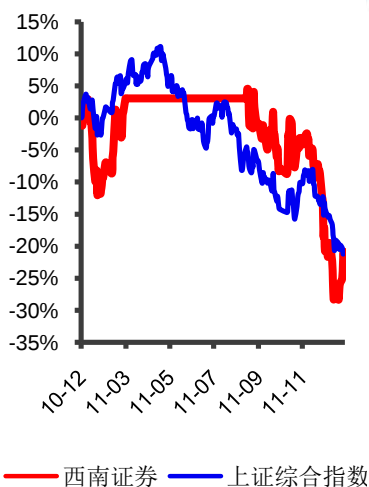
2011. 12. 29

研究员：郭懿
 执业证书编号：S0640511010006
 电话：010-84802074
 联系人：全歆、杨瑞
 电话：0755-83689065

6-12个月目标价	9.8元
当前股价	8.65元
投资评级	持有

基础数据	
上证指数	2173
总股本（百万）	2322
流通A股（百万股）	798
流通H股（百万股）	0
流通A股市值（百万）	6640
总市值（百万）	19323
每股净资产（元）	4.82
资产负债率	42.13%

近一年股价表现



事件：西南证券12月23日发布了《西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司报告书（草案）》，草案确定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。西南证券为吸收合并方，国都证券为被吸收合并方。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，国都证券全部资产、负债、业务、人员将依照本次吸收合并方案并入存续公司。

投资要点：

● 以每股10.78元新增发行股份方式吸收合并国都

本次吸收合并的股份发行价格为西南证券审议本次吸收合并事宜的首次董事会决议公告日前20个交易日公司股票的交易均价，即11.33元/股；由于公司11月11日通过了向全体股东每10股派发现金红利5.50元（含税）的利润分配议案，本次股份发行价格调整为10.78元/股。国都证券评估价格为4.30元/股；经协商在评估价格基础上为参与换股的国都证券股东安排一定比例的风险溢价，国都证券作价5元/股。

对于本次吸收合并持异议的股东，公司将以4.3元/股的价格收购其所持有的国都证券的股权并进行注销；对于上市公司的异议股东，可以在现金选择权实施日将所持股份以本次吸收合并之新增股票发行价格获得上市公司或指定的第三方支付现金对价。

● 西南证券将注册设立证券经纪业务全资子公司

本次吸收合并完成的同时，西南证券将在北京以注册资本13.5亿元（其中货币出资12.42亿元、非货币出资1.08亿元）设立证券经纪业务全资子公司，子公司经纪业务经营区域

与原国都证券经纪业务经营范围将会按照证监会监管要求做出相应调整。

● 西南证券重组后规模及综合实力将会提升

合并完成后，西南证券资产规模、实力会得到提升，总资产达到 302.26 亿元，净资产达到 173.35 亿元；在上市券商中的总资产排名由第 12 位上升为第 7 位，净资产排名由第 10 位提高到第 7 位，资本规模得到极大的夯实，相应的抵制风险能力会得到提高。

● 各项业务结构互补、进一步实现协同效应

西南证券在全国拥有 41 家营业部网点布局主要集中于我国西南地区，而国都证券拥有的 23 家营业部主要集中于我国东部地区（其中在北京、上海共 12 家），吸收合并完成后将充分体现地域互补优势，进一步扩大上市公司的经营区域。同时经纪业务市场份额（2010 年）也会提高到 1.16%。

西南证券目前管理 1 只集合资产管理计划，份额 15.57 份，资产净值 13.76 亿元，排名 29 名；合并国都后，将会管理 5 只集合资产管理计划，以资产净值 25.13 亿元提升为 17 名，资产管理规模得到进一步的壮大。

西南证券可借助于国都证券旗下的国都香港、国都期货和中欧基金三家公司及时完成在基金管理、期货及国际业务的全面布局；强势互补、实现协同效应，将自身的业务链延伸、布局到海外，向国际化迈进。

投资建议：

西南证券此次合并重组方案若能够顺利完成，公司业务结构布局和协同互补效应将会使业绩产生提高，预计 2012 年效果能够显现。我们预计公司 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为：0.15 元、0.18 元，目前股价对应 PE 分别为 57 倍、48 倍；预计 2011 和 2012 年每股净资产 4.9 元和 5.1 元，每股目标价格为 9.8 元，对应 2 倍的 PB。首次给予持有评级。

风险提示：

公司合并重组方案在实际进行过程中受阻导致业绩释放延迟

证券市场进一步恶化导致公司营业收入下滑

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿，SAC 执业证书号：S0640511010006，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。