

分析师： 刘俊 (8627) 65799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

联系人： 蒲东君 (8627) 65799537 pudj@cjsc.com.cn

增发股东会点评：重组获通过，现金选择权压力小

事件描述

西南证券（600369）召开 2012 第一次临时股东大会，其主要看点有：

- 公司审议通过了《关于西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司的议案》，根据公司公告，异议股东有望获得定增价格——即 10.78 元的现金选择权，高于目前 8.79 元的股价；但昨日股东大会上，投反对票的投资者仅 200 多万股，因此公司的现金选择权压力并不大，这个结果将使公司的重组事宜进一步顺利推进。
- 若考虑与国都证券的合并，重组后公司 2011 年 PE 和 PB 水平分别为 48.33 倍和 1.63 倍，PE 方法估值在非银类上市公司中仍处于较高水平，但 PB 估值具有一定的优势。

我们认为，随着近期多元金融板块的反弹和重组方案中关于现金选择权的安排，使前期公司股价表现相对突出，目前虽然现金选择权压力较小，但股价仍低于增发价格；从合并后公司的估值水平看，PE 估值没有优势，PB 估值水平尚可，对重组后公司的经营、业绩情况仍值得期待。鉴于目前的成交量向上弹性及公司的发展，维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，重组方案终获通过，现金选择权实施压力较小

2012 年 1 月 9 日公司召开临时股东大会，审议通过了《关于西南证券股份有限公司吸收合并国都证券有限责任公司的议案》。

就具体表决结果看，反对票在 200 万股左右，仅占出席会议有表决权股份总数的 0.11%；根据公司公告，异议股东如果持续持有股份至增发实施时，将获得定增价格——即 10.78 元的现金选择权，高于目前 8.79 元的股价，但如果届时股价高于定增价格，那么现金选择权则失去意义。

第二，合并后估值水平仍偏高

不考虑合并，我们预计公司 2011 年全年 EPS 为 0.15 元，对应 PE 为 58.60 倍；与此同时，截至 2011 三季度末公司净资产规模为 112 亿元，对应 PB 水平为 1.82 倍，在多元金融上市公司中 PE 估值水平较高。

若考虑与国都合并，则公司新增股本约 9 亿股（公司本次发行股票数量=未行使国都证券收购请求权的国都证券股东所持国都证券注册资本份额×5÷最终股票发行价格），增发后公司总股本达 32.23 亿股，EPS 约为 0.18 元，则合并后公司对应 2011 年 PE 水平为 48.33 倍；若假设公司合并后新增净资产 62 亿元（国都证券 2011 年 6 月末净资产规模为 62 亿元），则合并后公司 PB 水平为 1.63 倍。

总体来看，合并后公司 PE 和 PB 水平均有所下降，分别为 48.33 倍和 1.63 倍，但在非银类上市中 PE 估值处于较高水平，PB 估值具有一定的优势。

表 1: 合并前公司 PE 水平与其他上市券商对比

公司简称	股价	EPS(元)			P/E (X)		
		10A	11E	12E	10A	11E	12E
宏源	10.75	0.89	0.57	0.62	12.08	18.86	17.34
海通	7.62	0.45	0.39	0.41	16.93	19.54	18.59
中信	9.75	1.14	0.47	0.64	8.55	20.74	15.23
光大	10.34	0.64	0.49	0.58	16.16	21.10	17.83
招商	10.37	0.9	0.48	0.49	11.52	21.60	21.16
陕国投 A	10.00	0.23	0.39	0.73	43.48	25.64	13.70
华泰	7.79	0.63	0.29	0.34	12.37	26.86	22.91
国元	8.76	0.47	0.32	0.36	18.64	27.38	24.33
国金	10.06	0.44	0.36	0.37	22.86	27.94	27.19
兴业	10.14	0.39	0.34	0.36	26.00	29.82	28.17
广发	21.46	1.62	0.67	0.78	13.25	32.03	27.51
太平洋	7.05	0.14	0.14	0.16	50.36	50.36	44.06
西南	8.79	0.39	0.15	0.19	22.54	58.60	46.26
山西	6.38	0.22	0.08	0.07	29.00	79.75	91.14
东北	12.35	0.82	0.01	0.21	15.06	1235	58.81

资料来源：长江证券研究部

表 2: 合并前公司 PB 水平与其他上市券商对比

证券简称	最新股价	净资产	总股本	每股净资产	PB
国元	8.76	147	20	7.50	1.17
华泰	7.79	335	56	5.98	1.30
海通	7.62	460	82	5.59	1.36
长江	7.49	114	24	4.80	1.56
光大	10.34	223	34	6.53	1.58
中信	9.75	660	110	5.99	1.63
方正	4.20	147	61	2.41	1.74
西南	8.79	112	23	4.82	1.82
招商	10.37	245	47	5.26	1.97
广发	21.46	315	30	10.65	2.02
宏源	10.75	73	15	5.02	2.14
东北	12.35	33	6	5.12	2.41
山西	6.38	63	24	2.61	2.45
兴业	10.14	87	22	3.97	2.56
国海	11.31	29	7	4.04	2.80
国金	10.06	33	10	3.25	3.09
陕国投 A	10.00	8	4	2.25	4.45
太平洋	7.05	21	15	1.38	5.09
安信信托	14.48	5	5	1.01	14.35

资料来源：长江证券研究部

注：合并后

第三，投资评级与风险提示

我们认为，随着近期多元金融板块的反弹和重组方案中关于现金选择权的安排，使前期公司股价表现相对突出，目前虽然现金选择权压力较小，但股价仍低于增发价格；从合并后公司的估值水平看，PE 估值没有优势，PB 估值水平尚可，对重组后公司的经营、业绩情况仍值得期待。鉴于目前的成交量向上弹性及公司的发展，维持“谨慎推荐”评级。

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，具有 7 年从业和研究经历。
蒲东君，武汉大学经济学硕士，具有 3 年从业和研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。